



GENNAIO 2023

OUTLOOK 2023: COSA VEDONO I PRINCIPALI ASSET MANAGER

#MACROMARKETS



INDICE

INTRODUZIONE	3
QUALI SONO LE ASPETTATIVE PER IL 2023	5
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA	12

I contenuti del presente documento non devono in alcun modo essere intesi come consigli finanziari, economici, o di altra natura e nessuna decisione d'investimento o qualsiasi altra decisione deve essere presa sulla base di questi dati.

Autore

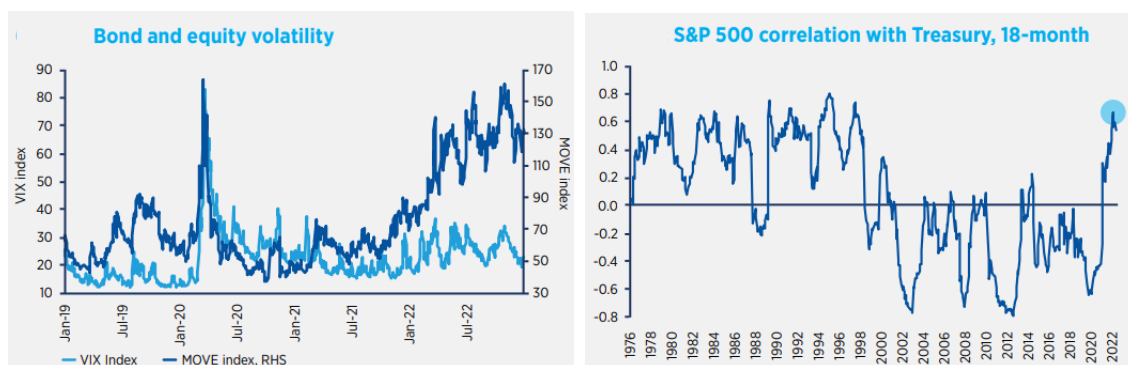
Esposito Domenico

INTRODUZIONE

Guardando all'anno appena trascorso, questo ha visto ribaltare totalmente le performance di molti asset viste nel 2021. Nel 2022 le banche centrali hanno faticato a fornire delle forward guidance coerenti, con questo che ha alimentato una forte confusione sui mercati, determinando forti oscillazioni dei rendimenti obbligazionari, destabilizzando a sua volta anche i mercati azionari.

La volatilità dei mercati nel 2022 è stata esacerbata da eventi esterni e dal cambiamento delle aspettative sulla probabile entità e velocità dell'inasprimento della politica monetaria, a fronte di un'inflazione elevata e persistente.

Le politiche monetarie ultra-accomodanti (con il quantitative easing che l'ha fatta da padrone nell'ultimo decennio) hanno avuto un temporaneo effetto positivo sulle economie e sui mercati, ma il suo ritiro sta avendo un impatto altrettanto significativo e negativo. La volatilità e la liquidità dei mercati obbligazionari è stata profondamente modificata dall'inversione delle politiche di acquisto di asset da parte delle banche centrali. Il chart in basso a sinistra ci fornisce un'idea di quanto scritto sopra.



Fonte: Amundi Institute, Bloomberg. Data November 2022

Le persistenti pressioni inflazionistiche innescate dai vincoli di approvvigionamento, uno shock energetico aggravato dalla crisi geopolitica e l'aumento dei tassi d'interesse si sono combinati per influenzare la performance sia delle azioni che delle obbligazioni nel 2022. La tradizionale correlazione inversa tra obbligazioni e azioni che rappresenta la pietra miliare nella costruzione dei portafogli, è stata stravolta dall'impennata dell'inflazione, creando non pochi problemi ai fondi bilanciati, che hanno visto oscillare in modo molto

forte anche la componente obbligazionaria, registrando a livello complessivo delle performance negative (vedi chart in alto a destra).

La correlazione tra le due classi di attività era già positiva nel settembre 2021, quando le banche centrali hanno iniziato ad adottare politiche di contenimento dell'inflazione; tuttavia, nel 2022 le condizioni di mercato hanno spinto la correlazione ancora più in alto. L'impatto cumulativo di queste sorprese negative si è tradotto in cali diffusi di quasi il 20% per i principali indici azionari e obbligazionari.

Oltre alle già citate perdite nelle azioni e nelle obbligazioni, si sono verificati significativi ribassi nel settore immobiliare quotato e nelle obbligazioni indicizzate all'inflazione, a causa della loro elevata sensibilità ai tassi d'interesse.

L'anno appena trascorso sarà anche ricordato come l'anno in cui l'euro è sceso sotto la parità con il dollaro statunitense, toccando i minimi dal 2002, con il cambio che ha raggiunto il livello minimo di 0,95 per poi recuperare.

Se confrontiamo il dollaro rispetto alle altre valute rifugio, come lo yen giapponese, possiamo vedere l'incredibile differenza che c'è stata nel 2022, in larga parte dovuta ad un differente approccio delle banche centrali dei due paesi, con una Fed hawkish e una BoJ ancora ferma con la sua politica ultra-accomodante.

Anche le materie prime hanno registrato un segno + nella variazione anno su anno, beneficiando della riapertura delle economie globali. Va evidenziato però che le performance annuali delle varie materie prime sono state molto diverse tra loro, sia tra i comparti che all'interno di essi. Non sorprende che il segmento più performante sia stato quello energetico, mentre i metalli industriali, invece, sono stati i perdenti dell'anno, con il prezzo del rame, barometro dell'economia mondiale, che nel 2022 ha registrato un calo del 13%.

QUALI SONO LE ASPETTATIVE PER IL 2023?

Guardando al 2023, la domanda da porsi è piuttosto semplice: l'inflazione comincerà a rallentare? In caso di risposta positiva, le banche centrali cesseranno di alzare i tassi, e le recessioni, dove si verificheranno, saranno probabilmente modeste, in caso negativo lo scenario che si prospetta è piuttosto negativo.

Quello che emerge dall'analisi degli outlook dei principali asset manager, ma anche dagli ultimi dati pubblicati dalle BC, è che vi siano già segnali convincenti che le pressioni inflazionistiche stiano rallentando e continueranno a farlo nel 2023.

Osservando il vecchio continente, la crisi energetica sarà il principale motore economico; l'Europa è riuscita a riempire i propri serbatoi di gas durante l'estate, sostituendo in gran parte il gas russo con gas naturale liquefatto proveniente dagli Stati Uniti. Da allora, ha avuto la fortuna di un autunno molto mite e, di conseguenza, entra nei tre mesi invernali chiave con serbatoi di stoccaggio quasi pieni.

A meno che le temperature non cambino e che nei primi mesi del 2023 si verifichi un freddo intenso, l'Europa sembra sempre più propensa a superare questo inverno senza dover ricorrere al razionamento energetico.

Questo ha portato la banca d'affari Goldman Sachs a rivedere le previsioni per l'Europa passando da un'aspettativa di recessione, ad un'aspettativa di crescita, anche se assolutamente modesta.

Il momento della verità sarà nel quarto trimestre 2023, quando le scorte di gas dovranno essere ripristinate, tuttavia ciò che rileva è che il raggiungimento dell'indipendenza energetica strategica e la stipula nuovi legami commerciali sarà la chiave in un anno di trasformazione.

Nello spazio societario europeo, le prospettive di inflazione, le successive politiche della BCE e la politica fiscale ed energetica rimangono fattori chiave per i margini aziendali. Un nuovo pacchetto di sostegno fiscale a livello UE potrebbe rivelarsi di sostegno alle imprese e alleviare alcune delle ricadute economiche di condizioni di liquidità più strette e prezzi dell'energia elevati

Guardando al mondo equity anche il 2023 vede primeggiare una forte sector rotation.

Si privilegiano settori, come quello sanitario, che godono di margini elevati, di un forte potere di determinazione dei prezzi e di rendimenti interessanti per gli azionisti; settore finanziario, con i tassi di interesse più elevati che fanno ben sperare per la redditività delle banche, e i titoli del settore energetico.

Un altro fattore da considerare è che l'universo delle società che attualmente pagano dividendi sani è piuttosto variegato e abbraccia un'ampia gamma di settori. Alcuni dei soliti partecipanti, come i servizi di pubblica utilità, sono ancora presenti, ma ecco che ritroviamo settori come quello finanziario, sanitario, industriale e persino alcune parti del settore tecnologico, che contengono una serie di società che pagano dividendi affidabili e che possono anche crescere nel tempo. Di conseguenza, se il contesto macro non dovesse migliorare e le pressioni stagflazionistiche dovessero persistere fino al 2023, ci si aspetta che le income stocks si dimostrino relativamente resistenti.

Anche se si prevede un contesto macroeconomico difficile nel 2023 e revisioni al ribasso degli utili societari, si ritiene che le income stocks possano avere un anno positivo, con i dividendi che si dimostreranno più resistenti degli utili.

Per gli investitori che stanno cercando di aumentare la loro esposizione azionaria, un orientamento verso le income stocks potrebbe rivelarsi relativamente resistente nello scenario peggiore, offrendo al contempo il potenziale per una sovraperformance nello scenario più ottimistico dei mercati, date le valutazioni interessanti. Le stock value hanno ora un prezzo abbastanza ragionevole rispetto alla storia; si prevede che i titoli value saranno più alti entro la fine del 2023 che non che per i titoli growth che appaiono ancora costosi. Tuttavia, un picco dei rendimenti dei titoli di Stato potrebbe sostenere le valutazioni dei titoli growth nel 2023.



Fonte: J.P. Morgan Asset Mangament. Data: October 2022

Riguardo al mondo fixed income, i rendimenti più elevati e i solidi bilanci ci suggeriscono che il credito investment grade potrebbe trovarsi in una posizione migliore rispetto alle azioni per far fronte alle recessioni.

Si evidenzia una leggera preferenza per il credito Investment Grade essendo comunque cauti su attività rischiose come l'High Yield.

Nel corso del prossimo anno, gli investitori dovrebbero monitorare attentamente l'impatto derivante dal rallentamento dell'attività economica, l'aumento dei costi del lavoro sui margini e l'inasprimento della politica, in particolare sulle imprese statunitensi, prestando attenzione alla leva societaria e ai rischi di liquidità e di rifinanziamento.

Negli Stati Uniti, l'effetto della stretta monetaria sugli spread IG è stato finora limitato, infatti le società hanno attualmente un basso fabbisogno di rifinanziamento e hanno assorbito le loro riserve per il loro fabbisogno di finanziamento, con conseguente riduzione dei livelli di cassa nei bilanci.

Nello universo corporate europeo, le prospettive di inflazione, le successive politiche della BCE e la politica fiscale ed energetica rimarranno i principali motori dei margini societari. Un pacchetto di sostegno fiscale potrebbe rivelarsi un importante aiuto per le imprese e potrebbe alleviare alcune delle ricadute economiche di condizioni di liquidità più strette e prezzi dell'energia elevati

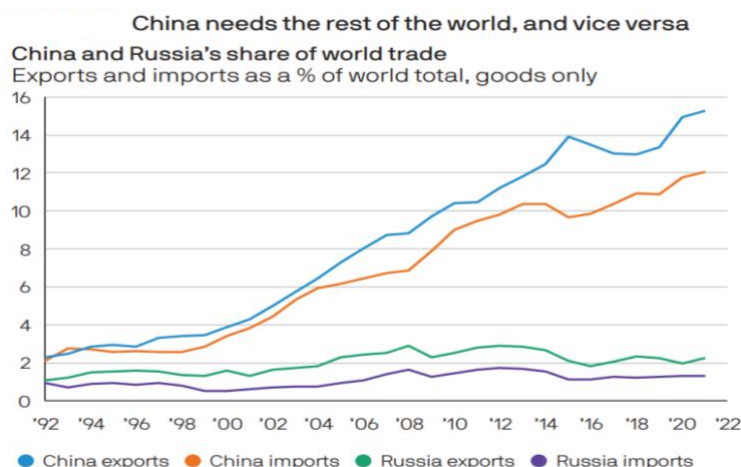
Mercati obbligazionari più stabili dovrebbero, a loro volta, contribuire a ridurre la volatilità dei mercati azionari. Il 2023 sarà probabilmente un anno positivo per le azioni, ma non eccezionale. I rendimenti positivi saranno trainati da una modesta espansione dei price/earnings e dai dividendi, ma gli utili per azione saranno stagnanti.

Naturalmente, il prossimo anno non sarà solo all'insegna dell'inflazione e dell'inasprimento della politica monetaria. La Cina, ad esempio, seguirà un percorso politico piuttosto diverso. Si ritiene che i continui stimoli interni riusciranno a risollevare l'economia cinese, e se a questo aggiungiamo la riapertura delle regioni, possiamo immaginare che l'Asia possa avere un buon 2023.

È importante notare che la normalizzazione dell'economia cinese potrebbe alleviare in modo significativo le interruzioni della catena di fornitura che hanno contribuito al rapido aumento dell'inflazione dei beni; tuttavia, una ripresa della crescita in Cina potrebbe anche aumentare la domanda di materie prime a livello globale, stimolando a sua volta una crescita dei prezzi, e di riflesso una crescita dell'inflazione.

Con lo scoppio del conflitto russo-ucraino che ha visto la Cina sostenere la Russia, e le ambizioni del vecchio dragone a divenire la prima economia mondiale, la competizione strategica tra Stati Uniti e Cina si è intensificata, con la posizione dura nei confronti della Cina che gode di un sostegno forte di repubblicani e democratici a Washington. Gli Stati Uniti stanno cercando di limitare l'accesso della Cina alla tecnologia di alto livello, soprattutto al mondo dei semiconduttori della vicina Taiwan.

Va comunque evidenziato come l'economia cinese dipenda fortemente dalla domanda globale e a sua volta i consumatori mondiali dipendono fortemente dalla produzione cinese. Di conseguenza, ci sono notevoli incentivi economici per entrambe le parti a rimanere in buoni rapporti.



Fonte: J.P. Morgan Asset Management. Data October 2022.

Con riguardo al settore immobiliare cinese, questo ha continuato a registrare livelli di sofferenza molto elevati, in parte dovuti alle politiche governative che hanno contribuito a una continua perdita di fiducia del mercato. Ciò ha portato a forti cali dei prezzi del settore non solo per le obbligazioni ad alto rendimento, ma anche per quelle ex investment-grade (IG).

Le politiche relative al settore immobiliare sono migliorate a partire dal terzo trimestre del 2022; in riferimento all'edilizia abitativa, con un'indagine della Banca Popolare Cinese (PBoC) del terzo trimestre del 2022 che ha mostrato che la quota di famiglie che pianificavano di acquistare case è aumentata per la prima volta dalla metà del 2021.

Il volume delle vendite di nuove case, al netto degli aggiustamenti stagionali, è aumentato per il secondo mese consecutivo nel settembre 2022.

Dopo il Congresso del Partito di ottobre, le autorità finanziarie cinesi hanno annunciato misure per fermare l'aumento delle insolvenze, accelerare il completamento dei progetti, facilitare la ristrutturazione e ripristinare la domanda di alloggi con la fiducia del mercato che è rimbalzata notevolmente a novembre e potrebbe segnare la fine di questa fase di crisi in Cina. Gli investitori dovrebbero essere pronti a giocare un potenziale rimbalzo nel corso del 2023.



Fonte: Amundi Institute, CEIC Data October 2022

Per gli investitori con un'elevata tolleranza al rischio, l'immobiliare può potenzialmente offrire una sovraperformance tattica se le politiche consentono una ripresa delle vendite e dei flussi di cassa. Per gli investitori più conservatori, gli emittenti investment-grade denominati in dollari USA possono offrire interessanti premi di rendimento rispetto alle loro controparti statunitensi con rating e scadenze simili, come ad esempio i titoli finanziari con rating più elevato, l'energia, i materiali e le tecnologie/telecomunicazioni, materiali e tecnologia/telecomunicazioni.

Una preoccupazione generale, con importanti implicazioni per gli investimenti, sarà l'ambiente. Limitare l'aumento della temperatura globale a 1,5 gradi Celsius comporterà importanti cambiamenti strutturali nel nostro modo di vivere.

Gli investitori dovrebbero anticipare questi cambiamenti e, attraverso gli investimenti ESG, possono contribuire ad agevolarne alcuni.

Rilevano da questo punto di vista due temi di investimento a lungo termine: le infrastrutture e la transizione energetica (verso fonti energetiche green).

Tra le opportunità nelle infrastrutture, ci sono strade, aeroporti, infrastrutture energetiche, con questi beni che sono essenziali sia per l'industria che per le famiglie.

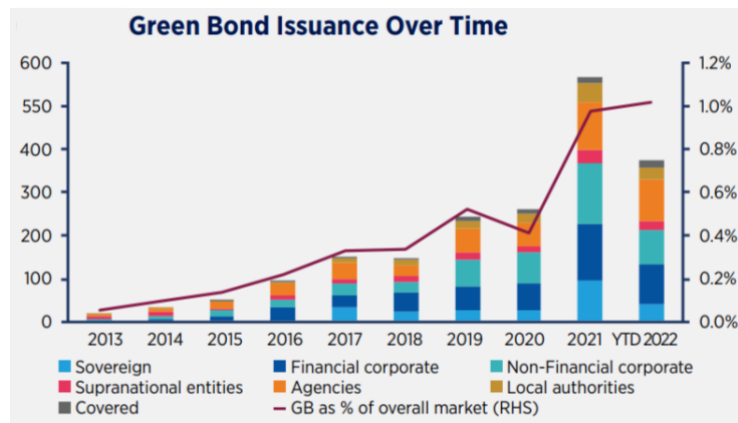
Le infrastrutture hanno il potenziale per beneficiare di una maggiore domanda di capitale nel lungo periodo, alimentata da tendenze strutturali come la crisi energetica e la digitalizzazione; queste possono aiutare a diversificare i rendimenti e fornire flussi di cassa stabili a lungo termine, infatti, gli utili delle infrastrutture sono spesso meno legati ai cicli economici rispetto agli asset aziendali. Gli asset infrastrutturali possono aiutare a coprirsi contro l'inflazione, con costi fissi e prezzi legati all'inflazione.

Riguardo agli investimenti in green energy questi sono cresciuti molto, con l'Agenzia internazionale per l'energia che prevede almeno 1,4 trilioni di dollari in nuovi investimenti nel 2022 e il settore ora rappresenta quasi i tre quarti della crescita degli investimenti energetici complessivi.

Il piano REPowerEU dell'Unione europea (UE) stanziava quasi 300 miliardi di euro in investimenti entro il 2030 per contribuire a ridurre la dipendenza del blocco dai combustibili fossili russi, con gli Stati Uniti che favoriscono il settore con l'*Inflation Reduction Act* che include crediti d'imposta e altri incentivi finanziari volti a rendere l'energia pulita più accessibile.

Con l'aumento degli impegni per l'azione sul clima, e una mano sempre più ferma da parte delle autorità di regolamentazione, molti investitori si rivolgono a “green bonds” per finanziare progetti pro-clima.

Sebbene ancora relativamente piccolo, per ora è guidato da emissioni di bond societari, il mercato obbligazionario verde sta crescendo rapidamente e ricevendo il sostegno di un certo numero di driver fondamentali.



Fonte: Amundi, Data December 2022

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

JP Morgan Asset management, BlackRock Investment Istitute, Amundi Asset Management, Santander Asset Management, Invesco, Ubs Asset management, BofA global strategy.