

Il 2024 che verrà

XVII Itinerario Previdenziale
Poltu Quatu, 27 settembre 2023

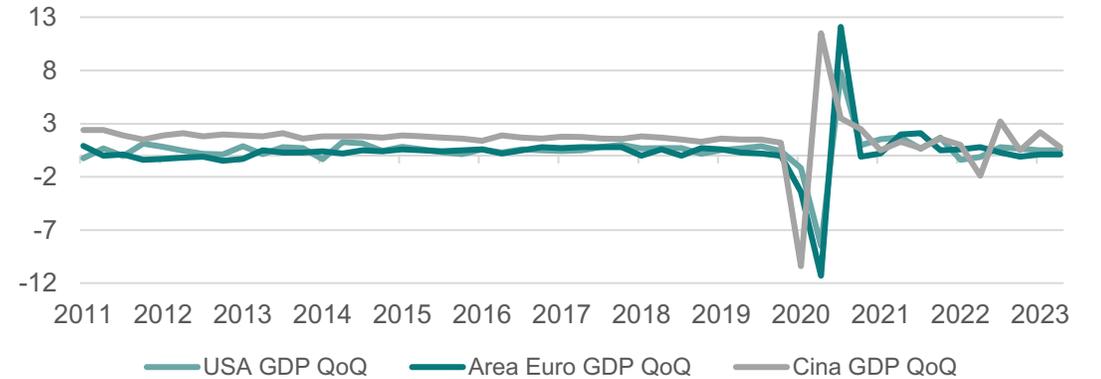


Contesto macroeconomico

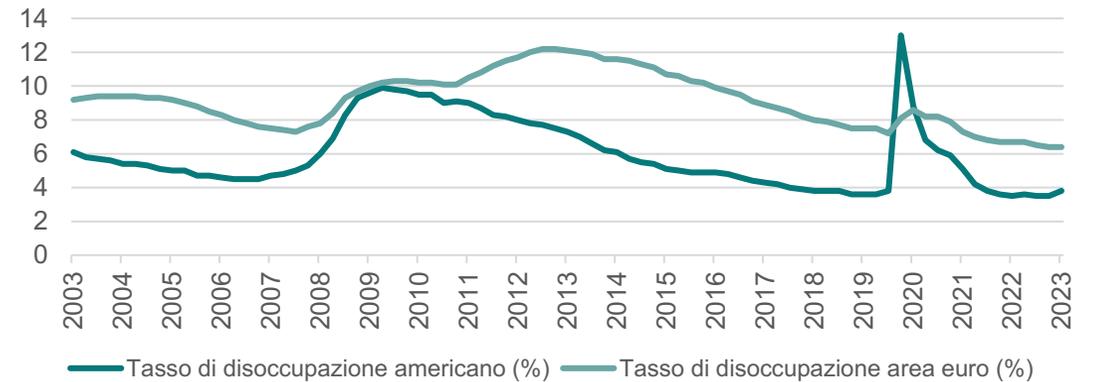
Crescita e mercato del lavoro

- Lo scossone COVID-19 è stato superato e l'encefalogramma della crescita sta tornando ad una «Nuova Normalità».
- La discesa dei tassi e le future esigenze di investimento legate al cambiamento climatico e alla transizione energetica daranno un «**boost**» alla produttività complessiva.
- La sfida per l'Europa sarà di **(ri)portare produttività «on-shore»** rispetto all'Asia, mantenendo i nostri valori sociali.
- La cultura americana «**hire&fire**» ha sconvolto il mercato del lavoro americano durante la fase COVID-19.
- I dati del lavoro confermano la **forza intrinseca del mercato USA**, anche se l'ultima lettura vede un leggero incremento della disoccupazione.
- Malgrado i costi sociali e di welfare anche l'Europa dimostra resilienza rispetto agli ostacoli «macro» da superare.

L'encefalogramma sta tornando a una nuova normalità



Tassi di disoccupazione ai minimi degli ultimi 20 anni

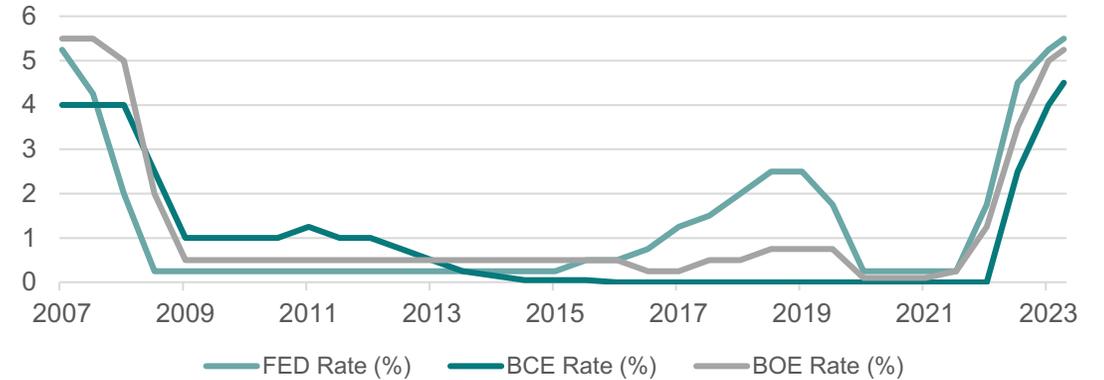


Contesto macroeconomico

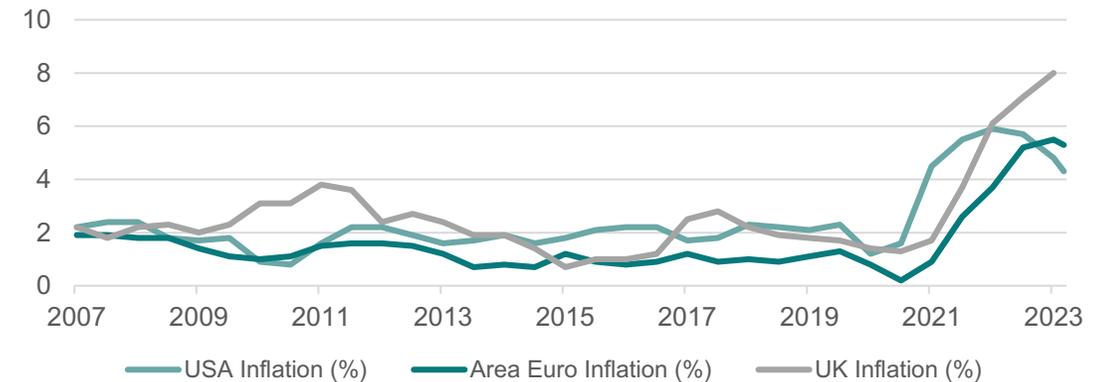
Tassi di interesse e inflazione

- BCE & FED hanno raggiunto valori dei tassi di interesse che consideriamo ai **limiti di sopportazione** per l'economia reale e per i debiti pubblici.
- Il «rischio» è che la discesa cominci «tardi» piuttosto che «presto»; in ogni caso non prima del 2024 e ad un ritmo molto più lento rispetto al rialzo 2022.
- L'inflazione si sta dimostrando più «sticky» del previsto, sostenuta da un mercato del lavoro ai record storici (e quindi pressioni per il **rialzo dei salari**) e da trend di **protezionismo commerciale, crisi demografica e eventi geopolitici** che impattano, soprattutto, le materie prime e i semilavorati.
- Probabilmente l'inflazione ha raggiunto i picchi massimi, ma il **target teorico del 2% delle Banche Centrali probabilmente verrà rivisto al rialzo (2,5% / 3,0%)** ed il tempo, per raggiungerlo, verrà dilungato.
- L'inflazione sarà un alleato per ridurre il debito governativo e sarà accompagnata da crescita positiva.

Le Banche Centrali hanno raggiunto i limiti di sopportazione



L'inflazione potrebbe avere raggiunto il picco, forse non in UK

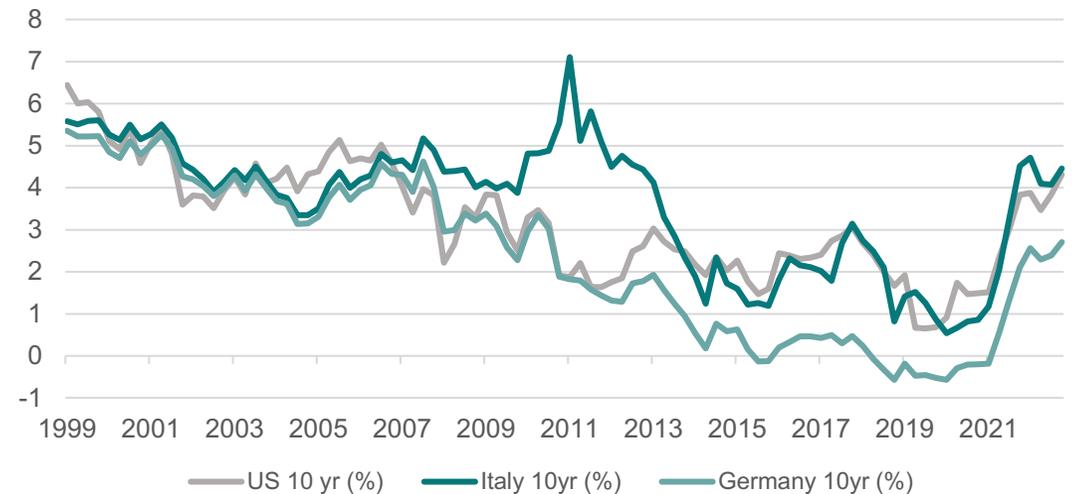


Contesto macroeconomico

Rendimenti decennali

- L'obbligazionario sta riprendendo il suo ruolo di stabilizzatore di volatilità.
- I rendimenti puntano a «resettarsi» a livelli accettabili in termini nominali e reali rispetto all'inflazione (dal 2024 in avanti).
- Il rischio complessivo dell'obbligazionario scende per i portafogli istituzionali, privi dei *risky bonds* che hanno perso il loro motivo di esistere (High Yield, Convertibles, EMB, ect.).
- Il rischio verrà spostato verso l'azionario ed i Private Markets, dove sarà più efficiente il risk/reward ratio.
- I **rendimenti dei decennali oltre il 4%** non sono da considerarsi una concorrenza all'Azionario, bensì integrativi in un Asset Allocation dinamica.
- Inversione dei rendimenti della curva americana (2Y/10Y).

Rendimenti a scadenza oltre il 4% utili per le nostre asset allocation



EUR/USD

Il trend del dollaro americano vs. l'euro rimane intatto

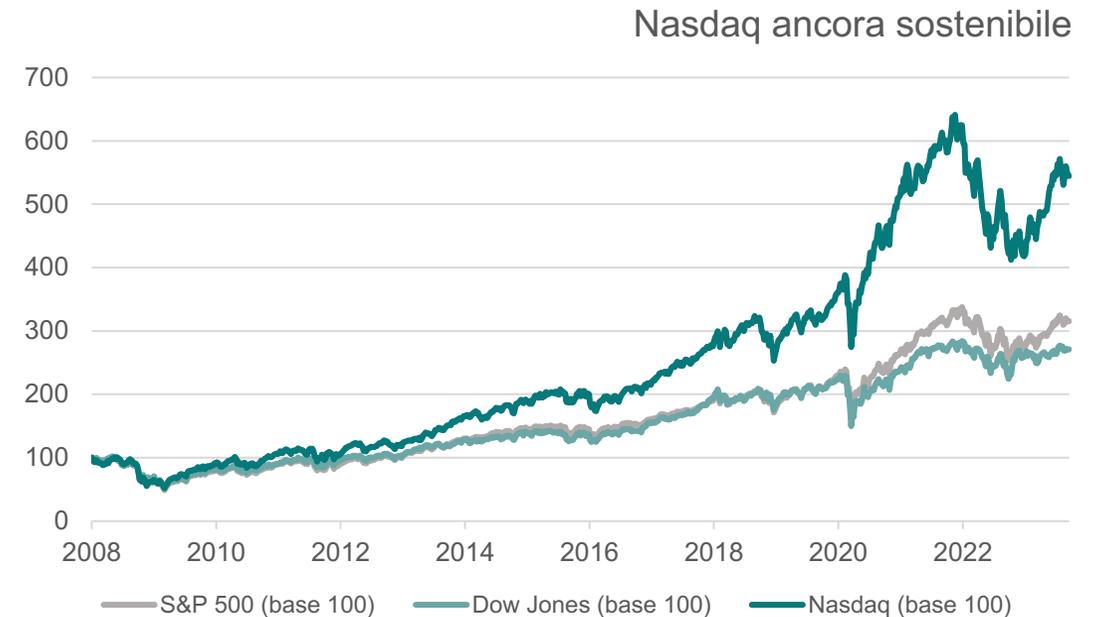
- Malgrado un lieve recupero dell'euro, la **tendenza complessiva rimane in favore del dollaro**, sostenendo la competitività europea.
- Le **politiche «parallele» delle Banche Centrali FED e BCE** potrebbe agevolare la stabilità dei mercati Forex.



USA

I tecnologici hanno ancora strada e catalizzeranno altri settori tradizionali che sono rimasti indietro

- L'azionario americano, in particolare il settore tecnologico, ha avuto un rally feroce nella prima parte dell'anno, sostenuto da **nuovi trend legati all'intelligenza artificiale** e capaci di generare linee di business ed efficientare la produzione.
- La solidità del settore si è vista anche nelle ultime settimane con la **ripresa delle IPO tecnologiche** a ottime valutazioni, anche sopra le aspettative.
- Nonostante le aspettative di «tassi alti più a lungo», crediamo che le valutazioni dei campioni tecnologici non verranno impattate più di tanto, sostenute anche da un'ottima solidità patrimoniale e da generazione di *free cash flow*.
- I tecnologici sono prevalentemente in USA, un connubio geografico che non cambierà facilmente. Il **Nasdaq** mostra una **costellazione di trend sostenibili** confermando la nostra tesi che questo settore non è iper-comprato, ma ha ancora tanta strada da fare catalizzando anche settori più tradizionali, che per ora sono rimasti indietro.

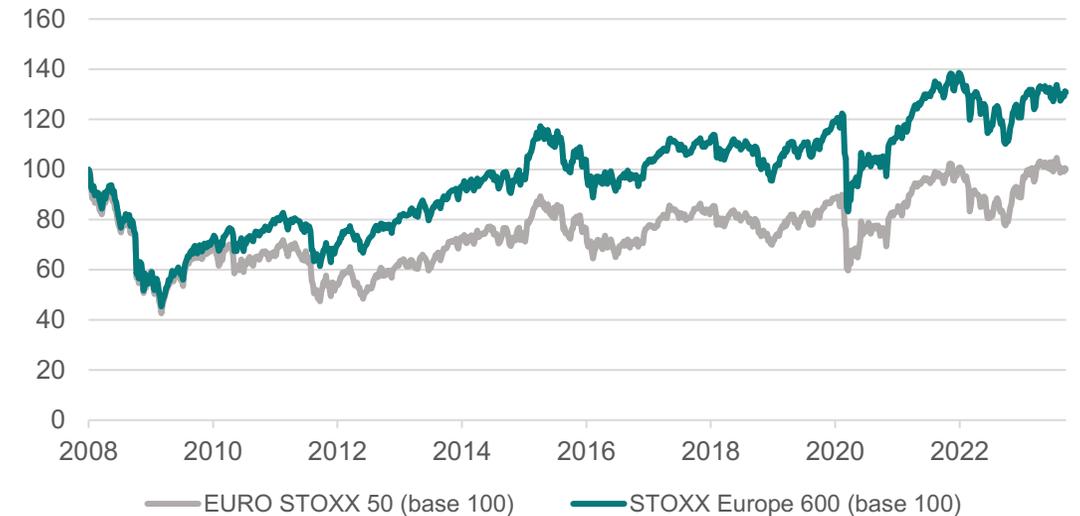


Europa

Mid Cap favorite nella transizione energetica e industriale

- L'Europa si trova a dovere affrontare un **rallentamento dell'attività industriale e produttiva**, specialmente in Germania, duramente impattata dalla transizione all'elettrico del settore automotive, dominato dalla Cina in termini tecnologici e di efficienza.
- Il nostro Continente è anche alle prese con una grande **contrazione demografica** che contribuisce ad aumentare la pressione inflazionistica proveniente dal mercato del lavoro.
- È evidente la necessità di un **«revamping» del Vecchio Continente** sostenuto da investimenti pubblici (REPowerEU) e privati (private markets) in molteplici settori industriali e dei servizi.
- In questo contesto, le **Mid Cap europee** che sono state grandi sostenitori di performance in passato (fino alla crisi COVID-19), si prestano a riprendere tale ruolo appena si stabilizzeranno i tassi di interesse. Gli investimenti per la transizione favoriranno, principalmente, questa tipologia di aziende e i *private markets*.

Le *mid caps* europee torneranno il principale driver per la creazione di valore in Europa



Cina

Il grande malato del mondo

- La Cina, che è stata uno dei motori principali della ripresa mondiale post GFC 2008 e ci si aspettava che potesse esserlo anche nel mondo post-COVID, sta vivendo un difficile periodo di **rallentamento della crescita economica**, principalmente dovuto alla **crisi immobiliare** dei colossi Evergrande e Country Garden.
- Oltre alla crisi real estate, la Cina sta vivendo anche una grave **crisi demografica** e lo **scontro con gli Stati Uniti**, in particolare sulla tecnologia legata ai microchip e a Taiwan, non fa altro che indebolirla agli occhi degli investitori istituzionali.
- Il mercato cinese ha deluso le aspettative degli investitori internazionali e **non si è ancora ripreso dalla crisi del 2008**. Da quando Xi è stato ri-confermato lo scorso anno, si è stretto ancora di più il controllo del Partito sulle aziende private ritenute strategiche.
- I rendimenti attesi da questo mercato non giustificano l'innalzamento della rischiosità dovuto, soprattutto, a fattori di rischio non sistematici.

Mercato azionario che ancora non ha recuperato i livelli del 2008



Materie prime energetiche

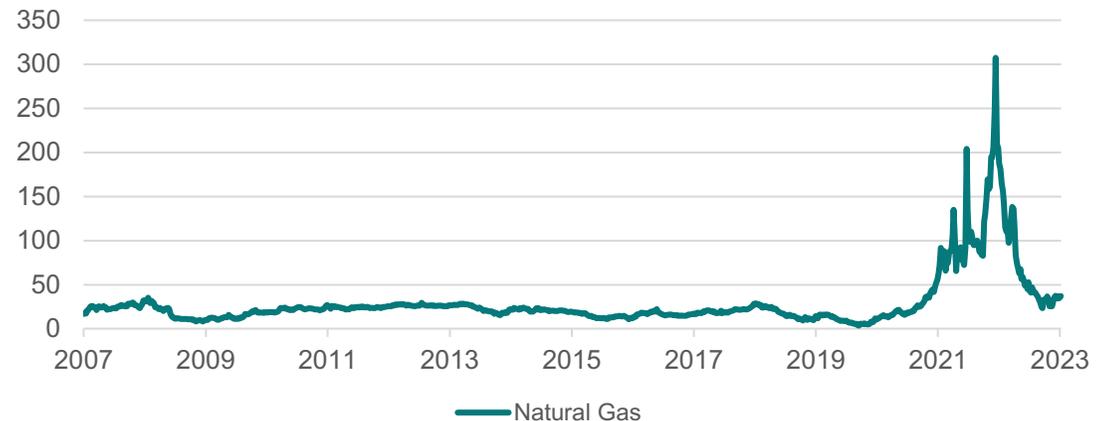
Il petrolio, più del gas, contribuirà alla pressione inflazionistica

- Il petrolio ha ripreso la **strada del rialzo** dopo un breve assestamento durante il primo semestre, spinto anche dai **recenti tagli alla produzione** annunciati da Arabia Saudita e Russia.
- Nonostante la transizione energetica in corso e la ricerca di carburanti alternativi, **non si potrà fare a meno del petrolio**, almeno per ora.
- Con i prezzi che puntano a stabilizzarsi oltre i 100 dollari al barile, la lotta contro l'inflazione diventa ancora più difficile.
- Il prezzo del **gas naturale si stabilizzerà** ai livelli pre-bellici. Le fonti di approvvigionamento per le industrie sono state gradualmente sostituite.
- Non ci attendiamo grandi rialzi dai livelli attuali, malgrado il proseguimento della guerra in Ucraina.

Petrolio, oltre quota 100



Il gas si normalizzerà verso i livelli pre-bellici



Metalli

L'oro e il rame confermano i rispettivi «ruoli»

- L'oro, nonostante la forza del dollaro americano, mantiene **intatta la sua tendenza al rialzo** e non sono da escludere nuovi eventuali picchi entro la fine dell'anno.
- Conferma la sua caratteristica di asset **safe heaven** e **hedge geopolitico** e anche la sua resilienza rispetto alle crypto valute che stanno vivendo un periodo difficile soprattutto per problemi di governance.
- Anche il rame conferma il suo **ruolo di barometro della produttività industriale** e **rispecchia la resilienza** complessiva dell'economia nel contesto attuale.
- Un'accelerazione dell'attività industriale nel 2024, come ci attendiamo, potrebbe portare il metallo verso nuovi picchi storici.

L'oro conferma la sua caratteristica di hedge geopolitico



Il rame rispecchia la resilienza dell'economia industriale



Temi di investimento

Asset allocation sempre più dinamiche

Equity: I mercati azionari si trovano in un **contesto positivo**, visto che i tassi non hanno più tanto spazio di manovra in su, ma si terranno, al massimo, ai livelli attuali prima di scendere. Le società riportano risultati positivi oramai raggiunti con i tassi alti (2Q 2023 in avanti). La geopolitica ci spinge a **rimanere sulle rive dell'Atlantico**, dove troviamo **tutti settori guida del futuro**: Technology (A.I., Cybersecurity), Climate Transition (Efficientamento Energetico, Smart Infrastructure, Alimentazione). L'industrializzazione sarà guidata dalle **Mid-Caps**, che diverranno le Large-Caps di domani; più di una Mega-Cap attua «Spin-offs» per creare Mid-Caps più efficienti in ambienti tematici specifici.

Fixed Income: Il segmento “Fixed Income”, ancora in una fase di transizione, per il 2023 delude le attese degli economisti, non riuscendo a «battere» l'inflazione. Ma le premesse per il triennio, 2024 ed oltre, sono buone. I «Risk adjusted returns» torneranno ai livelli pre-crisi 2008, con cedole degne di questo nome. Il range inferiore dell' Investment Grade sarà l'area efficiente per cogliere opportunità Societarie, mentre i governativi forniranno le «Duration» desiderate (viva i decennali che rendono oltre il 4%).

Private Markets: Gli stessi temi valgono anche per i “Private Placements”, specialmente sul lato tecnologico dove l'Europa inizia a colmare il grande “Gap” rispetto al mercato americano nelle “Listed” companies del settore (Microsoft, Nvidia, Palo Alto, Tesla etc.); non mancano le opportunità «Private Equity» nascenti. Le infrastrutture necessarie per la transizione verso le nuove fonti energetiche ci indirizzano al “Private Debt”, dove le banche si sono chiamate fuori per requisiti di bilancio. Nella costellazione macro attuale la «J» curve dell' «Equity» verrà compensata dai rendimenti immediati del «Debt» spesso richiamato rapidamente e da forme, sempre più efficienti, di private equity secondario. Proprio in questi anni, **vivranno i migliori vintage** grazie a una compressione delle valutazioni e l'aumento di fabbisogno di finanza alternativa.

Considerazioni finali

L'estate si è conclusa senza grandi colpi di scena, con i mercati azionari che hanno consolidato le performance del primo semestre, recuperando terreno a fine agosto dopo aver stabilito importanti *higher lows* su entrambi i lati dell'Atlantico, Nasdaq compreso.

L'inflazione non ha riservato sorprese; sul fronte europeo i livelli sono rimasti stabili, mentre sul lato USA, la cui economia continua a mostrare buoni dati macro, si è registrato un lieve aumento rispetto alla fine del secondo trimestre, rimanendo però ben lontani dai picchi osservati a fine 2022. **Vediamo, e vedremo ancora, tanti interventi verbali delle Banche Centrali (*the war of words*), mentre rimarrà “deluso” chi si aspetta azioni significative sia al ribasso sia al rialzo.** Oltre ad un possibile ulteriore rialzo di 25 bps, non succederà altro (a Francoforte o Washington) durante l'anno in corso. Le nostre aspettative per un quadro di discesa del costo del denaro durante il 2024 rimangono confermate, così come **una probabile revisione al rialzo del “target-range” per l'inflazione;** tutto pur di non mettere in difficoltà le economie sottostanti, evitando per quanto possibile periodi recessivi.

I Governi sono oramai ben consapevoli delle importanti sfide da affrontare, che vanno ben oltre la guerra in Ucraina. L'instabilità geopolitica non riguarda solo Mosca, Pechino e New Dehli, e la loro relazione con Washington che sta entrando nell'anno elettorale con l'opposizione “quasi” in carcere (colpo di scena degno di uno stato sud-americano). **L'Africa si sta risvegliando, ribellandosi contro i poteri coloniali sempre ben presenti, anche se in forma camuffata paragonato al passato.** Nel frattempo, i paesi BRICS tentano di raggruppare un terzo polo rispetto agli USA e all'Europa, approfittando dei conflitti in atto, incorporando nazioni che detengono risorse naturali e materie prime ricercate.

Il “**Climate Change**”, **ormai palesemente visibile,** e la transizione macroeconomica e sociale che esso comporta, viene ulteriormente complicato dalla reperibilità di materie prime finora non considerate a dovere, e metodologie produttive poco applicate; ad esempio l'energia **Geotermica**, per la quale servono autorizzazioni edilizie; o il “**Green Hydrogen**”, per il quale servono sia energie Eoliche che Solari, oltre all'acqua desalinizzata. I luoghi geografici dove poter generare il “Green Hydrogen” non sono tanti, e non tutti sono situati in zone politicamente stabili, o in contesti socialmente accettati.

Nel contempo **è scattato il conto alla rovescia per il 2035,** anno in cui entrerà in vigore la legislazione europea contro le emissioni CO2. Mentre permangono delle incognite, è chiaro che **le nostre industrie dovranno affrontare cambiamenti epocali,** sia in termini di portafogli di prodotti che in termini di metodo di produzione. L'Asia, Cina inclusa, è avanti anni luce rispetto a noi, sia perché lo sviluppo macro è molto più recente sia perché il “costo sociale” in quei paesi è ben diverso rispetto al “vecchio continente”. **La nostra sovranità economica a lungo termine è da considerarsi a rischio se non riusciamo a dare una svolta decisiva ai nostri attuali processi industriali.** Tutto questo avverrà ad un costo per la comunità con un aggravio non indifferente sui debiti governativi ed europei per il finanziamento ed il sostegno dei nostri siti produttivi. **Non c'è un peggior momento nella storia per il mantenimento del costo del denaro ai livelli attuali. Chi ci governa lo ha intuito, ma Francoforte fa ancora orecchie da mercante.**



LINK CONSULTING PARTNERS SCF SPA