



Febbraio 2023

PROSPETTIVE PER IL 2023: cosa aspettarsi **dopo il Grande Reset?**

A cura di Alexander Roose, Head of Equities & Co-Lead Portfolio Manager del fondo DECALIA Sustainable SOCIETY

Mentre i mercati azionari hanno iniziato lo scorso anno con un pesante sell-off che ha creato le basi per un'annata decisamente negativa, il 2023 offre segnali incoraggianti di svolta.

Ecco le riflessioni di Alexander in merito agli aspetti seguenti:

- **Le due inversioni di rotta registrate negli ultimi mesi del 2022**
- **Le insidie di un'eccessiva focalizzazione sulla situazione macro**
- **L'impatto della riapertura della Cina**
- **I rischi di un'ulteriore svalutazione degli asset di maggiore duration**
- **Il ruolo fondamentale di una struttura tematica nell'ambito di un processo di investimento**
- **L'approccio tematico di DECALIA**

Cosa aspettarsi dopo il Grande Reset?

Mentre i mercati azionari hanno iniziato lo scorso anno con un pesante sell-off che ha creato le basi per un'annata decisamente negativa, il 2023 offre segnali incoraggianti di svolta.

Al momento della redazione del presente articolo, tutti gli indici primari sono saldamente in territorio positivo, spinti al rialzo da due inversioni di rotta significative, oltre al calo dei dati relativi all'inflazione headline osservato negli ultimi due mesi. In primo luogo, l'Europa si è rimessa in piedi, favorita da prezzi del gas più bassi e da una (conseguente) maggiore resilienza dei consumi.

Alla fine dell'estate del 2022, il sentiment era estremamente ribassista, gravato da previsioni di recessione imminente e inevitabile e grandi interrogativi circa la capacità dell'Europa di superare l'inverno senza blackout.

In secondo luogo, un'inversione di rotta ancora più significativa è avvenuta in Cina, poco dopo che il Paese era stato definito "non investibile" a seguito del XX Congresso del Partito Comunista in ottobre. Seppure più estreme in termini di sentiment negativo, le analogie con l'Europa sono state straordinarie.

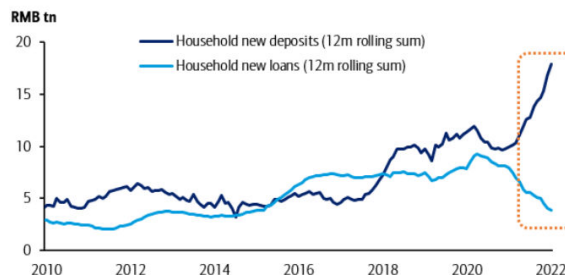
Abbiamo raramente visto la comunità finanziaria colta così inaspettatamente in contropiede come quando il governo cinese ha decretato in forma non ufficiale la fine della politica zero-Covid subito dopo il Congresso, innescando un enorme rally dell'azionario cinese, proseguito nel nuovo anno (maggiori dettagli più avanti).

Ci si potrebbe chiedere perché citare questi due eventi dopo che si sono verificati sotto i nostri occhi e sono stati presumibilmente già scontati dai mercati azionari. La risposta è duplice:

- Gli sviluppi macro sono di natura imprevedibile nel senso che le relative previsioni sono soggette ad errori. Di conseguenza, le considerazioni top-down nel quadro di un investimento azionario non devono basarsi unicamente su fattori macroeconomici, al contrario. Riteniamo che un **processo di investimento (multi) tematico accuratamente concepito sia fondamentale e funga da volano per sfruttare i trend secolari di lungo termine.**

- **I mercati tendono stranamente a non comportarsi come ampiamente atteso.** Raramente abbiamo osservato un consensus così condiviso tra i responsabili delle strategie sell-side come alla chiusura del 2022. Una recessione nel 2023 era data per scontata, anche negli Stati Uniti, solo i tempi erano incerti e le stime degli utili erano destinate ad essere notevolmente ridimensionate. Tale **consensus si è nettamente indebolito a fronte della vasta gamma di potenziali esiti macro e geopolitici che si prospettano nel 2023**, in senso negativo o positivo. Non pretendiamo di essere esperti macroeconomici, ma la riapertura dell'economia cinese è a nostro avviso la maggiore incognita per il 2023, certamente se si considera la potenziale liberazione su vasta scala dei risparmi accumulati in due anni di lockdown (cfr. grafico seguente).

Nuovi depositi rispetto a nuovi prestiti in Cina



Source: BofA Global Research, CEIC, PBoC

Come illustrato nel grafico, i risparmi complessivi sono quasi raddoppiati e ora raggiungono quasi \$2 mila miliardi. Benché non si possano confrontare i consumatori cinesi con quelli statunitensi in termini di avversione al rischio (indubbiamente derivante da un periodo di lockdown biennale traumatico), il ritorno alla media nel tempo di tali risparmi accumulati potrebbe dimostrarsi un fattore favorevole potente per l'economia cinese e mondiale... ma gettare anche i semi di un'impennata dell'inflazione nel corso dei mesi successivi, cancellando le speranze della comunità finanziaria che le banche centrali possano ridurre le loro posizioni aggressive. Di conseguenza, **sebbene non prospettiamo un percorso privo di ostacoli per i mercati azionari nel 2023, vi è almeno qualche barlume di speranza sulla scia dell'indebolimento del rischio di una recessione (grave).**

Un lettore accorto potrebbe anche chiedersi: cosa significa il titolo di questo articolo? Si riferisce all'annullamento del divario tra i cosiddetti titoli value e growth, vale a dire il Grande Reset, osservato solo in tre occasioni negli ultimi cinque decenni (cfr. grafico seguente):

Indici globali MSCI value vs MSCI growth (rendimenti relativi annuali)



Fonte: Berenberg Research, Eikon

Non siamo mai stati grandi sostenitori della classificazione dei titoli in value o growth, sicuramente sulla base del P/E (prezzo/utile) o, ancora peggio, dei rapporti P/B (prezzo/valore contabile), che è la metodologia MSCI.

Cosa aspettarsi dopo il Grande Reset?

Siamo del parere che sia **più ragionevole esaminare i rendimenti del free cash flow (FCF) e anche elementi qualitativi allo scopo di valutare la solidità di un business model**, a prescindere dal fatto che la generazione di FCF avvenga più nel presente (come nel caso dei titoli a breve duration) o in un secondo tempo (ossia asset a lunga duration). Howard Marks sintetizza molto bene questo principio nel suo celebre memo "Something of Value", affermando che *"non tutto ciò che conta può essere contato e non tutto ciò che può essere contato conta."*

Dal grafico precedente si possono trarre alcune conclusioni interessanti.

- Come già ricordato, **un così Grande Reset del genere si è verificato solo alcune volte in passato e, dopo tale reset, il differenziale di performance si è significativamente ridotto**. Così è stato anche dopo il 2000, quando le valutazioni dei titoli growth a capitalizzazione più elevata hanno raggiunto livelli stratosferici pur essendo a malapena supportati, a differenza del 2022, da qualche livello di generazione di free cash flow. Di conseguenza, **un approccio azionario di stile esclusivamente value, come rivendicato da alcuni responsabili delle strategie sell-side, non è probabilmente la migliore ricetta per il successo in futuro**.

Con la stessa logica, dopo la svalutazione significativa nel 2022 dei titoli small e mid cap rispetto a quelli a capitalizzazione più elevata, è ragionevole che un processo d'investimento consideri anche le società a capitalizzazione più bassa, una delle caratteristiche fondamentali dell'investimento tematico di DECALIA.

- La causa del Grande Reset è da ricercare soprattutto nell'aggressività del ciclo di rialzi del 2022 nei mercati sviluppati, che ha provocato un pesante deragliament degli asset a maggiore duration (e di alcune aree con valutazioni eccessive).
- Alla luce della decelerazione dell'inflazione (ad es. l'indice USA delle spese per consumi personali (PCE) pubblicato il 26 gennaio) e della stabilità delle ipotesi relative ai terminal rate negli ultimi due mesi, non possiamo fare a meno di chiederci se i **rischi di un'ulteriore svalutazione degli asset a maggiore duration siano notevolmente diminuiti**, soprattutto perché alcuni di essi presentano ora rendimenti FCF superiori a quelli degli asset a duration minore, oltre a prospettive di crescita migliori in un contesto incerto. I potenziali "canarini nella in miniera" sono la persistenza dell'inflazione salariale (USA) e la suddetta riapertura in Cina.

In prospettiva, in sede di costruzione dei portafogli è destinato a prevalere un approccio azionario bilanciato, ossia un mix appropriato di società che presentano "crescita solida a prezzi ragionevoli" e "valutazioni basse ma business model non compromessi". **La qualità del business model è pertanto il cardine di un processo d'investimento bottom-up e un approccio tematico collaudato nel lungo termine con un'analisi approfondita della catena del valore è a nostro avviso essenziale allo scopo di "separare il grano dal loglio".**

In retrospettiva, gran parte di tali società di qualità non appariva "a prova di futuro" in uno scenario di tassi più elevati come quello alla fine del 2021, situazione che è sicuramente cambiata dopo il Grande Reset.

L'**investimento tematico** ha dovuto far fronte a turbolenze nel 2022 ma restiamo profondamente convinti - poiché ci occupiamo di investimenti tematici da oltre 20 anni - che **agisca come baluardo per gli approcci sia top-down che bottom-up di un processo d'investimento...** Soprattutto in un contesto complesso e in rapida evoluzione e dopo il Grande Reset tra titoli value e growth osservato nel 2022.

In conclusione, vale la pena sottolineare i **principi fondamentali dell'approccio all'investimento tematico di DECALIA:**

- Identificazione e analisi continua dei trend secolari destinati a modellare il mondo in futuro
- Analisi approfondita della catena del valore, essenziale per determinare quali società in una particolare parte della rispettiva catena del valore possiedano business model resilienti e di qualità (e, se del caso, le capacità di esercitare un impatto positivo)
- Crescita e generazione di FCF come elementi di valutazione fondamentali, in combinazione con solidità di bilancio
- Approccio ESG bilanciato con analisi quantitativa e qualitativa proprietaria
- Nessun bias in termini di capitalizzazione di mercato, utilizzo dei titoli mid-cap trascurati come fonte di generazione di alpha

Cosa aspettarsi dopo il Grande Reset?



Alexander Roose, Head of Equities & Co-Lead Portfolio Manager del fondo DECALIA Sustainable SOCIETY

Informazioni sul fondo DECALIA Sustainable SOCIETY

- Un fondo azionario globale **multi-tematico**, che investe in società rivoluzionarie e settori innovativi destinati a modellare la nostra SOCIETÀ in futuro
- Investe nei **7 temi** (**S**ecurity, **O**2 & Ecology, **C**loud & Digitalisation, **I**ndustrial 5.0, **E**lder & Well being, **T**ech Med, **Y**oung Generation, che compongono l'acronimo **SOCIETY**
- Gestito da un **team esperto**: Alexander Roose (ex-CIO Fundamental Equity di Degroof Petercam AM) e Quirien Lemey (ex-Lead PM di un fondo multi-tematico di Degroof Petercam AM)

O2 & Ecology è uno dei sette temi principali del fondo **DECALIA Sustainable SOCIETY** destinati a modellare la nostra società futura.

Nelle pubblicazioni della newsletter **DECALIA Ecology Series** sono stati sviluppati cinque sotto-temi (quali idrogeno, solare, isolamento, economia circolare e carburo di silicio). Un altro tema sarà sviluppato nel 2023 nella newsletter **DECALIA Wellness Series**.

Informazioni su DECALIA SA

Fondata nel 2014, DECALIA SA è una società svizzera di gestione degli investimenti. Con oltre 70 collaboratori e un patrimonio in gestione di 4,9 miliardi di euro, DECALIA è cresciuta rapidamente, grazie in particolare all'esperienza nella gestione attiva maturata negli ultimi 30 anni dai suoi fondatori. Le strategie sviluppate da DECALIA si concentrano su quattro temi d'investimento ritenuti promettenti sul lungo periodo: la disintermediazione del settore bancario, la ricerca di rendimento, i trend di lungo periodo e le inefficienze del mercato. DECALIA è regolata dalla FINMA attraverso una licenza di gestore di investimenti collettivi. Oltre alla sede centrale di Ginevra, il gruppo ha uffici a Zurigo, Milano e distributori di DECALIA Sicav in Spagna e Germania.

Copyright © 2023 di DECALIA SA. Tutti i diritti riservati. Il presente report non può essere presentato, riprodotto, distribuito, trasmesso o altrimenti utilizzato per creare opere derivate in alcuna forma, totale o parziale, con qualsivoglia mezzo, senza il consenso scritto di DECALIA SA. Il presente materiale ha finalità puramente informative e non deve essere interpretato né come un'offerta o una sollecitazione di acquisto o vendita di uno strumento finanziario né come un documento contrattuale. Le informazioni fornite nel presente documento non intendono costituire una consulenza legale, fiscale o contabile e potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori. Le valutazioni di mercato, i termini e i calcoli contenuti nel presente documento sono puramente stime e soggetti a modifiche senza preavviso. Le informazioni fornite sono ritenute affidabili; tuttavia, DECALIA SA non ne garantisce la completezza o accuratezza. Le performance passate non sono indicative di risultati futuri.