



CIO Outlook 2024

**Evitare i rischi,
ottenere
rendimenti**

Prefazione

Cosa accadrà dopo?

Mentre le dinamiche dell'inflazione e della crescita competono con il rischio politico per attrarre l'attenzione degli investitori; per il prossimo anno, prevediamo nuova volatilità - e opportunità - in questo contesto a tassi più elevati.

Questo è stato un altro anno straordinario per gli investitori: dalla concentrazione dei guadagni in una manciata di titoli, ai rapidi e sincroni rialzi dei tassi nelle economie sviluppate, al colpo di frusta dei mercati obbligazionari. Per valutare le prospettive per il 2024, dobbiamo chiaramente considerare una vasta gamma di scenari.

Tuttavia, riteniamo che, a prescindere dall'andamento delle dinamiche di crescita e inflazione, gli investitori debbano aspettarsi rinnovata volatilità. Come per tutto il 2023, sono probabili movimenti fuori misura, poiché gli operatori del mercato continuano a ricalibrare le loro aspettative di politica monetaria alla luce dei nuovi dati economici.

Anche il rischio politico dovrà essere valutato e rivalutato, dal momento che più di due quinti della popolazione mondiale si recherà alle urne. Gli Stati Uniti, l'UE e l'India dovrebbero tenere le elezioni; anche il Regno Unito potrebbe fare altrettanto. Le elezioni presidenziali di Taiwan - in cui le relazioni del Paese con la Cina saranno probabilmente prominenti - si terranno a gennaio.

In questa prospettiva, i team di LGIM valutano le implicazioni di investimento di questo scenario, pur sempre consapevoli della necessità di essere umili nelle loro conclusioni.



Tra i punti salienti si possono citare:

- La nostra visione economica di base suggerisce che la Federal Reserve (Fed) degli Stati Uniti potrebbe tagliare i tassi più aggressivamente di quanto il mercato si aspetta
- Siamo favorevoli alla duration e adottiamo un approccio selettivo nei confronti del debito societario, alla luce dei rischi di coda e dopo l'attuale attacco di ottimismo degli investitori
- I livelli di rendimento, i fattori tecnici e la resistenza economica favoriscono il debito dei mercati emergenti
- Il 2024 potrebbe essere l'anno della rinascita del multi-asset
- Tassi più alti per lungo tempo possono sostenere i rendimenti del credito privato, ma il servizio del debito potrebbe diventare un problema

Sottolineiamo anche come la geopolitica informa il nostro pensiero su temi a lungo termine, come la sicurezza informatica, l'acqua pulita e 'friend-shoring'.



Anche il rischio politico dovrà essere valutato, e rivalutato, dato che circa metà della popolazione mondiale si recherà alle urne.

Conflitti in corso

La geopolitica è divenuta un punto di forte attenzione. L'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, lo scorso anno, ha evidenziato come l'ordine mondiale pluridecennale guidato dagli Stati Uniti si stia frammentando. Il nuovo, tragico [conflitto tra Israele e Hamas](#) evidenzia ulteriormente la natura pericolosa di un mondo sempre più multipolare.

Gli investitori devono anche considerare le tensioni USA-Cina e il crescente populismo politico. Stiamo tutti vivendo ancora nell'ombra della COVID-19, che ha causato tanto dolore insieme a tanto cambiamento.

È lecito pensare che questi temi avranno un ruolo di primo piano nelle elezioni del prossimo anno. Ma è anche chiaro che questa turbolenza geopolitica significa che il mondo farà fatica ad affrontare alcune delle sfide che ha di fronte, non ultimo il cambiamento climatico.

Il nostro outlook sarà pubblicato durante il vertice sul clima COP28, che offrirà un'altra opportunità per affrontare questo problema che definisce una generazione.

Temiamo che, senza una collaborazione globale di dimensioni mai viste prima, questa e le altre opportunità future andranno perse. I leader mondiali devono guardare oltre gli interessi a breve termine e concentrarsi sull'azione a lungo termine urgentemente necessaria. Lo stesso vale per le aziende critiche per la transizione energetica.

In LGIM abbiamo ben chiaro il nostro ruolo: creare un futuro migliore attraverso un investimento responsabile. Ciò implica il riconoscimento dei rischi e delle opportunità posti da questo panorama di investimenti in rapida evoluzione, la comprensione dei loro fattori strutturali e la ricerca di soluzioni per conto dei nostri clienti.



Sonja Laud
Chief Investment Officer

Economia

Sofferenza rimandata, non evitata

L'insostenibile sostegno fiscale degli Stati Uniti e l'inversione favorevole degli shock dell'offerta hanno fatto crescere l'ottimismo degli investitori per un soft landing.

Nell'ultimo anno l'area dell'euro e il Regno Unito hanno ristagnato, mentre la crescita cinese ha deluso. Tuttavia, l'economia statunitense si è dimostrata straordinariamente resistente al forte aumento dei tassi di interesse. Le notizie positive provenienti dalla maggiore economia mondiale possono continuare?

Quattro sorprese hanno portato a una crescita statunitense più forte del previsto:

1. La politica di bilancio è stata molto più favorevole del previsto. Il disavanzo di bilancio si è gonfiato di quasi quattro punti percentuali nel corso dell'ultimo anno e, sebbene il moltiplicatore su alcuni di essi sia estremamente basso, può ancora rappresentare una quota significativa della crescita recente.
2. La nuova linea di credito di emergenza della Fed ha evitato una potenziale crisi bancaria regionale in primavera.
3. I risparmi in eccesso accumulati durante la pandemia sono stati rivisti significativamente al rialzo, il che contribuisce a spiegare il continuo slancio dei consumi.
4. L'edilizia manifatturiera ha registrato un boom, in quanto la produzione di semiconduttori, in particolare, è stata riallocata internamente

Questi sostegni hanno mascherato l'impatto dell'enorme aumento dei rendimenti obbligazionari, che ha portato a un irrigidimento degli standard di prestito e a un forte rallentamento della crescita complessiva del credito. È anche possibile che il ritardo della politica monetaria sia più lungo in questo ciclo, perché le famiglie e le imprese hanno bloccato i tassi bassi durante la pandemia, mentre i proventi degli interessi sulle attività liquide elevate sono aumentati più immediatamente.

I venti contrari sono in aumento

La politica fiscale è destinata a diventare più restrittiva. I democratici vorranno continuare a spendere in un anno di elezioni, ma i repubblicani della Camera propongono tagli. Il compromesso sarà probabilmente un quasi congelamento del livello di spesa. I governi statali e locali dovranno contenere i loro budget dopo le recenti spese, poiché la delusione sul lato delle entrate ha iniziato a mettere a dura prova le loro finanze.

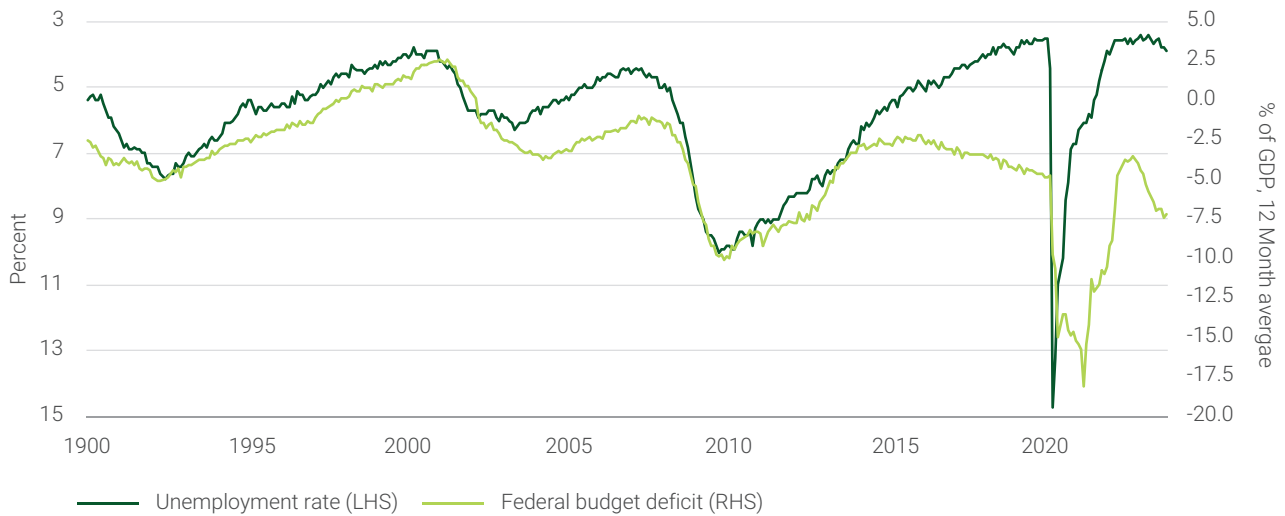
Il contesto dei consumatori si sta deteriorando a causa della riduzione dei trasferimenti, dell'aumento dei rimborsi dei prestiti agli studenti, del rallentamento della crescita dei posti di lavoro e dei salari, della limitata disponibilità di credito, dell'aumento delle morosità e delle pressioni per aumentare il tasso di risparmio estremamente basso.

Ciò sembra riflettersi nella debolezza della fiducia dei consumatori, anche se finora la spesa effettiva è rallentata solo gradualmente.

Un rallentamento degli Stati Uniti, insieme a condizioni di credito restrittive, potrebbe portare l'Europa oltre il limite.



Deficit del bilancio federale degli Stati Uniti (aggiustato per i prestiti agli studenti)



Fonte: Macrobond, al 21 novembre

L'inflazione dovrebbe diminuire ulteriormente

L'inversione degli shock dell'offerta ha determinato una riduzione significativa dell'inflazione dei prezzi dei beni, ma per i prossimi mesi l'inflazione dei servizi resterà probabilmente vischiosa e impedirà all'inflazione di tornare al livello desiderato dalle banche centrali.

Tuttavia, se la recessione che prevediamo inizierà nella prima metà del 2024 si concretizzerà, ciò dovrebbe aumentare la disoccupazione e comprimere la pressione dell'inflazione dei salari e dei servizi. In ultima analisi, ciò dovrebbe consentire alla Fed di tagliare i tassi in modo più aggressivo di quanto previsto dai mercati.

Lo scenario alternativo è quello di un riequilibrio benigno del mercato del lavoro, in modo che l'inflazione torni all'obiettivo e i rendimenti scendano, evitando così di far precipitare l'economia in recessione. Riteniamo che sia più probabile che l'economia non riesca ad atterrare affatto nel 2024. In quest'ultimo caso, cercheremo segnali di un utilizzo aggressivo (e alla fine fiscalmente rovinoso) dei crediti d'imposta a tempo indeterminato previsti dall'Inflation Reduction Act.

Quando gli Stati Uniti " fanno uno starnuto", il resto del mondo di ammalia

L'Europa è già sull'orlo della recessione. Un rallentamento degli Stati Uniti, unito a condizioni di credito restrittive, potrebbe far precipitare l'Europa oltre il limite. La politica fiscale è vincolata e, con un'inflazione core ancora ben al di sopra dei livelli target coerenti, il margine di manovra per il sostegno monetario è limitato. La prospettiva di tagli dei tassi aumenterà se la recessione si intensificherà l'anno prossimo.

La Cina sta inoltre lottando contro i problemi strutturali dell'edilizia abitativa, la riluttanza ad allentare la politica monetaria a causa delle potenziali pressioni sul tasso di cambio e la perdita di fiducia in un contesto internazionale più ostile, che ha portato a una marcata debolezza degli investimenti diretti esteri.

I motori della crescita globale nel 2024 tra le economie più grandi sembrano limitati solo a India e Giappone (per saperne di più sul primo, leggi il pezzo di Uday e Raza).



Tim Drayson
Responsabile Economia

Asset Allocation

Il probabile ritorno

Sono stati due anni difficili per i portafogli diversificati. Ma pensiamo che il 2024 possa essere l'anno della rinascita del multi-asset.

La storia è piena di vicende di persone che venivano date per finite prima di raggiungere livelli di grandezza inimmaginabili, da Eleonora d'Aquitania a Winston Churchill. Negli ultimi anni, i mercati sono stati così difficili per le strategie multi-asset che alcuni investitori sono tentati di giudicare l'intero approccio come finito.

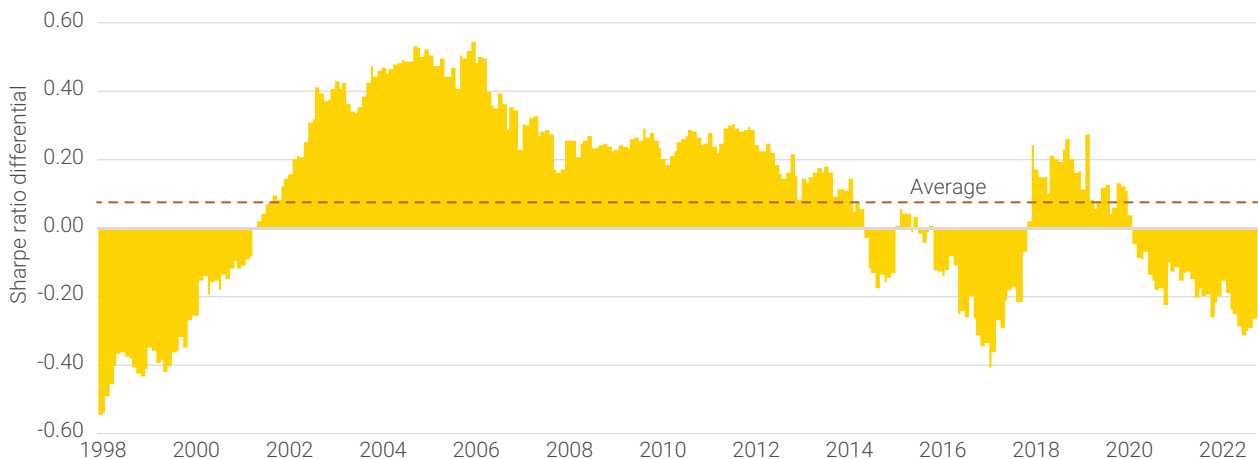
Il grafico sottostante mostra lo Sharpe ratio (eccesso di rendimento a cinque anni diviso per il rischio) di un portafoglio diversificato meno quello di un portafoglio azionario globale. La differenza tra i due è negativa dal 2020, subito dopo la crisi del COVID-19: ciò significa che le azioni, concentrate negli Stati Uniti, hanno fatto meglio di un portafoglio multiasset ben diversificato.

Perché di recente i portafogli azionari concentrati hanno sovraperformato i portafogli multi-asset più diversificati? Le ragioni principali sono due:*




- Le grandi azioni sono state molto belle: La maggior parte della performance delle azioni è stata realizzata dai titoli a grande capitalizzazione negli Stati Uniti. La diversificazione dell'asset class non ha dato i suoi frutti.
- Il ciclo continua: Le azioni hanno fatto molto bene perché la società si è lasciata alle spalle i blocchi. Nel frattempo, le obbligazioni e gli altri asset "difensivi" non hanno fatto altrettanto. Sebbene ciò non sia anormale in una fase avanzata del ciclo, lo è l'entità del differenziale di rendimento. L'eccezionalità risiede nei rendimenti obbligazionari, in quanto i rendimenti sono saliti in modo massiccio da livelli molto bassi e i consueti rischi di fine ciclo non si sono materializzati (non sapremo mai quanto ci siamo andati vicini con la crisi delle banche regionali statunitensi).

Differenza nei rendimenti corretti per il rischio della strategia diversificata rispetto alle azioni



Fonte: Calcoli LGIM al 30 settembre 2023.

* Va notato che la diversificazione non è una garanzia contro le perdite in un mercato in declino.



A nostro avviso, questo non è un contesto in cui scommettere sulla concentrazione del rischio.

Questa sovraperformance delle azioni rispetto alle strategie diversificate continuerà nel 2024? Non la pensiamo così.

In primo luogo, come sottolinea Tim nel suo outlook economico, i dolori ciclici vengono ritardati, non rimandati all'infinito. Al contrario, riteniamo probabile una recessione nel 2024. In secondo luogo, i rendimenti reali sono tornati sopra lo zero, fornendo un'ancora di valutazione su quanto possano salire i rendimenti nominali, soprattutto quando le banche centrali hanno quasi finito di aumentare i tassi e l'inflazione è su una traiettoria discendente.

Ci aspettiamo rendimenti nel 2024, per cui ci aspettiamo che le obbligazioni superino la liquidità. Ma anche se dovessimo assistere a un andamento laterale, i rendimenti obbligazionari sani dovrebbero garantire un rendimento positivo.

Esiste un'alternativa

Anche i rendimenti disponibili su altre classi di attività hanno iniziato a diventare interessanti. I rendimenti assoluti del credito - compreso il credito alternativo - stanno diventando interessanti dal punto di vista del rendimento iniziale, in quanto forniscono un buon cuscinetto contro ulteriori aumenti dei rendimenti o l'allargamento degli spread.

Come osserva Sonja, viviamo in un mondo impegnativo e multipolare, caratterizzato da un crescente rischio di conflitto. Le tensioni tra Cina e Occidente continuano a intensificarsi e la polarizzazione della politica continua, con il possibile ritorno di una presidenza Trump "America first".

A nostro avviso, questo non è un ambiente in cui scommettere sulla concentrazione del rischio. Si potrebbe essere fortunati ed evitare una crisi, ma in caso contrario le performance potrebbero essere terribili. Riteniamo invece che sia necessario distribuire il rischio su più regioni e su più fattori di rendimento. Su un orizzonte più lungo, riteniamo che la diversificazione dovrebbe superare i portafogli più concentrati su una base corretta per il rischio. Secondo i nostri calcoli, la media storica degli indici di Sharpe è a favore della diversificazione.

Se abbiamo ragione sulla recessione, l'aggiustamento dei rendimenti potrebbe essere brusco e significativo, riportando alla ribalta le strategie diversificate.



Emiel van den Heiligenberg
Responsabile Asset Allocation

Strategie attive

Babbo Natale sta arrivando in città - per il momento

Nonostante la resilienza economica nel 2023, le nostre parole d'ordine sono 'cautela' e 'selettività' nel 2024.

Le opinioni di consenso non sono sempre tutte uguali.

Come gli investitori del reddito fisso sanno fin troppo bene, il 2023 doveva essere l'anno delle obbligazioni. La logica era la seguente: l'inasprimento delle condizioni monetarie nel 2022 avrebbe indotto una recessione, portando a una successiva riduzione dell'inflazione e a un calo dei tassi d'interesse.

Inoltre, dopo un periodo di 30 anni di rendimenti a reddito fisso palesemente bassi, i rendimenti di partenza per l'inizio del 2023 apparivano più vivaci, rendendo i punti di ingresso relativamente più interessanti per i detentori di obbligazioni, con la promessa - finalmente - di un certo reddito senza dover assumere quantità eccessive di rischio.

Questa era la teoria. La realtà, come sappiamo, è stata alquanto diversa. L'inflazione si è dimostrata più solida di quanto si pensasse, mentre la recessione negli Stati Uniti è stata scongiurata in modo impressionante grazie al buon andamento del mercato del lavoro. Quindi, mentre i commentatori di mercato si trovano nella non invidiabile posizione di dover scrivere un altro outlook, come si sta delineando il contesto macroeconomico in vista del 2024?



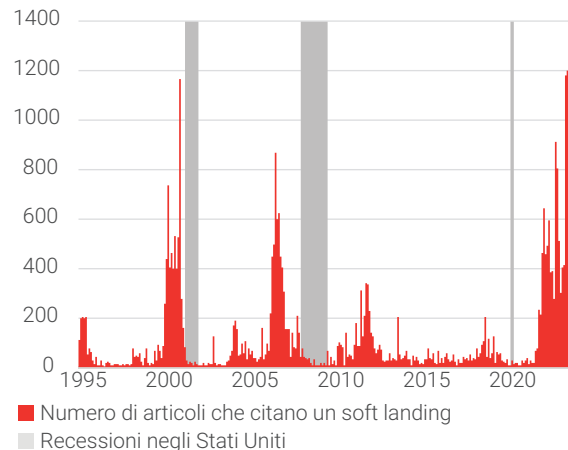
A quanto pare, Riccioli d'oro è vivo e vegeto.

Un po' di comfort a breve termine ...

Al momento della stesura del presente documento, la combinazione di fattori tecnici e fondamentali è servita ad alimentare un rally sia nelle obbligazioni che nelle azioni. Si prevede che le dinamiche positive dei flussi continueranno anche nel tranquillo periodo natalizio, il che ci rende riluttanti a trovarci dalla parte sbagliata del rally.

Ad alimentare questo rally è la convinzione (ancora una volta) che abbiamo raggiunto il "picco dei tassi di interesse". Sembra che Riccioli d'Oro sia vivo e vegeto. Ma proprio come la bambina ha dovuto fare i conti con la sua sorta di orsi, gli osservatori del mercato saranno consapevoli del fatto che la narrazione del roseo soft landing è ormai completamente incorporata nei mercati finanziari, lasciando poco spazio al pessimismo.

Le narrazioni di soft landing spesso precedono le recessioni



Fonte: LGIM: LGIM. Bloomberg, all'11 ottobre 2023

Le ipotesi, le opinioni e le stime sono fornite solo a scopo illustrativo. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni formulate si avverino..



Inoltre, il calo dei rendimenti e l'inasprimento degli spread creditizi sulla base di una narrazione di "tassi al massimo" si riveleranno probabilmente autolesionisti, poiché i rendimenti più bassi e le condizioni di credito più allentate renderanno più probabile un atteggiamento da falco della banca centrale. Se abbiamo imparato qualcosa nel 2023 è sicuramente che dobbiamo guardarci dalla narrativa del "consenso".

... ma poca gioia a lungo termine

Posizionarsi contro il consenso non è una cosa particolarmente intelligente da fare. Ma quando tutte le menti pensano allo stesso modo, è importante mantenersi saldi sulle cose che ci tengono svegli la notte quando si guarda agli spread creditizi. Per esempio:

- Riteniamo che il problema dell'inflazione non sia stato risolto e che abbia tutto il potenziale per reintrodurre la volatilità nei mercati. Dopo la fase di stallo degli ultimi mesi, non crediamo che siamo molto lontani dal vedere dati che confermino la preoccupazione diffusa di un'inflazione bloccata a livelli troppo alti per essere compatibili con aspettative di inflazione stabili.
- In vista del 2024, prevediamo che la solidità fondamentale delle aziende sarà sempre più messa a dura prova dall'indebolimento della crescita degli utili. Abbiamo già visto che questo sta iniziando a manifestarsi in Europa. Negli Stati Uniti, riteniamo che le attuali aspettative degli analisti di una robusta crescita degli utili siano difficilmente compatibili con una crescita del PIL nominale in calo.

2024: l'anno delle elezioni

Una caratteristica importante del 2024 sarà il fatto che nei prossimi 12-18 mesi due terzi della popolazione mondiale - o circa il 50% del PIL mondiale - si rechneranno alle urne.¹ Non è tradizionalmente il momento in cui i politici si diventano tirchi. Quindi, in termini di quadro macroeconomico, una combinazione di politica fiscale per alimentare la crescita, unita alla politica monetaria per agire da freno, se e quando necessario, sembra una chiara possibilità.

Nel lungo periodo, tuttavia, questa generosità fiscale significa che le economie faranno fatica a far fronte ai tassi di interesse reali che sono in eccesso rispetto alla crescita reale. Naturalmente, a breve termine, i tassi di interesse che rimangono elevati perché la crescita è superiore al previsto (e finché rimangono alti ma non aumentano), potrebbe non sembrare troppo male. Detto questo, il periodo che precede qualsiasi elezione, Stati Uniti o in altro modo, in genere produce maggiore volatilità come gli investitori far fronte con l'incertezza.

L'ultima parola

In che modo tutto questo influenza il nostro pensiero? Riteniamo che ci siano motivi di ottimismo a breve termine. La crescita dei salari reali e il raffreddamento, e non il congelamento, dei mercati del lavoro rendono più appetibile il rallentamento della crescita dei mercati sviluppati. A questo proposito, preferiamo i crediti non ciclici con rating più elevato e le esposizioni bancarie senior.

A lungo termine, però, non possiamo fare a meno di adottare una posizione più cauta. Le elezioni, l'acuirsi delle tensioni geopolitiche e il deterioramento dei fondamentali aziendali ci rendono diffidenti. Le nostre parole d'ordine per il 2024 dovrebbero essere 'cautela' e 'selettività'. A questo proposito, abbiamo aumentato l'esposizione attraverso crediti non ciclici, con rating più elevato e esposizioni bancarie senior.



Colin Reddie
Responsabile delle strategie attive

1. Secondo l'economia di Bloomberg, gli elettori in paesi che rappresentano il 41% della popolazione mondiale e il 42% del suo prodotto interno lordo hanno la possibilità di eleggere nuovi leader il prossimo anno.

ETF

L'effetto a catena geopolitico

Esaminiamo il modo in cui la geopolitica informa il nostro pensiero sui temi a lungo termine, concentrandoci sulla sicurezza informatica, l'acqua potabile e il friend-shoring.

La geopolitica ha sempre segnato il corso della storia umana. Come spiega Sonja, il panorama geopolitico odierno appare sempre più fratturato, con spaccature ideologiche che danno origine a un mondo multipolare.

Come investitori che si occupano di temi che hanno il potenziale per cambiare il mondo in modi precedentemente inimmaginabili, siamo consapevoli dell'impatto della geopolitica sui tre grandi settori che vediamo guidare il cambiamento trasformativo: tecnologia, demografia, energia e risorse.

Un esempio che abbiamo trattato in precedenza su queste pagine è l'accresciuta attenzione alla sicurezza informatica in seguito all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. Oltre alla minaccia incombente di una vera e propria guerra informatica, gli attacchi informatici sponsorizzati dagli Stati possono aumentare il pericolo rappresentato dagli attori non statali, creando un ambiente in cui identificare gli aggressori informatici è più difficile che mai.

Il fiume nel deserto

Altrove, la geopolitica sta conferendo nuova urgenza a sfide urgenti create da cambiamenti a lungo termine nel clima e nella demografia.

Sebbene l'acqua ricopra circa il 70% del pianeta Terra, solo il 3% circa è acqua dolce che può essere trasformata in acqua potabile.² Il cambiamento climatico



Così come la sicurezza energetica è diventata una priorità per l'Europa con la chiusura delle linee di gas russe l'anno scorso, la sicurezza idrica sta salendo in cima alla lista.

sta esacerbando la scarsità d'acqua, causando siccità in alcune aree e inondazioni in altre.³ La crescita della popolazione mondiale sta ulteriormente riducendo le scorte: le Nazioni Unite prevedono un aumento dagli attuali 7,9 miliardi di persone a 9,7 miliardi entro il 2050.⁴

Questa sfida è particolarmente pronunciata nei Paesi aridi che hanno registrato una rapida crescita demografica, come il Sudan e l'Egitto, che dipendono entrambi fortemente dal fiume Nilo per l'irrigazione e l'acqua potabile.

2. Fonte: <https://education.nationalgeographic.org/resource/resource-library-hydrosphere>

3. Fonte: <https://www.worldwildlife.org/threats/water-scarcity>

4. Fonte: UN, 2019

L'importanza strategica del Nilo per la geopolitica complica ulteriormente la situazione. Nel 2011, l'Etiopia ha iniziato la costruzione della Grand Ethiopian Renaissance Dam (GERD), che una volta completata avrà una capacità di circa 5.000 megawatt, più che raddoppiando la capacità totale del Paese.⁵ In un Paese in cui metà della popolazione non ha attualmente accesso alla rete elettrica,⁶ la diga ha un potenziale economico di trasformazione, ma il suo sviluppo ha alimentato tensioni con i Paesi a valle.

Proprio come la sicurezza energetica è diventata una priorità per l'Europa, mentre le linee di gas russe sono state chiuse l'anno scorso, la sicurezza dell'acqua è all'ordine del giorno. L'Egitto, per esempio, ha un piano a lungo termine di 8 miliardi di dollari per investire il suo deficit idrico annuo di circa sette miliardi di metri cubi.⁷

In tutto il Medio Oriente, l'Africa e parti dell'Asia, la desalinizzazione mantiene la promessa di affrontare la scarsità d'acqua, con le previsioni di mercato per vedere una crescita annua composta dell'8,8% tra il 2011 e il 2027.⁸ Il grafico mostra come il costo della desalinizzazione è sceso nel lungo periodo. Ciò è stato determinato dai progressi tecnologici, dagli impianti più grandi che si traducono in maggiori economie di scala e dalle scelte di sviluppo di progetti come la collocazione di impianti di desalinizzazione con centrali elettriche.⁹

Opportunità più vicine a casa

Un altro modo in cui la geopolitica sta lasciando il segno nei mercati finanziari è il fenomeno del "friend-shoring", ovvero la riallocazione degli scambi commerciali verso i Paesi percepiti come amici degli Stati Uniti.

L'effetto friend-shoring è già in qualche modo evidente nel commercio globale di beni e, in misura maggiore, nei flussi di investimenti diretti esteri (IDE) tra Paesi, secondo una ricerca di prossima pubblicazione del team economico di LGIM. Secondo [uno studio del FMI](#), il 20% dei Paesi geopoliticamente più allineati ha assorbito il 37% dei flussi di IDE globali nel 2010, ma oltre il 50% nel 2021.

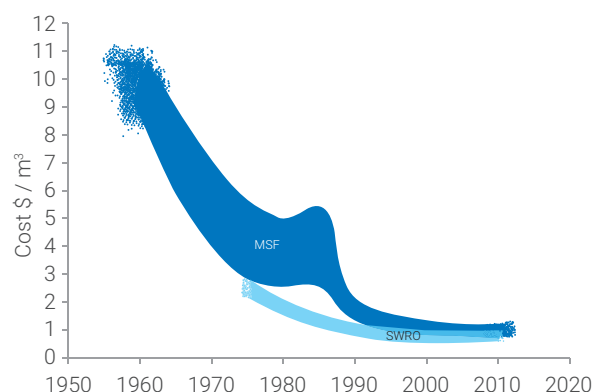
Negli Stati Uniti, l'*Inflation Reduction Act* e il *CHIPS and Science Act* hanno il potenziale per stimolare gli investimenti in settori strategicamente importanti. In Europa, il *Net Zero Industry Act* mira a raggiungere lo stesso obiettivo.

L'impatto del sostegno politico è già evidente negli IDE nel settore dei semiconduttori, dove gli IDE si dirigono verso gli Stati Uniti e l'Europa sono raddoppiati tra il 2020 e il 2022.¹⁰

Il nostro approccio

I legami tra geopolitica e tecnologia, demografia, energia e risorse sono dinamici e idiosincratichi. Nel contesto di un mondo multipolare, continueremo a concentrarci sulle aree di rischio potenzialmente trascurate e su quelle in cui le pressioni geopolitiche rafforzano i cambiamenti strutturali esistenti nel lungo periodo.

Titolo del grafico: Il calo dei costi della desalinizzazione



MSF = distillazione flash multistadio SWRO = osmosi inversa ad acqua salata. Fonte: Libro bianco della Banca Mondiale *The Role of Desalination in an Increasingly Water-Scarce World*, 2019, p10.



Aanand Venkatramanan
Responsabile ETF, EMEA

5. Fonte: <https://www.africanews.com/2022/08/11/ethiopia-starts-power-generation-from-second-turbine-at-mega-dam/>

6. Fonte: <https://iea.blob.core.windows.net/assets/220b286-33a6-47bd-81e9-00e586f4d384/AfricaEnergyOutlook2022.pdf>

7. Source: <https://smartwatermagazine.com/news/smart-water-magazine/egypt-plans-build-21-desalination-plants-worth-3-billion-boost-water>

8. Fonte: <https://www.globenewswire.com/en/news-release/2022/05/10/2439389/28124/en/Global-Desalination-Market-2022-to-2027-Industry-Trends-Growth-Insight-Impact-of-COVID-19-and-Opportunity-Company-Analysis.html>

9. Fonte: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/476041552622967264/pdf/135312-WP-PUBLIC-14-3-2019-12-3-35-W.pdf>

10. Fonte: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/04/11/world-economic-outlook-april-2023> (see page 95, figure 4.4)

Debito dei mercati emergenti È il momento di brillare?

Considerato il quadro macroeconomico stabile e i dati tecnici favorevoli, riteniamo che le prospettive per il debito dei mercati emergenti (EMD) siano positive.

Sono stati due anni difficili per il credito dei mercati emergenti (EM), durante i quali i forti aumenti dei rendimenti dei mercati sviluppati hanno portato a deflussi dai fondi obbligazionari EM - e quasi tre anni di rendimenti negativi o bassi.

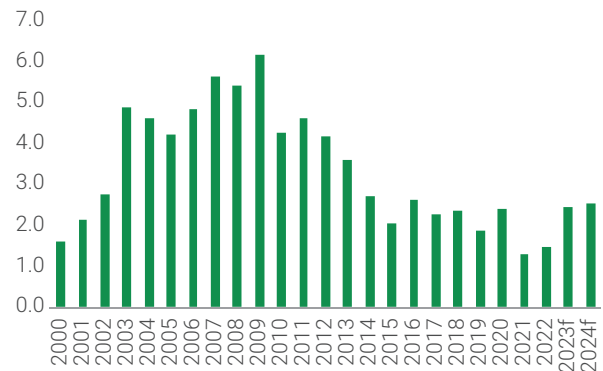
Il calo dei prezzi delle obbligazioni, tuttavia, ha fatto sì che i rendimenti EM più elevati offerti abbiano trovato pochi precedenti nella storia recente. Il nostro indice di riferimento sovrano¹¹ rende attualmente oltre il 8.5%, il che implica 70 punti base (bps) di carry mensile, mentre i deflussi hanno reso più pulito il posizionamento degli investitori.

L'aumento dei costi di finanziamento ha fatto sì che molti mercati emergenti si concentrassero sulle agenzie multilaterali, il che significa che le nuove emissioni di titoli sovrani nel 2021, 2022 e 2023 fino ad oggi sono rimaste inferiori, anche rispetto ai livelli del 2020. In prospettiva, i flussi di cassa restituiti agli investitori nel 2024, sotto forma di ammortamenti e pagamenti di cedole, dovrebbero registrare un aumento superiore al 30%.¹²

Supporto dai rendimenti, dati tecnici e macro

Secondo il Fondo Monetario Internazionale (FMI), nonostante la forte stretta monetaria degli ultimi due anni, la crescita del PIL reale degli EM dovrebbe attestarsi al 4% quest'anno e rimanere a questo livello per il 2024. Ciò implica che il differenziale di crescita, rispetto ai loro omologhi dei mercati sviluppati, salirà al 2,5%, raggiungendo per la terza volta consecutiva il livello più alto dal 2016.

Differenziali di crescita EM-DM (%)



Fonte: FMI, World Economic Outlook, ottobre 2023; LGIM

Le ipotesi, le opinioni e le stime sono fornite solo a scopo illustrativo. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni formulate si avverino.

Nel frattempo, si prevede che il debito pubblico negli EM salga al 69% del PIL - circa il 2% in più rispetto allo scorso anno - ma significativamente inferiore al 113% del PIL previsto per le economie avanzate.¹³ Questo aumento è infatti guidato solo da alcune grandi economie, rendendo il quadro paese per paese notevolmente migliore di quanto suggerito dai dati principali.

La forza dei mercati emergenti è evidente anche nelle dinamiche esterne del settore. Le eccedenze commerciali si aggirano intorno ai 550 miliardi di dollari, circa 100 miliardi in meno rispetto al picco, ma comunque vicine ai livelli più alti. Questo, insieme alla ripresa del turismo, implica che le eccedenze delle partite correnti degli EM persisteranno quest'anno e il prossimo a circa lo 0,5% del PIL, secondo il FMI. Si tratta di un risultato migliore rispetto ai livelli pre-COVID, che in genere vedevano deficit modesti.

11. Fonte: JP Morgan EMBI GD Index, ottobre 2023.

12. Fonte: JP Morgan, ottobre 2023.

13. Fonte: FMI, banche dati World Economic Outlook, ottobre 2023.



Il sostegno multilaterale delle istituzioni non solo fornisce finanziamenti a basso costo, ma agisce anche come un'ancora per le riforme.

Inoltre, i mercati emergenti hanno goduto di un forte sostegno da parte delle istituzioni multilaterali, come il FMI e la Banca Mondiale. Questo non solo fornisce finanziamenti a basso costo, compensando la chiusura dei mercati dei capitali, ma agisce anche come un'ancora per le riforme politiche.

È importante notare che queste dinamiche hanno anche fatto sì che le riserve valutarie degli EM rimangano sane a 10,3 trilioni di dollari, quasi 500 miliardi di dollari in più rispetto ai livelli precedenti al Covid (fine 2019) e pari a quasi tre volte il livello di ammortamento del debito estero in scadenza nel 2024.¹⁴

L'India: un motore fondamentale per la crescita dei mercati emergenti

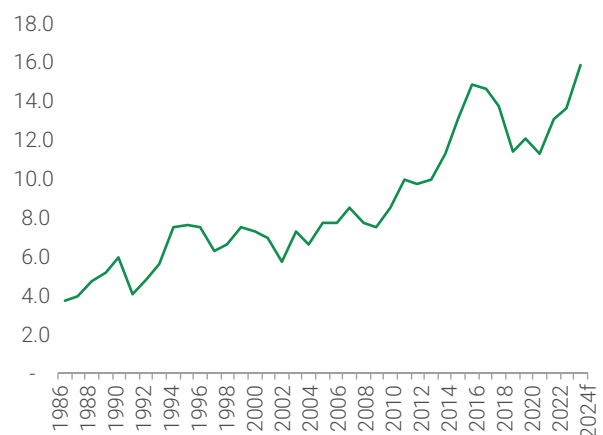
Uno dei principali motori della ripresa della crescita nei mercati emergenti è stata l'India, dove il PIL reale è cresciuto negli ultimi anni al ritmo più rapido tra le grandi economie. Queste dinamiche di crescita sono sostenute da un'economia vivace, trainata da un settore privato resistente e da un governo concentrato sulle riforme e sulla riduzione del deficit infrastrutturale.

L'India si avvia alle elezioni del prossimo anno, dove il partito Bharatiya Janata in carica probabilmente si assicurerà un altro mandato. La questione è l'ampiezza della maggioranza che il partito probabilmente conquisterà in parlamento, poiché ciò determinerà il ritmo e la portata delle riforme.

I risultati ottenuti dal governo in quest'ultimo ambito non solo hanno favorito la crescita, ma hanno anche portato alla prossima inclusione dell'India nell'indice JPM

GBI-EM Global Diversified e, potenzialmente, in altri indici. Quando ciò avverrà, ci aspettiamo che gli afflussi di capitale aumentino, contribuendo a ridurre i costi di indebitamento interni per il governo e il settore privato, favorendo ulteriormente le dinamiche di crescita.

Contributo dell'India alla crescita globale (%)



Nota: il grafico mostra la media mobile a tre anni. Fonte: Macrobond, sulla base dei dati del FMI; LGIM a novembre 2023.

Le ipotesi, le opinioni e le stime sono fornite solo a scopo illustrativo. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni formulate si avverino.



Uday Patnaik

Responsabile Debito dei mercati emergenti



Raza Agha

Responsabile Strategia di credito dei mercati emergenti

14. Fonte: Bloomberg, al 13 novembre 2023

Real assets

Un mondo nuovo e coraggioso

Tassi più alti e più lunghi possono favorire i rendimenti del debito, ma il servizio del debito potrebbe diventare un problema.



La nostra ipotesi centrale rimane una recessione per gli Stati Uniti, l'Europa e il Regno Unito nella prima metà del 2024, come illustra Tim Drayson. Cosa significa questo per gli asset reali?

A nostro avviso, una crescita più debole del PIL dovrebbe portare a una riduzione della domanda per le imprese cicliche e le aree economicamente più sensibili del settore immobiliare e delle infrastrutture, come gli uffici e i trasporti. Al contrario, gli immobili residenziali, i servizi di pubblica utilità e le infrastrutture sociali sono relativamente poco correlati al ciclo economico.

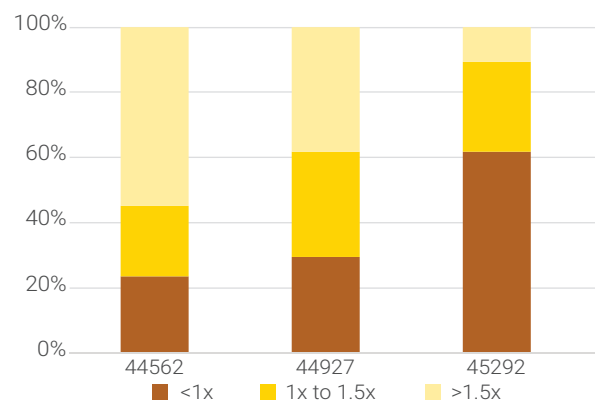
Il rovescio della medaglia dell'aumento dei tassi è rappresentato dagli interessanti rendimenti del debito. Con i tassi d'interesse ai livelli più alti da oltre un decennio, i rendimenti del credito pubblico si aggirano attualmente intorno all'80-90th percentile rispetto alla loro storia ventennale; un andamento simile si riscontra anche nel credito privato. Nel settore immobiliare e delle infrastrutture, i rendimenti del debito sono superiori ai rendimenti degli asset basati sulla valutazione in diversi mercati.

Riteniamo che il segmento più basso del mercato del credito privato (con rating B o inferiore) sarà sottoposto a una crescente pressione sul servizio del debito. Una recente ricerca di Moody's ha mostrato che, ipotizzando

un tasso di federal funds del 5,25%-5,50%, la percentuale di emittenti nordamericani con rating B3 in cui l'EBITDA non copre più il costo degli interessi passerebbe dal 29% alla fine del 2022 al 62% alla fine del 2023.¹⁵

Un altro anno di crescita debole degli utili e il persistere di costi di finanziamento elevati probabilmente faranno scendere ulteriormente i rapporti di copertura; la pressione sulle metriche di credito probabilmente si ripercuoterà sulla parte della scala di rating inferiore all'investment grade.

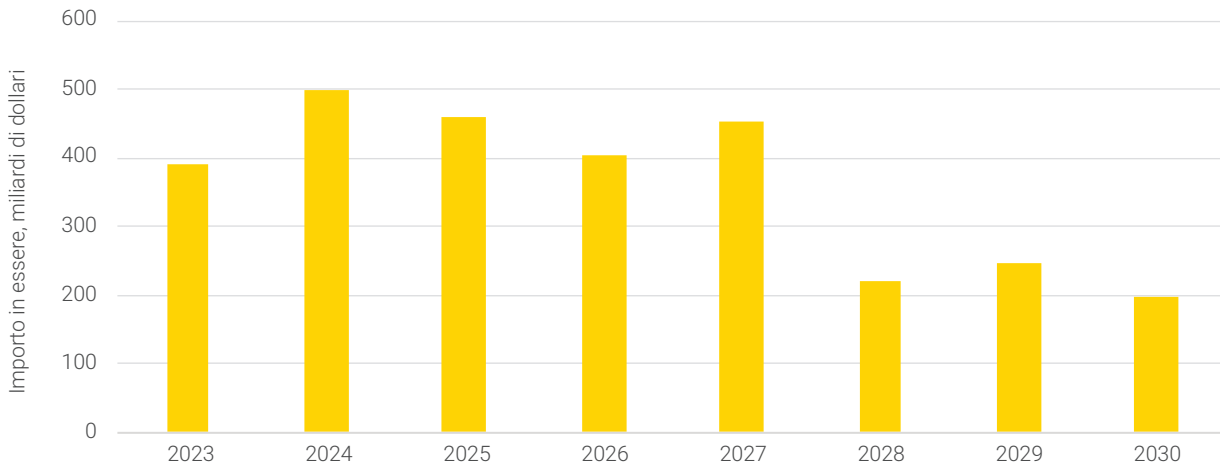
Ripartizione della copertura degli interessi degli emittenti con rating B3



Fonte: Moody's a luglio 2023. Gennaio 2024 si basa sulla proiezione di Moody's. **Le ipotesi, le opinioni e le stime sono fornite solo a scopo illustrativo. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni formulate si avverino.**

15. Fonte: Moody's, luglio 2023

Debito CRE statunitense con scadenza tra il 2023 e il 2030



Fonte: MSCI a ottobre 2023

Di conseguenza, ci aspettiamo un aumento delle insolvenze, delle ristrutturazioni e delle svalutazioni (anche se non una crisi in stile GFC). Dal punto di vista degli investitori in debito, continuiamo a ritenere che l'opportunità tattica risieda nello spazio investment grade e rating BB, dove i rendimenti sono guidati dai tassi d'interesse più che dalla compensazione del rischio di credito.

Le strutture di capitale create in un contesto di tassi d'interesse molto diverso potrebbero essere messe in discussione dai piani di rifinanziamento. Ciò è particolarmente vero nel settore immobiliare commerciale, dove i prestiti sono tipicamente a breve termine rispetto alla maggior parte dei prestiti alle imprese o alle infrastrutture.

Si stima che negli Stati Uniti ci siano 1.4 trilioni di dollari di mutui commerciali in scadenza nel 2024-26.¹⁶ Anche per le attività in cui i flussi di cassa sono rimasti stabili o sono cresciuti, l'aumento sostanziale dei tassi da quando sono stati emessi molti di questi prestiti significa che molti di essi non possono essere rifinanziati a condizioni accettabili per i prestatori senza apportare nuovi capitali. È probabile che ciò spinga i mutuatari che non hanno accesso al capitale a vendere le proprie attività e a richiedere capitale privilegiato per fare da ponte.

Entrambe le strade potrebbero aprire opportunità per gli investitori a lungo termine con capitale flessibile.

Queste opportunità dovranno essere valutate con un approccio solido alla sottoscrizione dei flussi di cassa liberi a lungo termine. Diversi settori immobiliari, tra cui gli uffici sono l'esempio più evidente, sono caratterizzati da un cambiamento delle esigenze degli occupanti e da elevate spese di capitale future, comprese quelle associate all'efficienza energetica.

Al contrario, le attività residenziali e industriali registrano una domanda più consistente, con minori rischi per le future passività di capitale. Coloro che investono nuovo capitale, o che creano nuovi prestiti, hanno bisogno di profili di attività e piani aziendali che supportino la performance dell'investimento a lungo termine.



Rob Martin
Responsabile globale della strategia
d'investimento e della ricerca di
LGIM Real Assets

16. Fonte: MSCI al 27 ottobre 2023

Contattaci

Per ulteriori informazioni su LGIM, visita il sito [lgim.com](https://www.lgim.com) o contattate il vostro rappresentante LGIM di fiducia



Rischi principali

Il valore di un investimento e il reddito che ne deriva non sono garantiti e possono diminuire come aumentare; potreste non recuperare l'importo originariamente investito.

Le ipotesi, le opinioni e le stime sono fornite a scopo

illustrativi. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni formulate si avverino. Si noti che la diversificazione non è una garanzia contro le perdite in un mercato in ribasso.

Avviso legale importante

Le opinioni espresse nel presente documento sono quelle di Legal & General Investment Management Limited e/o delle sue affiliate ("Legal & General", "noi" o "ci") alla data di pubblicazione. Il presente documento ha scopo puramente informativo e non sollecita alcuna azione in base ad esso. Le informazioni di cui sopra discutono questioni economiche, di mercato o politiche generali e/o tendenze di settore o industriali. Non costituiscono una ricerca o una consulenza di investimento, legale o fiscale. Non costituiscono un'offerta o una raccomandazione o una

pubblicità per l'acquisto o la vendita di titoli o per il perseguimento di una particolare strategia di investimento. Nessuna parte avrà diritto di agire nei confronti di Legal & General in relazione all'accuratezza o alla completezza delle informazioni contenute nel presente documento. Le informazioni sono ritenute corrette alla data di pubblicazione, ma non si può garantire che il presente documento sia completo o accurato alla luce delle informazioni che potrebbero rendersi disponibili dopo la sua pubblicazione. Non siamo obbligati ad aggiornare o modificare le informazioni contenute nel presente documento. Nel caso in cui il presente documento contenga informazioni di terzi, l'accuratezza e la completezza di tali informazioni non possono essere garantite e non ci assumiamo alcuna responsabilità in merito a tali informazioni.

Questo documento non può essere riprodotto in tutto o in parte o distribuito a terzi senza la nostra preventiva autorizzazione scritta. Non può essere distribuito a persone residenti in una giurisdizione in cui tale distribuzione sia contraria alle leggi o ai regolamenti locali.

© 2024 Legal & General Investment Management Limited, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority, n. 119272. Registrata in Inghilterra e Galles al n. 02091894 con sede legale in One Coleman Street, Londra, EC2R 5AA.