

Outlook 2023: pronti per il reset

Novembre 2022

Sui mercati stiamo assistendo a cambiamenti epocali. Il denaro ha di nuovo un costo e ci possono essere delle alternative agli investimenti azionari. Ma si tratta semplicemente di un ritorno a condizioni finanziarie "normali" dopo un periodo prolungato di tassi di interesse molto bassi e inflazione sotto controllo? Oppure gli sviluppi futuri riserveranno delle sorprese? A nostro avviso nel 2023 con l'adeguamento e la fase di iniziale stabilizzazione dei mercati potrebbero emergere delle opportunità per gli investitori.

Messaggi principali

- Inflazione elevata e politica monetaria restrittiva sono due importanti ragioni alla base del rallentamento economico mondiale, ma secondo noi i mercati sottostimano ancora il livello terminale dei tassi.
- Potremmo essere prossimi al punto in cui le "cattive notizie" per l'economia – tra cui la recessione imminente – diventano "buone notizie" per i mercati: nel 2023 potrebbero presentarsi opportunità per rientrare sui mercati obbligazionari e azionari.
- In questa "nuova vecchia normalità" intravediamo potenziali opportunità negli asset obbligazionari, a partire dai titoli governativi fino eventualmente al credito investment grade.
- Il prossimo anno inoltre potrebbe essere quello giusto per posizionare i portafogli in un'ottica di lungo periodo, tramite investimenti tematici high-conviction in aree quali sicurezza nazionale, resilienza al cambiamento climatico, innovazione e sostenibilità.

View macroeconomica: la recessione è all'orizzonte, ma è opportuno organizzarsi in vista della ripresa



Stefan Hofrichter, CFA
Head of Global
Economics & Strategy

La ripresa degli asset rischiosi è l'evento più probabile del 2023? Per quanto un sell-off simultaneo di azioni e obbligazioni come quello osservato nel 2022 sia raro, ci sono dei precedenti¹.

Dopo un simile andamento, gli investitori potrebbero attendersi una ripresa. In ogni caso, molto dipenderà dall'andamento dell'inflazione e dei tassi di interesse, nonché dalla gravità

dell'attesa recessione globale. È preferibile usare cautela, ma nel corso dell'anno potrebbero emergere delle opportunità per gli investitori a seguito dell'adeguamento dell'economia

1. Era dal 1994 che i principali indici azionari e obbligazionari USA non evidenziavano una flessione annua simultanea. Fonte: [Stocks and Bonds are Falling in Lockstep at Pace Unseen in Decades](#), The Wall Street Journal, 3 maggio 2022

View macroeconomica

(continua)

globale alla normalizzazione delle condizioni finanziarie – una “normalità” che potrebbe sembrare inusuale dopo il periodo prolungato di tassi bassi.

Forze strutturali acuiscono le pressioni inflazionistiche

In un primo momento i mercati e le banche centrali consideravano “transitorio” l’aumento dell’inflazione – un fenomeno causato dagli shock lungo le filiere riconducibili alla Covid-19 e alla guerra in Ucraina. Sebbene tali fattori esterni abbiano dato un contributo rilevante nell’impennata dell’inflazione ai massimi da inizio anni ‘80, da tempo diciamo che le forze strutturali non possono essere trascurate:

- Gli stimoli monetari eccessivi erogati dopo la crisi finanziaria globale hanno alimentato la domanda di beni e servizi e non sono stati ritirati in tempo per arginare l’inflazione.
- Analogamente, il supporto fiscale e monetario offerto dai governi nel post pandemia ha posto le basi per le pressioni inflazionistiche.
- Anche diversi fattori strutturali supportano un contesto inflazionistico a lungo termine; citiamo ad esempio deglobalizzazione, dinamiche salariali più robuste e lotta al cambiamento climatico.

La probabile evoluzione della politica monetaria è già scontata dai mercati?

Dopo aver riconosciuto la necessità e l’urgenza di inasprire la politica monetaria, la Federal Reserve USA ha avviato il ciclo di rialzo dei tassi più rapido in oltre tre decenni. Tutte le banche centrali dei mercati avanzati – tranne la Bank of Japan – hanno seguito il suo esempio. L’entità e la rapidità degli aumenti consecutivi dei tassi di interesse hanno colto di sorpresa i mercati che, a nostro avviso, tuttora sottovalutano il livello terminale dei tassi. Prevediamo ulteriori rialzi dei tassi di interesse poiché le autorità monetarie cercano di riportare l’inflazione sotto controllo:

- Con ogni probabilità, per riequilibrare l’economia occorrerà un tasso sui federal funds ben superiore al livello “neutrale” – il livello teorico a cui la politica monetaria non è né accomodante né restrittiva. In base alle nostre stime di un tasso neutrale prossimo al 4%, ci attendiamo un tasso target pari o superiore al 5% per un periodo di tempo più lungo di quanto sinora prospettato dal mercato.
- Ci aspettiamo inoltre che altre importanti banche centrali alzeranno i tassi di interesse più di quanto atteso dai mercati.
- Potremmo assistere ad un calo dei tassi di inflazione a/a nel corso del 2023, ascrivibile almeno in parte agli effetti base, data la progressiva flessione dei prezzi dell’energia. Ma verosimilmente questo non sarà abbastanza per indurre le autorità monetarie ad arrestare l’inasprimento. Le pressioni inflazionistiche sottostanti non verranno meno nel prossimo futuro.
- E che dire delle interazioni tra l’inflazione e il contesto recessivo ormai prossimo? Non possiamo escludere uno scenario in cui le banche centrali interrompono l’inasprimento in caso di inizio di una recessione economica. In ogni caso, viste le recenti dichiarazioni delle autorità monetarie, secondo noi una simile eventualità rappresenta un rischio e non lo scenario di base. Con ogni probabilità a eventuali stimoli fiscali erogati dai governi per alleviare l’impatto della recessione farà da contraltare un ulteriore inasprimento monetario.

Prospettive economiche: la recessione rappresenterà un freno per gli asset rischiosi

Tenuto conto che probabilmente i mercati non scontano ancora appieno la prosecuzione dell’attuale politica monetaria, ci aspettiamo che gli asset rischiosi rimangano instabili. Anche se si è registrato un iniziale adeguamento delle valutazioni, i mercati obbligazionari e le azioni USA ci sembrano tuttora poco attraenti. Occorre tener presente che la Fed in modo esplicito intende favorire condizioni finanziarie più restrittive – tra

cui prezzi degli asset più bassi – allo scopo di innescare una decelerazione dell’economia e, in questo modo, far scendere l’inflazione.

L’inflazione alta e la politica monetaria più restrittiva sono due importanti motivi alla base del rallentamento economico su scala mondiale:

- Ci attendiamo che l’economia USA entri in recessione nel 2023. Finora la solidità del mercato del lavoro ha protetto l’economia dal cosiddetto hard landing (vale a dire da una decelerazione più significativa). Ma i maggiori costi di finanziamento e l’erosione del reddito reale disponibile (in ragione di tassi di inflazione alti) peseranno sull’economia. In definitiva tali fattori, insieme al rallentamento della crescita degli utili delle società, che comporterà una riduzione degli investimenti aziendali, innescheranno una recessione.
- Con ogni probabilità l’Europa entrerà presto in recessione – forse già nel quarto trimestre 2022 – soprattutto a causa della forte dipendenza dalle importazioni di petrolio e gas, i cui prezzi sono nettamente aumentati.
- La Cina risente non solo dei problemi strutturali sul mercato residenziale, ma anche degli effetti della politica zero Covid, difesa dal presidente cinese Xi Jinping durante il discorso in occasione del Congresso del Partito Comunista a ottobre 2022.²

Al momento una recessione globale rappresenta un forte freno per i prezzi degli asset rischiosi. Se gli eventi del passato forniscono indicazioni importanti circa gli sviluppi futuri, le quotazioni azionarie raggiungeranno i minimi nella prima metà della fase di recessione, invertendo quindi la rotta quando gli investitori inizieranno a vedere segnali di ripresa. Lo stesso vale per la performance relativa dei prodotti a spread rispetto ai bond sovrani. Inoltre, gli investitori devono essere consapevoli dei rischi per la stabilità finanziaria. La crisi dei fondi pensione britannici, innescata dall’impennata dei rendimenti delle obbligazioni governative locali a ottobre 2022, ci ha ricordato che, dopo anni di boom sui mercati, l’inasprimento dei tassi potrebbe riportare in primo piano i rischi per la stabilità finanziaria.

2. Fonte: China is sticking to its ‘zero Covid’ policy, New York Times, 16 ottobre 2022

View macroeconomica

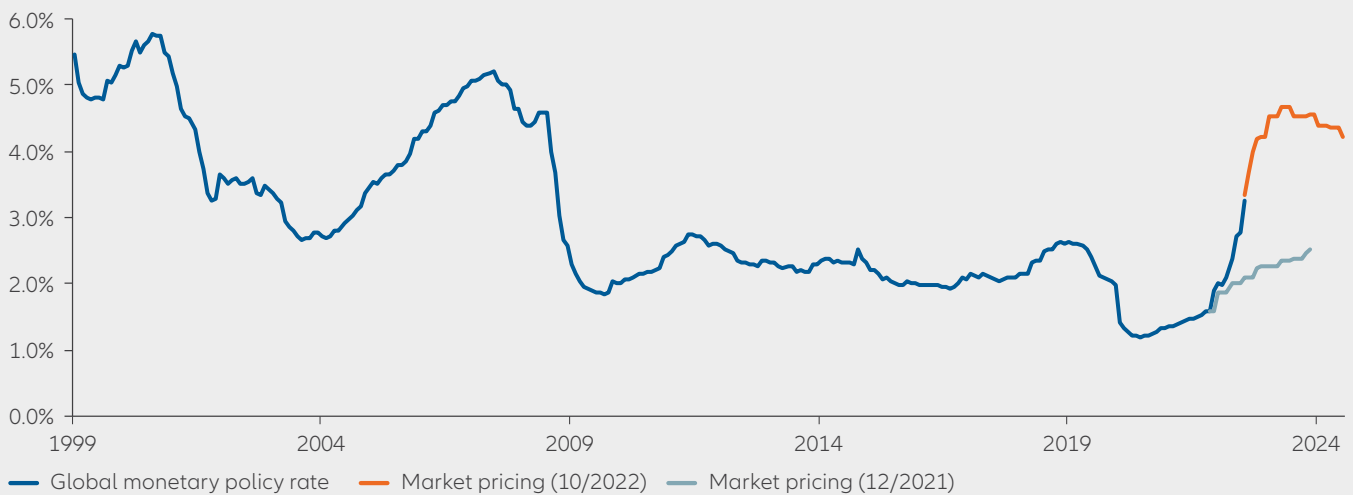
(continua)

La reazione eccessiva dei mercati potrebbe porre le basi per un potenziale rimbalzo di obbligazioni e azioni

Viste le prospettive di cui sopra, per ora preferiamo posizionare i nostri fondi in modo piuttosto prudente. Tuttavia, ci aspettiamo delle possibili opportunità per rientrare sui mercati obbligazionari e azionari nel corso del 2023. Potenziali punti di svolta da monitorare:

- Soprattutto i bond, ma anche le azioni, potrebbero stabilizzarsi e mettere a segno un rimbalzo in caso di eccessivo rialzo delle aspettative dei mercati circa l'aumento dei tassi rispetto a quanto necessario (cfr. **Figura 1**). Di norma questa situazione si presenta verso la fine del ciclo di inasprimento.
- Il pessimismo degli investitori raggiunge il picco durante la recessione. In seguito, gli investitori iniziano a scalare il "wall of worry" – ovvero mettono da parte le preoccupazioni circa le questioni negative e spingono i titoli al rialzo.
- L'attuale volatilità in aumento potrebbe rivelarsi ideale per gli investitori attivi alla ricerca di opportunità nelle diverse asset class. Tali opportunità saranno analizzate di seguito dai nostri CIO.

Figura 1: i mercati scontano tassi di riferimento molto più alti a livello globale



Fonte: Allianz Global Investors Global Economics & Strategy, Banca per i regolamenti internazionali, Bloomberg. Dati al 20 ottobre 2022.

Strategia obbligazionaria: il 2023 sarà l'anno giusto per rientrare sui mercati?



Franck Dixmier
Global CIO
Fixed Income

Dopo il reset di portata storica sui listini obbligazionari globali, gli investitori in particolare si chiedono quale sia il modo migliore per rientrare sui mercati del reddito fisso nel 2023. Il quadro macroeconomico si conferma critico. L'inflazione core potrebbe dimostrarsi più vischiosa del previsto, nonostante il possibile rallentamento del trend rialzista dell'inflazione complessiva innescato dalla decelerazione economica. Permangono comunque dei rischi "di coda" (tail risk). È possibile che in merito alla politica monetaria i mercati abbiano commesso degli errori di valutazione su due fronti: primo, il livello a cui i tassi dovranno salire e rimanere almeno

per qualche tempo affinché l'inflazione si stabilizzi e inizi a scendere; secondo, l'entità del ridimensionamento del quantitative easing (acquisti di asset).

Per il futuro, ci aspettiamo che le banche centrali saranno soggette a forti pressioni per allontanare la percezione del loro ruolo di "market-maker obbligazionari" o "garanti della politica fiscale" di ultima istanza. Via via che le attese circa liquidità e "prevalenza della politica fiscale" verranno meno, ci aspettiamo che gli episodi di volatilità saranno la caratteristica dominante del mercato nei prossimi mesi.

Strategia obbligazionaria

(continua)

I nostri indicatori anticipatori proprietari lasciano presagire una crescita globale persistentemente inferiore al tasso tendenziale nei mesi a venire. Lo scoppio di una recessione globale è sempre più probabile, alla luce dell'impatto negativo dell'inasprimento delle condizioni finanziarie e della contrazione del reddito reale delle famiglie. Le economie emergenti, dove l'inflazione mostra i primi segnali di moderazione e i cicli di inasprimento di numerose banche centrali appaiono prossimi alla conclusione, sono sfavorite dal netto apprezzamento del dollaro USA e dalla contrazione della liquidità in dollari su scala mondiale.

Considerare gli investimenti che mirano a minimizzare la volatilità di tassi, spread e valute

Il forte sell-off delle obbligazioni governative del Regno Unito a ottobre 2022, che per certi versi ha avuto natura ampiamente idiosincratICA, ha fatto sì che gli investitori aggiungessero la "stabilità finanziaria" alla lista dei rischi di coda in cui figurano già "inflazione vischiosa" e "recessione profonda". Le prospettive per le obbligazioni appaiono più complicate: i parametri della volatilità obbligazionaria implicita e realizzata sono tuttora troppo alti e instabili per assumere rischi assoluti e monodirezionali eccessivi in seno ai portafogli (cfr. **Figura 2**). Alcune idee da considerare:

– Tenuto conto dell'incertezza macroeconomica intrinseca nella fase attuale del ciclo dei tassi e del credito, potrebbe essere il momento sbagliato per un incremento aggressivo dei rischi di duration o di credito.

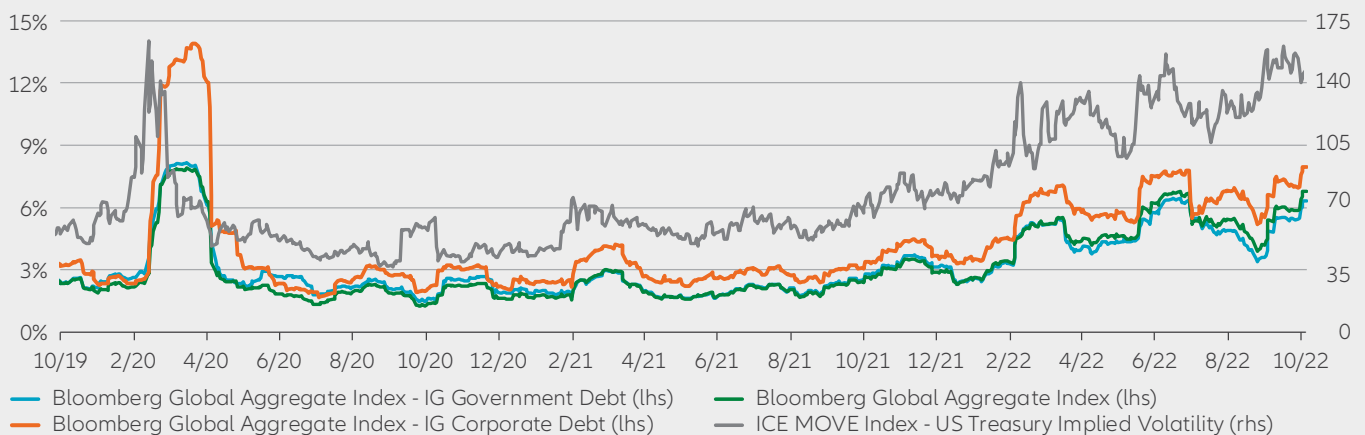
- In molti casi le curve dei rendimenti delle obbligazioni governative sono piatte o invertite, pertanto l'acquisto di bond a breve potrebbe permettere di incamerare un reddito pari o superiore a quello offerto dal debito a lunga scadenza. Tuttavia le obbligazioni a breve scadenza potrebbero non essere molto utili per arginare la volatilità del portafoglio, poiché il tratto a breve delle curve dei rendimenti è tuttora vulnerabile a ulteriori shock derivanti dal repricing dei tassi a breve terminali.
- A nostro avviso gli investitori dovrebbero valutare un mix di "cash bond" a breve scadenza e strategie di copertura basate su derivati al fine di minimizzare la volatilità di tassi, spread e valute. Sottolineiamo che tali strategie di copertura potrebbero comportare esborsi e costi in termini di performance.
- Le obbligazioni a tasso variabile sono un altro strumento per incrementare l'esposizione al debito corporate con duration breve assumendo un rischio di tasso di interesse inferiore. Non dimentichiamo che il rendimento dei titoli a tasso variabile è di norma inferiore a quello delle emissioni societarie a tasso fisso - per un recupero dei rendimenti dei floater occorrerebbero diversi rialzi dei tassi.

Opportunità di "rifugio nei porti sicuri"

Il passaggio a un regime dominato dall'inflazione (contrapposto a uno dominato dalla crescita) crea nuove opportunità per le strategie obbligazionarie flessibili, che potrebbero trarre vantaggio dalle divergenze di prezzo sui mercati globali. Date le condizioni di mercato è preferibile un posizionamento tattico basato sul valore relativo, al fine di beneficiare delle oscillazioni degli spread a livello di Paesi e asset lungo l'intera curva dei rendimenti.

Figura 2: Gli indicatori della volatilità obbligazionaria attesa e realizzata sono scesi dai recenti picchi ma appaiono tuttora elevati

Volatilità realizzata (30 giorni precedenti) delle obbligazioni investment grade globali e volatilità dei Treasury USA implicita nelle opzioni (30 giorni successivi).



Fonte: Indici Bloomberg e ICE BofA. Allianz Global Investors. Dati al 31 ottobre 2022. La performance dell'indice è espressa in USD (con copertura). La volatilità realizzata (30 giorni precedenti) è annualizzata. IG = obbligazioni con rating investment grade. sx = asse di sinistra. dx = asse di destra. L'asse dx rappresenta il valore del MOVE, un indice ponderato per la curva dei rendimenti che misura la volatilità implicita normalizzata delle opzioni a 1 mese sui Treasury a 2, 5, 10 e 30 anni nei 30 giorni successivi. Un valore MOVE più elevato segnala che i prezzi delle opzioni sono più alti. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Per gli indici sottostanti e le considerazioni circa i principali rischi si rimanda alle indicazioni in calce al documento. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le performance degli indici sono performance nette che riflettono tanto i rendimenti derivanti dai prezzi quanto il reddito da dividendi (ove presente); per contro, non tengono conto di spese, commissioni di intermediazione o altri costi legati all'investimento.

Strategia obbligazionaria

(continua)

Alcune banche centrali sono più avanti di altre nel ciclo di inasprimento dei tassi e si iniziano a intravedere segni di una maggiore divergenza delle attese circa la politica monetaria. È possibile che a breve gli investitori vogliano allocare capitale in maniera più strategica – seppur graduale – ai mercati dei tassi core che potrebbero beneficiare di un'eventuale "fuga verso i porti sicuri": ovvero quelle aree in cui sono già stati effettuati consistenti rialzi dei tassi, i rendimenti reali lungo la curva appaiono positivi e le attese circa il tasso di interesse terminale (il tasso massimo raggiunto prima che inizi la discesa) sono elevate rispetto al tasso percepito come neutrale.

Non si escludono esiti inaspettati

Occorre anche tener conto del quantitative tightening. Se le banche centrali procederanno nell'accelerazione del ridimensionamento delle proprie partecipazioni obbligazionarie, le condizioni di liquidità potrebbero peggiorare e i bond a lunga scadenza potrebbero evidenziare un andamento anomalo in uno scenario di fuga verso i porti sicuri.

L'instabilità sul mercato dei Gilt ha messo in luce un'altra possibilità ancor meno convenzionale. Le banche centrali potrebbero procedere con l'inasprimento dei tassi a breve ma ritardare il quantitative tightening al fine di ripristinare la liquidità nel tratto a lunga scadenza della curva. Potrebbero affermare che in tale contesto gli acquisti di obbligazioni non alimentano l'inflazione poiché non favoriscono necessariamente la concessione di prestiti e la spesa. I mercati obbligazionari e valutari potrebbero dissentire ed essere comunque soggetti a pressioni.

Dove investire in futuro? Nel credito investment-grade, per esempio

Con ogni probabilità, alla stabilizzazione di inflazione e tassi core seguirà a stretto giro quella dei titoli a spread. Il ciclo del credito ha appena cominciato a invertire la rotta e l'effettivo impatto della contrazione della domanda al consumo sui titoli corporate ha iniziato a farsi sentire solo di recente. Di norma, nelle fasi di ribasso del mercato occorre avere pazienza. L'analisi storica infatti mostra che a tre mesi dall'inizio della recessione si creano possibili punti di ingresso per incrementare l'esposizione al rischio nel credito investment grade. Tra le altre potenziali fonti di opportunità da monitorare rientrano:

- I rendimenti offerti dal debito sostenibile, p.e. dai green bond emessi soprattutto da aziende con rating investment grade, che ora si attestano a livelli più competitivi. A nostro avviso la crisi energetica alimenterà la domanda e il rendimento a lungo termine di prestiti green e social financing, seppur nel breve periodo si assiste a un ritorno a fonti più inquinanti e all'introduzione di tetti ai prezzi dell'energia per scongiurare una crisi legata al costo della vita.
- Le obbligazioni societarie high-yield e il debito emergente hanno riguadagnato valore e ora offrono flussi di reddito e rendimenti a lungo termine potenzialmente attraenti. Tuttavia, tali asset potrebbero presentare una volatilità e un rischio di default più elevati, pertanto la gestione attiva è essenziale.

Oggi i fondamentali sono molto più solidi rispetto a quanto non fossero in passato alla vigilia delle fasi recessive, ma permane l'incertezza circa i tassi di riferimento terminali e le ripercussioni sulla crescita. Nel nostro outlook continuiamo a prediligere un posizionamento sottopesato in termini di beta nel reddito fisso, con l'intenzione di ridimensionare gradualmente tale sottopeso tramite l'acquisto di emissioni di alta qualità e l'allocazione del capitale senza vincoli geografici.

Strategia azionaria: adeguarsi alla "nuova vecchia normalità"

Nel 2022 si è verificato il ciclo di inasprimento delle condizioni monetarie più rapido in 40 anni poiché le banche centrali hanno cercato di evitare un "ancoraggio" delle attese di inflazione come quello degli anni '70. C'è voluto del tempo perché i mercati si rendessero conto della determinazione delle autorità monetarie di inasprire la propria politica; in ogni caso, le misure varate sinora contribuiscono già a

raffreddare l'inflazione e porranno le basi da cui partire nel 2023.

Grazie alla relativa solidità economica e alla resilienza sul fronte energetico gli USA sono maggiormente in grado di assorbire un inasprimento monetario aggressivo rispetto ad altri Paesi. Una linea così intransigente aiuta senza dubbio a combattere l'inflazione, ma può anche avere ripercussioni su scala mondiale. Ha infatti contribuito



Virginie Maisonneuve
Global CIO Equity

a soffocare la domanda, accrescere il rischio di recessione e alimentare lo stress sui mercati dei cambi e altrove.

Vediamo già una divergenza sempre più ampia nelle prospettive globali: la Cina cresce a un ritmo modesto e presenta un'inflazione bassa, mentre l'Europa è gravata dalla dipendenza strutturale dal gas russo.

Strategia azionaria

(continua)

I cambiamenti a livello geopolitico, demografico e delle filiere potrebbero causare un aumento dei costi ma offrono un potenziale di investimento

Con ogni probabilità il futuro ecosistema per i mercati finanziari sarà decisamente diverso da quello prevalente nel decennio scorso. Fattori deflazionistici come l'espansione delle filiere globali - che ha trasformato la Cina in una potenza manifatturiera - o il trasferimento senza ostacoli delle tecnologie da un'area geografica o da una nazione all'altra si scontreranno con nuove criticità. Anche altre variazioni sul fronte geopolitico potrebbero avere ramificazioni profonde, si pensi all'ingresso della Cina nella terza fase del suo processo di sviluppo, che prevede una persistente prosperità economica insieme ad una crescente influenza di Pechino a livello internazionale attraverso il cosiddetto "soft power".

È in atto una ridefinizione delle filiere mondali lungo rotte consolidate e affidabili, e l'onshoring è sempre più comune. Oggi si ricorre a tecnologie quali l'intelligenza artificiale (AI) anche al di fuori del settore tecnologico: si crea quindi un contesto competitivo in cui "sopravvive solo il più forte" - un fenomeno detto "darwinismo digitale". Tutti questi fattori - e il generale invecchiamento demografico - potrebbero contribuire a creare ulteriori costi frizionali e influenzare l'inflazione.

Per di più, la transizione a un futuro incentrato sulle rinnovabili potrebbe rivelarsi tutt'altro che lineare e richiedere adeguamenti periodici anche significativi. Dobbiamo prepararci a un futuro in cui i tassi di interesse saranno più alti che negli scorsi dieci anni nel quadro di una "nuova vecchia normalità" in cui il denaro torna ad avere un costo.

Il 2023 potrebbe offrire un'opportunità per posizionare i portafogli in un'ottica di lungo periodo

Gli investitori potrebbero considerare le seguenti indicazioni:

- **Posizionarsi in vista di una potenziale inversione di rotta sul mercato azionario:** nel breve periodo siamo sempre più vicini al punto in cui le cattive notizie per l'economia potrebbero essere buone notizie per i mercati azionari, dato che l'indebolimento dell'attività economica inizierà a influire sull'inflazione. Di conseguenza l'inasprimento potrebbe avvenire a ritmo più lento - e i tassi potrebbero toccare il picco nel 2023 - in concomitanza con una recessione.
- **Prospettare un adeguamento degli utili:** le attese sugli utili societari (cfr. **Figura 3**) devono scendere ancora - e in alcuni casi in misura consistente - al fine di riflettere il contesto recessivo, l'aumento delle scorte, i rincari dei fattori produttivi, i rialzi dei tassi e il rafforzamento del dollaro USA. Inoltre, le aspettative devono adattarsi a un mondo in cui il denaro torna ad avere un costo. Non sarà più possibile finanziare la crescita tramite l'assunzione illimitata di debito, e si dovrà stabilire una soglia più alta per il rendimento del capitale impiegato (ROCE). In ultima analisi questa evoluzione è salutare e potrebbe promuovere la sopravvivenza dei più forti, favorire le società di qualità con bilanci solidi e in alcuni casi aumentarne i profitti.
- **Guardare alla volatilità come a una potenziale opportunità:** i cambi di regime si accompagnano di norma a volatilità e "disruption", creando un contesto favorevole agli stock picker attivi e non tanto agli investitori passivi. Nel 2023, in presenza di un contesto volatile, gli investitori dovrebbero vagliare le opportunità per posizionare i portafogli in un'ottica di lungo periodo. In primo

luogo, dovrebbero valutare di ancorare i portafogli tramite strategie multi fattoriali a bassa volatilità che offrono fondamenta stabili su cui costruire. In secondo luogo, dovrebbero esplorare le occasioni nei titoli value e growth di qualità, nonché negli asset che generano reddito. Infine, dovrebbero prendere in considerazione gli investimenti tematici high-conviction in aree esposte a temi strategici quali sicurezza nazionale (p.e. alimentari, energia, acqua, cybersecurity), resilienza al cambiamento climatico e innovazione (p.e. intelligenza artificiale) e sostenibilità. Secondo l'Agenzia internazionale dell'energia (AIE) per azzerare le emissioni nette entro il 2050, gli investimenti globali annui nelle energie pulite dovranno più che triplicare entro il 2030 (a circa USD 4.000 miliardi).³ Di conseguenza, si prevede una rotazione del panorama di investimento dalle commodity come petrolio e gas, alle rinnovabili ed alle materie prime necessarie per la loro generazione. Non c'è mai stata una trasformazione energetica mondiale di questa portata.

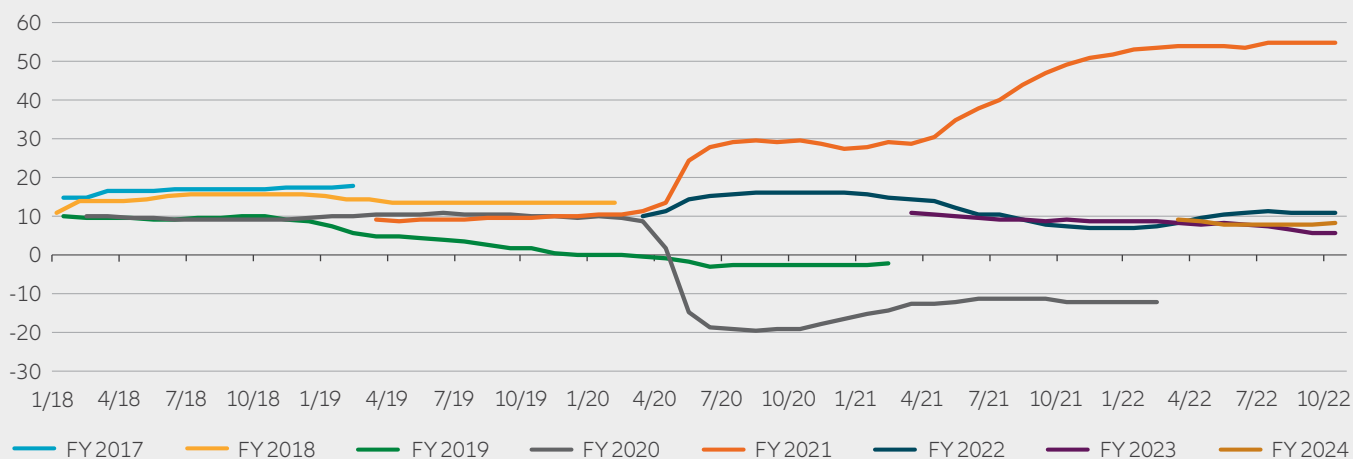
- **Fare attenzione ai segnali chiave:** oltre all'evoluzione delle pressioni inflazionistiche, crediamo ci siano tre segnali importanti cui prestare attenzione nel 2023: i) gli sviluppi sul mercato del lavoro USA (secondo noi la Federal Reserve USA potrebbe accettare un aumento della disoccupazione dal 3,5% a oltre il 4%), ii) la gestione della crisi energetica in corso in Europa e iii) gli adeguamenti alla politica della Cina dopo l'Assemblea nazionale del popolo nel marzo 2023 e il modello di crescita che Pechino sceglierà di adottare.

3. Fonte: [Net Zero by 2050: A Roadmap for the Global Energy Sector](#), AIE, ottobre 2021

Strategia azionaria

(continua)

Figura 3: dopo il significativo rally degli utili per azione nel 2021, le aspettative per gli utili per il 2023 e il 2024 appaiono piuttosto modeste, ma potrebbero subire un ulteriore adeguamento



Fonte: Refinitiv Datastream. Dati al 1 novembre 2022.

Strategia multi-asset: emergono potenziali "safe haven"



Gregor M A Hirt
Global CIO Multi Asset

Sono tempi difficili per i mercati. I portafogli bilanciati di obbligazioni e azioni hanno sperimentato una rara correlazione a livello di sottoperformance. L'inflazione core resta alta e a nostro parere le attese di inflazione a lungo termine del mercato appaiono ancora troppo basse. Al contempo è chiaro che la Federal Reserve USA punterà sulla distruzione della ricchezza finanziaria per indebolire la domanda. In ogni caso, il nostro gruppo di esperti multi-asset vede la luce alla fine del tunnel, in particolare a partire dagli asset obbligazionari:

- Le obbligazioni governative, soprattutto i Treasury USA, potrebbero

offrire le prime opportunità e apparire progressivamente più interessanti per gli investitori alla ricerca di un potenziale di rendimento a lungo termine. Gli investitori potranno sperare in una conferma dell'andamento storico dei bond governativi che, quando l'inflazione scende da livelli elevati, sovraperformano le altre asset class.

- TINA, il noto motto circa l'acquisto di azioni – "There Is No Alternative- non c'è alternativa" – non è più valido. E le indagini tra gli investitori⁴ indicano volumi record di liquidità in attesa di essere impiegati. Alcuni investitori con un orizzonte di lungo periodo potrebbero riallocare capitale al

reddito fisso una volta che la volatilità in ambito obbligazionario si sarà placata.

- In riferimento alle obbligazioni societarie investment grade, per ora preferiamo usare cautela. In particolare in Europa, alla luce dei timori di recessione alimentati dall'impennata dei prezzi dell'energia. Non si esclude un ulteriore ampliamento degli spread creditizi che potrebbero offrire punti di ingresso interessanti, ma siamo consci che tali fasi di ampliamento di solito hanno breve durata.

4. Il numero di partecipanti all'Indagine di Bank of America tra i gestori di fondi sovraesposti alle azioni ha toccato i minimi storici in base ai risultati dell'indagine della banca per settembre. Fonte: "Super bearish" fund managers' allocation to global stocks at all-time low, Bank of America survey shows, Reuters, 22 settembre 2022

Strategia multi-asset

(continua)

Il timing del ritorno sul mercato azionario dipende dalla recessione

Le valutazioni sui mercati azionari appaiono più attraenti, ma soprattutto a seguito del ridimensionamento delle quotazioni. Gli investitori dovrebbero considerare i seguenti aspetti:

- Le attese di utili sono tuttora relativamente alte, in particolare negli USA, e secondo noi c'è margine per un calo.
- I mercati europei – caratterizzati da valutazioni più eque – sono esposti al rischio di una recessione più lunga e profonda di quella che probabilmente colpirà gli USA. Secondo il team Multi Asset servirà un'altra ondata di debolezza sul mercato per giustificare un assetto più ottimista.

È impossibile stabilire il timing perfetto. Storicamente però la prima metà della fase recessiva, attesa negli USA nel 2023, offre un potenziale punto di ingresso poiché di norma coincide con l'incipiente ripresa dei prezzi dai minimi. Una simile evoluzione è probabile soprattutto se la Federal Reserve USA continuerà, come previsto, a inasprire con decisione la sua politica monetaria.

Le commodity energetiche offrono tuttora un sostegno malgrado il contesto recessivo

In termini relativi, prediligiamo ancora il debito high yield USA rispetto all'azionario USA in ottica tattica, alla luce di un carry e di valutazioni più interessanti (cfr. **Figura 4**). A livello settoriale guardiamo tuttora con favore all'energia, al comparto sanitario globale e alla finanza USA.

Le materie prime si dimostrano più resilienti di quanto auspicato da molti investitori, in particolare in ambito energetico. Di solito un contesto recessivo non è ideale per l'asset class, ma il quadro geopolitico offre un insolito sostegno:

- La guerra in Ucraina, che secondo noi si protrarrà per buona parte del 2023.
- Negli ultimi anni gli investimenti nelle energie "brown" come il fracking sono stati scarsi.
- La decarbonizzazione sosterrà il prezzo del gas.
- L'OPEC per i prossimi trimestri sembra molto favorevole ad un prezzo del petrolio più alto per un periodo di tempo prolungato, nonostante le pressioni degli USA sull'Arabia Saudita.

Occorre usare cautela finché il dollaro non si sarà stabilizzato

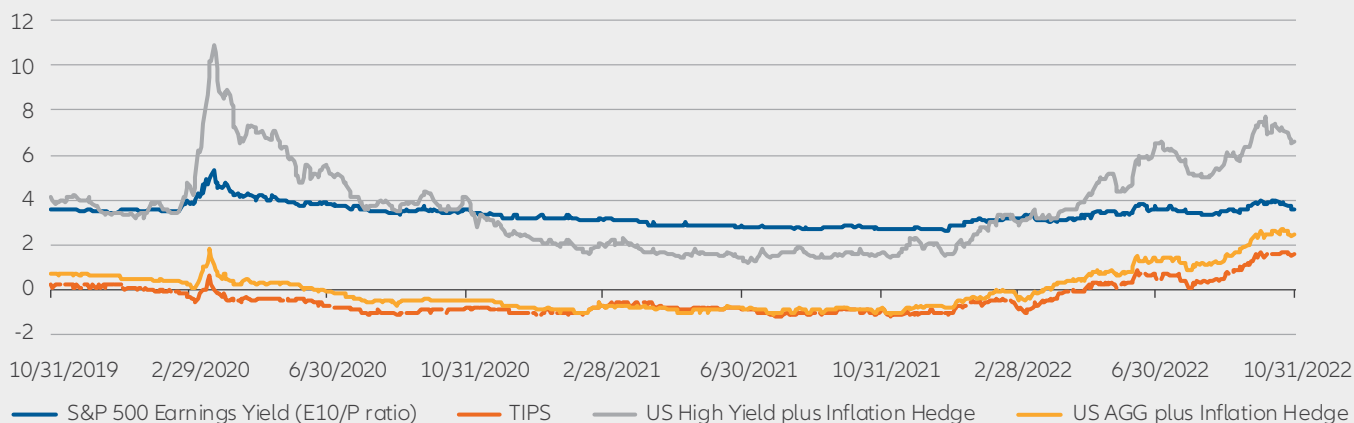
Un fattore fondamentale nei prossimi mesi sarà l'andamento del dollaro USA.

La divisa appare sopravvalutata, ma crediamo possa apprezzarsi ancor di più poiché dalle ricerche emerge che a volte le valute rimangono su livelli superiori al fair value per periodi prolungati. Il dollaro è sostenuto in particolare da un vantaggio relativo legato alla ragione di scambio. In presenza di prezzi dell'energia ancora alti, il dollaro forte potrebbe rappresentare un problema sempre più grave per alcuni dei mercati emergenti più fragili. I prestiti concessi dal Fondo Monetario Internazionale (FMI) hanno già raggiunto USD 140 miliardi,⁵ una cifra record in un contesto di tassi di interesse più elevati, di prezzi delle commodity onerosi e di rallentamento dell'economia globale.

Le differenze nell'evoluzione dei tassi di interesse nei diversi Paesi potrebbero offrire interessanti opportunità di rendimento, ma per ora preferiamo essere prudenti e aspettare una stabilizzazione dell'USD. Crediamo che il debito high yield asiatico possa offrire più valore rispetto a quello globale agli investitori con un orizzonte di lungo periodo.

In generale, le nostre prospettive multi-asset suggeriscono un approccio flessibile per il posizionamento del portafoglio in una fase in cui gli investitori sono impegnati a gestire la transizione da un contesto inflazionistico a uno recessivo.

Figura 4: in un momento in cui i beni rifugio rimpiazzano "le azioni come unica opzione", l'azionario USA ha un problema in termini di valore assoluto e relativo



Fonte: Bloomberg. Dati al 31 ottobre 2022.

5. Fonte: IMF bailouts hit record high as global economic outlook worsens, Financial Times, 25 settembre 2022

Guest viewpoint: Voya Investment Management

View dagli USA: il picco dei tassi potrebbe segnalare un picco della volatilità



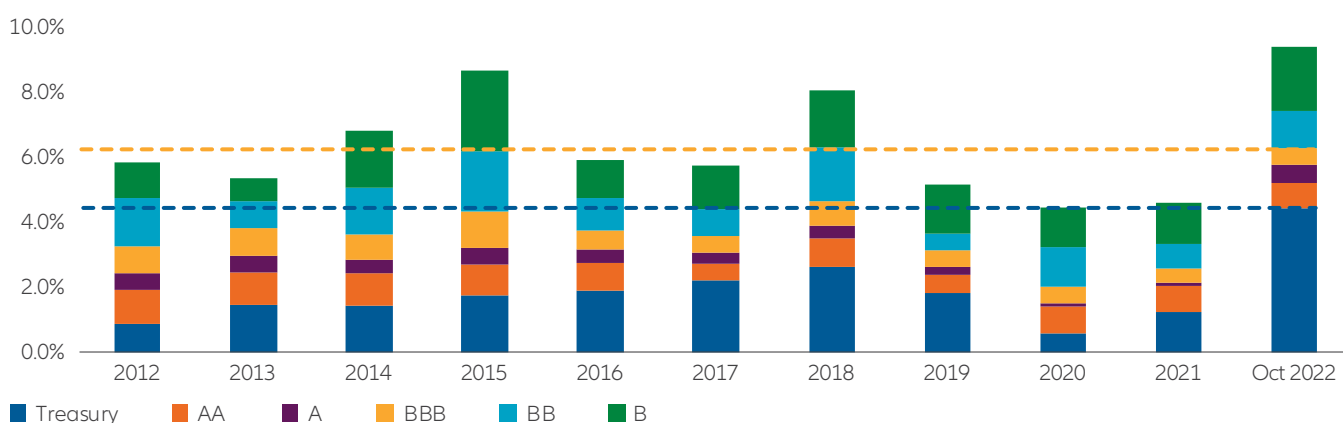
Matt Toms
Global CIO,
Voya Investment
Management

L'instabilità dei mercati finanziari nel 2022 è ascrivibile in larga misura ai tassi di interesse e nello specifico alla politica della Federal Reserve USA. Gli investitori di tutto il mondo si sentono come i passeggeri di un'auto che viaggia su una strada molto sconnessa e cercano di non farsi sbalottare troppo mentre provano a prevedere la prossima mossa della Fed. Ma se da un lato è importante concentrarsi sul lungo periodo, dall'altro sarebbe un errore trascurare ciò che accade fuori dal finestrino. Ecco cosa intendiamo:

- L'economia USA tiene ancora bene e la sua resilienza è positiva per consumatori e imprese. Inoltre, prima di tagliare i tassi la Fed vorrà vedere un'inflazione più bassa e una crescita economica decisamente più lenta. I mercati potrebbero reagire male alla decisione della Fed di mantenere invariata la sua politica anche in presenza di un'inflazione in calo. Tuttavia, tale eventualità potrebbe offrirci l'occasione per approfittare di sell-off di breve termine.
- Il ciclo economico è reale, non dovremo quindi sorprenderci se a un certo punto, nel 2023, gli USA entreranno in una recessione di entità modesta. I dati sull'occupazione potrebbero peggiorare un po' (seppur non abbastanza da giustificare un taglio dei tassi) ed è probabile una contrazione degli utili societari. Questi sviluppi, in definitiva salutari, potrebbero porre le basi per la prossima fase del ciclo e contribuire a limitare la gravità di una flessione dell'economia USA – a condizione che non vi siano squilibri significativi (bolle).
- Non è semplice trovare un flusso di reddito stabile in una fase di volatilità, e gli investitori obbligazionari potrebbero essere in grado di ottenere rendimenti più elevati a fronte di un rischio complessivamente più contenuto. Gli asset di qualità elevata che generano reddito rappresentano una soluzione ideale nel contesto odierno.
- I margini di profitto delle società potrebbero contrarsi ancora, un'eventualità non gradita ai mercati. Dopo la recente compressione dei multipli prezzo/utili (P/E), la qualità degli utili acquisirà sempre più importanza. Sinora abbiamo assistito a un ridimensionamento dei prezzi degli asset guidato soprattutto dai tassi e non dai timori di recessione economica.
- Il dollaro USA è diventato una divisa ad alto rendimento sulla scia del deciso inasprimento monetario della Fed mirato ad arginare l'inflazione. Ci aspettiamo un dollaro ancora forte, ma in caso di picco dei tassi a lungo termine verrebbe meno un importante driver del dollaro e della volatilità di mercato.

Figura 5: c'è un aspetto positivo per gli investitori obbligazionari: più rendimento a fronte di meno rischio

Rendimenti USA per qualità creditizia (2012-2022)



Fonte: Bloomberg Index Services Limited e Voya Investment Management. I Treasury sono rappresentati dal Bloomberg US Treasury Index. I rendimenti per qualità creditizia si basano sui sottoindici Bloomberg US Corporate Aa, A e Baa e sui sottoindici Bloomberg US High Yield Corporate 2% Issuer Cap Ba e B. La linea tratteggiata blu rappresenta il rendimento dell'Indice dei Treasury USA al 31 ottobre 2022 e la linea tratteggiata gialla rappresenta il rendimento dell'indice Bloomberg US Corporate Baa al 31 ottobre 2022.

Guest viewpoint: Voya Investment Management

(continua)

Principali idee per il 2023: flussi di reddito di alta qualità e azioni USA

Per gli investitori obbligazionari c'è un aspetto positivo legato alle forti turbolenze in ambito fixed income: più rendimento a fronte di meno rischio (cfr. **Figura 5**). Gli ABS (compresi i bundled loan sulle automobili e le carte di credito) e gli MBS (garantiti da prestatori di proprietà dello Stato come Fannie Mae) presentano rendimenti interessanti e una duration breve. Anche i titoli corporate investment grade hanno registrato un sell-off e ora vantano rendimenti più alti, e la duration più breve li rende meno volatili. Gli investitori devono tener presente che l'acquisto di asset non governativi li espone al rischio di credito, compreso il rischio di default dell'emittente. Inoltre tutte le obbligazioni presentano un certo rischio di tasso di interesse, che aumenta all'aumentare della duration del bond.

La volatilità del mercato azionario crea delle opportunità nelle large cap e nelle small cap USA. Le società di maggiori dimensioni di norma resistono meglio a un'inflazione prolungata e hanno flussi di utili più sostenibili, mentre le small cap scambiano a uno sconto rispetto alle large cap e potrebbero mettere a segno un

rimbalzo in caso di risoluzione dell'attuale situazione di forte ipervenduto. Ovviamente gli investimenti sulle borse possono rivelarsi volatili, come dimostrato più volte dai mercati. In particolare nel caso delle aziende a bassa capitalizzazione, che tendono a registrare oscillazioni di valore più consistenti di quelle delle large cap. Al di fuori degli USA, altre aree geografiche appaiono meno interessanti in termini di solidità economica relativa, anche in presenza di multipli di valutazione a livelli depressi.

Le nostre conclusioni? Ci attendiamo un periodo prolungato di volatilità sui mercati degli asset rischiosi fino alla stabilizzazione dei tassi di interesse, ma le strategie di investimento di alta qualità che generano reddito potrebbero mettere a segno performance interessanti.

Allianz Global Investors (AllianzGI) e Voya Investment Management (Voya IM) hanno stipulato una partnership strategica a lungo termine, pertanto dal 25 luglio 2022 il team di investimento è passato a Voya IM e Voya IM è diventato il gestore delegato per il Fondo Allianz cui si fa riferimento nella presentazione. AllianzGI continua a fornire informazioni e servizi a Voya IM in merito a questo investimento in forza di un accordo di servizio transitorio. Ciò non modificherà la composizione del team, la filosofia di investimento e il processo di investimento. Allianz Global Investors GMBH è il gestore del Fondo Allianz rappresentato in questa presentazione e Voya IM è il sub-advisor.

Allianz Global Investors è uno dei principali asset manager attivi, con più di 600 professionisti degli investimenti in oltre 20 uffici nel mondo e 521 miliardi di euro di patrimonio in gestione per investitori privati, famiglie e istituzioni. Investiamo in un'ottica di lungo termine, con l'obiettivo di creare valore per i nostri clienti in ogni momento del percorso, e lo facciamo in modo attivo: siamo al loro fianco provando ad anticiparne le esigenze, che variano nel tempo, con soluzioni basate sulle nostre competenze nei mercati tradizionali e nei private market. Proteggere e rafforzare le loro risorse ci porta naturalmente ad impegnarci nella sostenibilità, nel cambiamento positivo. Il nostro fine è offrire un servizio d'eccellenza ai nostri clienti, ovunque si trovino e qualunque esigenza vogliono soddisfare.

Active is: Allianz Global Investors

Dati al 30 settembre 2022. Il patrimonio totale in gestione (AuM) è costituito da attività o portafogli di strumenti finanziari, valutati al valore di mercato corrente, in relazione ai quali le società di Allianz Asset Management sono responsabili nei confronti dei clienti di fornire decisioni discrezionali di investimento e gestione del portafoglio, direttamente o tramite sub-advisor. Sono escluse le attività per le quali le società di Allianz Asset Management sono principalmente responsabili dei soli servizi amministrativi. Gli AuM sono gestiti per conto di terzi e per conto del Gruppo Allianz.

L'investimento implica dei rischi. Il valore di un investimento e il reddito che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del rimborso, l'investitore potrebbe non ricevere l'importo originariamente investito. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Se la valuta in cui sono espressi i rendimenti passati differisce dalla valuta del paese di residenza dell'investitore, quest'ultimo potrebbe essere penalizzato dalle fluttuazioni dei tassi di cambio fra la propria valuta e quella di denominazione dei rendimenti al momento di un'eventuale conversione. Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento, soggette a variare senza preavviso nel tempo, sono quelle della società che lo ha redatto o delle società collegate, al momento della redazione del documento medesimo. I dati contenuti nel presente documento derivano da fonti che si presumono corrette e attendibili al momento della pubblicazione del documento medesimo. Si applicano con prevalenza le condizioni di un'eventuale offerta o contratto che sia stato o che sarà stipulato o sottoscritto. Il presente documento è una comunicazione di marketing emessa da Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.it, una società di gestione a responsabilità limitata di diritto tedesco, con sede legale in Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francoforte sul Meno, iscritta al Registro Commerciale presso la Corte di Francoforte sul Meno col numero HRB 9340, autorizzata dalla BaFin (www.bafin.de). La Sintesi dei diritti degli investitori è disponibile in francese, inglese, italiano, tedesco e spagnolo all'indirizzo <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights>. Allianz Global Investors GmbH ha stabilito una succursale in Italia, Allianz Global Investors GmbH, Succursale in Italia, via Durini 1 - 20122 Milano, soggetta alla vigilanza delle competenti Autorità italiane e tedesche in conformità alla normativa comunitaria. È vietata la duplicazione, pubblicazione o trasmissione dei contenuti del presente documento in qualsiasi forma; salvo consenso esplicito da parte di Allianz Global Investors GmbH.

Le informazioni contenute in questo documento sono a scopo meramente illustrativo e non devono essere considerate alla stregua di previsioni, ricerche o consigli di investimento, né di una raccomandazione ad adottare alcuna strategia di investimento.

Documento illustrativo di approfondimento che non costituisce offerta al pubblico di prodotti/servizi finanziari.