FEBBRAIO 2023

OUTLOOK 2023: INVESTMENT BANKING

#MACROMARKETS

INDICE

INTRODUZIONE 3

LE PREVISIONI PER IL 2023 DI JP MORGAN 4

LE PREVISIONI PER IL 2023 DI MORGAN STANLEY 6

LE PREVISIONI PER IL 2023 DI CITIBANK 9

CONCLUSIONE 11

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA 12

Disclaimer

"Il contenuto di questo documento non deve in alcun modo essere interpretato come consulenza finanziaria, economica o di altro tipo e nessuna decisione di investimento o di altro tipo deve essere presa sulla base di questi dati.
Le idee presentate sono il risultato della sintesi di alcune visioni pubbliche e non rappresentano opinioni personali e del Macroeconomic Student Board (MSB)."

Autore

Giorgi Giacomo

INTRODUZIONE

Il 2022 è stato un anno che sarà ricordato nei manuali di economia e di storia, prima di tutto per l'invasione dell'esercito russo in Ucraina che ha scombussolato un sistema economico globale che doveva ancora stabilizzarsi dalla pandemia.

L'economia globale ha decisamente rallentato a causa del continuo aumento dei prezzi delle materie prime e l'inflazione ha raggiunto livelli che quasi nessuno aveva previsto, nemmeno FED e BCE, che avevano scommesso su un rialzo dei prezzi temporaneo, dovuto a tutte le difficoltà produttive legate alle prime riaperture post-Covid.

In più, il 2022 viene definito come l'anno della peggior crisi energetica di sempre, soprattutto per i Paesi dipendenti dall'estero per l'import di energia elettrica, gas e petrolio.

Le principali banche centrali sono state costrette a correre ai ripari rialzando i tassi di interesse, che hanno indotto ad un aumento dei costi ed a un drastico rallentamento del ciclo economico. In specifico, la Federal Reserve, sotto la guida di Jerome Powell, ha effettuato il più veloce rialzo dei tassi di sempre; la Bce non è stata a guardare, con la presidente Christine Lagarde che ha dichiarato che ci saranno altri rialzi, per riportare l'inflazione intorno al 2%, target delle banche centrali.

Le istituzioni finanziarie statunitensi hanno atteso a lungo il ritorno di un contesto di tassi di interesse più elevati, ma il rapido ritmo di aumento dei tassi da parte della Federal Reserve ha scatenato timori di recessione e turbolenze sui mercati, offuscato le prospettive economiche e costretto gli investitori e le startup ad allocare il capitale con maggiore disciplina per mettere in primo piano la redditività e allontanarsi dalla crescita a tutti i costi.

In questo paper andremo a commentare le prospettive economiche per il 2023 secondo alcune delle più importanti banche di investimento a livello mondiale, analizzando macroeconomia globale, equity, FX, alternatives e commodities di Stati Uniti, Unione Europea, Cina e Giappone.

JP MORGAN

Macroeconomia globale

Le prospettive di crescita restano depresse in vista del nuovo anno, in particolare con l'aggravamento della situazione COVID in Cina e la crisi energetica in Europa. Tuttavia, gli analyst di JP non ritengono che l'economia globale sia a rischio imminente di recessione.

Stati Uniti: le condizioni finanziarie continueranno a restringersi e la politica monetaria diventerà ancora più restrittiva. L'economia entrerà in una lieve recessione con il mercato del lavoro che si contrarrà e il tasso di disoccupazione che salirà al 5%; prima che la FED si sente più tranquilla sul riportare al 2% il livello di inflazione, è probabile che questo valore debba avvicinarsi al 3,5%.

Unione Europea: la recessione è lo scenario di base per l'Europa e gli Stati Uniti, dove è prevista una contrazione degli utili del 10% nel 2023. I paesi dell'Area Euro saranno influenzati da due fattori principali: debole crescita e irregolare disinflazione. I miglioramenti nelle supply chain possono ancora fornire un sostegno e le famiglie hanno ancora un ampio eccesso di risparmio, ma è probabile che l'Europa si troverà ad affrontare una situazione contraria dove i fattori di crescita diventeranno più negativi. È probabile che la BCE si muova in territorio leggermente restrittivo entro il primo trimestre del '23, con un tasso di policy del 2,5%. In più, il PIL crescerà dell'1,5% q/q (quarter-on-quarter) e ci si aspetta che ritorni al di sotto del potenziale nel primo trimestre del 2024. Solo nel 2H24 (metà anno), quando gli Stati Uniti dovrebbero uscire dalla recessione, l'economia della area euro potrebbe riaccelerare.

Cina: è molto probabile che beneficerà di una ripresa ciclica per una ripresa globale sincronizzata nel 2024. La normalizzazione dell'economia cinese potrebbe alleviare in modo significativo le interruzioni della catena di approvvigionamento che hanno contribuito all'aumento dell'inflazione. Tutto, comunque, si basa sulle possibili riaperture legate al COVID, che inizieranno la prossima primavera, con la rimozione della maggior parte delle restrizioni alla mobilità individuale.

Giappone: In una fase di rimbalzo dopo l'inizio di una lieve recessione negli Stati Uniti nella seconda metà di questo ciclo, la crescita del PIL reale del Giappone potrebbe rallentare (dall'1,6% nel primo semestre allo 0,3% nel secondo) e che rallenti anche la crescita degli utili aziendali.

Equity, Fixed Income e FX US/Global

US: l'S&P 500 potrebbe ritestare i minimi del 2022. Questo sell-off, combinato con la disinflazione, l'aumento della disoccupazione e il calo del sentiment aziendale, dovrebbe essere sufficiente alla Fed per iniziare a segnalare un cambio di rotta, favorendo così una ripresa degli asset e un rimbalzo positivo dei rendimenti. Ci si aspetta un rafforzamento del dollaro per il primo semestre del 2023 con: EUR/USD 0.95, USD/JPY 133, USD/CNY 7.20. In più si prevede un calo del USD a 1,10 euro.

Unione Europea: gli analisti di JPM hanno sostenuto che i rendimenti obbligazionari stanno probabilmente raggiungendo il massimo e che l'inflazione si sta abbassando, il che dovrebbe fungere da supporto per i multipli P/E. In Europa è probabile che si verifichi un punto di inflessione più alto nelle PMI e nelle revisioni degli utili a fine 2023. Ciò garantirebbe che le azioni finiscano l'anno a livelli molto più alti.

Cina: l'equity asiatica riceverà una spinta dalla riapertura della Cina e lo yuan cinese arriverà a 7.00

Giappone: quest'anno le azioni giapponesi hanno sovraperformato l'indice MSCI AC World, sostenute da un deprezzamento dello yen del 15% su base annua, come contraccolpo della divergenza politica tra Giappone e Stati Uniti/Euro. Pur prevedendo un'attenuazione dell'indebolimento dello yen, si ritiene di dover rimanere costruttivi sulle azioni giapponesi fino al 2023. Si prevede che lo yen scenderà a 137.

	'23 PT	% Upside	'23 EPS	YoY Gth
US	$4,200	6%	$205	-9%
Eurozone	€ 256	6%	€ 17.80	-10%
UK	£8,150	9%	£676	-10%
JP	¥2,100	5%	¥149.0	-4%
EM	$1,060	14%	$82	-1%
China	HK$66	17%	HK$6.10	14%
Asia ex-JP	$630	6%	$46	5%
ASEAN	$650	1%	$40	5%
CEEMEA	$220	13%	$28	7%
LatAm	$2,600	21%	-	-6%

Source: JP Morgan

Nella tabella possiamo osservare le previsioni 2023 dei target price per l'equity, con i migliori rendimenti e peggiori rendimenti della YoY growth rispettivamente di Cina e Europa/UK.

MORGAN STANLEY

Macroeconomia globale

Crescita più debole, inflazione più fredda, politiche di pausa sono i tre principali fattori che guardano al 2023. Secondo gli economisti e analisti di Morgan Stanley l'Europa entrerà in recessione, la Cina aspetterà la primavera per porre fine alla Zero Covid Policy e gli Stati Uniti sfioreranno appena la recessione con il crollo dell'attività immobiliare. Il lato positivo è che questa debolezza è breve e superficiale.

Il rallentamento della crescita è funzione di una politica monetaria più restrittiva. Negli ultimi 12 mesi si è registrata la più grande variazione del tasso sui FED Funds dal 1981, del tasso obiettivo della BCE dalla creazione dell'eurozona e il più ampio inasprimento della politica delle banche centrali globali almeno dal 1980.

La stretta è stata così aggressiva perché l'inflazione ha continuato a battere le aspettative. In futuro le cose cambieranno. La previsione è che l'inflazione di fondo si modererà in tutti gli EM (emerging market) e DM (developed markets), consentendo al ciclo di inasprimento globale di fare una pausa e poi un'inversione.

La previsione del Global GDP per il 2023 è pari a 2.2%.

	GDP (%YoY)	Core Inflation (%YoY)	Policy Rate (%)	
	2023 4QE	2023 4QE	4QE 2023	4QE 2024
US	0.3	2.9	4.375	2.375
Euro Area	-0.1	2.5	2.500	2.000
China	5.1	1.2	2.000	2.000

Source: Morgan Stanley Research forecasts

Stati Uniti: l'economia statunitense sfiorerà la recessione nel 2023, ma non ci sarà un soft-landing perché la crescita dei posti di lavoro rallenterà in modo significativo. La FED mantiene i tassi ai massimi (4,625%) per quasi tutto il 2023 prima di tagliare sistematicamente verso la neutralità. Ci si aspetta che il PIL crescerà dello 0,5%. I prezzi dei beni di prima necessità possono subire una vera e propria flessione a causa del calo dei prezzi delle auto usate, della moderazione del consumo di beni in eccesso e delle scorte elevate che invitano a praticare sconti. L'andamento dei beni rifugio appare più equilibrato grazie al raffreddamento dei tassi sui nuovi leasing.

Unione Europea: c'è la previsione di una contrazione dell'attività nel 2023, l'inflazione rimarrà elevata e si allargherà. I venti contrari continueranno a pesare sulla crescita nel 2024 e ci sarà un deterioramento del mercato del lavoro. La BCE porterà il tasso terminale

al 2,5% nel marzo 2023 e potrebbe tagliare verso la neutralità all'inizio del 2024. Ci si aspetta che il PIL europeo scenderà del -0,2% nel 2023. In più, gli ampi effetti base dei prodotti alimentari e dell'energia (gas e elettricità) dovrebbero annullarsi, mentre le previsioni di recessione degli economisti di MS attenuano le pressioni sui prezzi core.

Cina: è prevista una ripresa molto modesta, guidata dai consumi privati (in particolare dai servizi). La crescita maggiore nel 2023 si registrerà nella seconda metà del 2023, quando si prevede che l'economia si riaprirà completamente, soprattutto grazie agli allentamenti delle politiche di contrasto del COVID. Il settore immobiliare dovrebbe rappresentare un freno più lieve alla crescita in seguito a sforzi di allentamento più concertati. La percentuale di inflazione dovrebbe attenuarsi verso metà anno nei DM dell'Asia. Seppur è prevista un leggero innalzamento dell'inflazione, il PIL cinese a fine anno dovrebbe attestarsi con un aumento del 5,00%.

Giappone: seppur la crescita giapponese rallenterà a causa del rallentamento dell'economia globale, in particolare per la forte correlazione con l'economia statunitense, la previsione è che la domanda interna rimanga molto resiliente. A livello di stime, in accordo con la BoJ (Bank of Japan), l'inflazione avrà una crescita limata al 1,7%. Il GDP invece avrà una crescita pari all'1,2%.

Equity, Fixed Income e FX US/Global

Le prospettive macro-globali per il 2023 dipingono un quadro molto meno scoraggiante per i mercati azionari, nonostante il profilo di crescita necessariamente lento. Le attuali preoccupazioni del mercato sono ancorate all'inflazione e alla possibilità che le banche centrali continuino ad aumentare i tassi di interesse fino a quando il ciclo non si concluderà con una profonda recessione.

Stati Uniti: gli economisti di MS prevedono che l'inflazione PCE core (escludendo i soggetti ad alta volatilità) scenderà al 2,4% annualizzato nel secondo semestre del 2023, con l'ultimo rialzo della Fed a gennaio e l'inizio dell'allentamento della politica già nel 4Q23. Di conseguenza, si vedono i rendimenti obbligazionari statunitensi e il dollaro in ritirata fino al 2023, mentre i nostri strateghi EM prevedono rendimenti totali del 7% sull'EM FX e del 14% sul credito sovrano EM. Le previsioni di guadagno inizieranno ad abbassarsi negli Stati Uniti e in Europa a inizio 2023. Il forecast dell'S&P500 è previsto a 3900, con l'EPS che scenderanno dell'8% raggiungendo i 195 dollari attestandosi del

16% sotto al consensus. Le previsioni per il foreign exchange sono le seguenti: 1.08 EUR/USD e 140 USD/JPY.

Unione Europea: come appena analizzato, le previsioni di guadagno sull'equity si abbasseranno. Con un +15%, l'Europa è la regione che quest'anno ha registrato i maggiori innalzamenti degli EPS, ma anche il maggiore de-rating del P/E, con il mercato che non è disposto a premiare gli aumenti degli utili che sono stati quasi interamente guidati dalla debolezza del cambio e dal settore energetico. Il calo dell'inflazione e la riduzione dei rendimenti dovrebbero far salire il P/E (a 13,3x) e compensare un calo degli EPS del 10%.

Cina: negli ultimi due anni il peso delle azioni cinesi è sceso dal 43% al 28%. Da questo punto di vista gli analyst di MS vedono la possibilità che le azioni cinesi partecipino a un rally EM, ma per il momento rimangono neutrali a causa delle incertezze strutturali e geopolitiche.

Giappone: la visione è costruttiva durante il 2023, con aggiornamenti degli utili e rendimenti in valuta locale sostenuti da una crescita/inflazione/politica interna stabile, da uno JPY nettamente più debole e da un auto-aiuto guidato dal miglioramento della corporate governance. Gli economisti prevedono solo una svolta incrementale della politica della BoJ, con il passaggio del YCC al punto a 5 anni e un modesto irripidimento della curva, lasciando le previsioni su USD/JPY a 140 per la fine del 2023. Per gli investitori basati sul dollaro, non è raccomandabile la copertura di esposizione al cambio, data la tendenza al ribasso degli scenari USD/JPY per il 2023.

In tabella si possono osservare i nuovi target price tra i due semestre del 2023, attraverso i 3 scenari di Bull, Base e Bear.

Index	Current Price	New Target Price - Dec 2023 (% from current levels)			Old Target Price - Jun 2023 (% from current levels)		
		Bull	Base	Bear	Bull	Base	Bear
S&P 500	3,956	4,200	**3,900**	3,500	4,450	3,900	3,350
		6%	*-1%*	*-12%*	*12%*	*-1%*	*-15%*
MSCI Europe	1,740	2,060	**1,790**	1,485	1,980	1,670	1,350
		18%	*3%*	*-15%*	*14%*	*-4%*	*-22%*
TOPIX	1,937	2,450	**2,150**	1,670	2,400	2,000	1,500
		27%	*11%*	*-14%*	*24%*	*3%*	*-23%*
MSCI EM	890	1,130	**1,000**	730	1,110	960	680
		27%	*12%*	*-18%*	*25%*	*8%*	*-24%*

Source: Bloomberg, FactSet, IBES, Morgan Stanley Research forecasts;

Note: Data as of November 10, 2022.

CITIBANK

Macroeconomia globale

Secondo gli analisti di Citibank il 2023 sarà indicato come l'anno della recessione.

La crescita globale annua dell'1,7% sarà, probabilmente, la più debole degli ultimi 40 anni, al di fuori dell'anno della crisi finanziaria del 2009 e dell'anno di chiusura del COVID, il 2020. La previsione è che la crescita globale si deteriorerà per una parte del 2023. I mercati si concentreranno quindi sempre più sulla ripresa che ci attende. Citi entrerà nel corso dell'anno con un posizionamento difensivo, ma prevedendo di cambiare rotta quando si presenterà una sequenza di potenziali opportunità.

Stati Uniti: entreranno in recessione a causa della riduzione della crescita della spesa e dell'aumento della disoccupazione. È probabile che la stretta monetaria cumulativa della FED probabilmente soffocherà l'economia mondiale non oltre la metà del 2023

Unione Europea e UK: tra le principali economie, è probabile che l'Eurozona e il Regno Unito ne escano peggio, con contrazioni su base annua rispettivamente dello 0,5% e dell'1%, a causa dei costi energetici alle stelle e dell'inasprimento delle politiche. L'inflazione elevata non scompare mai da sola. Difatti in passato l'unica ragione per cui l'inflazione elevata è diminuita è stata la recessione.

Cina: non supporterà molto la crescita dell'Asia fino al secondo semestre del 2023, questo perché le principali riaperture saranno destinate ad aprile di quest'anno. Di conseguenza, non incideranno subito sulla crescita delle altre regioni asiatiche.

Citi Global Wealth Investments Real GDP Forecasts (Updated as of August 2022)					
	2020	2021	2022	2023	2024
China	2.4	7.5	3.5	4.5	4.0
US	-3.4	5.7	1.6	0.7	2.0
EU	-6.5	5.3	3.0	-0.5	1.0
UK	-9.3	7.4	3.4	-1.0	1.0
Global	-3.2	5.7	3.3	1.7	2.3

Source: Citi Global Wealth Office of the Chief Investment Strategist assumptions, as of June 24, 2022.

La tabella mostra i cambi del GDP reale in % per Cina, US, EU, UK e mondo tra il 2020 e il 2024, con una previsione a partire dal 2022.

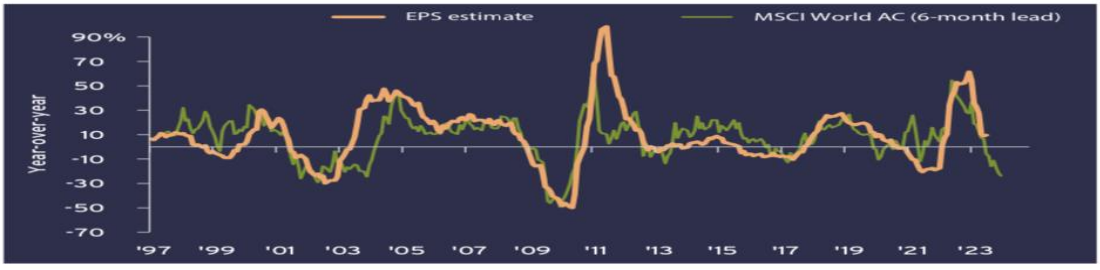
Equity, Fixed Income e FX US/Global

Nel 2023 si cercherà di ottenere rendimenti attraverso azioni e obbligazioni di alta qualità, nonché mercati dei capitali e strategie alternative. Un calo del 10% degli utili societari in generale nel 2023 dovrebbe colpire molti settori ciclici prima che la ripresa prenda piede. Con l'aumento della disoccupazione, vi è l'aspettativa che la FED inverta la rotta entro la seconda metà del 2023, con un calo dei rendimenti del reddito fisso. L'Europa sta lottando contro un inverno di scarsità di energia e inflazione, mentre sta attraversando una profonda recessione.

Stati Uniti: gli economisti di Citi si aspettano che si ponga fine alla poderosa ascesa del dollaro USA. Le circostanze attuali suggeriscono che il dollaro raggiungerà un valore massimo e le principali valute un valore minimo nel corso del prossimo anno. Ciò avrà implicazioni positive durature per i rendimenti degli asset non statunitensi per molti investitori negli anni a venire. Il dollaro sarà rialzista a breve termine e ribassista a medio termine. Per i primi mesi ci si aspetterà una ripresa della sottoperformance degli asset di rischio, probabilmente attraverso il canale degli utili per le azioni. Nel secondo semestre del 2023, l'USD potrebbe entrare in un regime di deprezzamento. Il dollaro USA tenderà a deprezzarsi dell'8% nei 6 mesi successivi al bottom del mercato equity. I forecast per il dollaro americano a fine 2023 sono i seguenti: EUR/USD 1.10, USD/JPY 139, GBP/USD 1.28 e USD/CNY 6.8.

Unione Europea: l'area euro si porrà in una situazione neutrale sia dal punto di vista equity che di fixed income.

Mercati emergenti: vi è una forte previsione di rendimento sovrano e societario pari al 5,8% e al 4,7%, con rendimenti totali rispettivamente del 9,1% e del 10,6%. Diversi fattori lasciano presagire una performance più positiva per i mercati emergenti: un allargamento degli spread superiore alle attese quest'anno indurrà a credere che le aspettative negative siano state completamente prezzate.



Source: Haver

CONCLUSIONE

Tutte e tre le banche di investimento analizzate prevedono che l'economia statunitense ed europea entreranno in una fase di recessione dovuta principalmente alle strette delle politiche monetarie delle banche centrali. La crescita in tutto il 2023 sarà protratta al rilento.

In più, le aspettative macroeconomiche globali saranno legate sia agli interventi di politica monetaria della FED e della BCE, sia soprattutto dall'allentamento delle misure di zero-covid policy che attualmente sono in atto in Cina. Porterebbe sicuramente le principali economie mondiali ad una riduzione dei costi di import dal continente asiatico e la possibilità di reperire materie prime con più facilità.

In quest'ultima tabella vengono raggruppate e confrontate le prospettive macroeconomiche per il 2023 analizzate in questo paper, aggiungendo inoltre le analisi di Goldman Sachs e Bank of America.

INVESTMENT BANKS	MARKETS				
	US	Europe	UK	China	Japan
JP Morgan	Mild recession	Recession	-	Recovery	Growth decelerates
Morgan Stanley	Skirt recession	Recession	Recession	Modest recovery	Growth decelerates
Citibank	Recession	Recession	Recession	Growth decelerates	-
Goldman Sachs	Skirt recession	Recession	Recession	Slow recovery	-
Bank of America	Recession	Recession	Recession	Modest recovery	Modest recovery

Source: JP Morgan, Morgan Stanley, Citibank, Goldman Sachs, Bank of America (Outlook 2023)

In conclusione, il punto più importante per lo sviluppo e la ripresa definitiva dell'economia mondiale riguarda la guerra in Ucraina. Vi è la speranza che il conflitto termini nel più breve tempo possibile, ristabilendo un ordine globale che si stava riassettando nel primo periodo post-COVID.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

JP Morgan Year Ahead Outlook 2023, Global Research

JP Morgan Investment Outlook 2023, The Investment Outlook for 2023 - "*The year ahead outlook: A slow economy but better markets"*

Morgan Stanley, 2023 Global Strategy outlook, "*The year of Yield*"

Citi Global Wealth Investments Outlook 2023, "*Roadmap to recovery: Portfolios to anticipate opportunities*"

Goldman Sachs, Global Economics Analyst, "*Macro Outlook 2023: this cycle is different*"

Bank of America, 2023 Year Ahead Outlook

S&P

https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/research/the-big-picture-2023-outlook-for-us-financial-institutions

The Economist

https://www.economist.com/the-world-ahead/2022/11/14/ten-trends-to-watch-in-the-coming-year

Bloomberg

https://www.bloomberg.com/graphics/2023-investment-outlooks/#xj4y7vzkg

Financial Times – FT

https://www.ft.com/content/1218ec72-c36d-4b48-897b-3d17156aa02d

MF – Milano Finanza

https://www.milanofinanza.it/news/pil-l-eurozona-nel-2022-cresce-piu-di-cina-e-stati-uniti-e-l-italia-batte-le-stime-del-governo-202301311225042205

https://www.milanofinanza.it/news/milano-finanza-tutti-i-numeri-della-finanza-nel-2022-e-le-previsioni-per-il-2023-202212301454566395