

FLYING ABOVE CLOUDS

VEN-TO

Flying above clouds: perchè?

I risultati realizzati dalle attività finanziarie nel corso del 2023, quasi tutte, sono stati positivi e decisamente superiori rispetto alle aspettative di inizio anno degli investitori. Stretta monetaria, normalizzazione dei livelli dei prezzi di energia e materie prime, raffreddamento del mercato del lavoro si sono sincronizzati magicamente, dando vita a un "soft-landing" tanto improbabile quanto difficile da pronosticare.

Nel compendio presentiamo la nuova composizione del nostro universo di riferimento ed esplicitiamo le prospettive congiunturali di riferimento per la determinazione di asset-allocation e stock-picking dei portafogli di Tesoreria, Credito Strategico e Azionario della ricerca di VEN-TO.

Il titolo di copertina "Flying above clouds"? Riproduce un'immagine che ci ronza in testa da qualche mese: l'aereo (il mercato), pilotato da equipaggio rodato (policy-maker), vola spedito sopra le nuvole (instabilità geopolitica diffusa, spettro Trump, fragilità congiunturale) per portare a destinazione i passeggeri (risparmiatori e investitori) sballottati da correnti e vuoti d'aria. Per portare a casa ritorni assoluti positivi nel 2024....ci toccherà continuare a confidare nelle capacità dell'equipaggio di sfiorare le nuvole....e tenere allacciate le cinture.

Si parte!

Le convinzioni-chiave di VEN-TO per il 2024

Macro & Micro











- 1 - la crescita di economia globale rimane debole e decisamente inferiore a potenziale;
- 2 - disinflazione DM e EM permette allentamento sincronizzato di stretta monetaria;
- 3 - livelli di occupazione rimangono sostanzialmente stabili sia in US che in Europa;
- 4 - FED funds YE24 @ 4%; BOE 3.75%, ECB 3%; curve tasso USD/GBP/EUR rimangono piatte ed eseguono flattening ulteriore;
- 5 - global CRE crisis? solo per aziende dotate di struttura finanziaria fragile...i valori immobiliari riprendono a crescere;
- 6 - i consumi privati realizzano tassi di crescita contenuti in tutti i DM, schiacciati da perdite di potere d'acquisto e da rarefazione di credito al consumo;
- 7 - la redditività organica di banche e assicurazioni si stabilizza su livelli che consentono comoda remunerazione di costo del capitale; fintech soffre il ritorno di banca;
- 8 - flusso di M&A, favorito da stabilizzazione premi per il rischio e da necessità di realizzare sinergie, riparte, impetuoso, anche in Europa;

Mercato

- 9 - il reddito fisso produce risultati positivi - ma affatto spettacolari - grazie, di nuovo, al credito;
- 10 - i volumi di primario IG EUR realizzano nuovo picco; HY EUR sottoperforma IG EUR in modo lieve;

A - fuori classifica; distensione graduale dei rapporti US/Cina favorisce recupero di interesse per mercati asiatici, tutti.

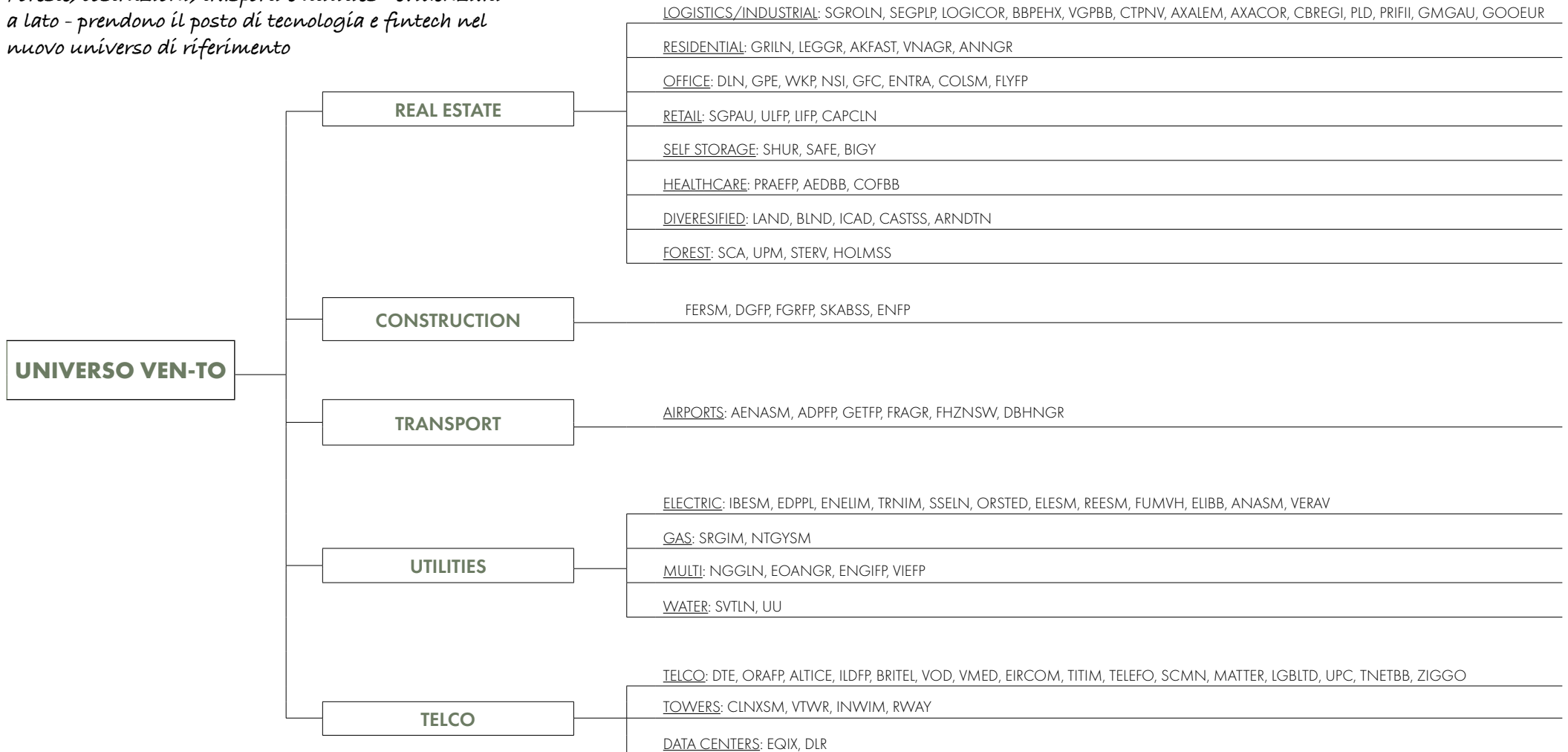
Verifica delle previsioni 2023 elaborate dagli analisti VEN-TO

1.	"Il roll-down delle aspettative per l'inflazione europea e statunitense "core" sarà rapido e concentrato nella prima parte del 2023"		Il roll-down di aspettative si è effettivamente verificato, ma è successo soprattutto in 2H23
2.	"Le prospettive per la congiuntura europea e statunitense deterioreranno gradualmente nel corso di 1H23 e il PIL EU e USA potrebbero mettere a segno tassi di crescita assoluta negativa in 2H23"		la congiuntura europea - resa fragile da tensioni geopolitiche - è effettivamente deteriorata nel corso di 2023; l'economia statunitense, al contrario, ha accelerato nell'ultima parte del periodo, concludendo il 2023 a +3.3% YoY in 4q
3.	"I livelli di occupazione nei DM subiranno un lieve ridimensionamento nel corso dell'anno"		il mercato del lavoro in Europa e negli USA non è più esuberante come nel 2022; previsione corretta
4.	"La stretta monetaria di FED e ECB non sarà allentata in modo significativo nel corso dell'anno"		corretto, la stretta monetaria è stata addirittura serrata nel corso del periodo
5.	"L'appiattimento delle curve governative EUR e UST, se succederà, si svolgerà mediante bear-flattening"		corretto, bear flattening successo in tutti i DM, soprattutto a fine 2023
6.	"I differenziali di credito IG/HY denominati in EUR e in USD realizzeranno volatilità contenute W(decisamente inferiori a quelle realizzate nel corso del 2022) nell'anno in corso"		corretto, i differenziali di credito di tutti i comparti del mercato hanno realizzato compressioni anche impetuose nel periodo
7.	"Le correlazioni tra le performance di tutti i mercati rimarranno elevate"		correttissimo, credito e azionario si muovono in sincronia perfetta, su base di correlazioni stabili
8.	"Le strategie di investimento "value" riusciranno, anche nel corso del 2023, a sovraperformare le strategie di investimento "growth"		il re-rating del "value" ha funzionato solo per il comparto FINL; growth, soprattutto in US, ha funzionato bene
9.	"I differenziali di credito di Telco e REIT, sia in EUR che in USD e sia in IG che in HY, chiuderanno il 2023 su livelli sensibilmente inferiori rispetto a quelli attuali"		corretto, i differenziali di credito di tutti i comparti del mercato hanno realizzato compressioni impetuose nel periodo
10.	"Il volume M&A nel Telco e nel REIT europei potrà raggiungere dimensioni record nel biennio 2023-24"		nel telco europeo VOD, TITIM, TNETBB coinvolte in M&A trasformativo; nel comparto REIT è successo pochino (LMP + LXI, Tritax).....ma il 2024 è ancora tutto da fare

Hit ratio elevato per le previsioni 2023 (fuori consensus!) elaborate da VEN-TO nel 2023; andrà bene anche nel 2024

Il nuovo universo di VEN-TO diventa più “smart”: Forest, Construction, Transport e Utility prendono il posto di Tech e Fintech

Foreste, costruzioni, trasporti e utilities - evidenziati a lato - prendono il posto di tecnologia e fintech nel nuovo universo di riferimento



Asset-allocation di inizio 2024: credito Neutral, duration UW, equity OW

I portafogli di credito 2024 della ricerca di VEN-TO - rivisitati nelle prime settimane dell'anno, ampliati e rimodulati in base alla nuova asset-allocation di riferimento - sono poveri di duration EUR e di rischi di credito IG "esotici" e/o HY. Le dimensioni dei portafogli convertibile e azionario risultano ampliate rispetto al passato per favorire l'implementazione di nuova asset-allocation di riferimento.

La nuova asset-allocation EUR della ricerca VEN-TO risulta prudente nei confronti dei rischi di tasso e di credito, (IG Neutral e HY Undersized), ma decisamente costruttiva nei confronti del rischio dell'azionario REIT (OW), Telco (OW), Utilities (OW) e Infrastructure (OW).

La nuova asset-allocation US\$ risulta costruttiva nei confronti di selezionati rischi di tasso (OW per parte breve e intermedia di curva Treasury) e prudente nei confronti dei rischi di credito (IG Neutral e HY Undersized). I REIT statunitensi, dotati di valutazioni relative premium vs. a quelle di omologhi europei e asiatici, sono Neutral.

* nelle celle evidenziate in grigio si individua AA VEN-TO relativa a 2H23

Asset-allocation tattica Eur

	UW	N	OW
Duration			
0-2			X
3-5	X		
6-10	X		
+11	X		
Credit			
IG		X	
HY	X		
HYB/SUB	X		
CONVERT		X	
Equity			X

Key overweight:

- corporate IG con maturità inferiore a 2Y;
- azioni REIT, UTIL, TELCO, INFRA;

Key underweight:

- long/intermediate tenors corporate IG e HY.

Asset-allocation tattica USD

	UW	N	OW
Duration			
0-2			X
3-5			X
6-10		X	
+11		X	
Credit			
IG		X	
HY	X		
HYB/SUB		X	
CONVERT		X	
Equity		X	

Key overweight:

- corporate IG con maturità breve;
- corporate IG con maturità intermedia;

Key underweight:

- HY.

Le valutazioni del reddito-fisso? Sono diventate (molto) meno attraenti rispetto a quelle di inizio 2023. Real-asset ed equity-value top-pick

I rischi di tasso? Mal prezzati

A inizio 2024 le conformazioni delle curve di tasso EUR, GBP e USD raccontano tutte la stessa storia: ECB, BOE e FED al-lenteranno le condizioni di rifinanziamento in modo consistente nel corso dell'anno, inseguendo un ciclo di disinflazione costante e lineare già in realizzazione. La nostra passione per la storia economica ci insegna che una deflagrazione inflazionistica trasformativa per le strutture di domanda e offerta come quella che abbiamo vissuto nel biennio 2021-22 comporterà recrudescenze - sia di inflazione che di risposta da parte di policy-maker - e volatilità residuale. E allora rifugiamo le impostazioni dei nostri portafogli di ricerca in un comodo sottopeso di duration, lasciando OW solo per monetario e intermedio US\$.

I premi per i rischi di credito? Appropriati

La rapida disinflazione successa negli ultimi trimestri ha interrotto l'inasprimento della stretta monetaria in tutti i DM e favorito una naturale dinamica di compressione dei risk premia in tutte le asset-class. Il credito di REIT, Telco, Utility e Infrastructure, settori IG ricchi di emittenti ultra-patrimonializzati, ha già ben performato nelle prima fase di ritracciamento (nell'alveo di normalità) delle prospettive per l'inflazione DM e risulta valutato in modo razionale.

Corporate IG: Neutral

Le valutazioni del credito EUR/US\$ IG REIT, Telco, Utility e Infrastructure, dopo le peripezie del quadriennio 2020-23, sono tornate poco distanti dalla normalità all'inizio del 2024, ma rimangono ancora relativamente attraenti vs. ai livelli pre-COVID. I crediti senior e sub degli emittenti inclusi nel nostro universo di riferimento ci sembrano, anche dopo il rally

di fine 2023, valutati in modo coerente con le prospettive di congiuntura e con quelle più specifiche di evoluzione di redditività e di struttura finanziaria degli emittenti, ma inadatti a meritare un ruolo di perno nelle nostre nuove strategie di investimento. Decompressioni dei premi per i rischi di credito e graduale incremento di volatilità per i prezzi del credito cash potranno favorire una rivisitazione della stance prudente nei prossimi trimestri.

Corporate HY: Underweight

Il credito HY, riprezzato in fretta e in modo disordinato, nell'ultima parte del 2023, ci sembra l'area valutata in modo meno appropriato e meno attraente di tutto il nostro orizzonte investibile. Le valutazioni dei crediti EUR BB+/BB hanno già realizzato una convergenza sostanziale in direzione di valutazioni di comparto BBB- più liquido, più presidiato e meno/meglio levereggiato: il senso dei premi per il rischio ultra-compressi di HY EUR, lo ammettiamo, ci risulta oggi difficile da comprendere. Nei nostri portafogli di ricerca ci permettiamo un sottopeso strutturale per l'asset-class, in attesa di una decompressione (che deve essere sostanziale) che ricrea spazi e possibilità di trading.

Azioni REIT, TMT, Utility, Infra: Overweight

E' nell'azionario, nello strato più subordinato della struttura finanziaria dei nostri emittenti, che si celano le opportunità di impiego più attraenti secondo la ricerca di VEN-TO. Riusciranno il ritorno di earnings momentum, l'abbondanza di cash-flow, la possibilità di procedere alla realizzazione di buy-back opportunistici, il recupero di comunicazione di guidance reddituali di breve e medio-periodo e le valutazioni attraenti a favorire l'interesse degli investitori per le azioni di

REIT, Utility, Telco e Infrastructure nel corso del 2024? L'innescò più probabile di una rotazione che favorisce le strategie azionarie value/income a scapito di quelle growth? Solo in 2H24, dopo lo scollinamento (dei pivot) di FED, BOE e ECB.

Credito Strategico VEN-TO 2024: poche le nuove proposte di impiego (yawn)

I portafogli di credito strategico VEN-TO hanno subito un de-risking profondo all'inizio del 2024, de-risking che si è svolto secondo le seguenti linee-guida:

1. la dimensione del portafoglio di credito strategico è passata da un peso di 52/80 (65%) a un peso di 39/77 (50%) nel contesto del portafoglio VEN-TO;
2. la rappresentazione di HY EUR e US\$, Underweight nella nuova proposta di AA, è stata dimezzata rispetto a 4q23;
3. le uscite di legacy FINL dal portafoglio non sono state riciclate in nuove posizioni;
4. le uscite di monetario, in direzione del portafoglio di Tesoreria, non sono state riciclate in nuove posizioni;
5. la ponderazione di tutte le posizioni incluse nel portafoglio è stata ricondotta a 1.

Le valutazioni-obiettivo per le obbligazioni incluse nel portafoglio, all'inizio del 2024, distano solo 12% (in termini di ASW target) dalle valutazioni attuali = il portafoglio di credito strategico VEN-TO non è adatto, dal nostro punto di vista, a beneficiare di rivalutazioni cospicue nei prossimi mesi, ma piuttosto alla generazione di cash-flow modesti, ma poco volatili.

Perchè - vi chiederete, ci sono poche emissioni dei nuovi emittenti nel nuovo portafoglio di credito strategico VEN-TO? Perchè gli emittenti entrati a far parte del nostro coverage hanno struttura finanziaria prudente e bene organizzata...e sono quasi sempre HG = nel comparto HG, sia in EUR che in US\$, le possibilità di impiego "smart" delle risorse sono oggi modeste.

Entra a far parte del portafoglio convertibile l'emissione snr uns EUR BBB+ IBESM 0.8 12/27, un'emissione che ci piace e che consente un ingresso opportunistico nei mezzi propri di Iberdrola, la utility iberica che preferiamo. Le curve di credito e l'equity story di IBESM saranno oggetto di un approfondimento specifico nei prossimi mensili della ricerca VEN-TO.

VEN-TO