

# OLTRE LA NEBBIA

## ASSET ALLOCATION OUTLOOK

“

**Nel 2023 le economie saranno accompagnate ad un Soft o Hard landing?**

**Claudio  
Basso**

Chief Investment Officer,  
Global Head of Asset Allocation e  
Coordinatore del Comitato  
Asset Allocation del Gruppo,  
Lussemburgo



### I principali fattori che potrebbero influenzare i mercati finanziari nel 2023

Il 2022 ha visto il mercato delle obbligazioni, da quelle sovrane a quelle societarie, subire una violenta correzione, mentre le azioni hanno sperimentato un mercato “orso” piuttosto mite (con l’eccezione dei titoli growth, sui quali si era formata una bolla speculativa).

Le prospettive per il 2023 sono più rosee, soprattutto per quanto riguarda la possibilità che le strategie bilanciate tornino a funzionare correttamente (evento probabile quando le banche centrali smetteranno di alzare i tassi).

Vediamo più nel dettaglio i fattori che potrebbero avere l’impatto più significativo sull’evoluzione dei mercati finanziari nel corso del 2023:

**1. L’inflazione** dovrebbe iniziare ad attenuarsi gradualmente nel corso del 2023, considerando che alcune delle componenti transitorie che hanno fatto ripartire l’inflazione nel 2021 (l’aumento dell’offerta di moneta, i “colli di bottiglia” legati alle materie prime, i costi di trasporto) si stanno attenuando.

Ciononostante, le componenti “stabili” dell’inflazione continuano a salire o a stabilizzarsi su livelli piuttosto elevati. Il rischio che si verifichino effetti di secondo livello non è trascurabile.

È quindi possibile che questa possa stabilizzarsi intorno al 4%-5% negli Stati Uniti e a livelli un po’ più alti in Europa, ma è improbabile che l’obiettivo del 2% delle banche centrali venga raggiunto nel 2023, a meno di una grave recessione. La riapertura della Cina e uno scenario di soft landing potrebbero invece portare a un’inflazione più resistente.

**2. Banche centrali.** Le decisioni di politica monetaria dipenderanno dalla rapidità con cui l’inflazione si modererà: più lento sarà il calo dell’inflazione, più aggressive dovranno rimanere le banche centrali. La storia dimostra che la Fed non ha mai smesso di aumentare i tassi prima che questi fossero inferiori all’inflazione.

Il passaggio delle banche centrali ad una politica più accomodante dovrebbe avvenire nel 2023.



La Fed potrebbe farlo già nella prima metà dell'anno, mentre altre banche centrali potrebbero decidere di anticipare, considerando che le loro economie sono più deboli di quella statunitense. Questo cambiamento non significa necessariamente uno scenario positivo per i mercati finanziari. Le banche centrali e la Fed, in particolare, hanno ribadito che i tassi di interesse resteranno alti ancora a lungo, mentre le curve scontano tagli dei tassi subito già per il 2023.

Inoltre, le banche centrali avvertono ripetutamente che il "terminal rate" atteso (il livello a cui ci si aspetta che la banca centrale interrompa l'aumento dei tassi) dal mercato è troppo basso rispetto a quello che probabilmente sarà il livello dei tassi quando il ciclo di rialzo sarà terminato.

Questa discrepanza tra le aspettative del mercato e le dichiarazioni delle banche centrali potrebbe essere fonte di volatilità sia per le azioni che per le obbligazioni

**3. Quantitative Tightening (QT):** La Fed continuerà a ridurre il proprio bilancio come annunciato in estate (-95 miliardi di dollari al mese). Si stima che ogni riduzione di 100 miliardi di dollari del bilancio della Fed equivalga a un aumento di circa 10-12 punti base dei tassi ufficiali. Al QT della Fed si aggiungerà quello della BCE (con pressioni probabili sull'economia europea e sugli spread delle obbligazioni periferiche).

In ogni caso, le banche centrali saranno attente a preservare la stabilità dei mercati finanziari, e potrebbero cambiare atteggiamento qualora le loro decisioni portino i mercati a divenire disfunzionali.

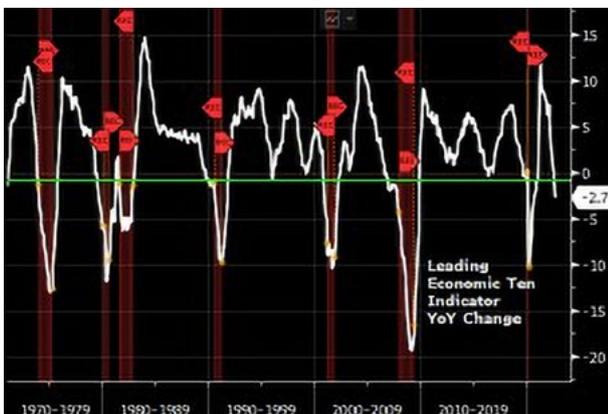
### Soft o hard landing?

I dati "soft" (sentiment, fiducia) sono a livelli estremamente deboli, il che normalmente suggerisce una recessione imminente. La variazione anno su anno registrata dal Leading Economic Index del Conference Board è fra i più affidabili, avendo previsto tutte le recessioni (tranne quella causata dal Covid) quando inferiore a -1.

Al contrario, i dati "hard" (consumi, spesa, mercato del lavoro) ritraggono un'economia ancora molto forte, soprattutto se si considera la stretta già attuata dalle banche centrali.

Se le banche centrali fossero costrette ad alzare i tassi e/o attuare il QT in modo troppo aggressivo per rallentare un'economia che ha ancora molto slancio, aumenterà il rischio di un hard landing in una fase successiva.

A questo proposito, c'è un altro indicatore che si è dimostrato affidabile: l'inversione della curva. Le inversioni dei segmenti a 2 anni/10 anni e a 3 mesi/10 anni hanno sempre preceduto una recessione. Da notare il fatto che c'è ancora spazio per un ulteriore peggioramento dell'inversione della curva, a seconda dell'atteggiamento assunto dalla Fed e di quanto a lungo manterrà i tassi più alti.

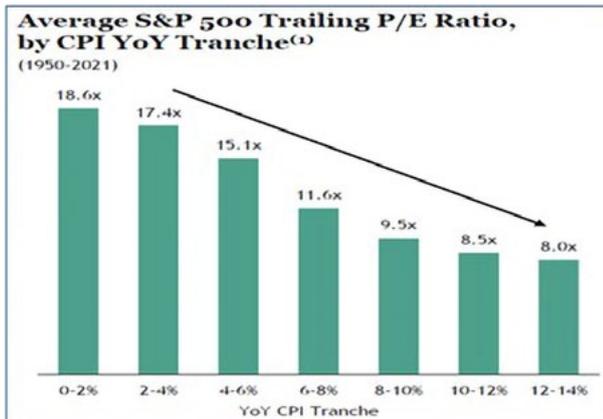


Fonte: Bloomberg

“

## Quali sono i fattori che potrebbero supportare uno scenario negativo per i mercati finanziari nel 2023?

**Valutazioni elevate:** a meno che l'inflazione e i tassi non tornino rapidamente a livelli più moderati, le attuali valutazioni azionarie sono ancora elevate, considerando anche che gli effetti negativi sugli EPS (utili per azione) della stretta monetaria di quest'anno probabilmente non si sono ancora fatti sentire del tutto.



Fonte: Blackstone

Le aspettative di crescita degli EPS e degli spread high yield, due delle metriche più sensibili alla recessione, non sono ancora in linea con quelle tipiche di una recessione. Pertanto, i rischi di ribasso sono ancora presenti, ma bisogna anche considerare che i mercati di solito toccano il fondo da 6 a 9 mesi prima che si raggiunga l'effettivo minimo degli utili.

**Settore immobiliare US:** Data la correlazione tra l'andamento del settore immobiliare e il PIL, e considerando che gli immobili sono l'asset più diffuso e più rilevante per la maggior parte dei consumatori, il crollo delle vendite per via dell'aumento dei tassi d'interesse e quindi delle rate sui mutui è preoccupante. Inoltre, alcuni fondi di investimento immobiliare stanno già registrando importanti rimborsi, peggiorando la situazione.

**Livelli di consumo:** un ulteriore elemento di incertezza per il 2023 è per quanto ancora il consumatore sarà in grado di mantenere l'attuale livello di consumo. È possibile che l'eccesso di risparmio accumulato grazie allo straordinario stimolo post-pandemia si esaurisca nel corso del prossimo anno.

**Cripto asset:** ulteriori rischi possono derivare anche dalla violenta correzione delle criptovalute e dalle numerose falle nella sicurezza degli scambi di tali asset.

“

## Quali sono i fattori che potrebbero supportare uno scenario di crescita per i mercati finanziari nel 2023?

**Cina:** Lo sviluppo più positivo per i mercati finanziari e per la tenuta della crescita globale è il cambiamento di atteggiamento del governo cinese: a partire da novembre, il governo ha varato misure a sostegno del settore immobiliare e rimosso molte delle restrizioni alla mobilità attuate nell'ambito della strategia di zero covid. La riapertura dell'economia cinese dovrebbe rilanciare la domanda interna e le esportazioni, far venir meno i colli di bottiglia rimasti e controbilanciare il possibile rallentamento nei Paesi occidentali nel secondo semestre. Dall'altro lato, una ripresa forte della Cina potrebbe sostenere l'inflazione per effetto dei prezzi delle materie prime per via della maggior domanda.

**Inflazione in calo**, senza che le banche centrali debbano aumentare eccessivamente i tassi di interesse e quindi senza incorrere in una recessione. Questo sarebbe possibile se le componenti volatili del paniere dell'inflazione continuassero a diminuire e/o a rimanere moderate; il resto del lavoro lo farà il favorevole "effetto base". Se dovesse risultare evidente che l'inflazione è stata solo una fiammata senza effetti duraturi, è possibile che non si instauri la viziosa rincorsa tra salari e prezzi.

**Riduzione delle tensioni geopolitiche:** la fine della guerra in Ucraina senza ulteriori escalation e l'allentamento delle relazioni tra Cina e Stati Uniti eliminerebbe un elemento di preoccupazione che ha caratterizzato tutto il 2022. Il premio al rischio, soprattutto per i Paesi emergenti, potrebbe diminuire in modo significativo, consentendo così un rimbalzo guidato principalmente dalla Cina e dai Paesi emergenti.

“

## In questo scenario, quali sono le asset class da preferire?

La volatilità delle obbligazioni (indice MOVE) è stata molto elevata per tutto il 2022, ma è probabile che diminuisca quando le banche centrali si avvicineranno alla fine del ciclo di rialzo, in quanto ciò eliminerà il rischio di downside più importante per questa asset class (o almeno per il risk-free).



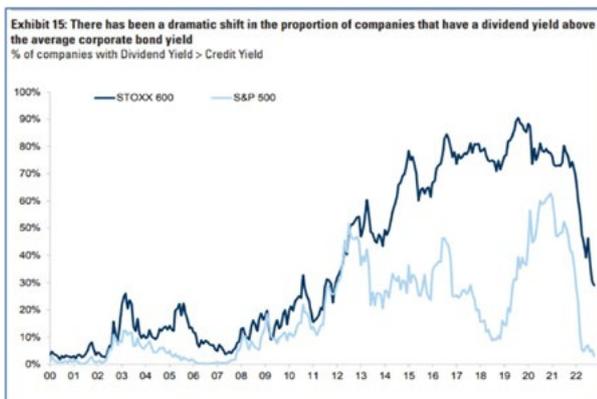
Per quanto riguarda le azioni, nonostante il bear market, la volatilità (indice VIX) è rimasta piuttosto bassa. Ciò è probabilmente dovuto al fatto che a inizio 2022 gli investitori professionali hanno coperto i portafogli in considerazione della imminente stretta monetaria e della consapevolezza delle elevate valutazioni. Ora che le banche centrali si stanno avvicinando al punto di svolta, la protezione al ribasso viene eliminata, lasciando il mercato più esposto al rischio di un'impennata della volatilità. Pertanto, la volatilità azionaria potrebbe persistere fino al 2023.

Fonte: Bloomberg

&gt;&gt;

**Le azioni non sono, più, migliori delle obbligazioni.** I tassi e gli spread risk-free sono aumentati di molto nel 2022, nonostante la compressione dell'ultimo trimestre. L'anno scorso il risk-free (Treasury) ha subito la peggiore correzione di sempre, con un calo che è stato tre volte (-18%) più grande dei massimi drawdown pre-2022 (sempre circa -6%)\*. È altamente improbabile che nel 2023 i Treasury subiscano un'altra correzione considerevole. Per un investitore statunitense, il Treasury rappresenta chiaramente un'interessante opportunità di investimento. Visto che in Europa i tassi sono invece a livelli ancora troppo bassi, i bond potrebbero rivelarsi un asset class ancora molto volatile per un investitore europeo.

Per quanto riguarda le azioni, le valutazioni sono ancora sopra alla media storica. Inoltre, il mercato sconta una crescita di circa il 10% degli utili nel 2022, improbabile qualora l'inflazione rallenti o si entri in un rallentamento o recessione. Inoltre, per via del rialzo del risk-free, il premio per il rischio azionario è diminuito in modo sostanziale, e la percentuale di titoli con rendimenti da dividendi superiori ai bond è vicina ai minimi storici negli Stati Uniti e in rapida diminuzione nell'UE. Per quanto riguarda le azioni, pertanto, le prospettive sono peggiori per gli investitori statunitensi rispetto a quelli europei.



Fonte: FactSet, Datastream, STOXX, Goldman Sachs Global Investment Research

**I tassi risk-free sono di nuovo un porto sicuro.** Grazie al rialzo dei tassi sui Treasury, non è più vero che "there is no alternative" alle azioni. Va ricordato che la finanza mondiale ragiona in dollari, quindi il bene rifugio in caso di problemi è sempre il Treasury americano. Qualora le condizioni macroeconomiche dovessero deteriorarsi per qualsiasi motivo, i tassi risk-free rappresenteranno di nuovo un posto dove nascondersi.

Al di fuori dei Treasury statunitensi, anche le obbligazioni societarie investment grade sono tornate a livelli di rendimento piuttosto elevati e meritano di essere detenute in portafoglio.

Le **materie prime** potrebbero continuare a salire nel 2023. La crescente attenzione alle questioni legate ai temi ESG e sostenibilità ha portato le società energetiche e minerarie a non effettuare tutti gli investimenti necessari per mantenere l'attuale capacità estrattiva. Inoltre, la proposta di tassare i profitti-extra guadagnati quest'anno potrebbe ulteriormente disincentivare gli investimenti in impianti futuri. Considerando che di solito ci vogliono anni prima che un sito estrattivo inizi a produrre, il sotto-investimento degli ultimi anni porterà probabilmente a un'offerta insufficiente di materie prime nei prossimi anni.

Oltre alla riduzione dell'offerta, occorre considerare che i prezzi delle materie prime potrebbero aumentare per altri motivi. Il primo è che le riserve strategiche di petrolio degli Stati Uniti sono crollate nel 2022 per contribuire a moderare i prezzi dell'energia, ma prima o poi dovranno essere ricostituite.

\* Fonte: Bloomberg.

Il secondo e più importante è il potenziale aumento della domanda di materie prime nel caso in cui la Cina riapra effettivamente la sua economia e ricominci a crescere a ritmo sostenuto. Il terzo è che il dollaro americano probabilmente si indebolirà dopo l'ultimo rialzo della Federal Reserve, il che di solito favorisce i prezzi delle materie prime (in particolare dei metalli preziosi).

Infine, esistono notevoli analogie tra oggi e i primi anni 2000, in particolare per quanto riguarda la sopravvalutazione dei titoli growth e, in misura minore, delle azioni in generale. All'epoca, il graduale ribilanciamento dei portafogli fuori dal growth e le azioni portò a un impressionante mercato bullish delle materie prime, anche se l'economia entrò in recessione per alcuni trimestri.

### Linee guida per la costruzione dell'asset allocation

Non è più tempo di farsi prendere dal panico. Al contrario, è il momento di cercare opportunità. Dopo le correzioni, gli asset dovrebbero essere accumulati e non venduti. Considerando l'entità della correzione del 2022, soprattutto sulle obbligazioni, è meglio rimanere investiti. I numeri dicono che dopo la correzione vista del 2022, il rendimento atteso per un portafoglio bilanciato è di circa il 5%, il livello più alto degli ultimi 10 anni (escludendo il picco del 5,5% raggiunto a metà ottobre, nel momento peggiore della correzione dei mercati finanziari)\*.



Fonte: Bloomberg

È molto probabile che nel 2023 un portafoglio bilanciato ricomincerà a comportarsi adeguatamente, ovvero che le due principali asset class ricominceranno ad essere correlate negativamente, soprattutto una volta che le banche centrali avranno terminato il rialzo dei tassi.

Considerando che le correzioni, come elaborato in precedenza, hanno colpito le obbligazioni molto più del solito, consigliamo di accumulare obbligazioni "sicure" (come Treasury, corporate investment grade e ibridi) e obbligazioni dei mercati emergenti nella prima metà del 2023, quando le banche centrali dovrebbero terminare il loro ciclo restrittivo. Per quanto riguarda gli high yield, è probabilmente meglio aspettare che gli spread si allarghino ulteriormente e approfittare di nuove fasi di volatilità, soprattutto se il rischio di recessione diventasse più concreto.

Le azioni potrebbero ancora vivere un anno volatile, in quanto potrebbero da un lato beneficiare del cambiamento di atteggiamento da parte delle banche centrali, ma dall'altro soffrire se si materializzasse un rallentamento o una vera e propria recessione. Come nel 2022, sebbene le valutazioni complessive

\* Valore stimato non garantito, potrebbe essere suscettibile di variazioni. Tali previsioni non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri.



## OLTRE LA NEBBIA ASSET ALLOCATION OUTLOOK

siano ancora superiori alle medie di lungo periodo, ci aspettiamo che - selezionando titoli, settori, mercati e stili a bassa valutazione/alta qualità - sia possibile generare nuovamente "alpha" grazie alla gestione attiva. Le maggiori sopravvalutazioni rimangono sui titoli growth e sul mercato statunitense, mentre il potenziale di rialzo più elevato è nei mercati emergenti.

Grande dispersione nelle valutazioni e basse correlazioni dovrebbero continuare a consentire ai gestori attivi di sovraperformare. Pertanto, ribadiamo il consiglio dello scorso anno, ossia preferire i prodotti a gestione attiva.

Infine, continuiamo a sottolineare quanto sia importante approfittare delle fasi di volatilità (correzioni del mercato) per adeguare il portafoglio e aumentare ulteriormente i rendimenti attesi del portafoglio.

## ASSET ALLOCATION COMMITTEE



**Claudio Basso**

Chief Investment Officer  
e Global Head of  
Asset Allocation  
Lussemburgo



**Pierluigi Nodari**

Global Head of  
Discretionary Portfolio  
Management & Advisory  
Lussemburgo



**Giulia Bonazzi**

Portfolio Manager  
Advisory  
Milano



**Eduardo Carlier**

Senior Portfolio  
Manager  
San Paolo



**Guido Casella**

Senior Portfolio  
Manager  
Milano



**Andrea Ciaccio**

Senior Portfolio  
Manager  
Singapore



**Engin Ertam**

Senior Portfolio  
Manager  
Istanbul





## OLTRE LA NEBBIA ASSET ALLOCATION OUTLOOK



**Charles Feghaly**  
Senior Portfolio  
Manager  
Dubai



**Marco Fazi**  
Senior Portfolio  
Manager  
Milano



**Bruno Gorgatti**  
Senior Portfolio  
Manager  
Miami



**Massimo Jakelich**  
Senior Portfolio  
Manager  
Milano



**Andre Leao**  
Senior Portfolio  
Manager  
Miami



**Norberto Leonardi**  
Senior Portfolio  
Manager  
Lussemburgo



**Giorgio Mastropietro**  
Senior Portfolio  
Manager  
Milano



**Thomas Mercante**  
Senior Portfolio  
Manager  
Principato di Monaco



**Ramon Spano**  
Senior Portfolio  
Manager  
Lussemburgo



**Raffaella Sommariva**  
Senior Portfolio  
Manager  
Milano

Il presente documento è stato redatto dal Gruppo Azimut, sotto la propria esclusiva responsabilità, a scopo informativo. I dati, le informazioni e le opinioni contenuti non costituiscono e, in nessun caso, possono essere interpretati come un'offerta né un invito né una raccomandazione a effettuare investimenti o disinvestimenti né una sollecitazione all'acquisto, alla vendita, alla sottoscrizione di strumenti finanziari né attività di consulenza finanziaria, legale, fiscale o ricerca in materia di investimenti né come invito o a farne qualsiasi altro utilizzo. Nella redazione del presente documento non sono stati presi in considerazione obiettivi personali di investimento, situazioni e bisogni finanziari dei potenziali destinatari del documento stesso.

Si precisa che le informazioni contenute nel presente documento possono provenire, in tutto o in parte, da fonti terze e conseguentemente il Gruppo Azimut è sollevato da ogni responsabilità per eventuali inesattezze nel contenuto di tali informazioni. Dette informazioni sono dunque fornite senza alcuna garanzia, di qualsiasi tipo, nonostante il Gruppo Azimut abbia adottato ogni ragionevole attenzione affinché le stesse rispondano a requisiti di attendibilità, correttezza, accuratezza e attualità.

Il Gruppo Azimut ha la facoltà di modificare, in qualsiasi momento ed a propria discrezione, il contenuto del documento, senza, tuttavia, assumere obblighi o garanzie di aggiornamento e/o rettifica. I destinatari del presente messaggio si assumono piena ed assoluta responsabilità per l'utilizzo dei dati, le informazioni e le opinioni contenuti nonché per le scelte di investimento eventualmente effettuate sulla base dello stesso in quanto l'eventuale utilizzo come supporto di scelte di operazioni di investimento non è consentito ed è a completo rischio dell'utente.