

Dicembre 2023 |

OUTLOOK 2024 – SFIDE E OPPORTUNITÀ



GAM
Investments

03 INTRODUZIONE

05 PREMESSA

Elmar Zumbühl, Group CEO &
Rossen Djounov, Global Head of Client Solutions

08 SOSTENIBILITÀ

Stephanie Maier, Sustainable and Impact Investment

12 ACTIVE EQUITIES

Jian Shi Cortesi, Asia/China Growth Equities

Niall Gallagher, European Equities

Mark Hawtin, Disruptive Growth Equities

Flavio Cereda, Luxury Brands

Tim Love, Emerging Markets Equities

Lukas Knüppel, Japan Equities

Daniel Häuselmann, Swiss Equities

27 SPECIALIST FIXED INCOME

Nelson Seo, Cat Bonds and Insurance-Linked Securities

Romain Miginiac, Subordinated Debt

Paul McNamara, Emerging Market Debt

Tom Mansley, Mortgage-Backed Securities

35 MULTI ASSET

Julian Howard, Multi Asset Class Solutions (MACS) - London

INTRODUZIONE

L'obiettivo di GAM è di proteggere e ottimizzare il futuro finanziario dei nostri clienti. Attrahendo i migliori talenti e incoraggiando le menti più brillanti a pensare oltre l'ovvio, vogliamo essere leader nel campo degli investimenti e nell'innovazione, nonché produrre un impatto positivo sull'ambiente e sulla società civile. Impegnandoci ogni giorno nel conseguimento di tale obiettivo, siamo convinti di poter consolidare la nostra posizione come società degli investimenti attiva specializzata e piattaforma di servizi e soluzioni affidabili più rispettata al mondo.

Edizione Online





PREMESSA

PREMESSA

Benvenuto dal CEO del Gruppo, Elmar Zumbühl

Nel panorama finanziario globale in costante evoluzione non si può restare fermi. Alle soglie del 2024, noi di GAM siamo pronti ad affrontare le sfide e le opportunità del nuovo anno. Le nostre radici, che affondano nella precisione svizzera e si sposano con una presenza globale, ci hanno consentito di sviluppare una rete capillare e competenze straordinarie. Da quarant'anni offriamo ai nostri clienti non solamente servizi e soluzioni, ma anche la possibilità di beneficiare delle migliori competenze di investimento al mondo. La piattaforma globale di GAM vanta eccezionali talenti nel campo degli investimenti. La realtà in cui viviamo è volatile, incerta, complessa, ambigua e in rapido cambiamento. Come società di gestione degli investimenti attiva con una presenza globale, siamo in grado di comprendere i rischi locali e contenere gli effetti degli eventi macroeconomici sui nostri portafogli. Le competenze e le specializzazioni dei nostri team di investimento si abbinano a processi di investimento e di controllo del rischio robusti che, secondo noi, contribuiscono a produrre risultati positivi per i nostri clienti. La performance di investimento di GAM resta solida, l'82% del patrimonio in gestione nei fondi GAM ha fatto meglio degli indici di riferimento nei tre anni al 30 settembre 2023. Le nostre partnership e i team di investimento sono al fulcro dell'organizzazione. Abbiamo coltivato un ambiente che li mette nelle condizioni di eccellere. Ci impegniamo ad allineare le nostre soluzioni e le competenze innovative alla dinamicità delle esigenze dei clienti. In questo modo non solo ci prepariamo per ciò che accadrà, ma aiutiamo anche i nostri clienti a dare forma al loro futuro. Dato che il panorama finanziario globale cambia rapidamente, vi invitiamo a consultare l'Investment Outlook per il 2024, dove i nostri esperti condividono le loro prospettive per il nuovo anno. Siamo orgogliosi di investire per voi e lavoriamo duramente per centrare gli obiettivi. Grazie di averci dato fiducia.

Messaggio dal Global Head of Client Solutions, Rossen Djounov

Benvenuti nel mondo di opportunità del 2024. In una realtà dove la certezza è un lusso e il cambiamento è l'unica costante, la rete internazionale e le competenze locali di GAM offrono una gamma di potenzialità di investimento diverse e un servizio clienti d'eccellenza. Il nostro team globale sa come trasformare le sfide macroeconomiche, attraverso una ricerca societaria rigorosa, in opportunità di investimento su misura che si addicono alla molteplicità dei nostri clienti che desiderano diversificare il portafoglio oltre l'ovvio. Come società di gestione attiva indipendente, con competenze di investimento specialistiche e distintive, ci avvaliamo di un team commerciale globale in grado di guidarvi nell'eterogeneo panorama di investimento di GAM, presentare strategie progettate per superare con successo le oscillazioni del mercato e fornire soluzioni adatte alle esigenze dei nostri clienti. L'Investment Outlook 2024 è il compasso che vi aiuterà a navigare verso il futuro, con la resilienza delle azioni high conviction, la spinta innovativa delle strategie a reddito fisso specializzate, le soluzioni creative degli strumenti alternativi, l'approccio bilanciato delle proposte multi-asset o l'orientamento al futuro degli investimenti sostenibili. Affrontiamo l'anno che verrà con fiducia nella consapevolezza che, con il partner giusto, anche le situazioni più difficili si possono superare con successo. Esploriamo insieme quel che ci attende nel 2024. Continuate a seguirci su LinkedIn e non esitate a contattarci direttamente per un approfondimento.



Elmar Zumbühl
Group CEO



Rossen Djounov
Global Head of Client
Solutions

GAM Italia LinkedIn





SOSTENIBILITA'

SOSTENIBILITÀ

Stephanie Maier, Chief Sustainability Officer

Sostenibilità: dati e informativa saranno sottoposti a un più attento scrutinio con la loro integrazione nel processo di investimento

Parfrasando Mark Twain, “La notizia della morte degli ESG è stata fortemente esagerata”. Nel 2023 si è discusso della validità dell’acronimo ESG, ma le problematiche ambientali, sociali e di governance che rappresenta continueranno a caratterizzare il panorama normativo e degli investimenti, in molti casi esacerbate dalle dinamiche geopolitiche e dalle ripercussioni dei cambiamenti climatici.

Una transizione caotica

La posta in gioco aumenta con l’intensificarsi dei rischi climatici fisici e correlati alla transizione. Per quanto concerne i rischi fisici, stiamo già assistendo con regolarità a eventi climatici estremi che verosimilmente diventeranno più frequenti. Insieme a El Niño, potrebbero far aumentare le temperature già a livelli record alla fine del 2023 e nel 2024, con effetti sull’agricoltura e sul settore alimentare, manifatturiero, nonché sulla nostra salute, accendendo i riflettori sulla capacità di adattamento e di resistenza.

Sul fronte politico, a soli 12 mesi dalla sua introduzione, negli Stati Uniti la legge per la riduzione dell’inflazione ha creato più di 170.000 posti di lavoro nell’energia pulita e le aziende hanno annunciato oltre 110 miliardi di dollari di investimenti nell’energia pulita.

Il Green Deal europeo, che si propone obiettivi ambiziosi e interventi come il Meccanismo di adeguamento del carbonio alle frontiere, la regolamentazione dei prodotti che fanno un uso intensivo di carbonio importati nell’UE, come cemento, ferro e acciaio, fertilizzanti ed elettricità, potrebbe avere ripercussioni di rilievo sulle catene di distribuzione, sui prezzi e sulla sede di attività delle imprese.

Ci sono evidenti opportunità di investimento per la transizione nell’accelerazione delle innovazioni nel campo dell’energia pulita. Non abbiamo ancora il quadro completo sulle difficoltà, sulle ripercussioni e sui potenziali compromessi correlati per esempio alla crescente domanda di minerali critici, infrastrutture di rete e connettività, oltre al possibile impatto delle tecnologie trasformative, come l’intelligenza artificiale generativa e l’automazione.

Resta da capire come si svilupperanno tali complesse dinamiche: con interventi ritardati o accelerati, concorrenza e innovazione, o tensioni negli scambi commerciali globali? Le politiche, gli incentivi e gli interventi a livello nazionale andranno monitorati più attentamente e, come abbiamo visto recentemente nel Regno Unito, possono cambiare.

La nostra (inter) dipendenza con la natura

Oltre la metà del Pil mondiale fa affidamento sulla natura, e con l’enorme potenziale degli interventi basati sulla natura per fornire soluzioni efficienti in termini di costo, sul fronte sia dell’adattamento che del contenimento degli effetti climatici, ci rendiamo sempre più conto che dipendiamo dalla natura e dalla risoluzione delle problematiche correlate al clima.

Sulla scorta della Taskforce sull’informativa finanziaria relativa alla natura (TNFD) del settembre 2023 e della pubblicazione da parte della Rete per un sistema finanziario più verde, che comprende oltre 100 banche centrali e autorità di tutto il mondo, di un metodo di valutazione delle interazioni tra natura, macroeconomia e sistema finanziario, crediamo che l’attenzione degli investitori e delle autorità normative si concentrerà sempre di più sulla natura.



Stephanie Maier
Chief Sustainability
Officer

I progressi della COP16 nel 2024 sul Piano per la biodiversità Kunming-Montreal e i Piani d'azione e la strategia sulla biodiversità nazionali saranno fondamentali per determinare la velocità con cui la politica e la finanza si mobilitano per fermare la perdita di natura e invertirne la tendenza entro il 2030, nonché per trovare i fondi necessari per 700 miliardi di dollari all'anno.

L'informativa sulla sostenibilità non sarà più opzionale

Fino a 50.000 società UE e non UE che hanno controllate o collegate nell'Unione Europea dovranno presentare obbligatoriamente un'informativa sulla sostenibilità, secondo la Direttiva UE sull'informativa sulla sostenibilità da parte delle imprese che sarà introdotta a partire dal 2024. La direttiva comporterà, tra l'altro, l'obbligo di presentare un piano di transizione climatica. Unitamente alla direttiva sull'informativa, la Direttiva relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità (CSDDD) proposta in ambito UE chiederà alle imprese di monitorare le proprie catene di distribuzione allo scopo di evitare il rischio di violazione dei diritti umani e un impatto negativo sull'ambiente. Ci aspettiamo inoltre qualche sviluppo negli Stati Uniti, con la discussione delle proposte per l'informativa sul clima della SEC e per l'informativa sul capitale umano, sempre della SEC, che obbligherà le aziende a pubblicare le misure prese nell'ambito del capitale umano.

All'informativa obbligatoria si affiancheranno standard di settore come i principi IFRS sulla sostenibilità e sul clima emessi dall'International Sustainability Standards Board (ISSB) e le linee guida della Taskforce per il piano di transizione del Regno Unito.

L'informativa sulla sostenibilità e il labelling nel 2024 verranno sviluppati con le proposte dell'European Securities and Markets Authority, della Financial Conduct Authority e della SEC, che definiranno parametri specifici per i fondi correlati alla sostenibilità.

Autorità di vigilanza, legislatori e investitori punteranno a una maggiore trasparenza e responsabilità, pertanto ci aspettiamo che i dati e l'informativa vengano sottoposti a un più attento scrutinio con la loro integrazione nel processo di investimento.

Informazioni su
Stephanie Maier





ACTIVE EQUITIES

ACTIVE EQUITIES

Jian Shi Cortesi, Investment Director,
Asia/China Growth Equities

Azioni growth in Cina e Asia: un mercato interessante con l'opportunità di sfruttare le anomalie dei prezzi

Asia: crescita e basse valutazioni

L'Asia offre un'interessante combinazione tra la crescita a lungo termine robusta e le valutazioni contenute, mentre la Cina e altri Paesi della regione sono ancora i motori della crescita globale. Secondo il Fondo Monetario Internazionale (FMI), l'Asia ha contribuito al 70% circa della crescita globale nel 2023, e prevediamo che la percentuale resti alta anche nel 2024. La Cina probabilmente raggiungerà una crescita del Pil del 4-5% anche grazie alle politiche introdotte nel 2023. Taiwan e Corea dovrebbero beneficiare della ripresa della domanda di semiconduttori e hardware tecnologico. La crescita in India verosimilmente continuerà ad accelerare grazie all'espansione del settore manifatturiero.

Tecnologia: un segmento di crescita importante in Asia

Uno dei settori alla base della crescita in Asia è quello tecnologico. Primo, i settori correlati ai semiconduttori stanno prosperando in Cina che sta cercando di diventare autosufficiente nei semiconduttori dopo le restrizioni imposte dagli Stati Uniti alle vendite nel Paese. Tutti i segmenti correlati, dal software di automazione della progettazione elettronica EDA fino alla fonderia, sono in rapida crescita in Cina. Secondo, l'India e il Sud-est asiatico stanno beneficiando del ricollocamento delle catene di distribuzione di tecnologia, soprattutto nel campo del montaggio. Terzo, le società internet in Cina puntano sempre più frequentemente ai mercati esteri per crescere al di là dei mercati locali. Tra queste, Temu (lanciata da PDD), Shopee (società fondata a Singapore e partecipata di Tencent), Lazada (controllata di Alibaba), TikTok (controllata di ByteDance) e SHEIN (società privata cinese).

Il Sud-est asiatico è stato un mercato interessante rispetto agli Stati Uniti, all'Europa e all'America Latina per via del suo maggiore potenziale di crescita e dell'accettazione da parte dei consumatori. Le vendite dell'e-commerce nel Sud-est asiatico, secondo McKinsey, sono quintuplicate tra il 2016 e il 2021. Nei prossimi anni ci aspettiamo un consolidamento e un cambio di strategia a favore di una crescita redditizia.

Cina: verso industrie ad alto valore aggiunto

Un altro fattore che caratterizza la crescita in Asia è la transizione della Cina da un'economia basata sul settore immobiliare a un'economia più diversificata e ad alto valore aggiunto. Le azioni asiatiche sono sottovalutate a causa delle eccessive pressioni a vendere. L'indice MSCI Asia ex Japan in questo momento si trova sui minimi storici. Negli ultimi tre anni la Cina è stato il freno principale per la performance dell'azionario in Asia, mentre altri mercati asiatici hanno fatto relativamente meglio. L'indice MSCI China è crollato di quasi il 60% dai picchi del 2021 (al 31 ottobre 2023). L'economia cinese sta subendo una profonda transizione per ridurre la sua dipendenza dal settore delle costruzioni e puntare sulle industrie ad alto valore aggiunto.

Nel 2024, la stagnazione del settore immobiliare e il ricollocamento del manifatturiero di basso profilo verso Paesi più convenienti continueranno a gravare sulla crescita economica. Tuttavia, accelerando il fallimento e la liquidazione delle attività delle società di sviluppo immobiliare in crisi, si contribuirà a una ripresa del settore. Tra i principali fattori alla base della crescita economica in Cina nel 2024 ci saranno il manifatturiero avanzato (aeroplani e robotica), le nuove energie (solare), i veicoli elettrici, i consumi esperienziali (viaggi), l'autonomia tecnologica (intelligenza artificiale e semiconduttori), oltre al settore sanitario e biotech.



Jian Shi Cortesi
Investment Director

Considerata la natura anticiclica della politica cinese, crediamo che il governo del Paese proseguirà anche l'anno prossimo con le politiche volte a stabilizzare le vendite di immobili e a stimolare la crescita economica. L'inflazione contenuta favorisce politiche monetarie espansive. La crescita economica, secondo noi, sarà favorita dalla spesa fiscale nell'edilizia sociale e dalle ripercussioni locali delle iniziative One Belt One Road.

Opportunità di sfruttare le anomalie dei prezzi

Nonostante le difficoltà e le incertezze, lo scenario di mercato attuale offre numerose opportunità di investimento interessanti, in particolare in Cina. L'indice MSCI China è rimasto indietro rispetto alla crescita economica e degli utili per 10 anni. Le aree che sono meno comprese dagli investitori sono quelle che offrono le opportunità più interessanti.

Molte società hanno generato ottimi utili, ma finora alcune sono state ignorate dal mercato. Alcuni titoli hanno reagito bene alla crescita degli utili, tra cui le società di formazione. Molte aziende asiatiche dispongono di abbondante liquidità e hanno annunciato piani di riacquisto di azioni proprie. La liquidità abbondante consente anche di aumentare le distribuzioni di dividendi. Entrambi questi fattori potrebbero far salire i prezzi azionari.

Rileviamo opportunità nei seguenti ambiti:

- Il ciclo tecnologico è in ripresa in Asia, grazie ai produttori di semiconduttori e hardware in Corea, Cina e Taiwan.
- L'intelligenza artificiale si sta facendo strada. I titoli correlati all'AI, tra cui le società internet cinesi del settore, hanno ottime prospettive di crescita.
- La crescita a lungo termine nei viaggi e nella formazione, tra cui la preparazione dei test per studiare all'estero e le piattaforme di viaggi online, dipende dall'ascesa della classe media e dalla domanda di esperienze di qualità.
- I veicoli elettrici e i produttori di batterie, dove i leader di settore hanno un vantaggio competitivo in un mercato in rapida crescita.
- La crescita a lungo termine del sanitario e l'ascesa delle biotecnologie in Asia, tra cui alcune delle principali aziende farmaceutiche e le organizzazioni di produzione e sviluppo a contratto in India, Corea e Cina, sono favorite dall'invecchiamento della popolazione, dalla consapevolezza su salute e benessere, e dall'innovazione in campo biotecnologico.

Informazioni su
Jian Shi Cortesi



ACTIVE EQUITIES

Niall Gallagher, Investment Director,
European Equities

Azionario Europa: le prospettive restano positive per il settore bancario europeo; i prezzi delle azioni sul mercato non riflettono la sostenibilità dell'aumento degli utili e del ROE, a fronte del ritorno a tassi di interesse positivi.

Crediamo che ci siano le prospettive per una rivalutazione delle azioni europee nel 2024. Il mercato azionario europeo (rappresentato dall'indice MSCI Europe) presenta valutazioni ancora interessanti, con PE a termine di 12,5, inferiore ai valori medi a lungo termine, mentre la crescita degli utili prevista per i prossimi due anni è del 6% nel 2024 e del 9% nel 2025¹. Anche il rendimento da dividendi previsto è assai interessante al 3,7%² (ben oltre i valori medi), mentre i riacquisti di azioni proprie stanno diventando una componente sempre più importante del mercato europeo, in particolare grazie alle banche e all'energia, con un incremento del rendimento da dividendi del 2% circa che comporta un rendimento da distribuzioni complessivo del 5,7%. Nonostante il sentiment negativo che circonda l'economia europea, è importante ricordare che solamente il 42% dei ricavi dell'indice MSCI Europe deriva dall'Europa occidentale. La maggior parte dei ricavi proviene oggi dalle regioni del mondo in più rapida crescita. In ultima analisi, la diversa esposizione porta a un aumento del tasso di crescita strutturale di quest'asset class. Il multiplo PE a termine della nostra strategia (la media ponderata del multiplo del rapporto tra prezzo e utile a termine delle posizioni della strategia) è in linea con l'indice MSCI. In questo momento ciò indica la mancanza di una preferenza in termini di stile, che riflette il nostro processo di investimento flessibile e non vincolato a uno stile specifico.

Multipli PE a termine in Europa I



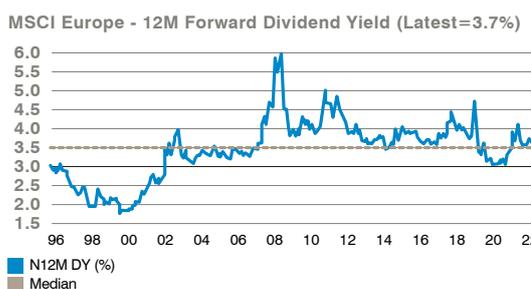
Fonte: Morgan Stanley, al 6 dicembre 2023.

I rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri così come di presenti o futuri trend.



Niall Gallagher
Investment Director

Multipli PE a termine in Europa II



Fonte: Morgan Stanley, al 6 dicembre 2023.

I rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri così come di presenti o futuri trend.

¹Fonte: Bloomberg, al 6 dicembre 2023

²Fonte: Bloomberg, al 6 dicembre 2023

1992 Berkshire Hathaway Annual Report

Our equity-investing strategy remains little changed from what it was fifteen years ago, when we said in the 1977 annual report: "We select our marketable equity securities in much the way we would evaluate a business for acquisition in its entirety. We want the business to be one (a) that we can understand; (b) with favorable long-term prospects; (c) operated by honest and competent people; and (d) available at a very attractive price." We have seen cause to make only one change in this creed: Because of both market conditions and our size, we now substitute "an attractive price" for "a very attractive price."

But how, you will ask, does one decide what's "attractive"? **In answering this question, most analysts feel they must choose between two approaches customarily thought to be in opposition: "value" and "growth." Indeed, many investment professionals see any mixing of the two terms as a form of intellectual cross-dressing.**

We view that as fuzzy thinking (in which, it must be confessed, I myself engaged some years ago). In our opinion, the two approaches are joined at the hip: Growth is always a component in the calculation of value, constituting a variable whose importance can range from negligible to enormous and whose impact can be negative as well as positive. **In addition, we think the very term "value investing" is redundant.** What is "investing" if it is not the act of seeking value at least sufficient to justify the amount paid? Consciously paying more for a stock than its calculated value - in the hope that it can soon be sold for a still-higher price - should be labeled speculation (which is neither illegal, immoral nor - in our view - financially fattening).

Whether appropriate or not, the term "value investing" is widely used. Typically, it connotes the purchase of stocks having attributes such as a low ratio of price to book value, a low price-earnings ratio, or a high dividend yield. Unfortunately, such characteristics, even if they appear in combination, are far from determinative as to whether an investor is indeed buying something for what it is worth and is therefore truly operating on the principle of obtaining value in his investments. Correspondingly, opposite characteristics - a high ratio of price to book value, a high price-earnings ratio, and a low dividend yield - are in no way inconsistent with a "value" purchase.

Similarly, business growth, per se, tells us little Informazioni su value. It's true that growth often has a positive impact on value, sometimes one of spectacular proportions. But such an effect is far from certain. For example, investors have regularly poured money into the domestic airline business to finance profitless (or worse) growth. For these investors, it would have been far better if Orville had failed to get off the ground at Kitty Hawk: The more the industry has grown, the worse the disaster for owners.

The investment shown by the discounted-flows-of-cash calculation to be the cheapest is the one that the investor should purchase - irrespective of whether the business grows or doesn't, displays volatility or smoothness in its earnings, or carries a high price or low in relation to its current earnings and book value. Moreover, though the value equation has usually shown equities to be cheaper than bonds, that result is not inevitable: When bonds are calculated to be the more attractive investment, they should be bought.

Leaving the question of price aside, the best business to own is one that over an extended period can employ large amounts of incremental capital at very high rates of return. The worst business to own is one that must, or will, do the opposite - that is, consistently employ ever-greater amounts of capital at very low rates of return. Unfortunately, the first type of business is very hard to find: Most high-return businesses need relatively little capital. Shareholders of such a business usually will benefit if it pays out most of its earnings in dividends or makes significant stock repurchases. Fonte: Berkshire Hathaway, al 31 dicembre 1992

Nonostante il processo di investimento concentrato, i fattori di performance eterogenei nel corso del 2023 dimostrano la nostra intenzione di fondare sia la selezione dei titoli che la costruzione del portafoglio sull'assunzione di rischi idiosincratichi, evitando di essere coinvolti nel tedioso dibattito tra titoli growth e value. Secondo noi, è la strategia migliore per gestire il portafoglio e generare alpha nel lungo periodo. Speriamo che tale approccio ci aiuti a non cadere nelle trappole cognitive, dove dobbiamo giustificare la presenza in portafoglio di titoli costosi, oppure nelle trappole di valore che derivano dall'adesione a uno stile di investimento specifico. Ricordiamo ai lettori una delle nostre citazioni preferite di Warren Buffett tratta dalla relazione annuale di Berkshire Hathaway del 1992.

In previsione del 2024 le prospettive restano, a nostro giudizio, positive per il settore bancario europeo. I prezzi delle azioni sul mercato non riflettono la sostenibilità dell'aumento degli utili/ROE a fronte del ritorno a tassi di interesse positivi. A nostro giudizio, il ritorno ai tassi di interesse estremi del periodo 2008-2021, il minimo in diversi secoli secondo la Bank of England, appare altamente improbabile, eppure è quanto viene scontato nei prezzi azionari. Finché i tassi di interesse resteranno oltre il 2%, le banche potranno continuare a registrare un ROE interessante, ben oltre le stime conservative sul costo del capitale. Eppure, la maggior parte del settore scambia ancora a un valore inferiore a quello contabile, nonostante il rendimento del patrimonio netto tangibile sia tra il 12% e il 20% per la maggior parte dei titoli. Non ha senso

Il settore dell'energia condivide alcune "caratteristiche di mercato" tipiche del settore bancario, con valutazioni molto basse rispetto ai dati storici e rendimenti di cassa elevati grazie ai dividendi e ai riacquisti di azioni proprie. Probabilmente ciò dipende dal fatto che molti investitori si rifiutano di investire in questo settore, perché il loro mandato lo preclude oppure perché si sono dimenticati o non sanno come analizzare il settore, come per le banche (tutte scuse che non reggono). Abbiamo già spiegato molte volte negli ultimi tre anni che prevediamo che il prezzo del petrolio resti intorno a un range più alto nei prossimi dieci anni per via della notevole riduzione degli investimenti fissi su scala globale nell'estrazione di idrocarburi a fronte di una domanda (ancora) in aumento, tenendo conto che i Paesi in via di sviluppo non OCSE desiderano lo stesso standard di vita delle classi medie nei Paesi OCSE. Inoltre, nel settore dell'energia probabilmente emergeranno carenze e inefficienze di prezzo a causa degli investimenti di capitale insufficienti. Ciò offrirà opportunità di guadagno in un'ampia gamma di segmenti, tra cui raffinazione, trading, gas naturale liquefatto (GNL), marketing e rivendita al dettaglio. È praticamente impossibile congegnare politiche così sbagliate come quelle dell'energia in Europa che però offrono opportunità di guadagno per le società del settore dell'energia, oltre a ROE interessanti. È importante ricordare ai lettori che le società europee dell'energia integrate avranno un ruolo importante nella transizione energetica. Noi crediamo che la transizione energetica di fatto non sarà possibile senza le competenze tecniche e il peso finanziario delle società europee dell'energia. Le aziende europee operano in diversi ambiti, tra cui lo sviluppo dell'energia eolica e solare (onshore e offshore), idrogeno blu e verde, ricarica di veicoli elettrici, biocarburanti, carburante sostenibile per l'aviazione, cattura e immagazzinamento del carbonio, e noi continueremo a sostenerle nel processo di decarbonizzazione.

A parte le banche e l'energia, abbiamo un'esposizione importante in aree del mercato che beneficeranno dei fattori di crescita strutturale. Puntiamo sulle migliori società a livello globale, dove le valutazioni azionarie sono adeguate e interessanti. Le aree più appetibili in questo senso sono i semiconduttori e le società tecnologiche esposte agli investimenti in semiconduttori, tra cui Infineon, STM, ASM International, BE Semiconductor e Atlas Copco. Il principale fattore trainante per Infineon e STM è il settore automotive, dove la transizione ai veicoli elettrici, la sicurezza e la guida autonoma aumenteranno moltissimo la presenza dei semiconduttori per automobile. La crescita secolare sarà dunque favorita dalla maggiore penetrazione di queste tecnologie. In particolare, nei semiconduttori per il settore automobilistico (per l'intera serie delle applicazioni automotive) apprezziamo il fatto che, una volta integrati in un veicolo, la domanda sarà generalmente robusta poiché i produttori di automobili tendono a non cambiare le componenti in termini dei semiconduttori utilizzati, a meno che non si proceda con una profonda revisione del veicolo. Inoltre, prevediamo una crescita molto robusta grazie all'elettrificazione, per esempio con le rinnovabili, e la crescita esplosiva del fabbisogno di energia dei data centre. Sembra difficile credere che Infineon e STM scambiano intorno alle valutazioni minime in dieci anni, considerata la loro posizione di leadership nei rispettivi segmenti, e le valutazioni molto più alte dei concorrenti statunitensi, in aggiunta alla crescita strutturale robusta.

I titoli in portafoglio nel campo degli investimenti fissi in semiconduttori, sia ASM International che BE Semiconductor, hanno registrato una straordinaria rivalutazione del prezzo azionario nel 2023 e scambiano a multipli più vicini ai livelli più alti delle medie storiche. Per questo abbiamo effettuato delle prese di profitto, tuttavia continuiamo a rilevare fattori di crescita strutturale importanti per i semiconduttori.

Anche in altre aree notiamo una combinazione interessante tra valutazioni, crescita strutturale e rendimenti discreti, ovvero nei settori che beneficeranno della decarbonizzazione e della transizione verso net zero. I titoli esposti al processo di elettrificazione (entro il 2050 bisognerà aumentare due o tre volte la trasmissione e la distribuzione della generazione di elettricità) comprendono Prysmian, Schneider, oltre naturalmente a Infineon e STM. I titoli esposti al mercato dell'involucro edilizio, dove è emersa la necessità dell'introduzione di norme più rigide sull'efficienza termale e sulle nuove costruzioni, comprendono Kingspan e Saint Gobain. Tra i titoli esposti all'idrogeno verde e blu ci sono Linde, Atlas Copco e naturalmente le nostre posizioni nel settore dell'energia. La transizione verso net zero richiederà un consistente aumento degli investimenti fissi fisici, molto più di quanto è stato prospettato all'elettorato dai politici, e questo sarà un fattore trainante della domanda per molte delle società che abbiamo in portafoglio.

A parte le posizioni già illustrate, trainate da fattori di crescita strutturale identificabili, investiamo molto in robusti fattori idiosincratici. Tra questi titoli ci sono Ryanair, Volvo Trucks, Novo Nordisk e Inditex. Il fattore trainante per Ryanair è la giustapposizione tra una posizione di mercato molto solida nei voli a breve distanza in Europa, e il controllo dei costi e il piano di consegna di nuovi aeromobili in una fase in cui l'offerta nel settore è carente e la domanda da parte dei clienti si va normalizzando dopo la pandemia. Il titolo scambia a valutazioni eccezionalmente basse e genererà un buon flusso di cassa grazie all'aumento delle tariffe e al calo dell'intensità del capitale. La società è all'avanguardia nel settore dell'aviazione anche sul fronte ambientale, le emissioni di carbonio per passeggero-chilometro sono molto basse e l'azienda ha una strategia chiara per l'uso di carburante sostenibile. Novo Nordisk fa progressi grazie alla domanda esplosiva dei farmaci per la perdita di peso e per i risultati eccellenti della sperimentazione clinica concentrata sui rischi per le malattie cardiovascolari e renali. Siamo assolutamente convinti del potenziale a lungo termine di questi farmaci per migliorare la nostra salute, ma il percorso non sarà lineare e le valutazioni sono alte rispetto ai dati storici.

Informazioni su
Niall Gallagher



ACTIVE EQUITIES

Mark Hawtin, Investment Director, Disruptive Growth Equities

Disruptive Growth: lo scenario di base è particolarmente favorevole alle azioni growth

All'inizio del 2023 gli strumenti più esposti al rischio hanno fatto meglio del previsto, a fronte di un'attività economica robusta grazie alla liquidità abbondante che ha trainato i consumi e all'apparente frenata dell'inflazione. Il 2024 non potrà contare su questi due fattori, infatti l'inflazione core potrebbe persistere su livelli elevati e la liquidità a disposizione dei consumatori dovrebbe diminuire. Quest'ultimo elemento inizia a riflettersi sulle prospettive meno positive della spesa discrezionale: a livello micro nella spesa al dettaglio, nei volumi dei pagamenti e nei servizi di base, come la consegna a domicilio di alimentari.

La situazione nel mercato azionario nel 2023 probabilmente non era così robusta come sembrano indicare i dati complessivi. Mentre l'indice S&P 500 ha riportato rendimenti intorno al 20%, l'indice S&P equamente ponderato non ha guadagnato. Lungo la curva del rischio, anche il Russell 2000 risulta sostanzialmente invariato nell'anno. I rendimenti dipendono in particolare dai Magnifici 7, ovvero Apple, Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft, Nvidia e Tesla. Il paniere di titoli a mega capitalizzazione di Goldman Sachs ha guadagnato ben il 70% da inizio anno (nel momento in cui scriviamo). L'assenza di questi titoli in portafoglio ha dunque frenato parecchio la performance.

A nostro giudizio, sono tre i fattori alla base dell'andamento positivo di tali titoli. Primo, gli investitori sono andati alla ricerca delle azioni di grandi aziende, liquide, sicure e relativamente convenienti. Secondo, alla soglia del 2023 c'era preoccupazione per la crescita economica, e buona parte di questi titoli fanno affidamento su ricavi che dipendono dall'andamento dell'economia, come la pubblicità (Alphabet e Meta) o la vendita al dettaglio (Amazon). Questa è la ragione del sell-off alla fine del 2022 di alcuni dei Magnifici 7. Terzo, a maggio 2023 sono stati pubblicati i risultati del lancio di Chat GPT alla fine dell'anno scorso, con utili eccezionali da parte di Nvidia.

Nel complesso, tutti questi fattori delineano uno scenario di base particolarmente interessante per le azioni growth. È probabile che l'inflazione resti vischiosa, ma su livelli più abbordabili, tra il 4 e il 5%. Ciò dovrebbe impedire ai tassi di interesse di salire ancora. Di fronte alla possibilità di un rallentamento della crescita economica a novembre e del calo di oltre 50 p.b. dei rendimenti decennali negli Stati Uniti, abbiamo assistito a un brusco rally dell'azionario. I fondamentali growth non hanno subito variazioni, e oltre il 90% delle società tecnologiche dell'S&P nel 3° trimestre 2023 ha riportato utili oltre le aspettative. Crediamo che nei prossimi trimestri non sarà diverso. La crescita resta solida. Comunque, le valutazioni dei Magnifici 7 sembrano tirate rispetto al mercato. L'indice S&P 500 scambia a 18 volte gli utili previsti nel 2024 (Goldman Sachs), dunque ben oltre le medie degli ultimi 30 anni. Al contrario, l'S&P equamente ponderato scambia a 14 volte gli utili 2024, intorno ai minimi della media a 30 anni. Il PE a termine dei Magnifici 7 è di 29. A nostro giudizio, tale elemento indica che le azioni growth resteranno robuste, ma i vincitori non saranno tra i Magnifici 7.

I temi alla base dei migliori rendimenti saranno intelligenza artificiale, sanitario, immagazzinamento e Software as a Service (SaaS): il 2024 sarà un mercato per le strategie bottom-up.

Il jolly per le strategie disruptive growth sarà la Cina, dove le valutazioni sono crollate attestandosi a livelli estremamente bassi. I tentativi di stimolare la crescita nell'economia cinese, in uno scenario caratterizzato da una bassissima inflazione, dovrebbero essere ricompensati da rendimenti elevati nell'azionario. Per tale ragione, crediamo che i rischi macroeconomici e geopolitici siano già stati scontati.

In breve, riteniamo che le azioni growth continueranno a fare bene nel 2024, ma non grazie ai Magnifici 7, mentre la Cina sarà il jolly grazie al buon profilo di rischio e rendimento.



Mark Hawtin
Investment Director

Informazioni su
Mark Hawtin



ACTIVE EQUITIES

Flavio Cereda, Investment Manager, Luxury Equities

I marchi del lusso nel 2024: la selezione dei titoli non è mai stata così importante dal 2016

I risultati del terzo trimestre confermano la normalizzazione della crescita, seppure a velocità diverse

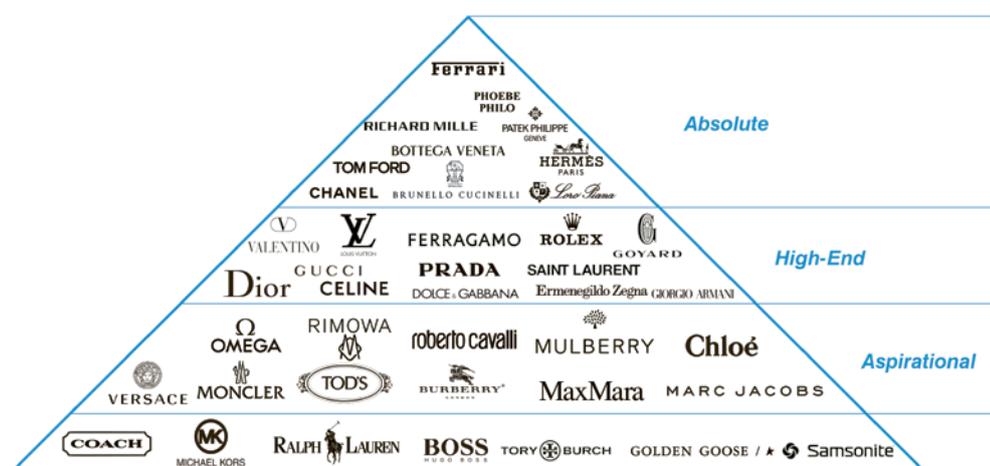
Una volta svaniti gli effetti della riapertura post-Covid in Cina, mentre gli indicatori comparabili negli Stati Uniti sembravano meno positivi, la tendenza verso un tasso di crescita più sostenibile è apparsa evidente. Il fenomeno è iniziato probabilmente con le vacanze, dunque nel 3° trimestre ovvero con la pubblicazione dei dati di giugno/settembre. Sebbene la relativa sottoperformance sia iniziata prima (analisi dei canali di distribuzione, dati delle carte di credito, conversazioni coi management

alla fine del 1° semestre), dunque a metà estate, la stagione degli utili l'ha confermata in modo inequivocabile. Il 2023 è stato un anno diviso in due. Il primo semestre è iniziato molto bene e ha continuato così nel 2° trimestre, mentre la seconda metà dell'anno è stata più difficoltosa rispetto all'anno precedente, con una normalizzazione della crescita che, secondo noi, sarà evidente nel primo semestre del 2024. Assisteremo probabilmente ancora una volta alla corsa verso la qualità, i marchi più robusti dimostreranno la loro capacità di tenuta, in particolare il segmento più in alto nella "piramide del lusso" beneficerà della clientela più ricca e fidelizzata, di una domanda meno volatile e del potere di determinazione dei prezzi, mentre persisteranno gli squilibri tra domanda e offerta.



Flavio Cereda
Investment Manager

Luxury Pyramid – La vita è migliore in alto



Fonte: GAM a ottobre 2023. Gli strumenti finanziari citati sono forniti a scopo puramente illustrativo e non devono essere considerati un'offerta diretta, una raccomandazione di investimento o una consulenza di investimento. I loghi sono marchi dei rispettivi proprietari e sono utilizzati a scopo illustrativo e non devono essere interpretati come un'approvazione o una sponsorizzazione di GAM. I rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri così come di presenti o futuri trend.

Le ragioni della decelerazione, e perché è un bene?

Dobbiamo esaminare le tendenze attuali nel loro contesto. Se analizziamo la performance nel periodo più lungo possibile, ovvero risaliamo al 1995, vediamo che il settore è cresciuto a un tasso di crescita composito annuo (CAGR) del 6,5%, una cifra notevole poiché implica una crescita da 66 miliardi a 343 miliardi lo scorso anno. Il CAGR dalla crisi finanziaria globale, ovvero dal 2010, è del 6,4%, un ulteriore segnale che tali percentuali non solo sono sostenibili ma anche credibili. Il settore è crollato del 22% nel 2020, come sappiamo, ma poi ha recuperato, e nel 2021 il valore complessivo ha superato quello del 2019. Ed è qui che si delinea la sfida: la ripresa post-Covid, in diversi momenti nelle differenti aree geografiche, è stata insolitamente robusta, +29% nel 2021 e +21% nel 2022. Si tratta di percentuali non sostenibili né sane, secondo noi, ma che mostrano il costante interesse per il settore tra i consumatori di tutto il mondo. Ciò che definiamo comunemente come “normalizzazione”, ovvero una crescita annua tra il 6 e 7%, è inevitabile e assai più resistente che in altri ambiti. Dunque, è un bene. Una crescita superiore al 20% aveva nascosto al mercato la considerazione più importante, ovvero la sostenibilità. In questo momento prevediamo una crescita del settore del 9-10% nel 2023, in calo al 5% nel 2024 e al 6-8% nel 2025.

Il settore è in buona forma?

Assolutamente sì. Esaminiamolo dal punto di vista dei consumi e dei marchi. I consumi di beni di lusso sono stati concentrati in Asia per diversi anni, mentre la corteo statunitense ha tenuto e gli acquirenti in Europa hanno perso rilevanza. A nostro giudizio, l'Asia oggi rappresenta oltre il 50% della spesa complessiva, in linea con il 2019, in un settore che è il triplo per dimensioni. I fattori noti, in particolare in Cina, ovvero le dinamiche demografiche, la crescita della classe media e l'importanza dello status sociale, continuano a generare un'insaziabile propensione per i beni di lusso, amplificata dopo il Covid dal desiderio dei cinesi di viaggiare all'interno dell'Asia. I consumatori americani sono stati sempre sottopesati nel lusso ma recentemente sono aumentati dal 20 al 25 per cento, l'interesse per il settore è cresciuto dopo il 2020, trainato non solo dalla ripresa dei viaggi e dalla ricerca di esperienze, ma anche dall'espansione dei migliori marchi in diverse categorie che hanno saputo attirare i più giovani, coinvolgendo lo sport, la musica e l'intrattenimento. I consumatori americani nel 2022/2023 hanno viaggiato molto in Europa, così come gli asiatici (meno i cinesi) e i medio-orientali, e per questo l'Europa ha maggiore rilevanza per il lusso rispetto agli europei. E si continuerà su questa strada. I migliori marchi sono cresciuti parecchio, sono assai più redditizi e meglio capitalizzati che mai, per cui sono in grado di affrontare le fasi di volatilità nel breve termine. Hanno una migliore distribuzione, più potere di determinazione dei prezzi e sono molto efficaci sui social media: tutti fattori importanti.

La Cina: rischio o opportunità?

La Cina rappresenta un'opportunità incredibile con un elemento di rischio. La propensione dei consumatori cinesi a spendere in beni di lusso resta molto alta, la percezione dello “stato sociale” è più importante che mai, i marchi sono maggiormente in grado di sfruttare le tendenze di crescita (più negozi e di migliore qualità, più digitale, uso efficace dei social media locali), il divario di prezzo rispetto all'Europa è diminuito, il tasso di risparmio delle famiglie è molto alto oltre il 40% (il doppio rispetto alla Germania), i viaggi internazionali sono in ripresa anche se lentamente, l'espansione della classe media continua come previsto e non ci sono segnali

di preoccupazione da parte del Partito comunista (l'idea della prosperità condivisa non è mai stata contraria al lusso, bensì alla manifestazione eccessiva dell'opulenza e della ricchezza: una distinzione importante). Crediamo che la Cina aumenterà la spesa in beni di lusso di quasi 80 miliardi di euro tra il 2025 e il 2029.

Il rischio potrebbe essere un cambiamento politico, ma non rileviamo alcun segnale in tal senso. Una decelerazione della spesa rispetto ai picchi anomali non è un rischio, bensì un fattore già tenuto in considerazione.

Ripresa settoriale o trainata dai singoli titoli?

Come abbiamo spiegato, crediamo che nel 2024 la crescita sarà inferiore alle medie, ma i migliori marchi continueranno a sovraperformare. La tendenza resterà positiva in tutte le aree geografiche tranne che negli Stati Uniti (ricordiamoci che il 2024 è l'anno delle elezioni caratterizzato dalla volatilità). Diventa sempre più importante distinguere tra i titoli che hanno semplicemente beneficiato del rialzo generalizzato degli ultimi anni (ovvero che sono stati trainati dalla corrente anziché avere un motore autonomo) e quelli che sono in grado di incrementare la quota di mercato e generare rendimenti eccezionali anche, o forse soprattutto, nei periodi di maggiore volatilità. In vista del 2024, la selezione dei titoli non è mai stata così importante dal 2016.

Le azioni presentano valutazioni interessanti?

La recente generalizzata svalutazione sembra abbia in gran parte assorbito il previsto rallentamento della crescita, come illustrato in precedenza, con un ritorno alle valutazioni del 2019. Riteniamo che ci sia spazio per ulteriori correzioni, ma sono i titoli più deboli quelli maggiormente a rischio. La qualità è, e sarà sempre, più difensiva e resistente, e consentirà a questi titoli di approfittare della graduale accelerazione prevista nel secondo semestre del 2024. Il settore è ancora una buona copertura contro l'inflazione, grazie a una buona generazione di cassa, una situazione patrimoniale più robusta e la capacità di produrre margini elevati in virtù della forza del marchio e della domanda sottostante. Potrà traballare un po' nel breve termine, tuttavia i successi del passato e le fondamenta solide sono rassicuranti. I consumatori di beni di lusso sono gli ultimi a risentire delle fasi di volatilità e i primi a uscirne, ha spiegato il CEO di Saks a inizio novembre. In altri termini, sono l'ultimo segmento a risentire del calo della spesa e il primo a registrare una ripresa dei consumi.

Qual è la strada del successo?

La definizione più ampia dei marchi di lusso comprende sia i marchi stessi che i titoli di settori limitrofi che attirano l'interesse dei consumatori con un profilo analogo (ovvero facoltosi). Ci concentreremo sui titoli di qualità più robusti che, secondo noi, sono in grado di superare la volatilità attuale, e andiamo alla ricerca di opportunità correlate nelle categorie che presentano un maggior potenziale di rialzo.

Informazioni su
Flavio Cereda



ACTIVE EQUITIES

Tim Love, Investment Director,
Emerging Markets Equities

Mercati azionari emergenti: la percezione è lontana dalla realtà. Il costo opportunità se non si approfitta di un rally potrebbe essere alto.

I mercati azionari emergenti sono ancora sottopesati, sottovalutati e poco apprezzati, a nostro giudizio, più che negli ultimi dieci anni. Ciò che manca, secondo noi, è un catalizzatore “risk-on” in grado di liberare il loro intrinseco potenziale di rendimento e far apprezzare agli investitori il limitato potenziale di ribasso di quest’asset class. In breve, i mercati emergenti offrono un profilo di rischio e rendimento invidiabile.

I mercati internazionali oscillano tra uno scenario Goldilocks e la prospettiva di tassi di interesse alti più a lungo, mentre i flussi locali sono in forte aumento in India, Cina e Taiwan. A ciò si aggiunge la prospettiva di una traiettoria al rialzo durata un decennio e il rischio concreto di non trovarsi pronti quando finalmente ci sarà la svolta per le azioni dei mercati emergenti.

Quale potrebbe essere il catalizzatore mancante?

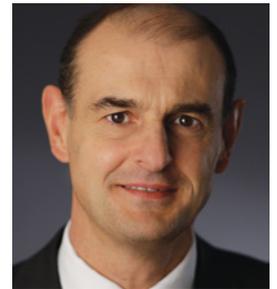
Ci sono diversi possibili catalizzatori, tra cui il dollaro e il rendimento dei titoli del Tesoro al picco, dopo che l’indice in dollari ha toccato il massimo in 26 anni. Entrambi i fattori favorirebbero molto le azioni dei mercati emergenti, in particolare i titoli value. Crediamo che le azioni dei mercati emergenti si trovino in una situazione rara, in un’ottica a lungo termine, ovvero presentano entry point ciclici estremamente interessanti, oltre che fattori secolari favorevoli, una confluenza di elementi potente ma rara. Giovano in particolare le valutazioni cross-asset convenienti delle azioni dei mercati emergenti, con ampi dividendi demografici e un Pil pro capite in aumento (soprattutto in India). Anche se la crescita economica globale fosse deludente, è improbabile che le azioni dei mercati emergenti riportino performance inferiori ai Paesi sviluppati. Secondo noi, hanno un buon potenziale di rialzo in dollari.

I fattori trainanti per i mercati azionari emergenti sono molteplici. Tra i fattori ciclici positivi ci sono il Pil e i ricavi aziendali più elevati di quelli dei mercati sviluppati, oltre a una “crescita a prezzi ragionevoli” più bassa, in presenza di un buon rendimento. Le azioni dei mercati emergenti, a nostro giudizio, sono interessanti per chi investe in valore, crescita e rendimento.

L’evoluzione delle azioni dei mercati emergenti

Quest’asset class non assomiglia più molto al vecchio indice dei mercati emergenti di un decennio fa. Nel 2004 l’indice aveva solo quattro Paesi investment grade ai primi 11 posti, oggi ce ne sono nove. Il debito e le dinamiche di servizio del debito nei mercati emergenti, sia per i titoli di Stato che per le obbligazioni societarie, sono assai inferiori a quelli dei Paesi sviluppati. I Paesi emergenti hanno generalmente evitato il decennio di Quantitative Easing caratterizzato da tassi reali negativi e, ciononostante, presentano ancora carry elevati, sebbene le banche centrali segnalino un’inflazione dei prezzi alla produzione e al consumo inferiore ai tassi nominali. I due Paesi non investment grade, Sud Africa e Brasile, hanno valute relativamente stabili, malgrado l’incertezza sulle aspettative sul Pil globale.

La presenza di centri d’eccellenza nella robotica/intelligenza artificiale (Corea/Cina), veicoli elettrici (Cina), consulenza globale (India), materiali per veicoli elettrici (platino in Sud Africa, litio/rame in America Latina, terre rare in Malesia) e centri industriali d’alta gamma per l’onshoring in Polonia/Messico e Vietnam/Romania, sono fonti importanti degli investimenti esteri diretti e degli utili per azione dei Paesi emergenti. Non sono più le economie degli anni ‘90 basate sulle esportazioni, agricole e a basso valore aggiunto. La qualità e la capacità di resistenza portano a una maggiore stabilità degli utili per azione, e potenzialmente a un obiettivo di espansione dei multipli più alto.



Tim Love
Investment Director

La domanda locale in India è enorme, basti pensare al numero dei nuovi conti bancari negli ultimi dieci anni (più dell'UE). A ciò si aggiunga che l'economia cinese beneficerà degli stimoli fiscali introdotti, e si giunge a un lungo elenco di fattori strutturali positivi. Nel breve termine, un'economia pianificata come la Cina può risolvere le problematiche economiche più direttamente, con il coordinamento a livello statale.

Il rischio di restare esclusi

Le valutazioni e i prezzi delle azioni dei mercati emergenti sono vicino ai minimi storici, mentre l'opposto vale per le azioni dei mercati sviluppati. Il periodo 2010-2023 assomiglia al decennio perduto dei mercati azionari emergenti, per via delle crisi asiatiche e della SARS nel 1994-2004, prima della massiccia rivalutazione successiva.

Un primo catalizzatore è stato il segnale di riduzione del costo del capitale a fine ottobre/inizio novembre 2023. Abbiamo assistito a un rally dell'azionario, al calo dei rendimenti obbligazionari e alla svalutazione del dollaro dopo la pubblicazione di dati che indicavano il rallentamento dell'inflazione complessiva e core a ottobre. I dati più deboli del previsto hanno alimentato la speranza che il ciclo di rialzi dei tassi da parte della Federal Reserve fosse giunto al termine e che ci sarebbero stati dei tagli nel 2024. In tale scenario, le azioni dei mercati emergenti dovrebbero continuare a sovraperformare gli strumenti alternativi cross-asset, nonché le azioni dei mercati sviluppati.

Il rischio è chiaramente di restare esclusi, non il contrario, eppure le azioni dei mercati emergenti vengono ancora erroneamente percepite come dipendenti dal flusso degli utili per azione del passato. Noi crediamo che la percezione sia rimasta indietro rispetto alla realtà. La paura di restare tagliati fuori e di non riuscire a sfruttare un rally emerge quando si comprende che il costo opportunità potrebbe essere alto. A quel punto si comprenderanno i meriti di quest'asset class.

A noi sembra dunque che la definizione stessa di mercati azionari emergenti non sia corretta, così come i prezzi e la conoscenza di questi mercati. Crediamo che la rivalutazione dei multipli di utile possa riaccendere l'entusiasmo come avvenne nel 2004/2008. E anche questa volta potrebbe toglierci il fiato.

Informazioni su
Tim Love



ACTIVE EQUITIES

Lukas Knüppel, Investment Director, Japan Equities

Azioni giapponesi: in Giappone stanno emergendo eccezionali opportunità di investimento in società di qualità a prezzi ragionevoli

Con l'approssimarsi del 2024 ci troviamo di fronte a un punto di svolta nel mondo degli investimenti, sotto diversi aspetti. Da una parte, i principali indicatori industriali tra cui gli ordini di macchinari e robotica e l'indice PMI manifatturiero dell'Institute for Supply Management (ISM), che presenta una stretta correlazione con i settori industriali in Giappone, stanno per toccare il fondo e iniziano a mostrare segnali di ripresa. Le vendite di semiconduttori su scala globale sono già in aumento. Inoltre, molte imprese industriali stanno riducendo, con successo, le scorte in eccesso che hanno accumulato quando la domanda al consumo su scala globale è passata improvvisamente dai beni ai servizi a seguito della pandemia. Sulla scorta di tali sviluppi positivi, il settore industriale in Giappone nel 2024 dovrebbe riportare una migliore performance.

Dall'altra parte, le imprese orientate ai consumi locali e al settore dei servizi dovrebbero tornare a registrare tassi di crescita più nella norma. Tale proiezione si basa sul confronto tra la performance prevista nel 2024 e la ripresa eccezionale registrata in Giappone dopo il boom dei consumi post-Covid e la ripresa del turismo che ha fatto incrementare la spesa locale.

Crescita degli utili: modesta ma con potenziale di rialzo

In base alle nostre previsioni, le società quotate in Giappone nel 2024 registreranno una crescita degli utili intorno al 5% in yen, a cui seguirà un'accelerazione del 10% nel 2025. Per quanto possa sembrare modesta rispetto alla crescita media a 10 anni dell'8%, ci sono le potenzialità per una revisione al rialzo nel caso in cui la previsione ottimistica di una ripresa più pronunciata del manifatturiero si concretizzi nel 2024.

Tassi di interesse: un diverso orientamento rispetto alle altre banche centrali

Cresce l'aspettativa che la banca centrale giapponese nel 2024 ponga fine alla politica dei tassi di interesse negativi in vigore da tempo, però l'intervento sarà prevedibilmente abbastanza modesto. Di conseguenza, le azioni bancarie giapponesi si sono rivalutate parecchio nel 2023, toccando le valutazioni medie decennali.

Se la Bank of Japan alzasse i tassi di interesse nel 2024 adotterebbe un orientamento divergente rispetto alle altre banche centrali. Lo scenario economico globale è caratterizzato da un profondo rallentamento dell'inflazione e da un graduale calo della domanda dei mercati del lavoro, e ciò potrebbe contribuire alla stabilizzazione dei tassi di interesse e a eventuali tagli ai tassi negli Stati Uniti e in altri Paesi.

Opportunità di investimento

In considerazione di tali fattori, crediamo che emergeranno eccezionali opportunità di investimento per le azioni giapponesi. Potremo investire in società di qualità, che stiamo monitorando da tempo, a prezzi ragionevoli. Nonostante la significativa sovraperformance dei titoli value nel 2023, in particolare nel settore bancario, manteniamo con convinzione la nostra prospettiva strategica nel lungo periodo. Puntiamo a partecipare alla creazione di valore delle società in crescita in settori interessanti e a sfruttare le tendenze strutturali. Il nostro principale obiettivo è ancora quello di investire in società di qualità, con margini robusti e fondamentali solidi.



Lukas Knüppel
Investment Director

Informazioni su
Lukas Knüppel



ACTIVE EQUITIES

Daniel Häuselmann, Investment Director, Switzerland Equities

Azioni svizzere: sempre più importante il potere di determinazione dei prezzi

Dopo un difficile 2022, anche il 2023 è stato un anno complicato per il mercato azionario svizzero. I prezzi azionari hanno recuperato molto tra ottobre 2022 e maggio 2023, ma hanno poi subito un ampio processo di consolidamento. Il mercato è stato trainato in particolare dai fattori macroeconomici e, all'inizio di quest'anno, c'era ottimismo sulla possibilità di recupero della crescita economica globale. La ripresa indotta dalla pandemia e le difficoltà delle catene di distribuzione hanno però fatto salire molto il livello delle scorte. Inizialmente si prevedeva una stabilizzazione delle scorte tra il primo e il secondo trimestre, ma ci è voluto più tempo del previsto. Crediamo che tale processo sarà completato entro la fine del 2023.

Gli effetti dei tassi di interesse e delle oscillazioni valutarie sulle azioni svizzere

Il mercato azionario svizzero risente molto dell'andamento dei dati economici e delle oscillazioni dei tassi di interesse, in particolare sulla scorta dei rialzi dei tassi nel 2023. L'aumento dei tassi su scala globale ha gravato sulle valutazioni delle azioni svizzere, con il rialzo dei tassi di interesse a partire da valori negativi o intorno allo zero, gli investitori hanno cercato alternative alle azioni.

Un'altra difficoltà per le aziende svizzere è stata la rivalutazione del franco nel 2023 rispetto a tutte le altre principali valute. Ciò riduce gli utili in franchi svizzeri, dato che la maggior parte dei ricavi viene generata all'estero. Le imprese svizzere hanno però saputo adattarsi alla valuta forte e non hanno perso la loro competitività. La forza del franco svizzero spinge le aziende a ottimizzare l'efficienza dei costi e la produttività. Inoltre, l'inflazione in Svizzera è assai più contenuta rispetto ad altri Paesi, intorno al 2,2% nel 2023, pertanto le pressioni sui salari sono minori.

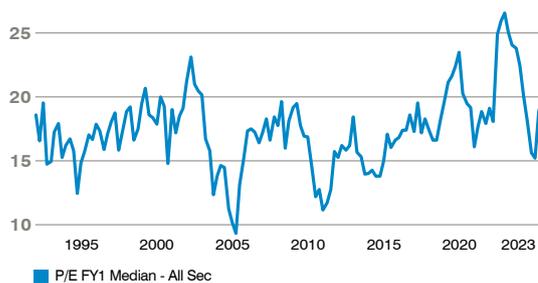
Performance e prospettive aziendali

La maggior parte delle aziende svizzere ha affrontato bene lo shock inflazionistico del 2022. Hanno trasferito l'aumento dei costi sui consumatori e sfruttato il potere di determinazione dei prezzi per mantenere o addirittura migliorare leggermente i margini. La Svizzera annovera un numero elevato di aziende con un'ampia quota di mercato e business model con barriere elevate all'ingresso che consentono di aumentare i prezzi. Durante la pandemia in genere sono riuscite ad aumentare i prezzi, ma oggi è possibile solamente se l'azienda ha una solida posizione competitiva. La riapertura delle catene di distribuzione genera competitività sul fronte del prezzo, per cui crediamo che il potere di determinazione dei prezzi diventerà sempre più importante nello scenario attuale.



Daniel Häuselmann
Investment Director

P/E medio per le aziende svizzere intorno alle medie a lungo termine



Fonte: GAM Equity Analytics, Bloomberg.

I rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri così come di presenti o futuri trend.

Strategia di investimento

Puntiamo sulle società con una crescita degli utili elevata e un buon rendimento del capitale, che sono in grado di reinvestire il capitale nell'impresa. Privilegiamo le società in crescita di alta qualità, redditizie e ben gestite, con una situazione patrimoniale solida, che sono in grado di espandere la loro quota di mercato nel corso del tempo e creare valore in modo sostenibile. Queste imprese hanno la capacità di investire in ricerca e innovazione, di sviluppare nuovi mercati e incrementare i ricavi nonostante i momenti di crisi, nonché di uscire rafforzate da una recessione. L'indice Global Purchasing Managers (PMI) è in calo da oltre un anno. Nel corso del 2024 dovrebbe risalire. Ciò favorirebbe le società a bassa e media capitalizzazione, su cui noi puntiamo in particolare. Tuttavia, se il rallentamento economico dovesse continuare, le nostre società dovrebbero essere in grado di resistere grazie alla solidità dello stato patrimoniale e dei margini. Siamo convinti che i leader di mercato possano crescere molto più rapidamente durante la prossima fase di ripresa. Le valutazioni sono ragionevoli, la maggior parte dei titoli scambia intorno ai PE medi storici, pertanto il mercato azionario svizzero è diventato più interessante per gli investitori a medio e lungo termine.

Informazioni su
D. Häuselmann





SPECIALIST FIXED INCOME

SPECIALIST FIXED INCOME

Nelson Seo, Co-Founder and Managing Director,
Fermat Capital

Obbligazioni catastrofali e titoli insurance-linked: effetto positivo sugli spread grazie alle emissioni

Il 2023 è stato uno degli anni migliori in termini di performance per le obbligazioni catastrofali (cat bond) e i titoli insurance-linked (ILS). Secondo noi, lo scenario si prospetta analogo anche nel 2024.

Il mercato riassicurativo nel 2022 e 2023 è stato contrassegnato da profondi squilibri tra domanda e offerta. La performance nel 2022 ha risentito dell'ampliamento degli spread, a cui si è aggiunto l'uragano Ian. I fondamentali, caratterizzati da un'inflazione elevata e persistente, hanno comunque trainato la domanda di coperture riassicurative, mentre l'offerta nel mercato riassicurativo/ILS è diminuita. Ciò ha portato ai rendimenti straordinari del 2023. Tali dinamiche persistono, pertanto crediamo che le prospettive per il prossimo anno restino favorevoli per gli investitori.

Gli spread sui cat bond hanno raggiunto i massimi storici a dicembre 2022 per poi restringersi in parte nel corso del 2023 per via degli afflussi di capitali speculativi e dell'aumento delle cedole. Mentre l'inflazione sta rallentando, la domanda inespressa e gli effetti della "nuova normalità" sui costi di sostituzione che gli assicuratori primari devono sostenere favoriranno la domanda di trasferimento del rischio nel prevedibile futuro. Ciò significa che le emissioni di obbligazioni catastrofali potrebbero persino essere più consistenti nel 2024, con un effetto positivo sugli spread.

Oltre il 2024, a meno che non si verifichino catastrofi di ampia portata, gli spread torneranno probabilmente ai livelli normali. Attraverso una moderata esposizione alla spread duration in portafoglio, nel momento in cui gli spread inevitabilmente si restringeranno, gli investitori dovrebbero registrare un risultato positivo.



Nelson Seo
Co-Founder and
Managing Director,
Fermat Capital

Informazioni su
Nelson Seo



SPECIALIST FIXED INCOME

Romain Miginiac, Fund Manager and Head of Research, Atlanticomnium

Debito subordinato: evidente dislocazione tra fondamentali e valutazioni

Dopo un 2023 volatile, contrassegnato dal caos del settore bancario e dall'acquisizione di Credit Suisse da parte di UBS, i mercati obbligazionari globali hanno subito un forte calo poiché gli investitori hanno cercato di adattarsi alla previsione di tassi di interesse elevati nel lungo termine. Gli obbligazionisti possono beneficiare di un carry elevato, con un rendimento al rimborso del 10,9% per le obbligazioni convertibili contingenti (CoCo) Additional Tier 1 (AT1) delle banche europee e la convessità correlata al potenziale restringimento degli spread, mentre le obbligazioni vengono rimborsate alla pari. Nonostante la turbolenza nel breve periodo, crediamo che le attuali dislocazioni del mercato di fatto offrano un'opportunità di investimento nel debito subordinato, in particolare per gli strumenti ad alto rendimento con fondamentali solidi.

Fondamentali solidi

I fondamentali non sono mai stati così favorevoli per gli obbligazionisti: le grandi banche hanno registrato ottimi utili nel 3° trimestre, che hanno fatto emergere fattori positivi, negativi e pessimi. Gli utili probabilmente hanno raggiunto il picco, con un ROE a doppia cifra sui massimi in dieci anni, e questo è un elemento particolarmente negativo. C'è poi da considerare la stagnazione del capitale intorno ai massimi storici, con un capitale in eccesso superiore a 500 miliardi di euro. È invece positiva la situazione dei fondi per perdite su crediti e dei crediti deteriorati: la qualità di credito del settore è indubbiamente solida.

Valutazioni interessanti

La forza del settore bancario europeo, a nostro giudizio, non si riflette adeguatamente nelle valutazioni attuali. Con uno spread intorno ai 530 p.b. tra Option-adjusted spread (OAS) e titoli del Tesoro (rendimento al rimborso circa 11%), è difficile trovare delle lacune negli AT1. Gli AT1 offrono attualmente un potenziale di aumento dello spread di circa 100 p.b. (1%) rispetto all'high yield e ai titoli privilegiati bancari statunitensi, praticamente il

differenziale più ampio in oltre un decennio. Oltre al reddito elevato, ciò comporta un potenziale di rialzo del prezzo, in considerazione della probabilità di restringimento degli spread.

Convessità e rimborsi

Gli investitori possono beneficiare della notevole convessità, che esprime il fatto che i prezzi delle obbligazioni e il rendimento cambiano in modo non lineare sulla scorta dell'oscillazione dei tassi di interesse poiché il mercato teme che il rischio di estensione faccia scendere ulteriormente i prezzi. Circa il 70% degli AT1 è prezzato al valore perpetuo e ciò riflette il timore sulla capacità degli emittenti di rifinanziare le obbligazioni. I mancati rimborsi sono stati un'eccezione nel 2023, oltre il 90% degli AT1 è stato rimborsato alla prima data di rimborso (circa 111 miliardi di dollari su 118 miliardi di dollari). Secondo noi, i rimborsi continueranno a rappresentare una caratteristica positiva nel 2024, e almeno l'80% degli AT1 dovrebbe essere rimborsato, anche nel nostro scenario più conservativo. Buona parte delle richieste di rimborso nel 2024 è già sicura, poiché parte degli AT1 è stata prefinanziata e potrebbe essere sostituita a un costo analogo o inferiore. Inoltre, se consideriamo che la maggior parte delle banche europee intende pagare un costo incrementale, e che le banche sono in grado di procedere coi rimborsi senza rifinanziare attingendo al capitale in eccesso, c'è poca incertezza sul fronte dei rimborsi.

A nostro giudizio, le obbligazioni finanziarie subordinate restano interessanti, con un'evidente dislocazione tra fondamentali e valutazioni. Il catalizzatore rappresentato dallo "status quo", utili robusti nel settore nei prossimi trimestri con le obbligazioni rimborsate alla pari, lascia presagire la normalizzazione degli spread. Gli investitori in AT1 beneficiano in genere di un carry elevato, mentre il potenziale di restringimento degli spread e di repricing al rimborso delle obbligazioni consentirà l'aumento dei prezzi e un rendimento complessivo notevole nei prossimi 12/24 mesi.

Fonte: Bloomberg, Atlanti. Dati al 31/10/2023.



Romain Miginiac
Fund Manager and
Head of Research,
Atlanticomnium

Informazioni su
Romain Miginiac



SPECIALIST FIXED INCOME

Paul McNamara, Investment Director,
Emerging Markets Fixed Income

Debito dei mercati emergenti: c'è ragione di ottimismo se consideriamo i rendimenti, e in particolare i fattori trainanti, ovvero inflazione e tassi di interesse

Dopo un anno terribile sulla scorta dei rialzi dei tassi di interesse nel 2022, nel 2023 è andata bene per le obbligazioni dei mercati emergenti, sia in valuta forte che in valuta locale. Nel momento in cui scriviamo, entrambe le asset class hanno fatto meglio dei titoli del Tesoro di un mercato sviluppato come gli Stati Uniti, meglio dei Treasury (che hanno avuto un anno poco brillante) e delle obbligazioni societarie investment grade. Il debito in valuta locale ha fatto meglio del segmento high yield USA, nonostante un anno neutro per il dollaro.

C'è ragione di essere ottimisti

Durante i due anni caratterizzati dai rialzi dei tassi di interesse su scala globale, i mercati emergenti hanno riportato ottime performance. Il rally alla fine del 2022 (quando i tassi nei mercati sviluppati continuavano a salire) riflette il fatto che i tassi nei mercati emergenti sono saliti meno rispetto ai Paesi sviluppati nel corso dell'anno. La sovraperformance è stata ancor più evidente nel 2023, a novembre i tassi nei mercati emergenti risultavano inferiori di oltre l'1% rispetto al picco di un anno prima. I rendimenti dei mercati sviluppati non hanno raggiunto il picco fino a ottobre 2023, e in questo momento sono a soli 25 p.b. da tale livello.

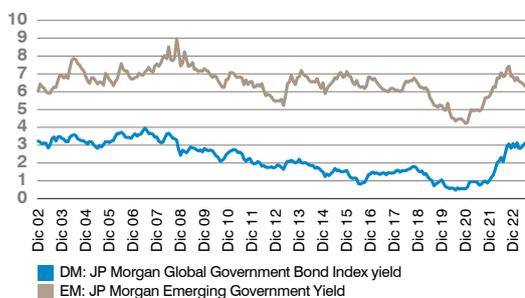
Se consideriamo i rendimenti, e i loro principali fattori trainanti ovvero l'inflazione e i tassi d'interesse, c'è ragione di essere ottimisti. Avevamo ragione sul 2023: i prezzi degli alimentari e dell'energia sono scesi con profonde ripercussioni nei mercati emergenti, dove le materie prime hanno un ruolo più rilevante nei consumi e i servizi pesano meno nell'attività economica.

L'inflazione è scesa rapidamente e le banche centrali sono intervenute, in generale con maggiore cautela rispetto a quelle dei mercati sviluppati ma, nel corso del 2023, anche gli istituti più favorevoli ai rialzi dei tassi come la banca centrale del Cile e del Brasile hanno iniziato a tagliare i tassi. Nei mercati emergenti continuiamo a rilevare parecchio valore. Diversi mercati emergenti mostrano rendimenti reali a termine molto più alti rispetto alle medie a più lungo termine, anche in caso di ulteriore disinflazione. Il Messico ci sembra particolarmente interessante.



Paul McNamara
Investment Director

Confronto tra i rendimenti nei mercati emergenti e nei mercati sviluppati

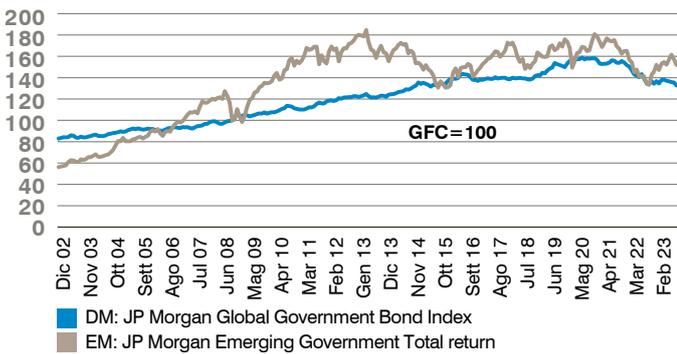


Fonte: JP Morgan. I rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri così come di presenti o futuri trend.

In questo scenario positivo ci preoccupano due fattori. Primo, grazie alle valute i rendimenti dei mercati emergenti sono positivi rispetto ai mercati sviluppati non in dollari, ma i rendimenti in dollari sono alla mercé della forza del biglietto verde. Secondo, i mercati obbligazionari dei Paesi sviluppati faticano nella prospettiva di un'offerta netta senza precedenti, dato che la stretta quantitativa coincide con la previsione di un allentamento della politica fiscale su scala globale.

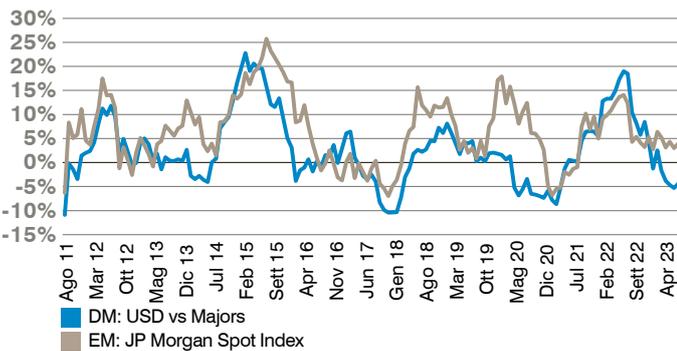
I problemi dei mercati emergenti in valuta locale dipendono dal fatto che la crescita globale ruota ancora attorno agli Stati Uniti. In questo contesto, il dollaro è quasi inevitabilmente forte, soprattutto ora che gli Stati Uniti non sono un grande importatore di petrolio (per via del fracking). Dalla crisi finanziaria globale, il dollaro è salito in 10 anni su 14, e la sovraperformance prima della crisi del debito dei mercati emergenti in valuta locale rispetto a quello in dollari ha invertito la tendenza.

Rendimento emergenti vs sviluppati



Fonte: Bloomberg, JP Morgan. I rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri così come di presenti o futuri trend.

Valute mercati emergenti - sviluppati vs USD (% su base annua)



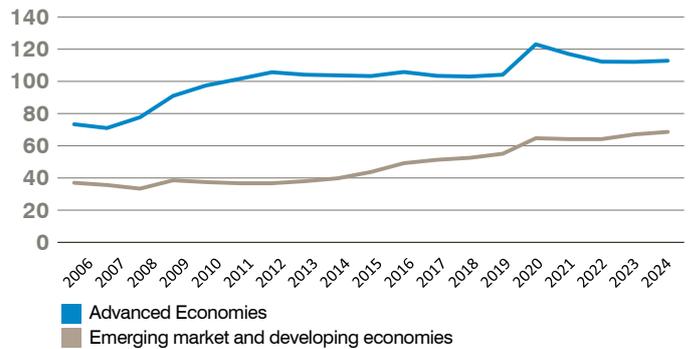
Fonte: Bloomberg, JP Morgan. I rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri così come di presenti o futuri trend.

Tra i fattori positivi, la crescita in Cina dovrebbe rafforzarsi e questo tradizionalmente favorisce le valute dei Paesi esportatori di materie prime, ma è più difficile essere ottimisti quando si pensa all'Europa. La stretta fiscale e le rigidità istituzionali continuano a gravare sulla crescita nella regione. E poi c'è la costante minaccia che la Russia tagli le forniture di gas. Mentre lo scorso inverno l'Europa è riuscita a barcamenarsi grazie al clima mite, se quest'anno fosse necessario incrementare l'uso di gas, i rischi per la regione sarebbero più gravi.

Debito pubblico globale in aumento

L'aumento del debito pubblico su scala globale dovrebbe essere un fattore positivo per i mercati emergenti. Il debito pubblico, netto o lordo, nei mercati emergenti in genere è molto più basso che nei mercati sviluppati ed è aumentato meno dalla crisi finanziaria globale (anche durante la pandemia da Covid). Non ne siamo convinti per diverse ragioni: è improbabile che il premio a termine aumenti solamente nei mercati sviluppati, i rendimenti reali resteranno più alti nei mercati emergenti che hanno istituzioni più deboli, pertanto i livelli finanziabili del debito pubblico saranno più bassi, e i Paesi con il debito più basso inevitabilmente non sono i grandi emittenti dove l'esposizione del mercato è maggiore. Prevediamo una performance positiva, però ci sono rischi concreti in uno scenario fondamentalmente favorevole per i tassi dei mercati emergenti.

Debito pubblico lordo: PIL



Fonte: IMF. I rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri così come di presenti o futuri trend.

Le obbligazioni in valuta forte, i titoli di Stato dei mercati emergenti emessi in valute dei mercati sviluppati, hanno seguito un percorso analogo a quello delle obbligazioni societarie con rating simili emesse nelle stesse valute. In un anno ottimo per gli strumenti più esposti al rischio, nel 2023 i titoli di credito a più basso rating hanno riportato le migliori performance, mentre i Paesi in crisi come Ucraina, Sri Lanka, Pakistan e Venezuela hanno prodotto rendimenti superiori al 40% (159% nell'ultimo caso). Le prospettive per il 2024 sono più semplici, in mancanza di una recessione o di un rallentamento sufficiente a produrre effetti simili a quelli di una recessione, gli yield molto alti dovrebbero generare rendimenti robusti. I titoli di credito più deboli dovrebbero riportare le migliori performance, che difficilmente saranno eccezionali come quelle del 2023.

Informazioni su Paul McNamara



SPECIALIST FIXED INCOME

Tom Mansley, Investment Director,
Asset Backed Fixed Income

Titoli MBS garantiti da ipoteca: le obbligazioni privilegiate su cui puntiamo sono garantite da mutui solidi, con un patrimonio immobiliare sostanzioso e un rischio d'insolvenza contenuto

Il mercato immobiliare negli Stati Uniti presenta uno scenario eterogeneo: i prezzi degli immobili sono in aumento ma il rialzo dei tassi ipotecari comporta qualche difficoltà per il mercato immobiliare. L'accessibilità delle abitazioni monofamiliari si è deteriorata molto per chi acquista la prima casa. Quest'anno i prezzi delle abitazioni monofamiliari sono scesi leggermente, ma poi sono risaliti per sette mesi, in particolare per via della carenza di abitazioni disponibili in vendita e in affitto, oltre che per la domanda inespressa da parte dei Millennial che formano nuovi nuclei familiari.

Gli indici di disponibilità sono ai minimi storici e, a fronte della crescita robusta dei nuovi nuclei familiari, occorre accelerare la costruzione di nuove abitazioni. I ritmi di costruzione delle abitazioni monofamiliari, in questo momento, non sono in grado di soddisfare la domanda elevata. Pertanto crediamo che i prezzi degli immobili saliranno, anche in caso di una profonda recessione economica. Il nostro scenario di base per il 2024 prevede un calo modesto dei tassi ipotecari e la stabilizzazione dei prezzi, mentre il mercato immobiliare continua a risentire della scarsa disponibilità di abitazioni.

Noi puntiamo sui titoli con una posizione privilegiata nella struttura del capitale, garantiti da mutui ipotecari di vecchia data, emessi prima della crisi finanziaria globale del 2007/2008, mentre i proprietari degli immobili hanno a disposizione un patrimonio elevato attraverso l'abitazione. Ciò incentiva i proprietari a continuare a pagare il mutuo anche nelle fasi di stress finanziario, per evitare il pignoramento. Questi titoli offrono molta più protezione contro le insolvenze rispetto ai mutui più recenti in caso di un calo dei prezzi immobiliari o di una recessione.

Crediamo che le prospettive per quest'asset class siano positive per diverse ragioni:

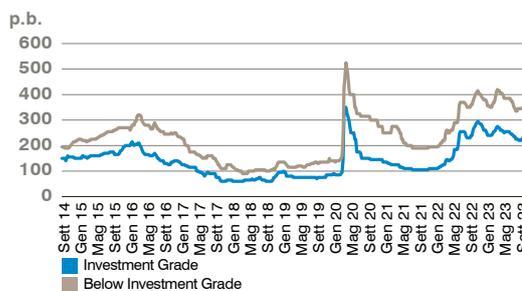
- **Gli spread dei mutui ipotecari residenziali di tipo legacy sono intorno ai massimi delle medie storiche**

Gli ampi spread, in questo momento, consentono di ottenere plusvalenze oltre al carry. In aggiunta a un credito sottostante robusto, crediamo che uno dei principali catalizzatori del restringimento degli spread sarà l'offerta scarsa di RMBS di nuova emissione, in un contesto caratterizzato da tassi di interesse elevati.



Tom Mansley
Investment Director

Spread degli RMBS legacy



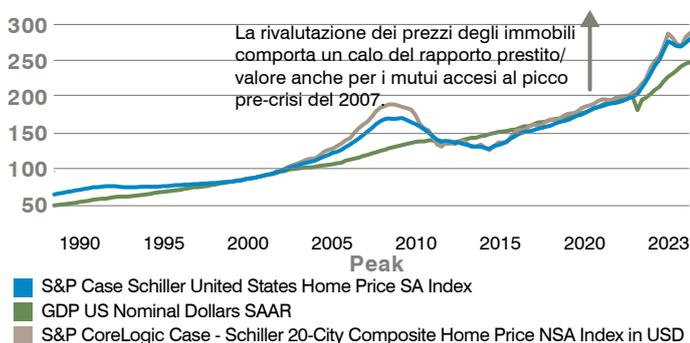
Fonte: Fonte: TRACE, Wells Fargo Securities, al 10 novembre 2023. Unicamente a scopo di esempio. I rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri così come di presenti o futuri trend.

- **Sottostante robusto per gli RMBS di tipo legacy**

I mutui ipotecari accesi prima del 2009 hanno beneficiato della robusta rivalutazione dei prezzi delle abitazioni negli ultimi 15 anni. In media, un mutuo aperto al picco pre-crisi del 2007 si è rivalutato di oltre il 50%. L'incremento del valore dell'immobile sottostante migliora la performance dei mutui ipotecari, con un tasso di insolvenza più basso e un tasso di recupero più alto in caso di default.

Indice S&P Case Schiller United States Home Price SA

Dal 28 febbraio 1987 al 31 agosto 2023



Fonte: Bloomberg. I rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri così come di presenti o futuri trend.

- **Posizione difensiva anche in caso di recessione**

Le obbligazioni privilegiate su cui puntiamo sono garantite da mutui ipotecari robusti, con un patrimonio immobiliare sostanzioso e un rischio d'insolvenza contenuto, come abbiamo visto. Le condizioni economiche attuali, ovvero bassa disoccupazione, basso indebitamento e risparmio elevato delle famiglie, incrementano l'affidabilità di credito di questi titoli, anche in caso di recessione. Inoltre, il mutuo ipotecario medio in cui investiamo ha un cuscinetto di valore sufficiente, in grado di affrontare un possibile calo dei prezzi delle abitazioni, oltre quello della crisi finanziaria globale.

Informazioni su
Tom Mansley





MULTI ASSET

MULTI ASSET

**Julian Howard, Lead Investment Director,
Multi Asset Class Solutions (MACS),
London**

Multi-Asset: è più necessario che mai concentrarsi sulle tendenze a lunghissimo termine

Si avvicina la fine del 2023 e possiamo indubbiamente concludere che si è trattato del secondo anno consecutivo in cui il mondo degli investimenti è stato determinato dalla futura traiettoria dell'inflazione e dei tassi di interesse. Sembra che non andrà diversamente nel 2024. Certamente, l'inflazione è in calo negli Stati Uniti, ma scende lentamente, e l'inflazione core resta persistentemente al 4%.

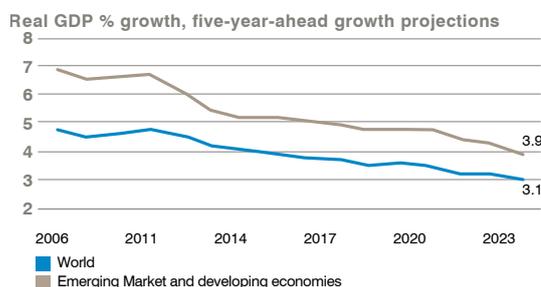
La Federal Reserve resterà vigile nella sensazione di non aver ancora concluso il suo lavoro. Inoltre, dato che la sua arma principale, ovvero il tasso di sconto, sembra inefficace, la banca centrale potrebbe decidere di operare una stretta più consistente di quanto si attendono gli investitori. A fronte del rialzo dei tassi di interesse (5,5% nel momento in cui scriviamo), la domanda nel mercato del lavoro negli Stati Uniti resta elevata, la disoccupazione è intorno al 3,7% e i salari nominali continuano ad aumentare di oltre il 4% all'anno. In tali condizioni la recessione appare meno probabile, nonostante il mercato immobiliare sia stagnante e le insolvenze delle carte di credito in aumento.

Al di fuori degli Stati Uniti, in Cina l'economia registra dati un po' meno deludenti, un risultato che potrebbe essere sostenibile se le autorità monetarie continuassero a intervenire, raffreddando il mercato immobiliare senza gravare troppo sul resto dell'economia. Per quanto siano segnali incoraggianti, non bastano a modificare le prospettive a più lungo termine dell'economia mondiale, ovvero la stagnazione secolare. Come ha sottolineato il Fondo Monetario Internazionale (FMI) nel recente World Economic Outlook, la crescita del Pil globale nei cinque anni prima della pandemia è stata mediamente del 4%, ma nei prossimi cinque anni probabilmente si aggirerà intorno a una media del 3% soltanto (v. figura).

Le persistenti disparità, la riduzione della forza lavoro, le dinamiche demografiche, il protezionismo commerciale e i cambiamenti climatici graveranno molto sulla crescita, anche se gli Stati Uniti riuscissero a sfuggire alla recessione e la Cina se la cavasse alla bell'e meglio.

La stagnazione secolare è inevitabile relativamente alla crescita a lungo termine

Dal 31 ottobre 2008 al 31 ottobre 2023



Fonte: FMI World Economic Outlook (WEO). L'asse orizzontale fa riferimento all'anno in cui è stata fatta la proiezione. 2008-2022 = WEO di aprile 2023 = WEO di ottobre. I rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri così come di presenti o futuri trend.

Alla luce di uno scenario di crescita pessimistico, la buona notizia è che l'inflazione e, di conseguenza, i tassi di interesse alla fine dovrebbero scendere rispetto ai livelli attuali. E questo ci porta ai mercati. Negli Stati Uniti, che prevalgono negli indici azionari globali, le azioni producono un rendimento solo leggermente superiore ai titoli di Stato. Affinché ciò cambi, dovremo assistere a una o più correzioni dei prezzi azionari, a un rimbalzo degli utili societari o a un calo significativo dei rendimenti obbligazionari.

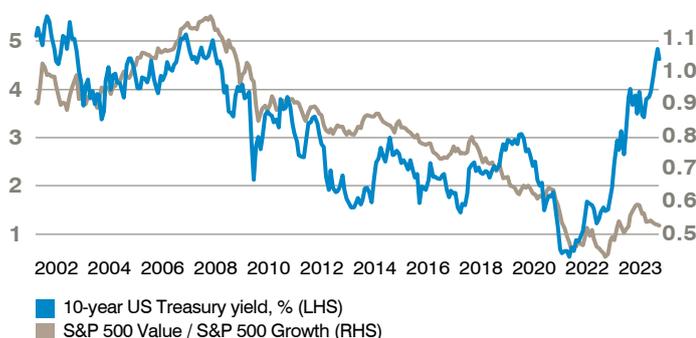


Julian Howard
Lead Investment Director

Nulla di tutto ciò è impossibile, tuttavia una correzione del mercato e/o un lento calo dei rendimenti obbligazionari mentre le previsioni di crescita e d'inflazione rallentano sembrano più probabili di un incremento degli utili aziendali. A quel punto, almeno le azioni USA dovrebbero iniziare a essere relativamente più interessanti delle obbligazioni, mentre le azioni dei mercati emergenti beneficerebbero dell'indebolimento del dollaro, dato che gli scambi globali vengono in genere fatturati in dollari. Si tratta comunque di sviluppi incerti. I mercati potrebbero restare semplicemente tirati, dato che le aspettative sull'intelligenza artificiale continuano a favorire i titoli tecnologici. In effetti, una delle caratteristiche più sorprendenti del 2023 è stata la robusta performance del settore a fronte del rialzo dei tassi, mentre dovremmo assistere a un sell-off dei titoli con flussi di ricavi così elevati.

I titoli growth USA (ovvero il settore tech) correlati all'intelligenza artificiale hanno riportato ottime performance anche a fronte del rialzo dei rendimenti

Dal 29 dicembre 2000 al 10 novembre 2023



Fonte: Bloomberg. I rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri così come di presenti o futuri trend.

Analogamente, i rendimenti obbligazionari potrebbero metterci un po' di tempo a scendere. È importante notare che l'aumento dei rendimenti registrato nel secondo semestre del 2023 è attribuibile in buona parte al cosiddetto "premio a termine" che misura il grado di rischio percepito dagli investitori per i titoli di Stato. In considerazione dell'intensificarsi delle tensioni geopolitiche, dei deficit di bilancio e dei disaccordi politici negli Stati Uniti, potrebbe volerci un po' più di tempo prima che la flessione dell'inflazione e il rallentamento della crescita si riflettano nei mercati obbligazionari nel 2024. In tale incertezza, è più necessaria che mai una gestione professionale degli investimenti che punti sulle tendenze a lunghissimo termine. In un orizzonte temporale sufficientemente lungo, la capacità delle azioni di fare meglio delle obbligazioni, del mercato immobiliare e della liquidità col tempo, e l'opportunità che offrono di cogliere i guadagni delle innovazioni tecnologiche negli Stati Uniti, nonché l'ascesa della Cina e dei mercati emergenti, restano invariate. La volatilità a breve termine nei prossimi mesi potrebbe però innervosire gli investitori, causando errori spontanei che li allontanerebbero dal percorso ottimale per centrare i loro obiettivi finanziari. Ed è qui che entrano in gioco le strategie azionarie attentamente strutturate, con strumenti in grado di conservare il capitale che possono mitigare le fasi di volatilità. Per una felice coincidenza, uno dei principali ostacoli per le azioni nel breve periodo, ovvero i rendimenti risk free a breve termine elevati, offrono anche un ottimo profilo di rischio e rendimento, particolarmente adatto a contenere la volatilità dell'azionario. Tale pragmatismo, unitamente all'attenzione per la trasparenza e la semplicità dei portafogli, sarà fondamentale man mano che si presenteranno le sfide che abbiamo delineato nei prossimi mesi.

Informazioni su
Julian Howard



OUTLOOK 2024



Stephanie Maier
Chief Sustainability
Officer



Jian Shi Cortesi
Investment Director
Asia/China Growth
Equities



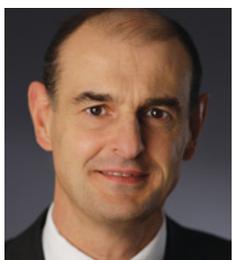
Niall Gallagher
Investment Director
European Equities



Mark Hawtin
Investment Director
Disruptive Growth
Equities



Flavio Cereda
Investment Manager
Luxury Brands



Tim Love
Investment Director
Emerging Markets
Equities



Lukas Knüppel
Investment Director
Japan Equities



Daniel Häuselmann
Investment Director
Swiss Equities



Nelson Seo
Co-Founder and
Managing Director,
Fermat Capital
Cat Bonds and Insurance-
Linked Securities



Romain Migniac
Fund Manager and
Head of Research,
Atlanticomnium
Subordinated Debt



Paul McNamara
Investment Director
Emerging Market Debt



Tom Mansley
Investment Director
Mortgage-Backed
Securities



Julian Howard
Lead Investment Director
Multi Asset Solutions
London

Iscriviti alle
newsletter di
GAM Italia



[GAM.com/it](https://www.gam.com/it)



Edizione Online



Per maggiori informazioni visitate il sito GAM.com/it

Avvertenze e informazioni importanti:

Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite a titolo puramente informativo e non costituiscono una consulenza di investimento. Le opinioni e le valutazioni contenute nel presente documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale contesto economico. Non si assume alcuna responsabilità per l'accuratezza e la completezza delle informazioni contenute nel presente documento. Le performance passate non sono un indicatore delle tendenze attuali o future. Gli strumenti finanziari citati sono forniti a scopo puramente illustrativo e non devono essere considerati un'offerta diretta, una raccomandazione di investimento o una consulenza di investimento o un invito a investire in qualsiasi prodotto o strategia di GAM. Il riferimento a un titolo non costituisce una raccomandazione ad acquistare o vendere quel titolo. I titoli elencati sono stati selezionati dall'universo dei titoli coperti dai gestori di portafoglio per aiutare il lettore a comprendere meglio i temi presentati. I titoli inclusi non sono necessariamente detenuti da alcun portafoglio, non rappresentano alcuna raccomandazione da parte dei gestori di portafoglio né una garanzia di realizzazione degli obiettivi.

Questo materiale contiene dichiarazioni previsionali relative agli obiettivi, alle opportunità e alla performance futura del mercato statunitense in generale. Le dichiarazioni previsionali possono essere identificate dall'uso di parole come "credere", "aspettarsi", "anticipare", "dovrebbe", "pianificato", "stimato", "potenziale" e altri termini simili. Esempi di dichiarazioni previsionali sono, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, le stime relative alle condizioni finanziarie, ai risultati delle operazioni e al successo o meno di una particolare strategia di investimento. Tutte sono soggette a vari fattori, tra cui, a titolo esemplificativo, le condizioni economiche generali e locali, l'evoluzione dei livelli di concorrenza all'interno di determinati settori e mercati, le variazioni dei tassi d'interesse, le modifiche legislative o regolamentari e altri fattori economici, competitivi, governativi, normativi e tecnologici che influenzano le operazioni di un portafoglio e che potrebbero far sì che i risultati effettivi differiscano materialmente dai risultati previsti. Tali dichiarazioni sono di natura previsionale e comportano una serie di rischi noti e ignoti, incertezze e altri fattori e, di conseguenza, i risultati effettivi potrebbero differire materialmente da quelli riflessi o contemplati in tali dichiarazioni previsionali. Si invitano i potenziali investitori a non fare eccessivo affidamento su qualsiasi dichiarazione o esempio di previsione. Nessuno di GAM, né delle sue affiliate o dei suoi principali, né di qualsiasi altra persona fisica o giuridica si assume l'obbligo di aggiornare le dichiarazioni previsionali a seguito di nuove informazioni, eventi successivi o qualsiasi altra circostanza. Tutte le dichiarazioni contenute nel presente documento si riferiscono esclusivamente alla data in cui sono state rilasciate.

GAM
Investments