**Ieri, Oggi, Domani, Analisi su “Macro scenario Investimento 2023”**

La fase post-pandemica (*caratterizzata da un peak degli interventi monetari e fiscali centrali a sostegno delle economie e dei cittadini*) è stata caratterizzata da una forte ripresa del ciclo economico: la ripresa ha riattivato come normale il processo inflazionistico (crescita della domanda = crescita della produzione = aumento prezzi materie prime = aumento tassi per mantenere equilibrio).

* La pandemia era servita a ‘sbloccare’ una situazione di stagnazione economica che durava post Grande Crisi Finanziaria, compattando le politiche governative sul creare meccanismi fiscali/spesa nazionali per supportare programmi di riforma strutturale di settori nevralgici in grado di mettere in sicurezza il ‘benessere sociale’: transizione ecologica, sostenibilità, *one health*: riforme a valenza sociale (dall’educazione, alla sanità, all’accesso al digitale), di contrasto al *climate change* (transizione e sicurezza energetica, decarbonizzazione). Tutto mirato a favorire crescita economica e benessere, che avrebbe consentito anche in futuro di rendere sostenibile (*ex post*) l’aumento di debito necessario a finanziare questa ripresa (*ex ante*).

*Ci si attendeva dunque già una ripresa dei tassi su livelli più alti di quelli visti negli ultimi 20 anni, dominati da bassa crescita economica, inflazione e tassi prossimi allo zero.*

**CICLO PRECEDENTE (IERI):** crescita *mercati* più elevata rispetto alla crescita delle *economie reali*:

1. Azionario: forte impulso ‘*new economy*’ azionario, strategie *growth* (tecnologia) molto spinto dalla crescita della Cina e degli USA sulle rispettive industrie: capitalizzazioni *monstre* dei colossi tecnologici che drenano i mercati più tradizionali (Europa). Forte utilizzo della leva dato il costo del denaro basso. La volatilità del mercato rispetto al passato è bassa. Pochi s*hock*, violenti (causa principale le posizioni costruite a leva) ma di breve durata. Rendimenti elevati. LONG.
2. Private Equity: vede stabilizzare i rendimenti rispetto al passato, risente ancora della competizione dei titoli ‘quotati’ che offrono maggiori rendimenti; la classe si consolida. In italia comincia a crescere gradualmente man mano che le banche arretrano nel sistema tagliando i supporti tradizionali all’impresa. Rendimenti elevati. LONG.
3. Obbligazionario: forte crescita (a tassi bassi) dei prezzi di tutte le classi, incluse quelle più rischiose (credito, *High yield*): i bassi tassi rendono debito attraente, diminuiscono i *default*. Durando molto il ciclo di *easing*, negli ultimi anni questa classe tipicamente ‘*buy & hold*’ vede aumentare il trading (mercato che anticipa rialzi, ribassi etc) che hanno fatto aumentare molto la volatilità rispetto al passato. Performance di prezzo elevate in fase di discesa tassi, poi stallo per bassi rendimenti impliciti (cedole basse). Da strumento tradizionale di compressione del rischio a strumento di volatilità. LONG.
4. Private Debt: emerge come classe di investimento, fondamentalmente sempre perché le banche recedono tagliando i supporti tradizionali all’impresa. Rendimenti medi, volatilità elevata. In consolidamento.

Real Estate: i bassi tassi di interesse hanno marcato un forte differenziale di rendimento con i *benchmark* governativi, che ha sostenuto le strategie stabili (Core) su cui si è riversata sempre maggiore liquidità: determinati investimenti venivano visti adeguatamente stabili, con rendimenti superiori ai titoli di stato (tipicamente Germania e Inghilterra, poi gradualmente altre regioni). Fenomeni di urbanizzazione spinta e altri temi secolari (longevità, abitudini d’acquisto) hanno visto crescere il mercato di strategie prima secondarie (*healthcare*, logistica) rispetto alle primarie (direzionale, residenziale), con graduale compressione dei rendimenti. LONG

1. Infrastrutture: emerge ‘violentemente’ come classe di investimento istituzionale, *in primis* per colmare il *funding gap* governativo, poi come strumento PPP di miglioramento sociale. Anche qui gioca a favore dell’iniziativa privata la disintermediazione del settore finanziario. Si ‘storicizza’ attaccandosi a quasi tutte le filiere di riforma strutturale/miglioramento contesto/servizi essenziali. Emergono numerosi player più o meno specializzati. Aumentano le regolamentazioni di settore, si (cerca) di migliorare la legislazione dei vari settori e del regime di concessione. Volatilità bassa, Rendimenti stabili. LONG.

**Fattori dominanti del ciclo**:

1. Bassi tassi di interesse
2. Bassa inflazione
3. Economia e domanda debole (occidente)
4. Globalizzazione/esternalizzazione produzione
5. Economia e domanda forte (Cina/Asia)
6. Commercio internazionale/catene di fornitura/bassi costi di produzione (Cina)

**SITUAZIONE ATTUALE (OGGI):**

rispetto alle attese che si avevano di ripresa *normale* del ciclo inflazionistico, e ordinato rialzo dei tassi e quindi:

1. *Perdite su posizioni obbligazionarie (aumento tassi e allargamento spread credito + default);*
2. *Riduzione delle posizioni azionarie a leva con consolidamento successivo legato alla ripresa del ciclo;*
3. *Tenuta private equity;*
4. *Tenuta private debt (la maggior parte a tasso variabile, in crescita);*
5. *Consolidamento Real Estate (rotazione settoriale, aumento tassi di interesse, transizione energetica)*
6. *Tenuta Infrastrutture; NextGeneration EU, Repower, Pnrr e altri interventi (domanda sottostante in crescita secolare)*

….sono emerse forti criticità geopolitiche con la situazione Ukraina che hanno avuto come effetto:

* *Shock* energetico
* Interruzione catene di fornitura/commercio internazionale
* Altri fattori di carattere sociale/relazioni politiche

che hanno *stressato il ciclo inflazionistico fuori misura*: questo ha portato ad attese/retorica aggressiva delle Banche Centrali (che i mercati hanno comunque anticipato) che hanno alzato i tassi in maniera molto aggressiva e spinto il mercato a vendere portando le curve di rendimento a livelli mai visti da decenni.

La politica monetaria deve contrastare l’inflazione per evitare surriscaldamento del ciclo ed in ultima analisi perdita di potere d’acquisto ed impoverimento sociale; la maggiore aggressività è data dal fatto che l’inflazione è cresciuta molto più di quanto ci si attendesse, a duplice causa: *shock* energetico (soprattutto Europa) ed inceppamento delle catene di fornitura (soprattutto USA dove la domanda è più forte e l’offerta minore). Gli effetti della politica monetaria e la negativa confidenza (domanda, produzione) ***hanno amplificato i movimenti attesi sui mercati*** dove:

1. *Perdite obbligazionarie record;*
2. *Perdite azionarie record (tassi più alti, attese di minori profitti);*
3. *Tenuta private equity (ma ci attendiamo una flessione figlia della dinamica azionaria);*
4. *Tenuta private debt (ma notiamo aumento nei rischi di credito);*
5. *Consolidamento Real Estate (negli USA si nota un mercato in contrazione sulla parte ‘bassa’ dati i maggiori costi dei mutui; si attende di vedere come verranno inglobati nelle analisi le variazioni di crescita dei tassi e l’impatto nelle variazioni dei differenziali di rendimento);*
6. *Tenuta Infrastrutture: i conti economici delle partecipate mostrano stabilità dei flussi (con compensazioni tra energivori e produttori).*

In base all’analisi dei movimenti di mercato e delle dinamiche di rischio e geopolitiche al momento si nota:

1. *Rientro parametri inflazionistici USA*: FED in abbrivio sul ciclo di rialzo, che si stima terminerà nel primo 2023. I rialzi mirano a creare recessione, quindi attenuazione del ciclo, per cui la FED è disposta anche a sopportare un aumento della disoccupazione (ad oggi ancora molto bassa); tassi di rendimento in range 4-5%, volatilità in graduale remissione.

*Catene di fornitura più efficienti*, domanda più forte di quella europea. Crisi strutturale del Tech (licenziamenti e andamenti azionari peggiori) maggiore stabilità delle strategie *Value* (Old Economy);

1. *Picco europeo dell’inflazione* (Germania e Italia i paesi che soffrono di più: la Germania ha stanziato molti più aiuti governativi rispetto all’Italia, avendo un debito pubblico molto più basso). Tassi ancora in crescita, volatilità ancora elevata. Stoccaggio energetico sembra funzionare quindi non dovrebbero esserci ulteriori shock energetici: discussioni sui *price cap* ancora accese sia su petrolio che gas. Italia performa meglio degli altri paesi, ma è potenzialmente sotto ‘scacco’ per un debito altissimo: le dinamiche economiche la avvicinano di più alla Germania (debito a parte): sono i due paesi con bilancia commerciale positiva (export) e scarsa autosufficienza energetica. La Germania è più legata alla Cina sui flussi commerciali, noi agli USA.

In attesa di risoluzioni comuni sulle regolamentazioni energetiche, politiche di accoglienza etc. la discriminante in Europa è legata agli investimenti strutturali collegati alla crescita.

**Fattori dominanti scenario attuale (RESET)**:

1. Alti tassi di interesse: *reset del mercato quasi terminato*, livelli di rendimento elevati rispetto al passato;
2. Alta inflazione: vista però in consolidamento, lento e graduale;
3. Economia e domanda positivi (post pandemia), ma vista in contrazione su prosieguo Ukraina;
4. Globalizzazione/esternalizzazione produzione: riassestamento catene di fornitura con potenziamento delle produzioni locali;
5. Economia e domanda positiva ma debole: in Cina pesa la politica zero-covid, ancora attiva, che rallenta flussi di produzione e commerciali: una volta terminata questa politica, l’economia vola e supporta anche l’occidente;
6. Commercio internazionale/catene fornitura/bassi costi di produzione: scenario mutevole, in aggiustamento.

**WHAT’S NEXT (DOMANI?):**

L’analisi del contesto mostra alcuni puntelli:

1. Obbligazionario: le attese sono per un mercato che rimane debole ancora fino alla primavera 2023, quando FED dovrebbe terminare i rialzi, avere rallentato la crescita economica, verificato condizione del mercato del credito; l’Europa nel frattempo continua ad alzare più incisivamente e deve risolvere/capire come risolvere definitivamente il problema dell’approvvigionamento energetico (rigassificatori etc.).

Il *reset* osservato, che ha portato un aumento nelle curve medio di 3%, dovrebbe aver consolidato gran parte dei movimenti: nel 2023 non vediamo le perdite obbligazionarie subite nel 2022, si dovrebbe avere un andamento migliore, supportato da livelli di rendimento molto interessanti (anche sui governativi). Sulle porzioni corporate a basso debito (no *high yield*) vediamo rendimenti ancora più interessanti. Il reset di mercato ha riportato la scala dei rendimenti in linea al periodo precedente la grande crisi finanziaria quando vi era una differenziazione ponderata per il rischio (quindi i rendimenti risultano più scalati tra le varie classi di rischio e non poco differenziati come negli ultimi periodi dove tassi e spread erano compressi al massimo). Finchè FED non finisce rialzo e BCE non configura il tasso target con chiarezza ci possono essere ancora riduzioni di prezzo (intorno a primavera).

1. azionario le attese sono di una volatilità elevata finchè non è terminato chiaramente il quadro FED. Un bull market azionario si potrà verificare solamente lì. Nel frattempo, cautela e privilegiare strategie difensive e Value (Old economy, utilities etc.). La parte tecnologia non è vista recuperare lo smalto di un tempo anche per una crisi che sembra al momento interessare il settore che appare ‘gonfiato’.
2. Private equity: al netto di possibili contraccolpi ‘ritardati’ delle dinamiche che hanno interessato i mercati liquidi la classe rimane un target adeguato, salvo verificare le rotazioni dei portafogli sottostanti.
3. Private debt: al netto di monitorare con attenzione le porzioni di debito più aggressive/*junior*, che potrebbero risentire dell’aumento dei tassi e dei default, le porzioni *senior* appaiono sostenibili.
4. Real Estate: il comparto più complesso su cui riuscire a prevedere l’effetto del *reset* dei tassi. Assunta la contrazione del differenziale di rendimento coi governativi, l’aumento dei costi della leva, aumenta il premio per il rischio potenziale richiesto dagli investitori per investire nella classe rispetto al passato, quindi è ipotizzabile un aumento nei rendimenti. Gli aumenti dell’inflazione possono portare ad un aumento nei flussi dei canoni a seconda dei meccanismi di indicizzazione, ma se trasferiti integralmente nella prassi insieme agli aumenti nei tassi non dovrebbero avere impatti positivi.

Infrastrutture: classe di investimento secolare, per ampiezza di domanda, crescita offerta, stabilità nei parametri di rendimento e rischio. Investimenti di sistema più che mai, con l’implementazione dei piani di ripresa nazionale. Spunti *mission related*.