



Multi-asset market outlook

Chip e Navi

Ottobre 2022

General overview

A settembre, soltanto la liquidità ha offerto protezione

MULTI ASSET	1mo	3mo	YTD	1YR	3YR	5YR
Cash (EUR)	0.0%	0.0%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
Gold (USD)	-2.9%	-7.9%	-9.3%	5.7%	2.8%	4.2%
EMD local currency (UH, EUR)	-3.0%	1.4%	-4.3%	-4.0%	-2.7%	0.9%
Global Gov Bonds (H, EUR)	-3.3%	-4.4%	-13.4%	-13.4%	-4.8%	-1.6%
EMD hard currency (UH, EUR)	-3.3%	1.6%	-9.9%	-8.9%	-2.7%	1.4%
Global investment grade bonds (H, EUR)	-4.8%	-5.0%	-18.2%	-18.4%	-4.9%	-1.9%
Global high yield (H, EUR)	-4.9%	-2.1%	-17.9%	-18.4%	-3.9%	-2.1%
GSCI Commodities (USD)	-5.4%	-4.3%	41.4%	46.3%	16.3%	11.9%
Global inflation-linked bonds (H, EUR)	-6.5%	-6.3%	-18.7%	-16.3%	-3.9%	-0.8%
MSCI World (UH, EUR)	-6.9%	0.1%	-13.4%	-4.9%	8.4%	9.3%
MSCI World local currency	-8.3%	-4.4%	-21.9%	-15.5%	5.8%	6.5%
MSCI World (H, EUR)	-8.6%	-4.9%	-23.1%	-17.1%	4.3%	4.7%
Emerging Markets (LC)	-9.4%	-8.2%	-20.8%	-21.5%	1.1%	1.1%
Emerging Markets (UH, EUR)	-9.4%	-5.6%	-15.4%	-15.0%	1.5%	2.0%
Global real estate (UH, EUR)	-10.2%	-6.2%	-18.4%	7.2%	-1.7%	3.4%
Oil Index (USD)	-10.6%	-21.0%	22.3%	25.8%	-3.7%	-0.5%

Fonte: Robeco, Bloomberg

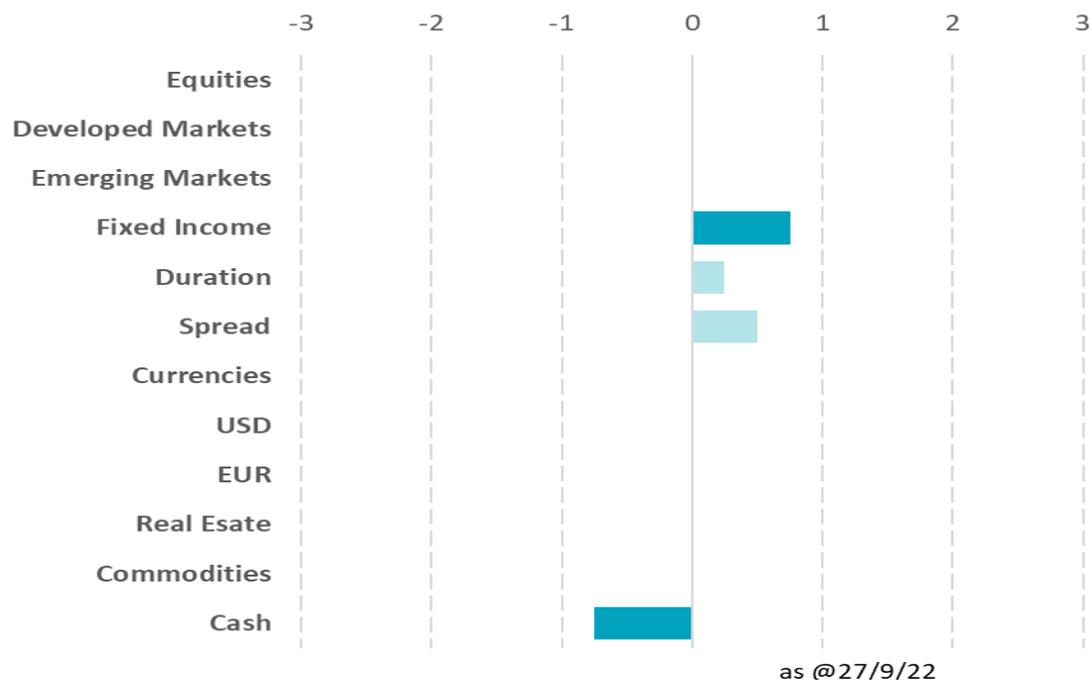
2 Tutti i dati di mercato al 30 settembre, se non diversamente indicato

L'economia globale ed i mercati finanziari stanno vivendo un periodo di forti turbolenze, gli indicatori economici sono in modalità downgrade, come dimostra il recente taglio delle previsioni di crescita globale da parte dell'OCSE dello 0,6% al 2,2%. A nostro avviso, l'intensificarsi della crisi energetica in Europa, in seguito al recente sabotaggio dei gasdotti Nordstream, anticipa la recessione europea.

Nel 2023, l'impatto del ciclo di inasprimento della BCE si manifesterà con un raffreddamento dei mercati immobiliari in tutta Europa. A parte la liquidità ed un dollaro forte, a settembre ci son stati pochi posti dove nascondersi. Il momentum azionario è peggiorato nel corso del mese, con l'MSCI AC World che ha perso il 6,9% in euro. L'indice VIX ha superato i 30 punti. Con i rendimenti obbligazionari che hanno raggiunto nuovi massimi, anche i rendimenti dei titoli di stato hanno registrato risultati mensili negativi, in calo del 3,3% a settembre (con copertura in euro). Non considerando la Grande Crisi Finanziaria, questo è l'anno peggiore dal 1974 per un portafoglio a benchmark.

Sebbene sia probabile un rally di breve durata del mercato, dato l'eccezionale sentimento ribassista, fondamentalmente i titoli azionari appaiono ancora vulnerabili, in quanto ci aspettiamo che la stagione degli utili del terzo trimestre riveda al ribasso la guidance, mentre una recessione mediana degli utili non è del tutto scontata. Le azioni dei mercati emergenti presentano valutazioni interessanti, anche se è difficile vedere una sovraperformance sostenuta rispetto alle azioni dei paesi sviluppati finché il dollaro rimarrà in un mercato rialzista, la crisi alimentare persisterà e i consumatori cinesi rimarranno ottimisti sull'apprezzamento dei prezzi delle case.

Active Positions (Risk Units)



A nostro avviso, i rendimenti stanno per raggiungere il picco, in quanto i tassi futuri dei Fed funds riflettono già pienamente il picco di policy della Fed. Un tasso di policy superiore al 4% equivarrà a un eccessivo restringimento che raffrederà l'inflazione fino al 2023 e probabilmente scatenerà una recessione negli Stati Uniti.

La Banca d'Inghilterra ha recentemente acquistato sulla parte lunga della curva dei gilt, ma ciò non preannuncia l'inizio di un allentamento della BoE o di un'ampia rotazione delle banche centrali dei mercati sviluppati, ma si limita ad affrontare un evento specifico di liquidità in un mercato chiave del Regno Unito. Tuttavia, dimostra che i rendimenti dei mercati sviluppati hanno raggiunto un livello in cui è più probabile che si verifichino eventi di liquidità. Nonostante i funzionari della FED abbiano espresso l'intenzione di mantenere policy restrittive anche a costo di impattare l'economia, crediamo siano molto suscettibili ai rischi di stabilità finanziaria,

Manteniamo una posizione long duration sui Treasury statunitensi, convinti che il ciclo di inasprimento si concluderà all'inizio del 2023. Un picco nel ciclo di inasprimento della Fed è spesso preceduto da un picco nella correlazione tra obbligazioni e azioni e da un picco nei rendimenti obbligazionari.

Per la porzione azionaria abbiamo pertanto eliminato la nostra posizione corta sul Nasdaq, che fungeva da copertura contro la nostra posizione sovrappesata nell'high yield. Sebbene non si possa escludere un ulteriore allargamento degli spread, gli attuali spread high yield intorno ai 600 punti base sono di solito di buon auspicio per una sovraperformance rispetto alle azioni su un orizzonte tattico.

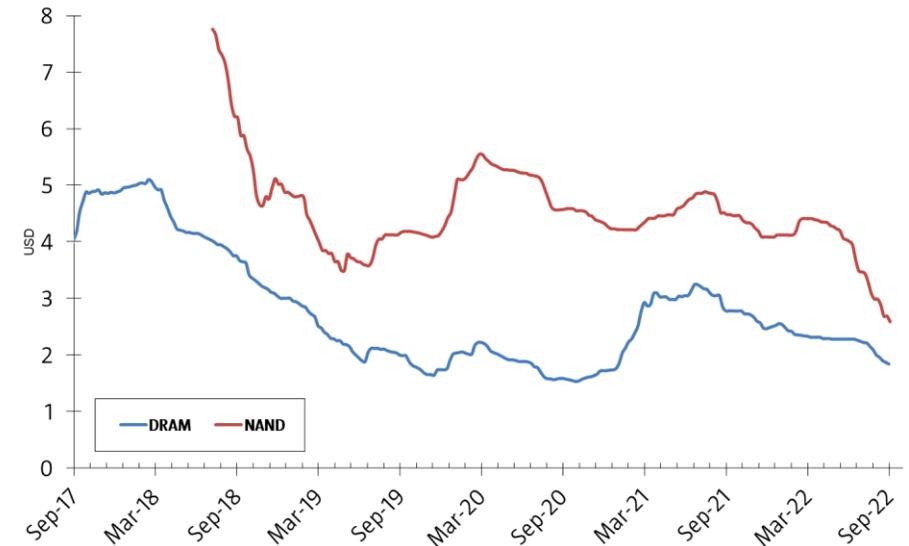
Lezioni da chip e navi: Parte I - I chip

All'inizio, quando si parlava ancora di inflazione transitoria, in molte aree dell'economia abbiamo assistito ad interruzioni delle supply chain, soprattutto nell'industria dei semiconduttori e della logistica. In entrambi i casi, i mercati si erano consolidati, il numero di attori era diminuito e la disciplina dell'offerta era diventata la nuova norma. Con la prima ondata di Covid le banche centrali hanno deciso di inondare il mercato di liquidità e la domanda di beni è aumentata in modo inaspettato. I prezzi sono aumentati a dismisura e i tempi di consegna si sono allungati. Ora che la maggior parte di noi parla della persistenza dell'inflazione e di una potenziale spirale salari-prezzi, le notizie positive per l'inflazione provengono da questi primi settori ciclici.

I prezzi dei semiconduttori hanno iniziato a calare un anno fa e di recente i prezzi stanno scendendo più rapidamente, confermando la probabilità di una recessione. Il tono dei produttori di chip è cambiato radicalmente, poiché vedono aumentare le scorte e non hanno visibilità sulla domanda. Poiché gli acquirenti di chip avevano solo una manciata di operatori a cui rivolgersi, hanno raddoppiato gli ordini in modo ancora più severo rispetto ai cicli precedenti. Quello che ci si aspettava fosse solo una flessione superficiale grazie alla scarsità dell'offerta si sta ora trasformando in un "ciclo di consumo" abbastanza normale. I prezzi delle memorie NAND sono inferiori a quelli pre-Covid e quelli delle DRAM sono tornati ai livelli di fine 2019.

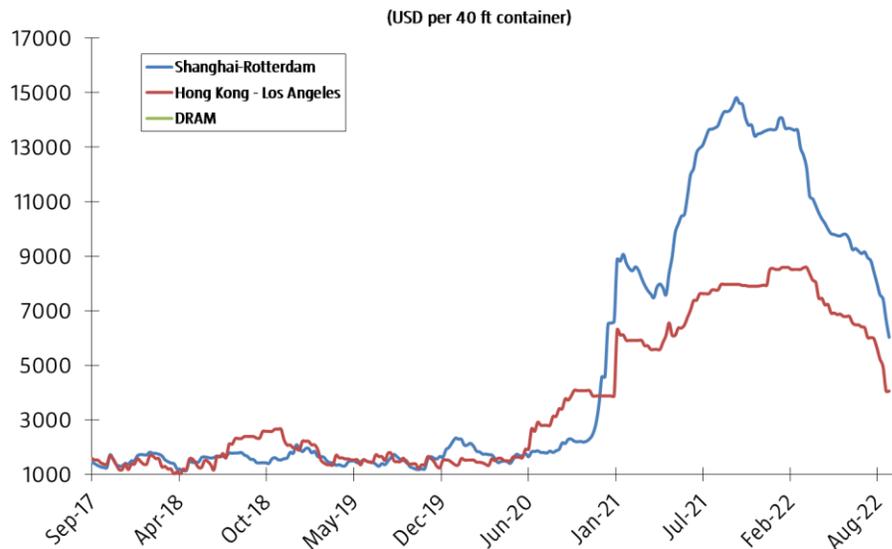
L'aspetto diverso di questo ciclo è che la redditività aziendale e i margini operativi possono rimanere molto più elevati. In un settore abituato alla deflazione, prezzi piatti combinati con una crescita della domanda del 15-20% annuo e una crescita costante della produttività sono una combinazione potente per gli azionisti. Sebbene le stime degli utili a termine siano già state dimezzate o anche di più, questa volta, in assenza della solita saturazione dell'offerta, non assisteremo a perdite nel settore! I price to book delle "tre grandi" (Samsung, Hynix e Micron) sono vicini ai minimi storici, mentre il settore è diventato molto più sano. Se riusciamo a convincere queste aziende a fare un lavoro migliore e a "condividere la ricchezza" (sì, è una sfida, soprattutto in Corea del Sud), questo dovrebbe essere un buon momento per prendere in considerazione investimenti in questo settore ciclico alla vigilia di una recessione.

Il ciclo dei semiconduttori: buone notizie dall'inflazione



Fonte: InSpectrum Tech, Bloomberg, Robeco

Le tariffe dei container stanno tornando nella norma



Fonte: Drewry, Bloomberg, Robeco

Parte 2 – Le navi

Allo stesso modo, il settore dei trasporti marittimi non contribuisce più all'inflazione: le tariffe dei container sono diminuite drasticamente negli ultimi 12 mesi. Le tariffe dalla Cina all'Europa hanno raggiunto un picco di 15.000 dollari per container da 40 piedi e ora sono scese a circa 6.000 dollari. Tuttavia, rimangono molto più alte rispetto ai ai 2.000 dollari registrati nel 2019. Questo è il risultato del consolidamento in tre alleanze principali negli ultimi 20 anni. In questo caso, gli investitori vengono pagati, con dividend yield che si attestano facilmente al 20-30%, anche se non sostenibili. I profitti degli spedizionieri erano soliti scomparire nei cicli negativi, mentre ora rimarranno redditizi, visti i livelli di flussi di cassa.

Una storia simile di disciplina dell'offerta si applica alla maggior parte dei mercati delle materie prime. Gli analisti macro non si fidano dei numeri relativamente solidi per questi settori profondamente ciclici. Tuttavia, dobbiamo essere consapevoli che la dinamica domanda-offerta è cambiata per sempre. Certo, i prezzi scenderanno quando la recessione colpirà la domanda, ma gli utili e i dividendi non scompariranno. Le aziende hanno ancora il potere di determinazione dei prezzi per proteggersi dall'inflazione. Il jolly è rappresentato dai governi con problemi di liquidità che potrebbero cercare di aumentare l'imposizione fiscale su queste aziende, più inquinanti della media. L'Europa e il Regno Unito hanno già annunciato policy in questa direzione.

Cosa implica tutto questo per un investitore multi-asset, per il quale l'asset allocation è fondamentale? L'aumento delle valutazioni azionarie dipende essenzialmente dalla crescita degli utili societari; ne consegue che le azioni sono un'alternativa preferibile alle obbligazioni, che sono più sensibili all'inflazione e ai tassi d'interesse. L'erosione della domanda comporterà una diminuzione dei prezzi, ma grazie alla disciplina degli investimenti non torneremo presto alla deflazione. Le imprese possono dunque rimanere relativamente redditizie anche durante la prossima recessione. Gli acquirenti di beni godranno presto di un certo sollievo. Le spedizioni di prodotti dalla Cina all'Occidente erano diventate in molti casi proibitive, e procurarsi chip per alimentare le auto elettriche era diventato praticamente impossibile. Le catene di approvvigionamento stanno in definitiva tornando alla normalità. Così, chi ha ancora soldi può comprare di nuovo quello che desidera. L'inflazione dei beni scenderà rapidamente nei prossimi mesi, ma non torneremo ai tempi della deflazione. Le azioni dovrebbero comunque offrire una protezione migliore rispetto alle obbligazioni, viste le prospettive di chip e navi.

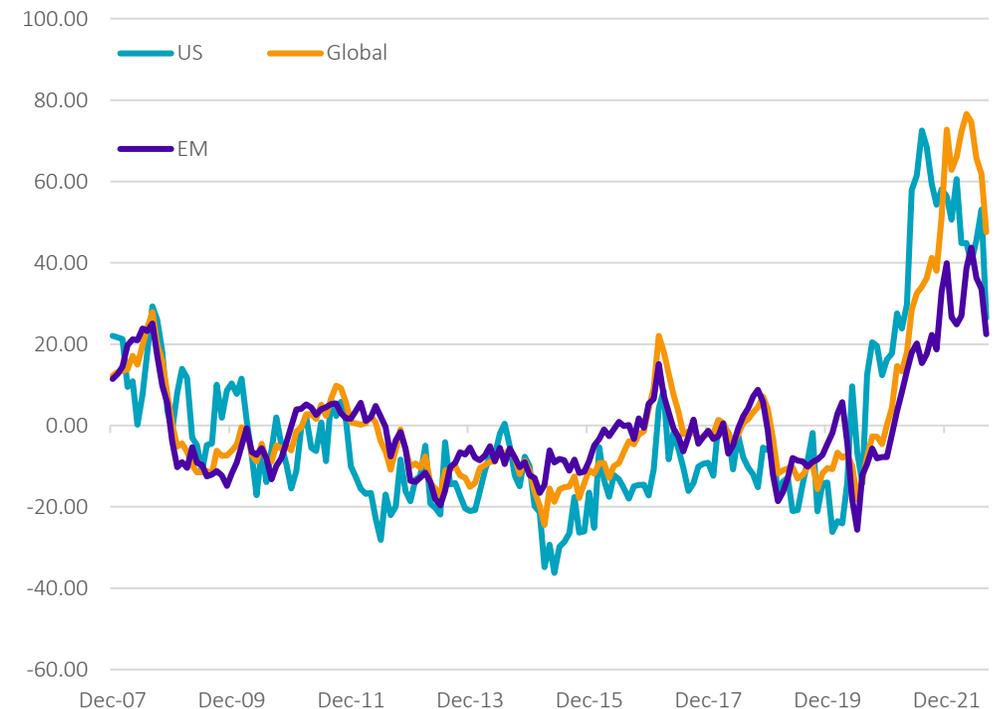
Secondo i dati di S&P Global PMI, gli indicatori manifatturieri principali hanno registrato un'ampia contrazione a settembre, con l'Eurozona che ha segnalato una contrazione dell'attività manifatturiera per il terzo mese consecutivo. In Germania, l'indice IFO delle prospettive a sei mesi dei produttori è estremamente negativo e si avvicina ai minimi osservati durante il picco della crisi finanziaria globale. L'indicatore anticipatore composito dell'OCSE è già al livello più basso dalla crisi finanziaria globale.

La sicurezza energetica è l'obiettivo principale dell'Europa. I prezzi spot del gas sono diminuiti fortemente negli ultimi mesi, passando da un picco di 640 euro a 240 euro, e il razionamento nel cuore della Germania potrebbe essere evitato, dato che il 23 settembre gli impianti di stoccaggio del gas erano vicini alla capacità del 91%. Un inverno rigido avrebbe comunque un impatto sull'attività industriale. Le linee guida dell'UE per ridurre il consumo di gas del 15%, il rischio di sabotaggio delle infrastrutture energetiche e la bassa produzione nucleare della Francia, dovuta al fatto che metà delle centrali elettriche sono fuori servizio per manutenzione, sono altri ostacoli a una ripresa dell'attività industriale.

Nel Regno Unito, il mini-bilancio proposto dal nuovo governo si è gravemente ritorto contro, con la Banca d'Inghilterra che è intervenuta per prevenire l'instabilità finanziaria acquistando obbligazioni a lunga scadenza. I Paesi dell'Eurozona hanno aumentato il sostegno fiscale per mitigare l'impatto della crisi energetica, con pacchetti che hanno raggiunto l'1-5% del PIL. La Germania ha annunciato uno "scudo protettivo" per i consumatori e le imprese del valore di 200 miliardi di euro per mitigare l'aumento dei prezzi dell'energia.

Le sorprese sull'inflazione tornano a scendere

Citi Inflation Surprise Index



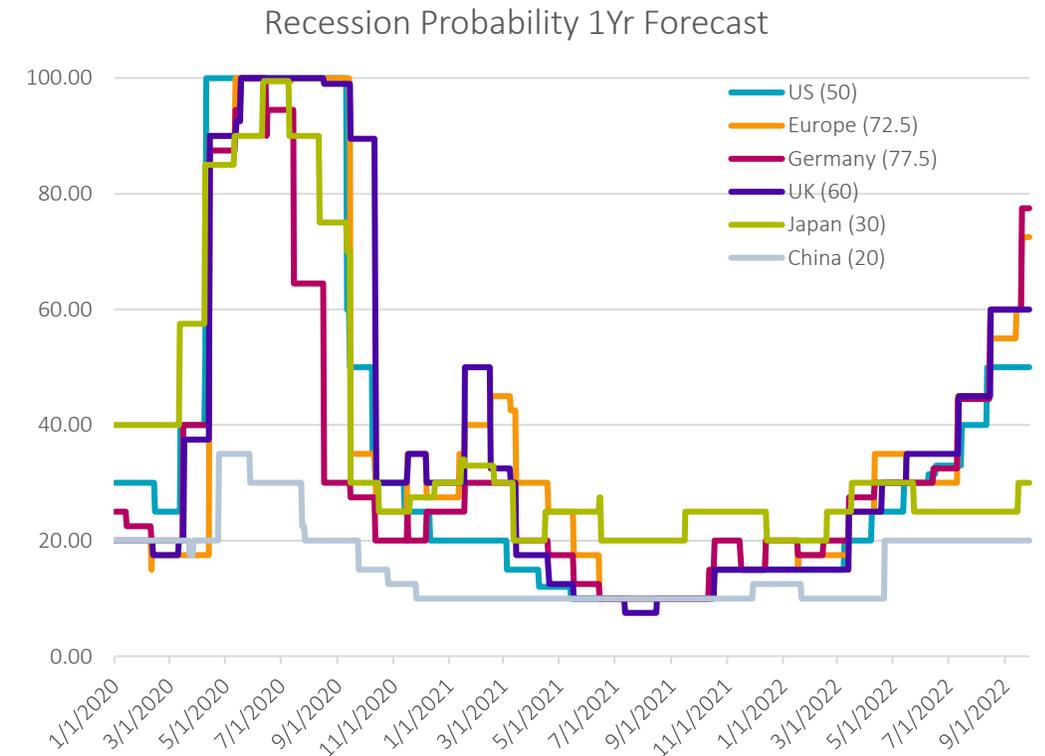
Fonte: Bloomberg, Citi & Robeco

A differenza del Regno Unito, la Germania ha dichiarato che ripristinerà il freno costituzionale al debito e non perseguirà l'espansione fiscale.

Negli Stati Uniti, gli indicatori anticipatori compositi del settore manifatturiero sono ancora positivi, con l'indice sottostante dei nuovi ordini che si è spostato in territorio espansivo dopo la contrazione estiva. Il nowcast del PIL di Atlanta per il 3° trimestre indica un tasso di crescita annuale destagionalizzato del +0,3%, il che segnalerebbe che gli Stati Uniti si scrolleranno di dosso la recessione tecnica del primo semestre nel 2022. I prezzi della benzina sono scesi dopo il picco estivo. Tuttavia, l'accessibilità delle abitazioni sta peggiorando a causa dell'impennata dei tassi ipotecari a 30 anni, ben al di sopra del 5%. L'aumento generale dei rendimenti reali e la riduzione dei livelli di risparmio inibiscono inoltre la spesa dei consumatori.

La Cina sta ancora lottando contro una crisi immobiliare e sanitaria, ma i segnali di un calo dell'attività si stanno consolidando. Chengdu è uscita dal blocco a metà settembre. La crescita della massa monetaria in Cina è aumentata nel 2° trimestre e le spese per le infrastrutture e le vendite al dettaglio hanno sorpreso in positivo. Tuttavia, il crollo del mercato immobiliare (20% dell'attività complessiva) e le chiusure di Covid continuano a frenare la volontà e la capacità dei consumatori di spendere la liquidità in eccesso.

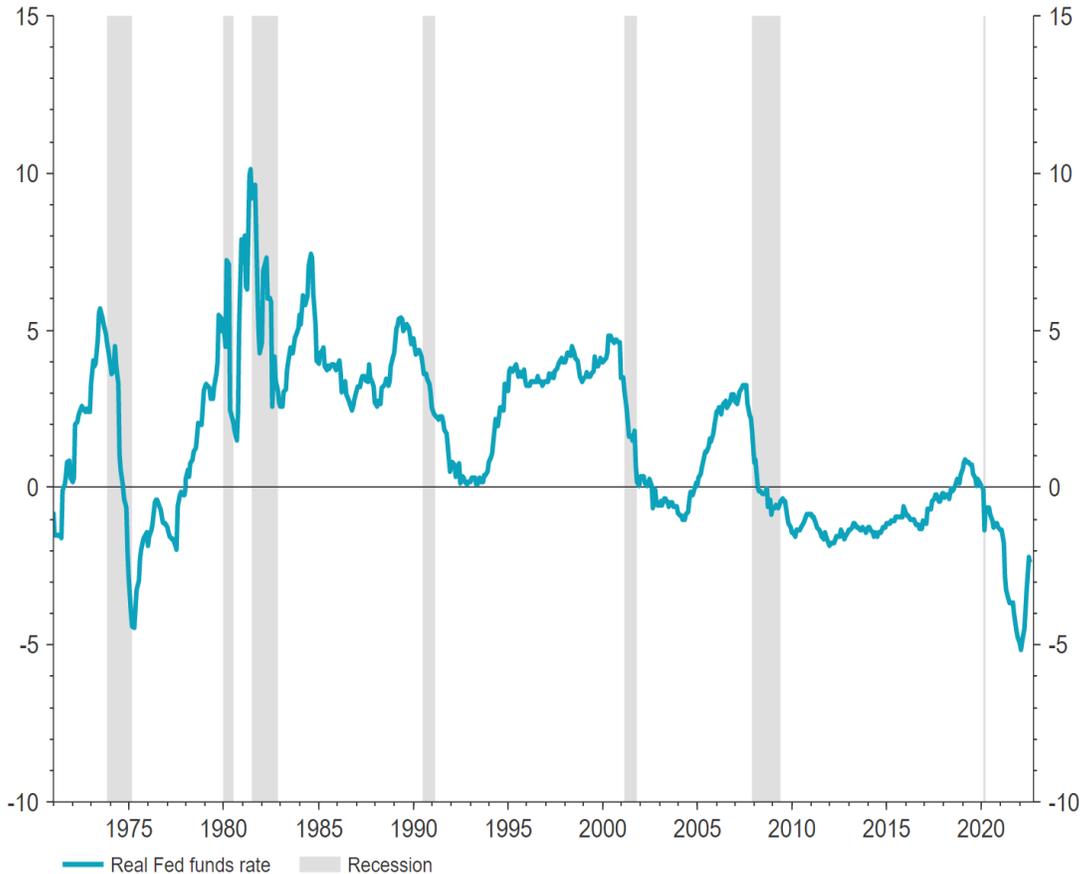
La recessione si sta avvicinando?



Fonte: Bloomberg, Deutsche bank & Robeco

Economia (III)

Il tasso reale di policy della Fed è ancora negativo; è in corso un ulteriore irrigidimento



Source: Refinitiv Datastream

Fonte: Refinitiv, Robeco

8 Tutti i dati di mercato al 30 settembre, se non diversamente indicato

Le banche centrali delle economie sviluppate sono ancora in piena modalità di lotta all'inflazione e stanno rapidamente rialzando i tassi. La Fed ha inasprito i tassi di riferimento di altri 75 punti base e la BCE ha seguito con un inatteso rialzo di 75 punti base. I mercati si aspettano ora un altro rialzo di 75 punti base da parte della BCE in ottobre e prevedono che la Fed concluderà il ciclo nella prima metà del 2023 con un tasso di Fed funds del 4,5%. Inoltre, gli operatori di mercato si aspettano che la Fed rimanga al 4,5% fino al terzo trimestre del 2023. Anche la Banca del Giappone si è espressa in merito all' indesiderato ulteriore deprezzamento dello yen per la prima volta dal 1998, pur non segnalando ancora un cambiamento di politica monetaria.

In prospettiva, lo slancio macroeconomico negli Stati Uniti probabilmente rallenterà nel breve termine, mentre l'impatto del più significativo ciclo di inasprimento della Fed diventerà più visibile verso la fine dell'anno. L'accessibilità delle abitazioni è già peggiorata dopo che i tassi dei mutui a 30 anni sono saliti al 6,3%. I risparmi in eccesso delle famiglie si sono esauriti, come dimostra l'aumento a due cifre del credito rotativo nell'anno in corso. Con il calo del tasso dei licenziamenti, la crescita dei salari sembra essersi stabilizzata negli ultimi mesi. In Cina, la riconferma di Xi Jinping alla presidenza per un terzo mandato al Congresso del Partito di ottobre potrebbe portare a un graduale allentamento della Zero Covid policy in vista dell'Assemblea nazionale del popolo dei marzo 2023.

Informazioni Importanti

Robeco Institutional Asset Management B.V., è autorizzata quale gestore di Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (OICVM) e in Fondi di Investimento Alternativo (FIA) (“Fondo/i”) dall’Autorità Olandese di vigilanza sui mercati finanziari con sede ad Amsterdam. Il presente documento di marketing è inteso esclusivamente per gli investitori istituzionali, definiti quali investitori qualificabili come clienti professionisti, che abbiano richiesto di essere trattati come tali o che siano autorizzati a ricevere tali informazioni ai sensi delle leggi applicabili. Robeco Institutional Asset Management B.V. e/o le sue società collegate, affiliate e controllate, (“Robeco”) non saranno in alcun caso responsabili di eventuali danni derivanti dall’utilizzo del presente documento. Gli utilizzatori di dette informazioni che erogano servizi di investimento all’interno dell’Unione Europea sono responsabili della valutazione della propria idoneità a riceverle in conformità al Regolamento MiFID II. Nella misura in cui tali informazioni rientrano tra i benefici non monetari minori ragionevoli e accettabili di cui al MiFID II, gli utilizzatori che erogano servizi di investimento all’interno dell’Unione Europea sono tenuti a rispettare i requisiti vigenti in materia di contabilità e trasparenza. Il contenuto del presente documento si basa su fonti di informazione ritenute attendibili ed è privo di qualsiasi tipo di garanzia. Il presente documento non può essere considerato completo in mancanza di ulteriori spiegazioni. Ogni parere, stima o previsione potrà essere modificato in qualsiasi momento senza obbligo di preavviso. In caso di dubbi, rivolgersi a un consulente indipendente. È finalizzato a fornire all’investitore professionista informazioni generali sulle strategie specifiche di Robeco, ma non è una ricerca di Robeco in materia di investimenti e non costituisce una raccomandazione di investimento né una consulenza per l’acquisto o la vendita di determinati titoli o prodotti di investimento né per l’adozione di determinate strategie di investimento, né tanto meno una consulenza in ambito legale, contabile o fiscale. Tutti i diritti relativi alle informazioni contenute nel presente documento sono e rimarranno proprietà di Robeco. Questo materiale non può essere copiato o utilizzato con il pubblico. La copia o riproduzione (di parti) di questo documento in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo sono vietati senza il previo consenso scritto di Robeco. Gli investimenti implicano rischi. Prima di investire occorre prendere atto che il capitale iniziale non è garantito. Gli investitori devono assicurarsi di aver compreso appieno i rischi associati ai prodotti e ai servizi che Robeco eroga nei paesi in cui sono domiciliati. Gli investitori dovrebbero inoltre tener presente i propri obiettivi di investimento e i propri livelli di tolleranza al rischio. I rendimenti storici sono forniti a mero scopo orientativo. Il prezzo delle quote potrebbe subire oscillazioni e i risultati ottenuti in passato non sono in alcun modo indicativi delle performance future. Qualora la valuta in cui è espressa la performance sia diversa dalla valuta del paese in cui l’investitore risiede, allora si deve tenere presente che, a causa delle oscillazioni dei tassi di cambio, la performance indicata potrebbe risultare maggiore ovvero minore una volta convertita nella valuta locale dell’investitore. I dati sulla performance non tengono conto delle commissioni e delle spese sostenute per la contrattazione dei titoli contenuti nei portafogli dei clienti e per l’emissione o il riscatto di quote. Salvo laddove diversamente specificato, i prezzi utilizzati per le cifre relative alla performance dei Fondi lussemburghesi sono i prezzi operativi di fine mese al netto delle commissioni fino al 4 agosto 2010. A partire dal 4 agosto 2010, i prezzi operativi al netto delle commissioni saranno quelli del primo giorno lavorativo del mese. I dati riferiti al rendimento rispetto al benchmark mostrano i risultati della gestione degli investimenti al netto delle commissioni di gestione e/o di performance; i rendimenti del Fondo implicano il reinvestimento dei dividendi e sono basati sul valore patrimoniale netto ai prezzi e ai tassi di cambio in vigore al momento della valutazione del benchmark. Per ulteriori dettagli si rimanda al prospetto informativo del Fondo. La performance viene riportata al netto delle commissioni di gestione degli investimenti. Le spese correnti di cui al presente documento corrispondono a quelle riportate nell’ultima relazione annuale del Fondo alla data di chiusura dell’ultimo anno solare. Il presente documento non è destinato alla distribuzione a – né all’utilizzo da parte di – persone o organismi che siano cittadini, residenti o ubicati in luoghi, stati o paesi o altra giurisdizione nei quali tale distribuzione, pubblicazione, disponibilità o utilizzato sarebbe contrario alla legge o alle normative locali, oppure che costringerebbero il Fondo o Robeco Institutional Asset Management B.V. a rispettare un obbligo di registrazione o di autorizzazione in tale giurisdizione. La decisione di sottoscrivere azioni di un Fondo offerto in una giurisdizione specifica deve avvenire unicamente sulla base delle informazioni contenute nel prospetto, informazioni che possono divergere da quelle contenute nel presente documento. I potenziali sottoscrittori di azioni debbono informarsi dell’eventuale esistenza di requisiti legali applicabili, di regolamenti di controllo dei cambi e di imposte applicabili nei loro paesi di cittadinanza, residenza o domicilio. Le informazioni eventualmente contenute in questo documento si qualificano nella loro interezza in riferimento al prospetto, e andrebbero sempre lette unitamente al prospetto stesso. Informazioni dettagliate sul Fondo ed i rischi associati sono contenuti nel prospetto. Il prospetto e il Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori relativi ai Fondi Robeco sono disponibili gratuitamente su www.robeco.com.

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Italia

Il presente documento è destinato esclusivamente all’uso da parte di investitori qualificati e di clienti professionali privati (come definito dall’Articolo 26 (1) (b) e (d) del Regolamento Consob N. 16190 del 29 ottobre 2007). Se messo a disposizione di distributori e di soggetti autorizzati dai distributori a condurre attività promozionali e di marketing, esso potrà essere utilizzato esclusivamente per le finalità per le quali è stato concepito. I dati e le informazioni contenute nel presente documento non possono essere utilizzate per comunicazioni con le autorità di vigilanza. Il presente documento non contiene informazioni volte a determinare, nel concreto, la propensione all’investimento e, di conseguenza, non può e non dovrebbe costituire la base di decisioni di investimento di alcun genere.

Ulteriori informazioni circa i fondi/servizi a marchio RobecoSAM

Robeco Switzerland Ltd, indirizzo postale Josefstrasse 218, 8005 Zurigo, Svizzera è autorizzato quale gestore patrimoniale di investimenti collettivi dalla Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA. Gli strumenti finanziari e le strategie di investimento a marchio RobecoSAM che fanno riferimento a tali strumenti finanziari sono generalmente gestiti da Robeco Switzerland Ltd. RobecoSAM è il marchio registrato di Robeco Holding B.V. Il marchio RobecoSAM viene utilizzato per commercializzare servizi e prodotti che riflettono l’esperienza di Robeco in ambito di investimento sostenibile (SI). Il marchio RobecoSAM non costituisce una persona giuridica separata.