

*Anima***Research**

OUTLOOK 2023

L'arte della misura

ANIMA 

L'arte della misura

Overview

Quello che i mercati si lasciano alle spalle è un anno molto complicato. Questo non impedisce, però, che il 2023 possa essere l'anno della svolta. Tuttavia, per poter cogliere le opportunità che si sono aperte, è necessario mettere a fuoco le ragioni che hanno portato i mercati a sottoperformare nel 2022.

A nostro avviso, l'azione delle banche centrali sistemiche è il miglior fil rouge da seguire per leggere in chiave prospettica quanto accaduto. Il 2022 si è aperto con una loro maggiore determinazione nell'azione di contrasto all'inflazione rispetto all'anno precedente.

Nulla, però, faceva presagire a inizio anno una reazione tanto aggressiva. A cosa si deve il cambio di passo? Principalmente a due elementi: uno più intuitivo, e forse più enfatizzato, dell'altro.

Il primo è sicuramente l'inflazione. A inizio 2022, le aspettative erano per un suo aumento, ma con tendenza al rientro. Con l'emergenza COVID in via di risoluzione, ci si attendeva che le pressioni sui prezzi dal lato dell'offerta si riducessero già nel primo semestre.

Quest'idea era riflessa nell'opinione dei principali analisti di mercato. A gennaio, secondo Consensus Economics, l'inflazione si sarebbe stabilizzata (su media annua) sugli stessi livelli del 2021, 5% negli USA e 3% in Area Euro. In linea con questo scenario, le curve dei mercati monetari prezzavano rialzi per "soli" 75 punti base negli USA e 10 punti base in Area Euro nell'intero 2022.

Lo scoppio della guerra in Ucraina a fine febbraio ha completamente stravolto questa visione. Una volta capito che non si sarebbe trattato di uno scontro "lampo", le aspettative sull'inflazione sono aumentate drasticamente, e con esse l'intolleranza delle banche centrali. Già a maggio Consensus Economics prevedeva che l'inflazione sarebbe salita del 7% nel 2022 in entrambe le regioni. Per tutta risposta, le attese sul rialzo dei tassi di interesse hanno raggiunto i 300 punti base negli USA e 90 punti base nell'Area Euro.

A nostro avviso, però, anche la crescita economica ha giocato un ruolo fondamentale nello spingere le Banche Centrali ad assumere un atteggiamento sempre più intransigente. Come dimostrano i dati sui consumi, sia in termini nominali che reali, le famiglie americane ed europee hanno continuato a spendere nonostante l'aumento generalizzato dei prezzi.

Complici un mercato del lavoro molto solido, ampi risparmi, politiche di credito generose e un generale desiderio di "rivalsa" dopo quasi due anni di costrizioni imposte dalla pandemia, la forza dei consumi privati ha sorpreso i mercati. Quasi nessuno a inizio anno si sarebbe aspettato tanta solidità.



Fabio Fois

Head of Investment

Research & Advisory

fabio.fois@animasgr.it

+39 02 80638572

Questa resilienza si è rivelata particolarmente problematica per le Banche Centrali, che di fatto si sono trovate sole nella battaglia contro l'inflazione. Una lotta che fin da subito era chiaro sarebbe stata impari, a causa della natura largamente esogena dello shock inflattivo.

Contro un'inflazione (principalmente) da offerta, i rialzi dei tassi di interesse avrebbero potuto evitare che le aspettative sui prezzi si disancorassero, ma difficilmente avrebbero potuto innescare, a parità di condizioni di domanda, un rapido calo dell'inflazione realizzata. Per agire incisivamente contro l'inflazione sarebbe stato necessario un rallentamento importante dei consumi. Ma questo "supporto" non si è manifestato.

Cosa ci lascia questa rilettura degli sviluppi macro? Principalmente due cose. Innanzitutto, la consapevolezza che quanto accaduto sui mercati era quasi impossibile da prevedere a inizio anno. Lato inflazione, la guerra fra Russia ed Ucraina ha modificato in modo netto le aspettative degli operatori. Tutto questo in un contesto di crescita che, nella sua componente di domanda domestica, ha mostrato come, all'indomani delle riaperture post-Covid, il desiderio di "rivalsa" dei consumatori sia stato più forte dell'inflazione stessa.

Guardando al futuro, invece, la lezione per il 2023 è che, al netto di altri shock esogeni, - non impossibili, ma difficilmente fattorizzabili in un quadro macro - il prossimo anno dovrebbe vedere un indebolimento sia della crescita che dell'inflazione, dando così modo alle banche centrali di allentare l'azione di contrasto all'inflazione. E in alcuni casi anche di iniziare ad invertire la rotta, avviando un percorso di taglio dei tassi. Come l'anno scorso, però, a livello macro i rischi rimangono gli stessi, nei protagonisti e nelle dinamiche: che l'inflazione scenda meno del previsto, e la crescita si riveli più solida delle attese.

Quali, dunque, le implicazioni allocative? Al netto di una fase di volatilità che accompagnerà il consolidamento del trend di rallentamento di inflazione e crescita, e del tempo che occorrerà sia alle banche centrali che agli investitori per acquistare fiducia nel loro cambio di direzione, gli sviluppi macro da noi attesi dovrebbero in primo luogo favorire i comparti obbligazionari, specie quelli meno vulnerabili all'indebolimento del ciclo economico. In corso d'anno, quando la fase peggiore del rallentamento sarà alle spalle, si profileranno opportunità importanti anche sulle asset class rischiose. Sarà auspicabilmente un anno meno complesso e imprevedibile, un anno in cui con un approccio misurato ed equilibrato si potrà tornare a estrarre valore dai mercati finanziari.

Outlook allocativo in pillole:

Azionario Globale – Nel 2023 la volatilità resterà elevata, specie nella prima parte dell'anno, quando l'economia dovrebbe rallentare ulteriormente anche negli Stati Uniti. Le condizioni diventeranno più favorevoli nel secondo semestre, con lo scenario macro in miglioramento e banche centrali più accomodanti. Raccomandiamo un'allocazione bilanciata, con una crescente preferenza verso i settori più difensivi; una volta intravisto il *bottom* di mercato, dovremmo tornare a riacquistare i settori ciclici, in particolare finanziari, industriali e tutti i cosiddetti *early cyclicals*. I Paesi emergenti potrebbero finalmente tornare a performare, sostenuti dalla ripresa cinese e dalle aspettative di indebolimento del dollaro.

Obbligazionario Governativo Paesi sviluppati - Dopo il violento riprezzamento del 2022, le prospettive per l'*asset class* appaiono più favorevoli, grazie all'interruzione del ciclo di rialzi da parte delle banche centrali nel secondo trimestre, al calo dell'inflazione (seppur al netto della volatilità di inizio anno), e a un rallentamento pronunciato della crescita. Siamo più costruttivi sui Treasury che sui Bund. La performance dei BTP rimarrà legata principalmente alla politica monetaria della BCE.

Obbligazionario Governativo Paesi emergenti - Con la crescita americana meno brillante che nel 2022 e l'inflazione ancora sotto i riflettori, il 2023 si presenta sulla carta come un anno non particolarmente propizio per il debito emergente. Tuttavia, un'opportunità d'acquisto potrebbe profilarsi verso metà anno, quando l'economia americana dovrebbe uscire dalla recessione tecnica e la Federal Reserve annunciare il pivot della politica monetaria.

Obbligazionario Corporate - I primi mesi dell'anno potrebbero restare complessi, ma successivamente le obbligazioni societarie beneficeranno tanto del calo di volatilità e pressioni al ribasso sui tassi governativi, quanto della prospettiva di una ripresa economica, dopo una recessione che si confermerà breve e di lieve entità. Le opportunità sono più nitide nel comparto *investment grade*, che offre valutazioni assolute e relative interessanti ed è meno vulnerabile al deterioramento delle metriche di credito; in ambito *high yield* è sempre più importante il focus sulla selezione degli emittenti.

Valute - Dopo un anno in cui il dollaro è stato protagonista indiscusso dei mercati valutari, nel 2023 la fine del ciclo di rialzi della Federal Reserve permetterà il riemergere di trend valutari meno univoci. Siamo costruttivi su euro, yen e renminbi, mentre sulla sterlina manteniamo un giudizio più neutrale. Il rallentamento della crescita globale e la persistenza di rischi geopolitici continueranno comunque a offrire un discreto supporto al dollaro.

AnimaResearch



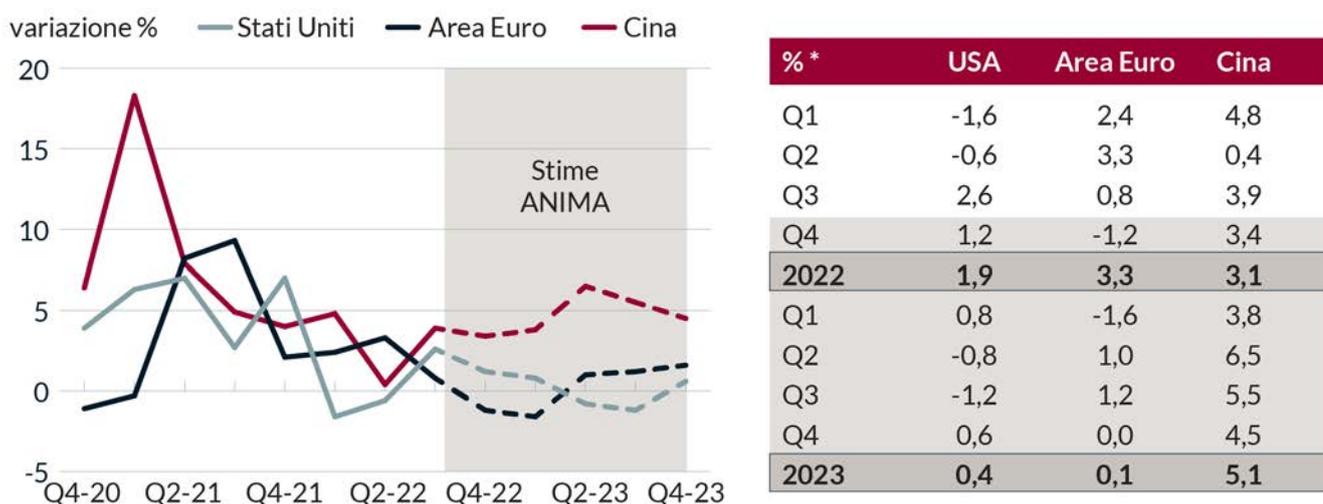
Macro Outlook

CRESCITA GLOBALE

Sotto potenziale

La crescita globale si dimezzerà nel 2022, passando dal 6,0% del 2021 al 3,0% circa, per effetto di un indebolimento dell'attività economica diffuso a tutte le principali economie dove, in modo piuttosto coordinato, si è registrata una restrizione delle politiche monetarie. Ci aspettiamo che il trend continui nel 2023, almeno nella prima parte dell'anno. Questo, insieme con le ripercussioni della stretta già effettuata, dovrebbe portare la crescita globale a decelerare verso il 2% in media annua, come previsto nel nostro scenario base (Figura 1).

FIGURA 1
Scenario base - Crescita in USA, Area Euro e Cina



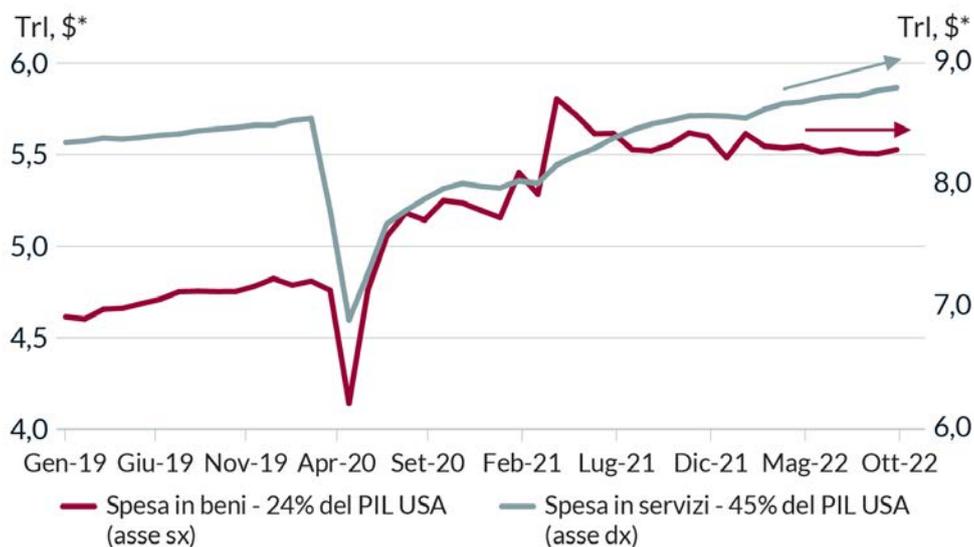
* Nota: La tabella mostra dati in % t/t ann per USA e Area Euro; % a/a per la Cina.

Fonte: Anima Research

Per quanto riguarda gli **Stati Uniti**, in particolare, nella parte finale dell'anno l'economia ha riaccelerato dopo il rallentamento del primo e secondo trimestre, dovuto a ragioni tecniche più che fondamentali. La domanda domestica non è stata il motore principale della ripresa, ma la spesa per consumi ha sorpreso in positivo, dimostrandosi solida nonostante le forti pressioni inflazionistiche (Figura 2).

FIGURA 2

Andamento dei consumi di beni e servizi negli Stati Uniti



*tasso destagionalizzato annuo

Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

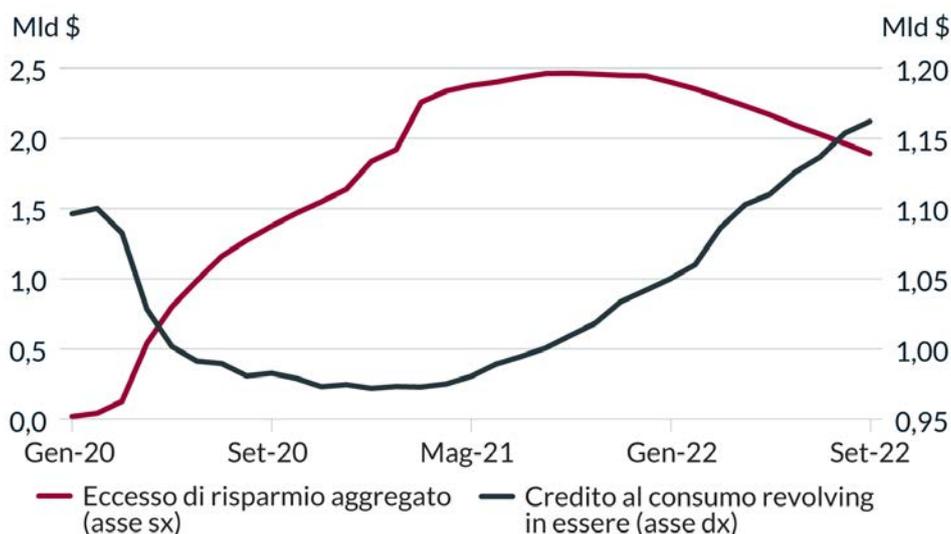
La domanda interna dovrebbe continuare a fornire un contributo positivo alla crescita anche negli ultimi mesi dell'anno, ma nel complesso ci aspettiamo un indebolimento dell'attività economica nel quarto trimestre, guidato in larga misura dalla flessione degli investimenti residenziali, non-residenziali, e della domanda estera.

Per quanto riguarda il 2023, ci aspettiamo un ulteriore rallentamento della crescita nel primo trimestre, una recessione tecnica nel secondo e terzo trimestre, e una modesta espansione nel quarto. La tenuta della crescita a inizio anno si deve ascrivere principalmente a due fattori chiave. Innanzitutto, il mercato del lavoro è ancora forte: anche se un numero crescente di aziende ha congelato le assunzioni e/o annunciato licenziamenti, è probabile che una domanda di lavoro ancora piuttosto alta attenui le ricadute negative sull'occupazione nel breve termine. In secondo luogo, la mole dei risparmi privati e i livelli di credito al consumo ai massimi storici continuano a rappresentare una forte spinta per la propensione alla spesa dei consumatori (Figura 3).

La crescita si è dimostrata più resiliente del previsto nel 2022, ma sta perdendo slancio

FIGURA 3

Eccesso di risparmio negli Stati Uniti



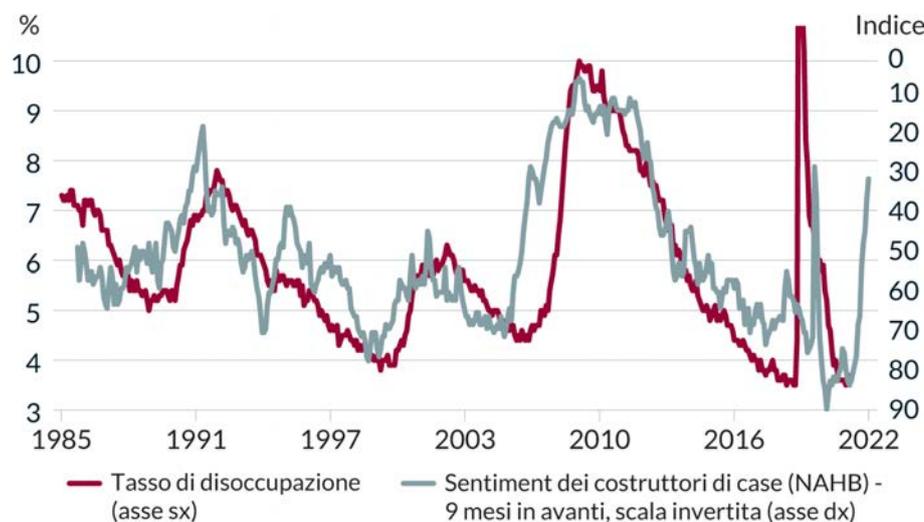
Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

In questo contesto, gli effetti sulla crescita dell'inasprimento delle condizioni finanziarie orchestrato dalla Fed si riverbereranno sull'economia solo quando il deterioramento del settore immobiliare - tuttora in corso - si sarà diffuso ad altre componenti della domanda finale, e i consumatori avranno eroso la maggior parte della quota di risparmi in eccesso. Questo momento potrebbe arrivare approssimativamente nella parte centrale del 2023: lo stock di risparmi privati resta infatti alto, ma i dati indicano che i consumatori hanno da tempo iniziato ad eroderlo progressivamente per finanziare i consumi. Inoltre, il crescente utilizzo delle carte di credito potrebbe essere un segnale che un numero crescente di famiglie sta avendo difficoltà a mantenere gli stessi livelli di risparmio. Qualora l'indebolimento dell'economia si sviluppasse in linea con le nostre attese, le condizioni sul mercato del lavoro dovrebbero peggiorare (Figura 4).

Nel corso del 2023 gli Stati Uniti entreranno in recessione, seppur breve e di lieve entità, frenati dal rallentamento della domanda domestica

FIGURA 4

Prospettive del mercato del lavoro negli Stati Uniti



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

A quel punto, una volta che le famiglie inizieranno a subire la perdita di posti di lavoro, si instaurerà un circolo vizioso che durerà circa due trimestri. La risposta del governo federale sul piano fiscale sarà certamente limitata a causa del risultato delle elezioni di mid-term, che hanno portato i democratici a dover dividere il potere con i repubblicani: per questo sarà la FED a dover limitare il deterioramento dell'attività economica.

Nel complesso, ci aspettiamo che il rallentamento della crescita iniziato fra la fine del 2022 e l'inizio del 2023 porti l'economia americana in recessione tecnica, e che entro fine anno si registri una modesta ripresa; **il PIL dovrebbe espandersi a un ritmo dello 0,4% su base trimestrale, in calo dal 1,9% t/t del 2022.**

Non escludiamo però che l'economia americana possa dimostrarsi più robusta di quanto gli indicatori anticipatori lascino presagire, se i consumatori dovessero rivelarsi nuovamente più propensi alla spesa e/o il mercato del lavoro più resiliente delle attese.

A differenza di quello statunitense, **nel 2022 lo scenario macroeconomico europeo è stato largamente influenzato dallo scoppio della guerra** russo-ucraina. Questo shock esogeno ha generato ricadute economiche avverse per via della crisi energetica che ha colpito tutti i Paesi, mettendo in crisi interi sistemi produttivi (come quello tedesco e, in misura inferiore, quello italiano), pesantemente dipendenti dal gas russo. L'aumento spropositato dei costi di approvvigionamento delle fonti energetiche si è trasferito velocemente ai prezzi, spingendo l'inflazione al rialzo e iniziando a intaccare il potere d'acquisto delle famiglie (lato della domanda) e la profittabilità dei settori produttivi più energivori (lato dell'offerta). L'economia europea ha comunque mantenuto

un ritmo di crescita soddisfacente durante l'estate ed è stata più resiliente delle attese anche in autunno, grazie al contributo di consumi privati e investimenti fissi. Tuttavia, il progressivo e severo deterioramento della fiducia di famiglie e imprese da aprile scorso è coerente con una recessione tecnica innescata da una contrazione della domanda interna: dopo aver "assorbito" per mesi lo shock prodotto dalla guerra, dal quarto trimestre 2022 i consumatori "tireranno la cinghia" e ridurranno la domanda, raffreddando di conseguenza anche l'offerta (Figura 5).

In Area Euro, gli indici di fiducia di famiglie e imprese segnalano in modo inequivocabile una contrazione dell'attività economica, con il comparto manifatturiero più colpito.

FIGURA 5
Fiducia delle imprese in Area Euro



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

A nostro avviso, questo processo sarà in parte mitigato dall'aumento della spesa pubblica, che agirà da stabilizzatore macroeconomico. **Dalla primavera del 2023, ci aspettiamo una ripresa molto modesta della domanda interna, che si tradurrà in una sostanziale stagnazione della crescita: il PIL si espanderà a un ritmo dello 0,1% a/a nel 2023, a fronte di un 3,3% atteso per il 2022.**

È cruciale sottolineare che lo scenario macroeconomico per l'Area Euro rimane singolarmente volatile per la natura esogena dello shock subito. L'assunzione principale sottostante al nostro scenario base è che i prezzi dell'energia rimangano elevati con l'inizio del nuovo anno, ma che si eviti il razionamento del gas. Negli ultimi mesi, infatti, l'Europa è riuscita a ricostituire le scorte con una certa efficacia e probabilmente la disponibilità di gas è sufficiente per evitare il razionamento durante l'inverno 2022/2023, soprattutto se si considera che le temperature non dovrebbero calare a livelli estremi. Al contrario, qualora le forniture di gas dovessero subire nuove e inattese interruzioni, il mercato energetico globale rivelarsi meno elastico del previsto o le temperature crollare sotto le medie stagionali, le autorità europee potrebbero essere

Gli sviluppi sul mercato dell'energia restano cruciali per l'evoluzione del quadro macroeconomico europeo

costrette a ricorrere a misure di razionamento per gli utenti industriali, con conseguenti cali di produttività a macchia di leopardo a livello geografico, e ramificazioni negative diffuse, che si rifletterebbero in una recessione più profonda o lunga delle attese. Nello scenario opposto, se un'evoluzione positiva e inattesa della guerra in Ucraina o un calo dei prezzi dell'energia spingessero al rialzo la fiducia e al ribasso l'inflazione, lo scenario macroeconomico per l'Area Euro potrebbe farsi più roseo.

Con riferimento alla **Cina**, dopo quasi tre anni di chiusure dovute alla politica di tolleranza-zero contro il COVID, stanno emergendo i primi segnali dell'intenzione delle autorità di rimuovere gradualmente una parte delle rigidissime restrizioni che hanno spinto l'economia a registrare un dato di crescita fra i più deboli dell'ultimo ventennio.

Senza dubbio, quello che si sta chiudendo è stato un anno complicato per la Cina, segnato prima dal pesante lockdown di Shanghai fra marzo e aprile, che ha bloccato una delle aree più produttive del Paese, e quindi da una falsa ripartenza durante l'estate, provocata dal contrasto fra le direttive del governo centrale e quelle delle autorità provinciali sulla gestione delle riaperture, che, di fatto, ha inibito un vero rimbalzo dell'economia tra maggio e giugno, e, infine, dalla siccità e dal razionamento energetico durante l'estate. Il risultato è stato un indebolimento pronunciato della crescita e un crollo ai minimi storici della fiducia delle famiglie, che ha affossato i consumi domestici (**Figura 6**).

L'economia cinese è stata affossata dall'adozione della Zero-Covid Policy...

FIGURA 6

Fiducia dei consumatori in Cina



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

La svolta è arrivata a novembre, quando le massime autorità cinesi, sotto la guida del tre-volte eletto Xi Jinping, hanno finalmente lasciato intendere la volontà di abbandonare la *COVID-Zero Tolerance Policy*. Questa scelta lascia presagire uno scenario decisamente migliore nel 2023.

Ci aspettiamo infatti che nei prossimi mesi la Cina comincerà a ridurre i tempi di quarantena, attrezzare gli ospedali con più letti di terapia intensiva e accelerare sulle vaccinazioni, specialmente degli anziani, in modo da avviare le riaperture tra febbraio e marzo e rimuovere del tutto nei mesi successivi, con un approccio graduale. Se da un lato questa è un'ottima notizia per le prospettive dei consumi domestici, poiché le famiglie torneranno a spendere generosamente dopo anni di limitazioni e riporteranno la crescita al potenziale, dall'altro riteniamo che il processo di riapertura sarà complicato. L'esplosione dei casi di Covid a Hong Kong a inizio 2022 indica che anche la Cina potrebbe sperimentare un forte aumento di contagi e morti tra la fine dell'anno e gennaio/febbraio, a cui non è scontato che le autorità risponderanno in modo più mite, dopo anni di approccio oltranzista.

Ciò detto, **la riapertura dell'economia rimarrà comunque il tema dominante per tutto il 2023**, con un miglioramento del morale delle famiglie e un conseguente robusto aumento della spesa per consumi (sia per beni, sia per servizi), specie nei trimestri centrali dell'anno, a cui pensiamo si accompagnerà una ripresa delle pressioni inflazionistiche da domanda. Non dovrebbe invece fornire una grossa spinta l'export, dal momento che il rallentamento della crescita globale ne limiterà il contributo rispetto alla prima parte del 2022. In questo contesto, nel corso del prossimo anno verrà messo alla prova il principio della *dual circulation* promosso da Xi Jinping, secondo cui al tradizionale motore di crescita rappresentato dall'export si affiancherà progressivamente quello dei consumi domestici. Questo banco di prova costituirà un tema importante per il 2023 della Cina.

Complessivamente, **la crescita del PIL dovrebbe accelerare dal 3,1% del 2022 al 5% nel 2023**. I rischi sono orientati al ribasso, in un orizzonte di breve termine, per effetto delle numerose incertezze legate alla gestione del processo di riapertura e alla tenuta della crescita nei Paesi sviluppati.

...ma recentemente alcune restrizioni sono state alleggerite. Si tratta di uno sviluppo decisivo, che apre le porte a un processo di riapertura graduale e a un miglioramento delle prospettive di crescita

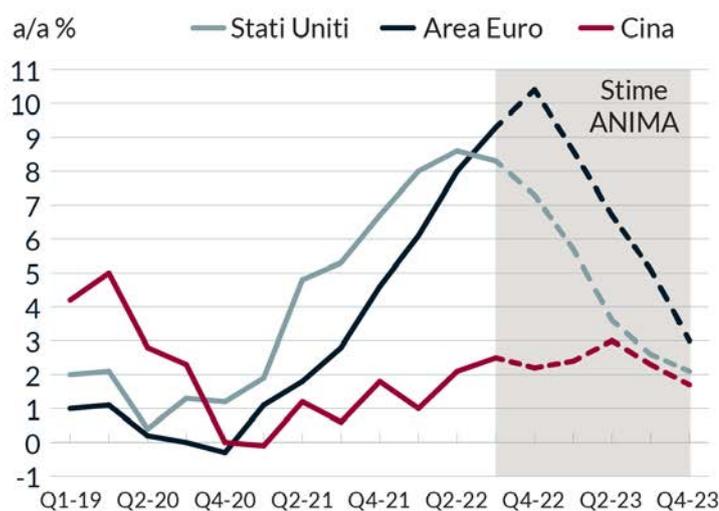
INFLAZIONE

La discesa sta per iniziare

L'inflazione globale è stata il tema più caldo del 2022 e rimarrà un driver cruciale anche nel 2023, anche se pensiamo che il peggio sia alle spalle, specie nei Paesi sviluppati (Figura 7).

FIGURA 7

Scenario base – Inflazione in USA, Area Euro e Cina



a/a%	USA	Area Euro	Cina
Q1	8,0	6,1	1,0
Q2	8,6	8,0	2,1
Q3	8,3	9,3	2,5
Q4	7,3	10,4	2,2
2022	8,0	8,5	2,0
consensus*	8,1	8,5	2,2
Q1	5,7	8,6	2,4
Q2	3,6	6,7	3,0
Q3	2,6	5,1	2,3
Q4	2,1	3,0	1,7
2023	3,5	5,9	2,4
consensus*	4,1	6,0	2,3

*Consensus Economics per USA/Area Euro, Bloomberg Consensus per Cina

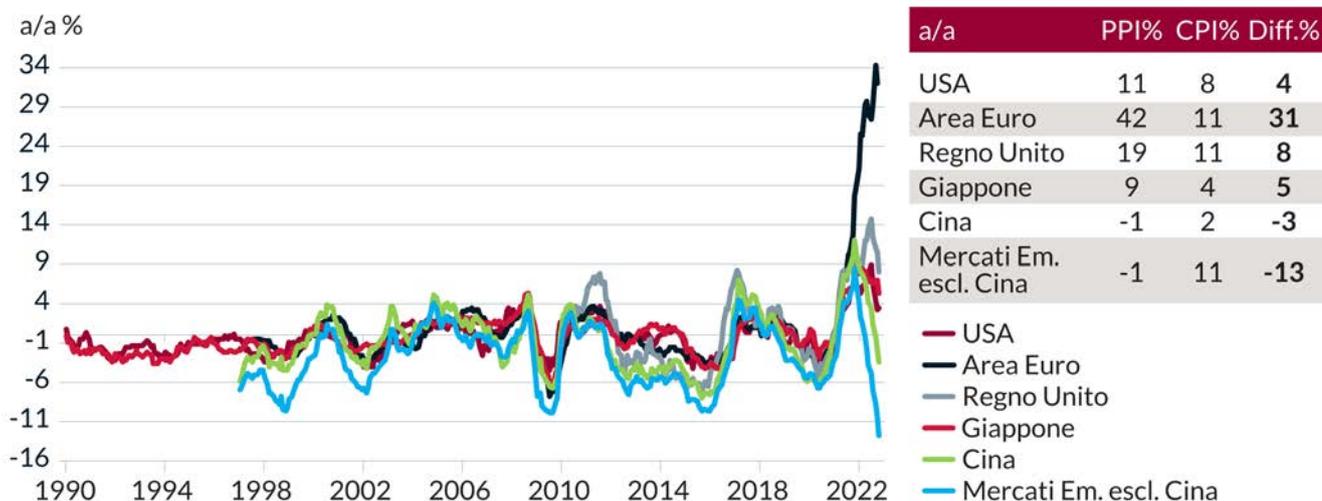
Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Nel corso del 2022, l'inflazione sia *headline* che *core* ha raggiunto livelli record nelle principali economie mondiali, e solamente la Cina ha rappresentato un'eccezione importante e significativa. Negli Stati Uniti, la causa primaria dell'aumento dei prezzi è stata un eccesso di domanda dovuto alle riaperture post-COVID ("gonfiato" in modo inatteso dai generosissimi aiuti federali alle famiglie), abbinato a un mercato del lavoro in forte ripresa. In Area Euro, Gran Bretagna (e, per certi versi, Giappone) la ragione è invece da individuarsi in una combinazione di eccesso di domanda e shock da offerta derivante dalla crisi energetica, a sua volta innescata dalla guerra; in Area Euro e Giappone, infine, un ulteriore contributo è stato fornito dal crollo delle valute. Queste dinamiche, seppur con tempi e modalità diverse, dovrebbero iniziare a rientrare nel corso del 2023 (Figura 8).

L'inflazione imbroccherà un trend ribassista nel 2023, più pronunciato negli Stati Uniti che in Area Euro

FIGURA 8

Differenziale tra prezzi alla produzione e prezzi al consumo



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Negli Stati Uniti, in particolare, l'inflazione *headline* ha già toccato il picco nel terzo trimestre del 2022 e ci aspettiamo che l'indice *core* consolidi il trend al ribasso nel quarto trimestre. Da ottobre hanno iniziato a intensificarsi i segnali di pressioni disinflazionistiche su diversi fronti: i prezzi di macchine usate, spese sanitarie, abbigliamento e arredamento hanno già toccato il punto di flesso, e i beni alimentari dovrebbero seguire a breve; entro il primo trimestre del 2023 anche il trend sulle spese legate agli affitti residenziali (di gran lunga la voce più pesante nel paniere americano) dovrebbe invertirsi, innescando un processo automatico di rallentamento della dinamica inflattiva, che prenderà slancio quando gli Stati Uniti entreranno in recessione. **Ci aspettiamo che l'inflazione statunitense rallenti dall'8,0% su base annua atteso per il 2022 al 3,5% nel 2023, e che l'indice core scenda da 6,2% a 3,5%.** In un contesto di volatilità ancora elevata rispetto al periodo pre-pandemico, l'indebolimento della crescita americana, l'allentamento strutturale dei colli di bottiglia lungo le catene di forniture indotti dal COVID e la tendenza deflazionistica dei prezzi alla produzione in Cina fanno supporre che il trend ribassista imboccato dall'indice *headline* americano si consoliderà nel corso del 2023; tuttavia, permangono rischi e incertezze in merito alla velocità di questo processo e al livello di arrivo dell'inflazione *core*, che potrebbe rivelarsi più vischiosa del previsto, specie in assenza di un deterioramento importante delle condizioni sul mercato del lavoro.

In Area Euro il quadro è meno nitido. I prezzi al consumo hanno continuato a sorprendere al rialzo durante la seconda metà del 2022: l'indice *headline* è stato sicuramente gonfiato da aumenti dei costi dell'energia superiori al 30% in termini di variazione annua, ma tutte le componenti principali hanno contribuito all'accelerazione dei prezzi, senza peraltro che sinora si sia registrata alcuna evidenza strutturale di decelerazione. Con l'arrivo di una recessione tecnica fra la fine del 2022 e l'inizio del 2023 dovrebbero emergere i primi segnali di un rallentamento dell'indice *headline*: la componente energetica dovrebbe finalmente flettere, mentre i prezzi di petrolio e gas sono già scesi rispettivamente del 29% e del 53% rispetto ai livelli precedenti lo scoppio della guerra. Successivamente, entro la metà dell'anno, si dovrebbe registrare anche un calo dell'indice *core*, grazie all'indebolimento strutturale della domanda durante la recessione nelle componenti di beni, trasporti e servizi. In questo contesto, il rallentamento strutturale dell'inflazione europea dovrebbe materializzarsi con un trimestre circa di ritardo rispetto a quella americana. Ribadiamo però che le prospettive per la dinamica dei prezzi rimangono molto più incerte in Area Euro rispetto agli USA, per la combinazione di shock da domanda e da offerta che le ha generate; i rischi aumentano per l'inflazione *core*, per cui non si intravedono forze meccaniche che possano alimentare pressioni al ribasso nell'immediato, mentre il contributo dell'**effetto base** potrebbe arrivare solo dalla fine del prossimo anno. L'Area Euro, peraltro, rimarrà penalizzata dall'**effetto di isteresi** che l'aumento dei prezzi di gas ed elettricità ha avuto e continuerà ad avere sui prezzi al consumo (fenomeno quasi marginale negli USA). **Secondo le nostre stime, l'inflazione *headline* rallenterà dall'8,5% del 2022 al 5,9% nel 2023, mentre per l'indice *core* la decelerazione sarà più modesta (da 4,0% a 3,8%) e i rischi sono orientati al rialzo.**

In Cina, l'andamento della dinamica dei prezzi è stato molto differente rispetto ai Paesi sviluppati e, nella parte finale dell'anno, si sono addirittura registrati segnali di rallentamento. Questi sviluppi si spiegano con gli effetti deflazionistici di medio termine della politica di tolleranza-zero contro il COVID, che ha indebolito significativamente la spesa privata, al punto da provocare un rallentamento dei prezzi al consumo (con l'eccezione dei beni alimentari); l'inflazione *core* è rimasta stabile in area 1% per gran parte dell'anno. **Nel 2023, il processo di riapertura dovrebbe riattivare le pressioni inflazionistiche** dalla fine del primo trimestre e rinvigorirle in seguito, sulla scia di una risalita dell'inflazione *core*. Non ci aspettiamo però che l'aumento dell'inflazione assuma proporzioni tali da oltrepassare il livello medio annuo del 3%, che rappresenta il target della Banca Centrale cinese.

In Area Euro l'allentamento strutturale delle pressioni sui prezzi dovrebbe materializzarsi con un trimestre di ritardo rispetto agli USA, ma il quadro è molto più incerto



Effetto base - Impatto che la scelta di un punto di riferimento diverso può avere sul risultato di un confronto

Effetto di isteresi - (in economia) Effetti di trascinamento di uno shock; situazione nella quale le variabili economiche risentono degli impatti di un evento storico anche dopo che è stato superato

In Cina, il processo di riapertura arginerà le tendenze disinflazionistiche e la prospettiva è quella di una stabilizzazione

POLITICHE MONETARIE

Si vede la luce in fondo al tunnel

L'aumento delle pressioni inflattive e una crescita più resiliente delle attese hanno spinto le banche centrali a implementare una stretta monetaria molto aggressiva nel corso del 2022, di gran lunga superiore a quella prevista dal mercato e dalle stesse banche centrali a inizio anno. A fronte di un'estrema volatilità dei dati e della limitata visibilità sugli sviluppi macro, le banche centrali hanno abbandonato la *forward guidance*, preferendo un approccio di politica monetaria totalmente dipendente dai dati; questa scelta ha reso gli investitori nervosi e iper-reattivi, e ha mantenuto la volatilità a livelli record per gran parte dell'anno. A inizio dicembre, la Fed aveva alzato i tassi di politica monetaria di 375 punti base e la BCE di 200 punti base. In entrambi i casi si tratta di aumenti molto più importanti e rapidi che nei cicli passati. Peraltro, sia in Area Euro che negli Stati Uniti la stretta monetaria sta avvenendo anche tramite la diminuzione degli asset sul bilancio, cresciuti a dismisura durante gli anni della pandemia. Nel 2023 il ciclo di rialzi dovrebbe interrompersi, e nella seconda metà dell'anno potrebbe addirittura essere avviato un ciclo di tagli. Condizioni necessarie per questi sviluppi sono un rallentamento della crescita, che porterà sia l'Eurozona che gli Stati Uniti in recessione tecnica, e una discesa dell'inflazione, che ci attendiamo più pronunciata negli Stati Uniti che in Area Euro. In questo contesto, ci aspettiamo che la Fed inizi a tagliare i tassi già nella seconda metà del 2023, mentre per la BCE lo scenario rimane complesso a causa delle incertezze legate alle prospettive dell'inflazione e alla **funzione di reazione** della BCE.

Se le pressioni sui prezzi dovessero allentarsi più lentamente delle attese e la crescita rimanere più solida del previsto, le banche centrali resterebbero in modalità restrittiva per buona parte del 2023.

Federal Reserve – Verso il pivot

A inizio anno, la Fed e i mercati prezzavano 75 punti base di rialzi dei tassi in totale nel 2022. Ad oggi, la banca centrale ha già effettuato una stretta monetaria di 375 punti base, e secondo le nostre previsioni ne consegnerà altri 125 tra il *meeting* di dicembre e quello di maggio 2023, in uno dei cicli restrittivi più rapidi e violenti della storia. La ragione principale per cui la Fed è diventata sempre più aggressiva, sia nella retorica che nelle azioni, è stata l'inflazione, molto più alta delle attese e in costante aumento, che ha alimentato timori di un disancoraggio delle aspettative di inflazione (come è avvenuto negli anni 70 e 80), insieme a una crescita molto più resiliente del previsto. Il Presidente Jerome Powell ha ripetuto più volte che la Fed vuole evitare di ripetere gli errori degli anni Settanta e Ottanta, e preferisce quindi una stretta monetaria aggressiva e prolungata rispetto ad una troppo debole e breve. I rapidi rialzi dei tassi hanno effettivamente provocato un inasprimento sostanziale delle condizioni finanziarie, che per ora

L'approccio estremamente aggressivo delle banche centrali è stato il driver più importante dei mercati nel 2022, ma la fine dei cicli restrittivi si sta avvicinando



Funzione di reazione - (di una banca centrale) - Principi e meccanismi che spiegano la risposta di un'autorità monetaria al cambiamento delle condizioni macroeconomiche

sembra però pesare quasi solamente sui settori dell'economia più sensibili ai tassi (come quello immobiliare), mentre il mercato del lavoro rimane solido. Il report sulla dinamica dei prezzi relativo al mese di ottobre ha fornito un primo segnale positivo, seppur non definitivo, di inversione del trend sull'inflazione. Tuttavia, il possibile permanere di una certa volatilità sui dati nel primo trimestre porterebbe probabilmente la banca centrale a mantenere la linea restrittiva. In questo contesto, ci aspettiamo che la Fed continui ad alzare i tassi fino alla fine del primo trimestre o alla metà del secondo trimestre del 2023, raggiungendo un picco a 5-5,25%, e che prosegua con la politica di riduzione degli asset sul bilancio. A nostro avviso, la discesa dell'inflazione nel 2023 (soprattutto nella componente *core*, che dovrebbe arrivare poco sopra il 2% a fine 2023) e una recessione tecnica che inizierà nel secondo trimestre del 2023 creeranno le condizioni per un pivot della Fed alla fine del secondo trimestre: la banca centrale potrebbe iniziare a tagliare i tassi già nella seconda metà dell'anno. Il rischio principale per questo scenario è quello di un'inflazione che scende meno rapidamente delle nostre attese, attestandosi su livelli decisamente superiori al target del 2% a fine 2023, e una crescita più resiliente del previsto; in questo caso, la Fed manterrebbe una retorica aggressiva più a lungo, e il tasso sui Fed Funds non verrebbe tagliato almeno per tutto il 2023.

BCE – La recessione non fermerà i rialzi dei tassi

Come la Fed, anche la BCE nel corso del 2022 ha effettuato una stretta monetaria molto più forte delle attese. Tanto la crescita, quanto l'inflazione, hanno continuato a sorprendere al rialzo fino al terzo trimestre. Ad oggi, la banca centrale ha alzato il tasso sui depositi di 200 punti base, portandolo all'1,50%, mentre a inizio anno la curva di mercato monetario non prezzava alcun rialzo. Nelle ultime settimane, il dato sulla crescita del terzo trimestre superiore alle attese e il costante aumento delle pressioni sui prezzi hanno dato un'altra opportunità ai "falchi" del Consiglio Direttivo per continuare a guidare la retorica e le azioni della banca centrale: in diverse occasioni è stato ribadito che una recessione moderata non sarà sufficiente a far scendere l'inflazione, e quindi non frenerà gli aumenti. In questo contesto, ci aspettiamo che la BCE porti i tassi in territorio restrittivo e che il tasso di deposito dovrebbe arrivare a 2,75% a maggio 2023. L'Istituto di Francoforte ha avviato anche il processo di riduzione del bilancio, cambiando le condizioni delle aste di rifinanziamento straordinarie (TLTRO) per accelerare la restituzione della liquidità da parte delle banche; il processo continuerà, ma l'impatto sui mercati dovrebbe essere limitato. Nel corso del meeting di dicembre, la BCE dovrebbe annunciare anche i principi per implementare il **Quantitative Tightening** (QT), il cui avvio, già nella prima parte del 2023, ha raccolto il parere favorevole della maggioranza dei membri del Consiglio. A nostro avviso, il QT potrebbe alimentare pressioni di vendita sui titoli di Stato in un anno in cui l'offerta netta di carta governativa in Area Euro sarà storicamente elevata, creando potenzialmente un contesto complicato soprattutto per i BTP. L'incertezza sulle azioni future della BCE

La Fed ha iniziato a sollevare il piede dall'acceleratore, ma il pivot (inteso come un'inversione di rotta) arriverà solo alla fine del secondo trimestre

La BCE mantiene una retorica aggressiva, nonostante l'indebolimento dei fondamentali, e cercherà di non anticipare la Fed nell'ammorbidimento dell'approccio, per evitare pressioni sul cambio



Quantitative Tightening -

Strumento di politica monetaria restrittiva finalizzato a ridurre l'offerta di moneta in modo organizzato e programmatico (ad esempio, attraverso il mancato reinvestimento dei rimborsi o la vendita dei titoli sul bilancio della banca centrale)

resta però alta ed è legata principalmente alla bassa visibilità sulle prospettive di inflazione in Area Euro, fortemente condizionata dalle fluttuazioni dei prezzi dell'energia e dalle politiche fiscali dei singoli Paesi.

People's Bank of China – Verso la neutralità della politica monetaria

Nella seconda metà del 2022, la Banca Centrale ha mantenuto un atteggiamento moderatamente accomodante, privilegiando iniezioni di liquidità nel sistema economico rispetto a tagli aggressivi dei tassi d'interesse. Tuttavia, nel contesto di una crescita domestica in indebolimento e di politiche monetarie globali in fase restrittiva, le autorità hanno preferito veicolare il supporto anticiclico attraverso misure fiscali, in modo da non indebolire eccessivamente il cambio e limitare potenziali deflussi di capitale giustificati dall'allargamento del differenziale di tassi tra Cina e Paesi sviluppati. Nel 2023, ci aspettiamo che la banca centrale mantenga un atteggiamento simile e continui a offrire un moderato supporto monetario, che dovrebbe però esaurirsi gradualmente nel corso della prima metà dell'anno, per due motivi:

- ▶ il processo di riapertura porterà a un rimbalzo ciclico endogeno dei consumi, che ridurrà la necessità di sostegno monetario;
- ▶ la robusta ripresa dei consumi alimenterà pressioni inflazionistiche, che dovranno essere controllate dalla Banca Centrale attraverso una rotazione della politica monetaria da leggermente accomodante a neutrale/leggermente restrittiva. Questo cambio di *stance*, che dovrebbe avvenire in concomitanza con il picco delle pressioni inflattive, intorno alla metà del prossimo anno, dovrebbe favorire anche il cambio.

Nel corso del 2023, le necessità di supporto monetario in Cina scemeranno e l'approccio della PBoC diventerà neutrale o lievemente restrittivo

AnimaResearch



**Mercati
obbligazionari**

GOVERNATIVI PAESI SVILUPPATI

2023: Il picco dei rendimenti è a portata di mano

Il 2022 è stato un anno estremamente difficile per le obbligazioni. I Treasuries hanno registrato un *total return* negativo di 12-13%, i Bund di 14-15% e i BTP di circa 13%, considerando le performance registrate fino al 28 novembre. La combinazione di inflazione più alta delle attese e in costante aumento durante l'anno e di crescita più resiliente del previsto ha spinto le banche centrali ad adottare un approccio molto aggressivo e consegnare una stretta monetaria di gran lunga maggiore rispetto a quella scontata a fine 2021. Questo ha provocato:

1. una risalita dei rendimenti nominali di 200-400 punti base, soprattutto sulle scadenze brevi;
2. una profonda inversione delle curve dei rendimenti. Il differenziale fra titoli di Stato a dieci e due anni si è invertito sia negli Stati Uniti che in Germania, raggiungendo minimi storici. Questo indica che, stante la portata della stretta monetaria, il mercato anticipa un rallentamento importante della crescita e dell'inflazione, che dovrebbe indurre le banche centrali a sospendere i rialzi dei tassi o addirittura a tagliarli nel 2023;
3. una risalita vertiginosa dei rendimenti reali, che hanno superato quota 1,70% per i Treasury a 10 anni e hanno brevemente scambiato in territorio positivo per i Bund decennali. È importante sottolineare come, in un contesto di inflazione che ha continuato a salire, i mercati non abbiano prezzato un disancoraggio delle aspettative di inflazione, con i tassi *breakeven* sulle scadenze lunghe che si sono alzati moderatamente in Area Euro e sono addirittura leggermente scesi negli Stati Uniti.

FIGURA 9

Tassi reali vs. inflazione di breakeven a 10 anni negli USA



Fonte: Bloomberg, ANIMA Research

FIGURA 10

Tassi reali vs. inflazione di breakeven a 10 anni in Germania



Fonte: Bloomberg, ANIMA Research

Dopo un riprezzamento così marcato del comparto obbligazionario nell'anno in corso, ci aspettiamo un 2023 decisamente migliore, per diverse ragioni:

1. Negli Stati Uniti i tassi di politica monetaria hanno già raggiunto livelli restrittivi, e saliranno ulteriormente (ci aspettiamo un picco del Fed Fund a 5-5,25%). In Area Euro, allo stesso modo, la maggior parte dei membri del Consiglio Direttivo della BCE (Governing Council, GC) ha segnalato che intende portare i tassi in territorio restrittivo. Ci aspettiamo che sia la Fed che la BCE proseguano con i rialzi fino a marzo-maggio 2023. A quel punto, considerato l'inasprimento pronunciato delle condizioni finanziarie e i ritardi con cui la politica monetaria influenza crescita e inflazione, le autorità monetarie potrebbero fermarsi per valutare gli impatti della stretta sull'economia. Questo indica che **il picco dei rendimenti non è lontano dai livelli attuali.**
2. A nostro avviso, il picco dell'inflazione è stato raggiunto nel quarto trimestre, anche se in Area Euro il contesto resta strutturalmente più incerto che non negli Stati Uniti. Al netto della volatilità nel flusso di dati mensile, che persisterà nei prossimi mesi, **il nostro scenario base prevede un calo dell'inflazione nel corso del prossimo anno.**
3. **Ci aspettiamo un rallentamento pronunciato della crescita nel 2023,** sia in Area Euro (con una recessione tecnica nel quarto trimestre del 2022 e nel primo trimestre del 2023), sia negli USA (con una recessione tecnica nel secondo e terzo trimestre del 2023).

Dopo il sell-off violento del 2022, le prospettive per i mercati obbligazionari appaiono decisamente più favorevoli: sia gli sviluppi macro che le politiche monetarie offriranno supporto

Per quanto riguarda il percorso dei rendimenti occorre però fare una precisazione: il trend ribassista potrebbe non iniziare già a inizio anno. **Riteniamo probabile che la volatilità sul mercato obbligazionario persista almeno nel primo trimestre**, a causa della volatilità sottostante dei dati, soprattutto di inflazione, che costringerà le banche centrali a mantenere una linea aggressiva.

Siamo più costruttivi sui Treasury rispetto ai Bund nel 2023, per due motivi principali:

1. La stretta monetaria molto rapida e intensa orchestrata dalla Fed provocherà un rallentamento dell'economia e una discesa dell'inflazione, che negli Stati Uniti è guidata tanto dalla domanda quanto da fattori tecnici (ad esempio i prezzi dei servizi legati al settore residenziale). In Area Euro, per ridurre l'inflazione è sicuramente necessario un rallentamento della domanda, ma l'impatto dei costi energetici, e in particolare di quelli di gas ed elettricità, potrebbe avere un effetto di trascinamento sull'inflazione al consumo più forte che negli Stati Uniti. In questo contesto, permane anche molta incertezza sulla funzione di reazione della BCE.
2. L'equilibrio tra domanda e offerta di titoli governativi nel 2023 sarà più favorevole negli Stati Uniti che in Area Euro. Negli Stati Uniti, infatti, l'offerta netta di Treasury sarà maggiore nel 2023 che nel 2022, e il Quantitative Tightening della Fed offrirà un contributo negativo alla domanda. Tuttavia, dopo anni di taglio allo stock di T-bills, il Tesoro americano potrebbe finanziare una parte consistente del deficit emettendo carta a breve scadenza, evitando così di causare pressioni al ribasso sui prezzi dei titoli a lungo termine. Inoltre, i rendimenti appetibili dei Treasury e la prospettiva di una performance positiva per il 2023 dovrebbero garantire una buona domanda, almeno a livello domestico.

In Area Euro, al contrario, l'offerta netta di titoli governativi dovrebbe rimanere alta su base storica. Inoltre, l'anno prossimo la banca centrale non sarà compratrice netta di debito per la prima volta dal 2015, e potrebbe anzi non reinvestire i rimborsi nell'ambito del portafoglio APP, dando il via al Quantitative Tightening (QT). Il tutto, peraltro, in un contesto fiscale molto incerto, in cui i governi potrebbero registrare deficit più alti delle attese a causa delle misure adottate per contrastare la crisi energetica.

Per quanto riguarda i titoli di Stato italiani, nelle ultime settimane la combinazione di rendimenti governativi *core* in calo e spread creditizi in restringimento ha offerto un supporto importante. **Nel 2023, la performance dei BTP resterà condizionata principalmente dalla politica monetaria della BCE**, considerando che sul fronte domestico il nuovo governo sembra intenzionato a rispettare gli impegni con le Istituzioni europee sia sul fronte della politica fiscale che su quello del PNRR. Nel caso in cui la BCE interrompesse i rialzi subito dopo la Fed, i BTP beneficerebbero più che proporzionalmente dell'apprezzamento dei titoli *core*. Per contro, la minaccia

Siamo più costruttivi sui Treasury che sui Bund: in Area Euro le prospettive per l'inflazione sono più incerte, la funzione di reazione della BCE è più confusa e l'equilibrio fra domanda e offerta è meno favorevole.

Le sorti dei BTP dipenderanno soprattutto dagli sviluppi sul fronte della politica monetaria

principale per i titoli di Stato italiani è rappresentata dal *Quantitative Tightening*.

Il rischio principale per lo scenario descritto è rappresentato da un eventuale *soft landing*: se la crescita si rivelasse nuovamente più resiliente delle attese e l'inflazione scendesse solo moderatamente, le banche centrali potrebbero mantenere un approccio aggressivo più a lungo di quanto ci aspettiamo. In questo contesto i rendimenti governativi potrebbero attestarsi su livelli elevati, e il comparto registrerebbe performance totali solo marginalmente positive o nulle.

GOVERNATIVI PAESI EMERGENTI

Luci ed ombre

Il 2022 è stato un anno complessivamente deludente per l'obbligazionario emergente. Nel 2023, le prospettive dipenderanno da due fattori chiave: il ciclo economico globale (e quello americano in particolare) e la politica monetaria della Federal Reserve. In linea generale, un ciclo economico globale e americano robusti tendono a creare condizioni favorevoli per le obbligazioni dei Paesi emergenti, mentre un ciclo economico in rallentamento (come quello che ci aspettiamo per il 2023) tende ad alimentare fasi di sottoperformance. In questo senso, **il 2023 non sembra prospettarsi come un anno particolarmente favorevole, nelle sue battute iniziali.**

Peraltro, considerando gli sviluppi sul fronte dei tassi statunitensi, con una Fed che nel 2022 ha intrapreso uno dei cicli restrittivi più veloci e aggressivi della storia, e secondo le attese dovrebbe mantenere i tassi fermi attorno al 5% almeno nel secondo trimestre, il debito emergente potrebbe continuare a soffrire. **La raccomandazione, dunque, è quella di mantenere un approccio cauto nella prima parte dell'anno, con posizioni di sottopeso o al più neutrali.**

Nella seconda metà del 2023, tuttavia, si potrebbe avere un punto d'ingresso importante, dopo che l'ultima fase di indebolimento della crescita americana avrà trascinato gli Stati Uniti in recessione tecnica: la storia insegna che, solitamente, durante le recessioni negli USA lo spread tra debito sovrano emergente e debito dei Paesi sviluppati tende ad allargarsi, e i titoli governativi emergenti sottoperformano.

Con la recessione in arrivo nel secondo trimestre, ci aspettiamo che la Federal Reserve annunci il pivot della politica monetaria e successivamente tagli i tassi. È in quel momento che il differenziale di rendimento fra obbligazioni dei Paesi emergenti e sviluppati raggiungerà il picco di questo ciclo (**Figura 11**). Pertanto, **riteniamo che sia opportuno attendere l'esaurimento della fase recessiva acuta negli Stati Uniti e il pivot della Fed per avere il miglior momento d'ingresso**: dopo questi eventi, le prospettive per l'obbligazionario emergente dovrebbero diventare più costruttive.

Nel 2023 il pivot della Fed e la recessione statunitense offriranno un'opportunità di acquisto importante

FIGURA 11

Il differenziale tra tassi americani ed emergenti si scarica dopo le recessioni



Fonte: Bloomberg, ANIMA Research

Se gli sviluppi macro non dovessero evolvere in linea con il nostro scenario e la crescita americana si rivelasse più forte delle attese, costringendo la Fed a inasprire la lotta all'inflazione e rimandare il pivot a fine 2023/inizio 2024, l'asset class continuerebbe a sottoperformare per tutto il 2023, dal momento che il premio al rischio sul debito emergente rimarrebbe su livelli strutturalmente penalizzanti.

OBBLIGAZIONI SOCIETARIE EURO INVESTMENT GRADE

Valore nel carry di qualità

Il 2022 è stato un anno eccezionalmente complesso per il mondo del credito: l'impennata dell'inflazione, l'escalation dei rischi geopolitici, i timori di recessione e il ciclo di politica monetaria restrittiva più rapido, intenso e sincronizzato degli ultimi 40 anni sono stati una combinazione tossica e hanno creato forti pressioni al rialzo sia sui tassi governativi che sugli spread creditizi: per la prima volta dalla fine degli anni Novanta, entrambe le componenti hanno offerto un contributo negativo alla performance complessiva degli indici in ciascuno dei quattro segmenti principali del mercato *corporate* (*investment grade* e *high yield*, in euro e in dollari). In Area Euro, l'effetto negativo dell'aumento dei tassi privi di rischio è stato largamente dominante: i comparti a più alto merito di credito hanno archiviato perdite superiori proprio per la maggiore esposizione al rischio tasso (oltre che ovviamente per il carry più basso), nonostante un allargamento degli spread molto più contenuto (Figura 12).

FIGURA 12

Spread vs Governativi, monitor per fasce di rating

	Investment Grade	AAA	AA	A	BBB	High Yield	BB	B	CCC & lower
Spread vs Govt attuale (OAS), bp	178	81	108	152	212	492	373	616	1420
Variazione OAS YTD, bp	+80	+17	+40	+66	+99	+161	+113	+171	+762
Media OAS ultimi 10 anni, bp	120	66	72	99	152	408	302	533	1031
Rendimento a scadenza (YTM), %	3,9	2,8	3,1	3,6	4,2	7,2	6,0	8,3	16,7
Media YTM ultimi 10 anni, %	1,2	0,8	0,7	1,0	1,6	4,4	3,3	5,8	11,1
Perf YTD	-12,8%	-13,3%	-11,3%	-12,2%	-13,4%	-10,8%	-10,5%	-10,8%	-14,1%

Fonte: ICE BofA ML, Bloomberg, ANIMA Research. Dati al 25 novembre 2022

Le performance registrate sono state molto negative: a metà ottobre, il *max drawdown* dell'indice Bloomberg Global Aggregate Credit ha raggiunto un nuovo minimo storico a -25% (durante la Grande Crisi Finanziaria non si superò il -20%). Nelle ultime settimane, il *sentiment* è nettamente migliorato, grazie al moltiplicarsi degli indizi di un ridimensionamento dei rischi di coda: le evidenze di picco dell'inflazione e ammorbidimento dell'approccio delle banche centrali hanno iniziato ad accumularsi; gli scenari più estremi nell'ambito della crisi energetica europea non si sono materializzati e in Cina sono emersi i primi segnali di allentamento della politica di tolleranza-

zero contro il COVID. Gli spread creditizi si sono ristretti in modo importante, recuperando oltre un terzo dell'allargamento registrato nel corso dell'anno sul comparto *investment grade*, e addirittura la metà sugli *high-yield*.

Vista l'entità della recente correzione, e gli sviluppi che ci attendiamo nel contesto economico-finanziario, i primi mesi del nuovo anno potrebbero essere difficili. Se da un lato nel primo trimestre la volatilità sui tassi governativi potrebbe restare elevata, a causa della volatilità dei dati sull'inflazione e della linea ancora aggressiva da parte di Fed e BCE, dall'altro gli investitori dovrebbero spostare il focus sul rallentamento della crescita: la recessione (in corso in Area Euro e in avvicinamento negli USA) sarà accompagnata da una revisione al ribasso delle stime di crescita degli utili societari, e l'annesso deterioramento delle metriche di credito peserà sugli spread.

Successivamente, tuttavia, le prospettive miglioreranno: una volta che il *trend* di calo dell'inflazione si sarà consolidato e il ciclo restrittivo di politica monetaria saranno giunti al termine, i rendimenti dei titoli di Stato dovrebbero calare (in modo più accentuato negli USA) e la volatilità diminuirà; nel contempo, se la recessione sarà stata breve e di lieve entità e si consoliderà la prospettiva di una ripresa economica, il *sentiment* sulle attività rischiose dovrebbe migliorare, con benefici anche per gli spread. Del resto, **la storia insegna che i migliori punti d'ingresso sul mercato delle obbligazioni societarie si verificano proprio durante le recessioni**, nel momento di massimo deterioramento del *momentum* sui dati e del *sentiment* degli investitori.

Ci aspettiamo un irripidimento della curva del credito, che giustifica la preferenza per il comparto *investment grade* (e, più in generale, per le strategie *up-in-quality*). Le ragioni sono molteplici:

1. **nel 2023, il focus degli investitori si sposterà dalle politiche monetarie al quadro macro/ fondamentale:** le aziende a basso rating sono per definizione più vulnerabili all'indebolimento della crescita e all'inasprimento delle condizioni finanziarie: le loro metriche di credito non potranno che deteriorarsi e il premio al rischio richiesto dagli investitori aumenterà;
2. **le valutazioni assolute del comparto *investment-grade* sono interessanti:** durante i picchi di metà ottobre, il rendimento a scadenza ha raggiunto i massimi dall'estate del 2009 e lo spread si attesta su livelli di gran lunga superiori alle medie storiche (anche dopo il *rally* delle ultime settimane, esso era di 180 punti base contro una media di 115 punti base negli ultimi 25 anni). **A confronto con il debito speculativo, il comparto appare ancora più appetibile:** il rapporto fra i rendimenti a scadenza e gli spread dei segmenti *high yield* e *investment grade* è prossimo ai livelli più bassi degli ultimi 20 anni (**Figura 13**). In questo contesto, gli investitori hanno pochi incentivi a scendere lungo la scala del rating per trovare rendimento (un trend che invece ha contraddistinto gli ultimi 10 anni);

L'impennata dei tassi governativi e l'allargamento dei credit spread registrati nel 2022 hanno sensibilmente migliorato il rapporto rischio-rendimento dei corporate investment grade

Privilegiamo le strategie *up-in-quality*, sia per il deterioramento del quadro macro/fondamentale che per le valutazioni assolute e relative del comparto IG

FIGURA 13

High Yield vs Investment Grade, rendimenti a scadenza e spread a confronto



Fonte: ICE BofA ML, Bloomberg, ANIMA Research

- l'offerta netta dovrebbe essere limitata:** la rapida espansione del mercato registrata nell'epoca del *Quantitative Easing* è probabilmente finita (al pari del trend di disintermediazione delle banche), e le aziende, alla luce del contesto recessivo, adotteranno un approccio conservativo agli investimenti in conto capitale. **Nello stesso tempo, la domanda dovrebbe diventare più solida** (nel 2021, i fondi specializzati sui titoli *corporate investment grade* hanno subito deflussi per circa il 7,5% delle masse), sia da parte degli investitori istituzionali che *retail*, vista l'appetibilità dei rendimenti. Anche la minaccia del *Quantitative Tightening* potrebbe essere sovrastimata: la BCE dovrebbe mantenere un approccio cauto, e gli impatti sul mondo dei *corporate* sono meno importanti in termini di *size* rispetto a quelli sui governativi. Nel comparto *high-yield*, al contrario, le dinamiche di domanda e offerta dovrebbero essere meno favorevoli: l'attività sul mercato primario è stata ridottissima nel 2022, e molti emittenti dovranno anticipare almeno in parte il rifinanziamento in vista del **maturity wall** del 2024.

In termini di temi di investimento, riteniamo ci siano opportunità nel settore bancario, fortemente penalizzato nel corso dell'anno (il differenziale di spread fra finanziari senior bail-in e non finanziari si è ampliato di 60 punti base, raggiungendo livelli toccati solo per pochi giorni durante la crisi pandemica), e, selettivamente, fra i subordinati: le preoccupazioni circa il mancato esercizio delle *call* hanno provocato un forte allargamento degli spread, e per gli emittenti di maggior qualità i rischi sono sovrastimati.



Maturity wall - Fase caratterizzata dalla scadenza simultanea di un numero elevato di emissioni obbligazionarie

OBBLIGAZIONI SOCIETARIE EURO HIGH YIELD

Massima selettività, in un contesto di crescente dispersione

Nel corso del 2022, il credito *high-yield* ha registrato perdite importanti, ma inferiori, in termini assoluti, rispetto alle obbligazioni governative e al credito *investment grade*, grazie alla minore esposizione al rischio tassi e alla resilienza del quadro macro/fondamentale, che si è tradotta in dinamiche molto benevole a livello dei tassi di default.

Nel 2023, gli effetti della stretta monetaria sulle condizioni finanziarie e sulla crescita economica si rifletteranno inevitabilmente in un deterioramento delle metriche di credito e in un aumento dei tassi di default; tuttavia, il picco dovrebbe essere meno pronunciato rispetto alle recessioni passate, in virtù delle condizioni relativamente solide dei bilanci del settore privato, dei benefici derivanti dalla normalizzazione degli squilibri legati a guerra e pandemia, e del supporto offerto dalla politica fiscale. **L'allargamento degli spread che ne deriverà sarà probabilmente concentrato nei primi mesi dell'anno**, quando l'indebolimento della crescita macro e micro potrebbe alimentare un aumento dell'avversione al rischio. Tuttavia, durante la fase di recupero che seguirà, gli investitori potrebbero privilegiare il comparto *investment grade*, che (come già approfondito) è contraddistinto da un profilo rischio/rendimento più appetibile. In questo contesto, **la preferenza per le strategie *up-in-quality* rappresenta un elemento distintivo dell'approccio gestionale.**

Altrettanto cruciale sarà il focus sulla selezione degli emittenti, in un contesto di aumento del **rischio idiosincratco** e della dispersione (un trend già avviato nel corso del 2022, come emerge dalla **Figura 14**).

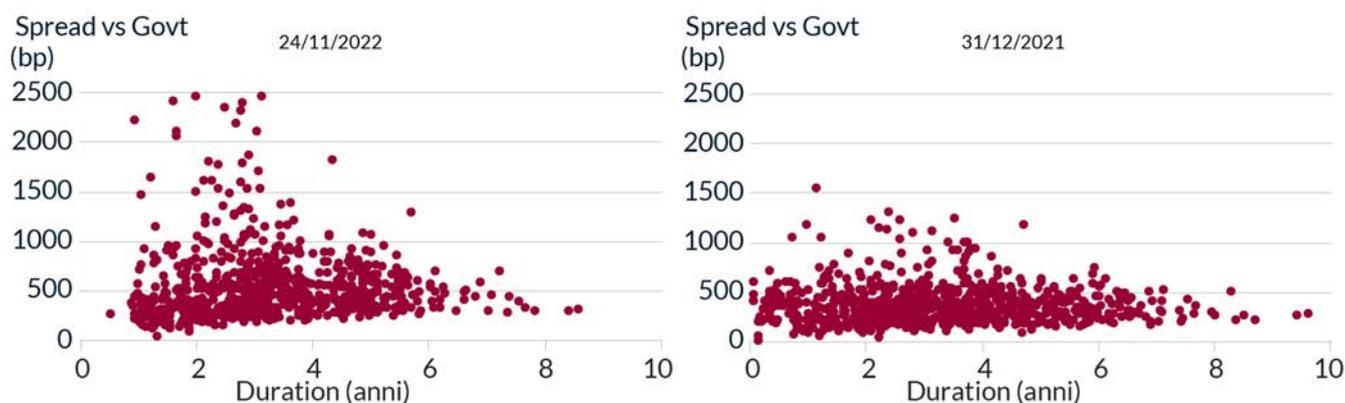
Con il rischio idiosincratco e la dispersione in aumento, cresce il focus sulla selezione degli emittenti



Rischio idiosincratco - (o specifico) Rischio che interessa in modo esclusivo una determinata attività finanziaria

FIGURA 14

L'universo investibile nel comparto High Yield



Fonte: ICE BofA ML, Bloomberg, ANIMA Research

Le aziende dovranno trovare il modo di adeguarsi a un nuovo mondo caratterizzato da un aumento marcato e persistente del costo del capitale. A prescindere dalle opportunità tattiche che si apriranno nelle fasi di maggior volatilità, con il calo della domanda che deprimerà i margini tenderemo a privilegiare le società che offrono alta visibilità sulla dinamica degli utili, capacità di generare flussi di cassa elevati e sostenibili, e un approccio storicamente conservativo nelle scelte di allocazione del capitale e attento agli interessi dei detentori di obbligazioni. **Quando emergeranno segnali di inversione del ciclo economico, e in presenza di premi al rischio più generosi rispetto a quelli attuali, valuteremo un aumento dell'esposizione al rischio**, selezionando società cicliche non vulnerabili all'aumento del costo dell'energia.

Lo scenario di rischio più importante che abbiamo individuato (resilienza della crescita e allentamento meno rapido del previsto delle pressioni sui prezzi, con annesso prolungamento della stretta monetaria) rappresenterebbe una minaccia per gli *high yield*: in questo caso si accentuerebbero le criticità per gli emittenti più fragili, specie nei settori più sensibili al livello dei tassi o in quei comparti del sistema finanziario in cui l'aumento della leva negli ultimi anni è stato più marcato e le condizioni di liquidità sono peggiori. I primi scricchiolii, come le problematiche dei fondi pensione inglesi e il crollo delle criptovalute, hanno iniziato ad emergere e la storia insegna che molto spesso i cicli restrittivi della Fed più violenti provocano - e terminano - con gravi incidenti sui mercati finanziari o in qualche segmento dell'economia reale.

Con una stretta monetaria più forte e prolungata, i rischi per gli high yield aumenterebbero

AnimaResearch

Mercati azionari

AZIONARIO PAESI SVILUPPATI

Un anno dai due risvolti

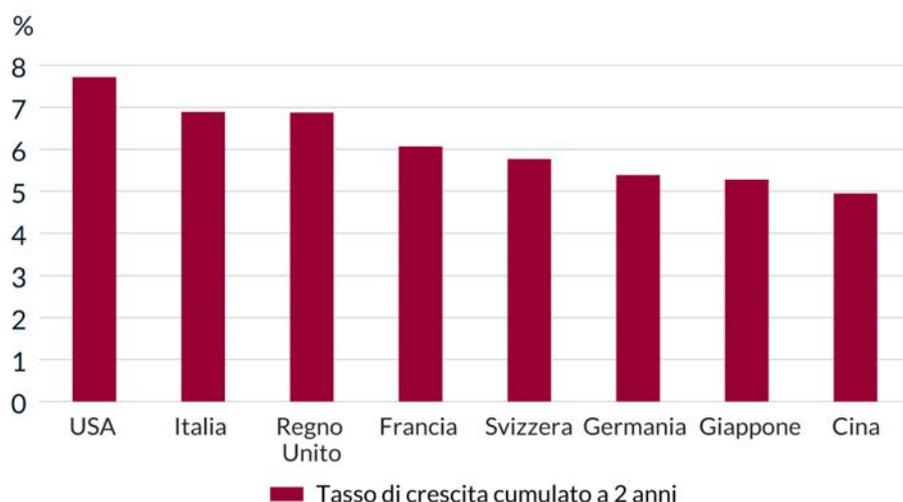
Se il 2021 è stato un anno all'insegna della bassa volatilità con guadagni a doppia cifra per i principali mercati sviluppati, altrettanto non si può dire per l'anno in corso. Il 2022, infatti, è stato caratterizzato da forti oscillazioni dei corsi azionari, innescate prevalentemente dalle tensioni geopolitiche e dalle politiche monetarie particolarmente restrittive messe in atto dalle principali banche centrali.

Guardando al futuro, **siamo convinti che la volatilità persisterà anche nel 2023**. A livello macro, il rallentamento economico dovrebbe farsi più severo, non solo in Europa ma anche negli Stati Uniti, dove ci aspettiamo una recessione blanda a cavallo dei primi due trimestri. A livello micro, questo scenario si dovrebbe tradurre in una crescita anemica degli utili aziendali. Ad oggi, invece, gli analisti prevedono un aumento dei profitti per le società dei Paesi sviluppati pari al +4% nel 2023 e +8% nel 2024, rispettivamente in linea e addirittura sopra la media annua del 4% registrata durante il quinquennio precedente il 2020, anno tristemente legato alla diffusione del Covid. Secondo il consensus dovrebbero riaccelerare anche i dividendi, per cui ci si attende una crescita superiore al 6% nei principali mercati nei due prossimi anni (**Figura 15**). Come già sottolineato, il nostro scenario macro suggerisce maggiore cautela e riteniamo probabile che questi numeri siano rivisti ulteriormente al ribasso già nelle prime settimane del 2023.

Le stime degli analisti su utili e dividendi saranno riviste al ribasso e peseranno sui mercati

FIGURA 15

Tasso di crescita cumulato a 2 anni del dividendo per azione



Fonte: Datastream, ANIMA Research

Il taglio delle stime di crescita di utili e dividendi si riverbererà negativamente sui corsi azionari nei primi mesi dell'anno: i **principali benchmark azionari potrebbero registrare nuovi minimi** già a inizio primavera. A quel punto, a nostro avviso si profilerà un'opportunità importante per aumentare strategicamente l'esposizione all'**asset class azionaria**, soprattutto se le banche centrali dovessero attenuare la propria azione di contrasto all'inflazione, o addirittura cambiare rotta. Politiche monetarie più accomodanti, infatti, alimenterebbero un calo dei tassi reali, che a sua volta innescherebbe verosimilmente un rialzo più repentino delle valutazioni azionarie. Valutazioni che, peraltro, già adesso sono abbastanza compresse: il benchmark di riferimento scambia a 14x volte gli utili stimati a 12 mesi, contro una media dell'ultimo decennio di 15x volte (Figura 16).

FIGURA 16

Rapporto Prezzo/Utili e media storica degli ultimi 10 anni*

* Previsioni degli utili per azioni a 12 mesi basate su stime di consensus.



Fonte: Datastream, ANIMA Research

In questo contesto, alla luce della nostra aspettativa di un'elevata volatilità nei primi mesi dell'anno, **suggeriamo un'allocazione bilanciata con una crescente preferenza per i settori più difensivi**, che tendono ad essere più resilienti durante le fasi di debolezza dei mercati. In particolare, privilegiamo i farmaceutici, caratterizzati da margini netti ancora elevati, e i beni di prima necessità. Una volta intravisto il *bottom* del mercato, aumenteremo nuovamente l'investimento nei settori ciclici, in particolare finanziari, industriali e tutti i cosiddetti *early cyclicals*, che tendono a essere più penalizzati durante le fasi di correzione.

Per quanto riguarda le aree di investimento sostenute da trend strutturali di crescita, **manteniamo un'esposizione significativa ma selettiva alla**

Il posizionamento settoriale è bilanciato, con un bias più costruttivo sui comparti difensivi. Sui minimi del mercato, l'esposizione ai settori ciclici aumenterà

tecnologia, che secondo gli analisti potrebbe registrare un'espansione degli utili a doppia cifra nei prossimi anni, **ed alle tematiche ESG**, in particolare quelle relative alla sostenibilità, che beneficiano del crescente impegno dei governi su scala globale nella lotta al cambiamento climatico.

A livello geografico, l'approccio attuale è contraddistinto da un sovrappeso sull'Europa e da un posizionamento neutrale sugli Stati Uniti: nonostante la crescita attesa degli utili sia superiore a quello del mercato globale, le valutazioni sono ancora generose.

Il rischio principale per il nostro scenario, che vede in sostanza una fase di debolezza e volatilità fino alla primavera e un recupero nella seconda parte dell'anno, potrebbe essere un'ulteriore sorpresa al rialzo della crescita: se così fosse, i settori ciclici potrebbero sovraperformare i difensivi. Nello stesso tempo, un'inflazione ancora troppo alta e più persistente costringerebbe le banche centrali a mantenere o addirittura intensificare la stretta monetaria, provocando una forte contrazione delle valutazioni; a soffrire maggiormente potrebbe essere la tecnologia, che, visto il peso all'interno dei listini azionari, trascinerebbe al ribasso l'intero mercato e posticiperebbe la fase di ripresa.

AZIONARIO PAESI EMERGENTI

L'anno della rivincita

Dopo aver sottoperformato rispetto ai mercati sviluppati negli ultimi cinque anni, e dopo aver perso oltre il 40% dai massimi del 2022 (Figura 17), riteniamo che i Paesi emergenti possano finalmente riprendere a correre nel 2023, trainati dalla ripresa cinese. Una buona performance della Cina, che pesa circa il 30% dell'indice MSCI Emerging Markets è quasi una condizione necessaria affinché il benchmark rimbalzi dai minimi. Il giudizio strategicamente costruttivo si basa sia sul miglioramento del quadro macro, sia sulle aspettative di un indebolimento del dollaro nei mesi a venire.

Da un punto di vista settoriale, privilegiamo i settori più legati al ciclo economico come Industriali, Finanziari e Beni Discrezionali, soprattutto quelli legati al *Leisure & Hospitality*. A livello regionale, preferiamo la Cina e tutti i mercati collegati alla catena del valore cinese, come Sudafrica, Brasile ed Indonesia. Evitiamo invece i mercati più difensivi, come India e Messico.

Nel 2023, i Paesi emergenti beneficeranno della ripresa cinese e delle attese di indebolimento del dollaro

FIGURA 17

Azionario Paesi emergenti, andamento negli ultimi anni



Fonte: MSCI, ANIMA Research

A livello locale, la nostra view costruttiva potrebbe essere minata da un'eventuale diffusione del Covid così severa da costringere le autorità cinesi ad annunciare nuovi *lockdown*, che porterebbero a un rinnovato indebolimento della domanda interna e a ulteriori criticità lungo la catena di fornitura globale.

Su scala globale, invece, qualora la crescita statunitense dovesse tenere più del previsto e/o l'inflazione rallentare meno delle attese, una Fed meno incline a rallentare la sua azione restrittiva potrebbe ritardare

l'indebolimento del dollaro, sottraendo così un importante *driver* di performance all'*asset class*.

Un altro fronte da monitorare è quello geopolitico. Un'escalation delle tensioni, già molto accese, tra Cina e Taiwan avrebbe ripercussioni gravi per l'economia, non solo nella regione ma nel mondo intero, e i corsi azionari non potrebbero che risentirne.

AnimaResearch

Mercati valutari

La corsa del dollaro è alle battute finali

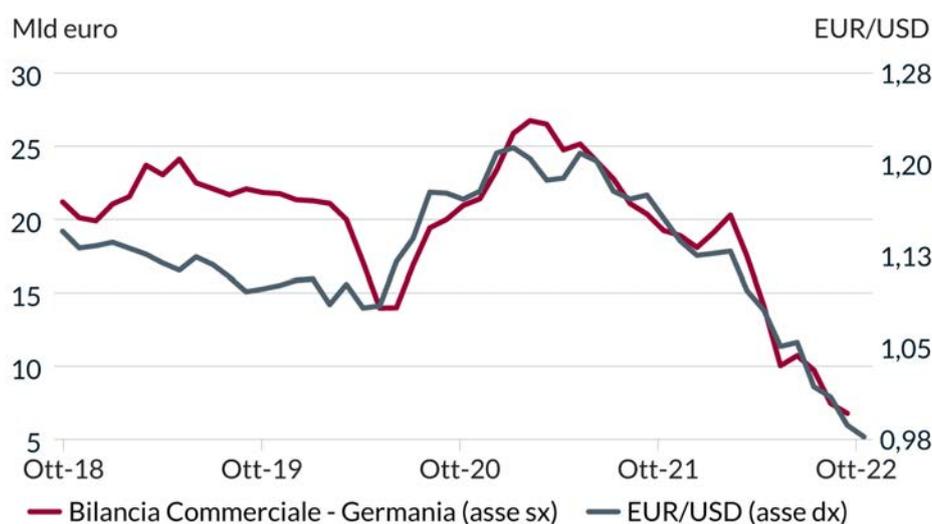
Nel 2022 il tema dominante nel mondo dei cambi è stata la forza incontrastata del dollaro nei confronti di tutte le principali divise. Il ciclo di rialzi della Fed ha spinto l'eurodollaro a scendere strutturalmente sotto la parità per la prima volta dalla nascita della moneta unica. **Nella prima parte del 2023 sarà fondamentale monitorare l'evoluzione del driver del dollaro**, da cui dipenderà gran parte delle macro-tendenze che caratterizzeranno i mercati valutari nel prossimo anno.

In questo senso, riteniamo che già nelle ultime settimane qualcosa abbia iniziato a cambiare: una serie di sviluppi macro registrati durante il mese di novembre suggerisce che il massimo della forza del dollaro stia lentamente dissolvendosi. Innanzitutto, i dati sull'inflazione statunitense iniziano a dare segnali incoraggianti sul raggiungimento del picco dell'inflazione. Di conseguenza, anche la retorica della Fed si è fatta meno aggressiva rispetto all'estate scorsa, e il percorso di rialzi sembra prossimo alla conclusione. In Area Euro, al contrario, c'è un ritardo di circa un semestre rispetto agli USA e il tema inflattivo è ora alla ribalta, con la BCE che mantiene una linea dura sia in termini di retorica sia di interventi sui tassi. Inoltre, ci aspettiamo un miglioramento della bilancia commerciale europea nella parte centrale dell'anno (**Figura 18**), quando la pressione della crisi energetica innescata dalla guerra dovrebbe iniziare a rientrare.

La fine del ciclo di rialzi della Fed e il miglioramento della bilancia commerciale europea lasciano presagire un recupero dell'euro, ma il percorso non sarà lineare

FIGURA 18

Il cedimento della bilancia commerciale europea è stato un fattore decisivo per la debolezza dell'euro



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Tutti questi fattori suggeriscono che il bilanciamento di forze tra dollaro ed euro dovrebbe pendere progressivamente a favore del secondo, e il restringimento del differenziale di tassi dovrebbe alimentare una risalita del cambio verso l'area 1,10/1,15 attorno a metà anno (Figura 19). Tuttavia, questo processo potrebbe non essere lineare: non si possono escludere fasi temporanee di forza del dollaro, specie nei momenti di maggiore avversione al rischio; l'estrema debolezza toccata dall'euro nel 2022 sembra in qualche misura facilitare correzioni anche profonde, perché sono già stati toccati (e superati) livelli tecnici importanti.

FIGURA 19

L'ammorbidimento del ciclo restrittivo della Fed alimenterà l'indebolimento del dollaro



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research

Una volta che questo processo di svolta sarà avviato, si dovrebbe assistere a un apprezzamento generalizzato di tutte le valute dei Paesi del G10 che nel corso del 2022 sono state penalizzate dal ciclo restrittivo della Fed. In particolare, **siamo costruttivi sulle principali divise asiatiche: in primo luogo sullo yen giapponese, e più moderatamente sul renmimbi cinese.** Il recupero dello yen, più in dettaglio, dovrebbe beneficiare di diversi fattori di supporto: l'esaurimento del *driver* del dollaro, che nel 2022 l'ha spinto su livelli incredibilmente (ed eccessivamente) deboli; un recupero dell'inflazione domestica per effetto del riaggiustamento ciclico degli squilibri tra domanda e offerta post COVID, con l'inflazione *core* salita sopra il 3% per la prima volta dal 2014; la fine del mandato del Governatore Kuroda in primavera. Questa combinazione di fattori suggerisce che nel corso del prossimo anno lo yen potrebbe riavvicinarsi all'area 120-125: un livello più in linea con la media storica e coerente con pressioni sui prezzi che in Giappone non si registravano da un decennio.

Siamo costruttivi sullo yen e, più moderatamente, sul renmimbi cinese; neutrali sulla sterlina

Per quanto riguarda invece il renmimbi, l'indebolimento del *driver* del dollaro, il ritorno della crescita cinese verso il potenziale (dopo un 2022 completamente stravolto dagli effetti della *COVID-Zero Tolerance*) e una moderata ri-accelerazione dell'inflazione da domanda domestica dovrebbero spingere la divisa cinese verso un livello di 6,8-7,0 nella parte centrale dell'anno, grazie anche al cambio di *stance* della Banca Popolare Cinese, che ci aspettiamo torni neutrale, dopo essere stata accomodante per tutto il 2022.

Per finire, **le prospettive per la sterlina inglese, per quanto più costruttive rispetto al 2022, appaiono meno nitide.** Le ripetute turbolenze politiche, uno scenario stagflazionistico difficilmente evitabile nel 2023 e una Banca d'Inghilterra che in diverse occasioni non si è dimostrata particolarmente coerente inducono a pensare che la valuta britannica possa registrare un limitato recupero nella parte centrale del 2023, dovuto principalmente alla perdita di forza del *driver* del dollaro. Contro euro, invece, ci aspettiamo che l'azione della BCE mantenga la sterlina in un trend di moderato indebolimento nella prima parte dell'anno, seguito da una stabilizzazione in area 0,85-0,90 (livelli che, a nostro avviso, rappresentano un punto di equilibrio nel dopo-Brexit).

Il rischio principale per lo scenario descritto è rappresentato da una resilienza più spiccata del previsto della crescita americana, che a sua volta limiterebbe il rientro dell'inflazione e costringerebbe la Fed a ritornare su posizioni più aggressive, potenzialmente anche riprendendo il percorso di rialzi dei tassi. **In questo caso, la forza del dollaro troverebbe nuovo vigore,** e l'obiettivo per l'eurodollaro passerebbe dal raggiungimento di area 1,10 a un ritorno verso la parità.

View strategiche di mercato

AZIONI PAESI SVILUPPATI	 <p>Il contesto di mercato resterà ancora volatile nel 2023, soprattutto nella prima parte dell'anno. Le condizioni diventeranno più favorevoli nel secondo semestre, quando ci aspettiamo sia un miglioramento dello scenario macro che un ammorbidimento della linea delle banche centrali.</p>
AZIONI PAESI EMERGENTI	 <p>I Paesi emergenti potrebbero finalmente tornare a correre, sostenuti dalla ripresa cinese e dalle aspettative di indebolimento del dollaro.</p>
OBBLIGAZIONI GOVERNATIVE PAESI SVILUPPATI	 <p>Dopo il violento <i>sell-off</i> del 2022, le prospettive appaiono più favorevoli: le banche centrali interromperanno il ciclo di rialzi nel secondo trimestre, l'inflazione scenderà, al netto della volatilità di inizio anno, e la crescita subirà un rallentamento pronunciato.</p>
OBBLIGAZIONI GOVERNATIVE PAESI EMERGENTI	 <p>La seconda metà dell'anno potrebbe rappresentare una finestra d'ingresso propizia, una volta che la Fed avrà annunciato il pivot della politica monetaria e la fine della recessione americana sarà in vista.</p>
OBBLIGAZIONI CORPORATE EURO INVESTMENT GRADE	 <p>L'impennata dei rendimenti governativi e l'allargamento degli spread hanno aperto opportunità importanti fra gli emittenti di maggiore qualità, che presentano valutazioni assolute e relative interessanti e sono meno vulnerabili al deterioramento del quadro macro.</p>
OBBLIGAZIONI CORPORATE EURO HIGH YIELD	 <p>Lo spostamento del focus degli investitori da politiche monetarie e rischi sistemici al quadro macro/fondamentale penalizzerà gli emittenti a più basso <i>rating</i>, visto il deterioramento delle metriche di credito. L'approccio è tattico e selettivo, con preferenza per le strategie <i>up-in-quality</i>.</p>
VALUTE	 <p>Nel 2023, lo scenario di rallentamento globale continuerà a offrire un discreto supporto al dollaro, ma la fine del ciclo di rialzi della Fed permetterà di tornare a guardare con interesse altre valute: siamo costruttivi su euro, yen e renmimbi, neutrali sulla sterlina.</p>



Fabio Fois

Head of Investment Research & Advisory

fabio.fois@animasgr.it

tel. +39 02 80638 745



Miriam Berizzi

Head of Investment Advisory

miriam.berizzi@animasgr.it

tel. +39 02 80638 575



Valerio Ceoloni

EM and FX Strategist

valerio.ceoloni@animasgr.it

tel. +39 02 80638 535



Chiara Cremonesi

Senior Rates Strategist

chiara.cremonesi@animasgr.it

tel. +39 02 80638 219



Matteo Gallone

Junior Macro Analyst

matteo.gallone@animasgr.it

tel. +39 02 80638 975



Francesco Ponzano

Junior Equity Strategist

francesco.ponzano@animasgr.it

tel. +39 02 80638 794



Cosimo Recchia

Senior Equity Strategist

cosimo.recchia@animasgr.it

tel. +39 02 80638 257

Le opinioni e il contenuto del documento non costituiscono una raccomandazione, un consiglio o un invito ad effettuare operazioni finanziarie di investimento o di altro tipo. ANIMA non si assume alcuna responsabilità in relazione all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni riportate in questo documento, pur prestando la massima attenzione nella sua redazione. ANIMA pertanto declina ogni responsabilità per eventuali errori od omissioni.

Documento chiuso il 5 dicembre 2022