



## La nostra visione di mercato alla fine del 2022

Le valutazioni e i posizionamenti seguenti rappresentano la situazione in un dato momento e possono cambiare in qualsiasi momento e senza preavviso. Non costituiscono alcuna previsione per l'andamento futuro dei mercati finanziari o dei fondi di Raiffeisen Capital Management.



Kurt Schappelwein, deputy chief investment officer di Raiffeisen Capital Management è entrato in Raiffeisen Capital Management nel 2005 e dal 2010 dirige il team Multi Asset Strategies. Come strategist partecipa in particolare alla definizione della Global Tactical Asset Allocation. Inoltre, ha responsabilità di gestione per fondi istituzionali e retail. Prima di entrare in Raiffeisen Capital Management, ha lavorato come analista presso una grande banca austriaca. Schappelwein ha conseguito un Master (FH) in Consulenza Aziendale presso l'Università di Scienze Applicate di Wiener Neustadt. È un Certified European Financial Analyst (CEFA) e un Certified International Investment Analyst (CIIA), nonché un membro dell'Associazione austriaca per l'analisi finanziaria e la gestione patrimoniale. Dal 2006 insegna derivati all'Università economica di Wiener Neustadt.

**1. Le recenti proiezioni vedono dati macroeconomici prospettici in chiaro rallentamento dopo i buoni risultati delle principali economie sviluppate; rimangono in difficoltà Cina e alcune economie marginali. La forte volontà di ridurre l'inflazione da parte delle banche centrali ha comunque evidenziato probabilità di recessione in aumento. Qual è la vostra view per il 2023 rispetto ai dati di crescita economica e di inflazione per le diverse aree?**

**Eurozona:** Sebbene la crescita dell'Eurozona sia rallentata nel terzo trimestre (0,3% q/q), essa è rimasta resiliente di fronte a un massiccio shock dei "terms of trade". Le aziende sono riuscite a ridurre il consumo di gas senza ricorrere a tagli alla produzione, mentre i miglioramenti nelle catene di approvvigionamento hanno permesso di smaltire gli ordini arretrati. La spesa dei consumatori è rimasta forte, soprattutto per i servizi e le autovetture. I recenti PMI (indici dei direttori d'acquisto) hanno mostrato un certo miglioramento, mentre le aspettative occupazionali rimangono solide, suggerendo che le

aziende sono riluttanti a licenziare lavoratori che potrebbero avere difficoltà a riassumere in un secondo momento.

In prospettiva, è improbabile che lo slancio positivo possa essere sostenuto dall'ulteriore inasprimento della politica monetaria e dalla diminuzione del sostegno fiscale. Ci aspettiamo una lieve recessione nel quarto trimestre 2022 e nel primo trimestre del 2023, ma prevediamo una ripresa a partire dalla primavera, con la normalizzazione dei prezzi del gas e dei tassi d'inflazione (previsione del PIL 2023: 0,5%).

L'inflazione globale sembra aver raggiunto il suo picco, in quanto l'inflazione dei prezzi dell'energia è in calo. L'inflazione dei prezzi dei prodotti alimentari rimane in crescita, mentre le pressioni sui prezzi dei beni di consumo sono lente e moderate. L'inflazione dei prezzi dei servizi dovrebbe rallentare un po' con l'affievolirsi degli effetti delle riaperture post-coronavirus, ma l'aumento del costo del lavoro ritarderà la convergenza dell'inflazione di fondo verso il 2% fino al 2024 (per il 2023 prevediamo una inflazione "Headline": 5,8%, e inflazione "Core": 3,8%).

Documento destinato all'informazione degli partner distributivi. Ne è vietata la trasmissione alla clientela privata.

**USA:** L'economia statunitense continua a crescere in modo solido fino alla fine dell'anno, mentre alcuni indicatori anticipatori mostrano segnali convincenti che indicano che una recessione è solo una questione di tempo. È probabile che il PIL reale non cresca nei prossimi 12 mesi, poiché il mercato del lavoro si è raffreddato in modo significativo - con il settore aziendale sottoposto a una crescente pressione sui margini - portando a un aumento dei tassi di disoccupazione, che frenerà i consumi. La politica fiscale è diventata restrittiva e il ciclo di rialzi della Fed si protrarrà fino al prossimo anno, con il livello dei tassi già in territorio "restrittivo". Il mercato immobiliare sta sopportando il peso del rapido adeguamento dei tassi, con effetti di ricaduta sul settore manifatturiero. L'inflazione ha raggiunto il suo picco e ha iniziato a scendere, ma il calo dovrebbe essere lento perché la pressione al rialzo dei prezzi nel settore dei servizi dovrebbe prolungarsi. Prevediamo che l'inflazione headline e core si attesterà in media al 4% l'anno prossimo.

**2. Le indicazioni a Jackson Hole delle banche centrali per una restrizione monetaria significativa e prolungata sembrano lontane. Jerome Powell, presidente FED, ha parlato di una revisione del passo dei rialzi, sembrati particolarmente incidenti, lasciando spazio ad un percorso più orientato dalla situazione economica e non solo dai prezzi. Quali sono le vostre indicazioni sui titoli obbligazionari sovrani? Come vedete i principali rendimenti governativi nel prossimo anno?**

**Eurozona:** La BCE è molto preoccupata per l'elevata inflazione corrente e per il suo impatto sulle aspettative di inflazione e sulle richieste salariali. Inoltre, la politica fiscale espansiva non mirata sta attualmente agendo contro l'obiettivo della BCE di rallentare la domanda. Ci aspettiamo quindi che la banca centrale aumenti il tasso di deposito in territorio "restrittivo", raggiungendo il 3% nel primo semestre del 2023. Inoltre, è probabile che la BCE inizi a ridurre le proprie disponibilità di titoli di Stato

nel 1° trimestre 2023. Solo un rapido e brusco calo dei tassi d'inflazione di fondo potrebbe indurre la BCE a riconsiderare questo orientamento da "falco". Riteniamo che i rischi per i rendimenti a lungo termine siano sbilanciati verso l'alto, in quanto i rendimenti obbligazionari sono significativamente inferiori alle nostre aspettative relativamente alle politiche dei tassi nel 2023. Inoltre, l'inasprimento quantitativo preannuncia un potenziale aumento dei premi per il rischio per le obbligazioni a lungo termine.

**STATI UNITI:** La curva dei titoli di Stato statunitensi si è recentemente invertita come mai negli ultimi 40 anni, il che rispecchia le aspettative del mercato di un massiccio taglio dei tassi della Fed a partire dal quarto trimestre del 2023, che restituirà 150 punti base di rialzo dei tassi entro la fine del 2024. Questa sembra essere un'ipotesi ottimistica, in quanto la Fed rallenterà certamente il ritmo dei rialzi dei tassi in futuro - ulteriori rialzi per un totale di 100 punti base entro la fine del 1° trimestre 2023 - ma non è probabile che essa cambi rotta così presto, in quanto l'inflazione di base rimarrà "appiccicosa" per tutto il prossimo anno e si attesterà ancora al di sopra dell'obiettivo per tutto il 2023. Di conseguenza, i rendimenti obbligazionari a lungo termine dovrebbero tornare a salire prima o poi e a testare i recenti massimi al di sopra del 4% (per il Treasury a 10 anni).

**3. Quali sono le vostre indicazioni sul Credito a Spread alla luce del ciclo economico nelle diverse economie sviluppate ed emergenti? Dopo la cavalcata del dollaro Usa avete indicazioni sulle valute?**

Il 2022 è stato un anno terribile per i corporates, siano essi High Yield che Investment Grade. Ma con la grande svolta dei rendimenti, le prospettive per il prossimo anno sembrano molto più rosee di quelle di quest'anno. I rendimenti delle società investment grade e high yield sono alti come non lo erano da molti anni e offrono un "carry" decente agli investitori. A causa delle prospettive economiche ancora molto incerte, preferiremmo le società

investment grade a quelle high yield, il credito in euro sembra più conveniente di quello in dollari e, nell'ambito delle società, riteniamo che i titoli finanziari siano piuttosto interessanti. Nel nostro portafoglio continuiamo a privilegiare la qualità e riteniamo che le società ESG di buon livello registreranno buone performance. A causa della curva dei rendimenti molto piatta, le scadenze a 3-7 anni offrono il miglior rapporto rischio/rendimento.

#### **4. Si continua a parlare di 'Power Crunch' a seguito della forte volatilità di materie prime ed energia. Rimangono nell'asset allocation gli asset finanziari correlati a commodity ed energetici. Quali sono i vostri suggerimenti, relativamente alle commodities, per il portafoglio di investimento? Quali opinioni su Oro e metalli industriali?**

Dopo diversi shock nella catena di approvvigionamento, innescati dal coronavirus, il principale motore dell'inflazione, soprattutto in Europa, è stata l'impennata dei prezzi dell'energia. La dipendenza dal gas russo, in assenza di alternative rapidamente accessibili, dovrebbe sostenere per un po' di tempo livelli di prezzo più elevati. Nel lungo periodo l'offerta si adatterà al nuovo ambiente economico, che in combinazione con gli obiettivi di riduzione delle emissioni di carbonio dovrebbe portare a livelli di prezzo entro fasce moderate. I timori di recessione globale stanno già sostenendo questo sviluppo.

Negli ultimi anni i prezzi dei metalli industriali hanno viaggiato "su volatili montagne russe" visto che riflettono le prospettive economiche degli operatori di mercato. L'aggiunta di metalli industriali a un portafoglio diversificato potrebbe essere interessante per diversi motivi. Da un lato, l'offerta globale si riduce a causa dei prezzi elevati dell'energia, dall'altro la realizzazione delle infrastrutture per le energie rinnovabili e la mobilità per ridurre le emissioni di carbonio a livello globale alimenteranno in modo significativo la domanda di metalli come rame, alluminio e nichel.

I metalli preziosi come l'oro sono stati storicamente dei buoni diversificatori all'interno di un portafoglio. Ma all'interno di questa asset class ci sono anche metalli come l'argento, il palladio e il platino, che svolgeranno un ruolo cruciale nella transizione energetica e che quindi hanno un notevole potenziale di rivalutazione dei prezzi.

#### **5. Le borse azionarie hanno ridimensionato in modo deciso le valutazioni: i multipli dei P/E ratio si sono notevolmente contratti. Ora il dubbio è legato soprattutto alla capacità degli utili di poter essere confermati. Quali sono le vostre prospettive sulle borse azionarie e quali le vs stime di valutazione dei maggiori indici di borsa per i prossimi dodici mesi?**

A questo punto ci aspettiamo una lieve recessione degli utili nei prossimi trimestri rispetto ad altri periodi di recessione del passato. Per gli Stati Uniti l'attuale previsione di crescita degli utili nel 2023 è pari a circa zero, mentre per l'Eurozona si prevede un meno 6-10%, che va comunque raffrontato con il meno 20-30% delle recessioni dei primi anni Novanta, degli anni Duemila o della crisi finanziaria del 2008/2009 e, naturalmente, del secondo trimestre del 2020.

Se le aspettative attuali sono corrette e la compressione dei margini permane limitata, come sembra, la valutazione più bassa sembra davvero molto interessante per un orizzonte di lungo termine, soprattutto in relazione ai livelli di valutazione estesi durante gli anni della pandemia del 2020 e 2021. Il divario di valutazione tra gli Stati Uniti e l'Europa era molto elevato prima della pandemia ed è ancora a favore dei titoli europei, molto più economici e quindi più interessanti, dato che abbiamo un PE Ratio stimato sulla base degli utili a termine per gli Stati Uniti di 17,5 e solo del 12,2 per l'Europa. Non ci si aspetta un'espansione generale delle valutazioni a causa dell'aumento dei tassi d'interesse e delle aspettative di crescita contenute.

## **6. Da inizio anno le obbligazioni hanno pesato in modo deciso sulle performance, accentuando le perdite sui portafogli bilanciati causate dall'azionario. Quali sono le vostre strategie di portafoglio tra Bonds, Equities e Cash? In un portafoglio ben diversificato quali sono le preferenze per il prossimo anno? Idee tattiche di investimento?**

Attualmente sottoponderiamo le azioni, sovraperponderiamo le obbligazioni e siamo neutri relativamente alla liquidità. Per il momento prevediamo ancora un certo ribasso dei mercati azionari a causa dell'indebolimento dei dati economici, degli utili societari e della campagna di inasprimento ancora in corso da parte delle banche centrali. Tuttavia, nella prima metà del prossimo anno i mercati azionari probabilmente toccheranno il fondo a causa del calo dell'inflazione e della fine della stretta monetaria. Per tutto il 2023 i mercati azionari dovrebbero registrare risultati ragionevolmente positivi. Questo vale anche per le obbligazioni, dove la ripresa potrebbe essere già in corso. Inoltre, il rendimento atteso per le obbligazioni è sostenuto da un buon livello di "carry". La liquidità è di nuovo interessante perché ci siamo lasciati alle spalle il periodo dei tassi d'interesse negativi. Ma per tutto il 2023, a nostro avviso, sia le azioni che le obbligazioni sovraperformeranno la liquidità.

### **Documento ad uso interno del consulente**

Questo è un documento ad uso del consulente. In questo documento di consulenza si può talvolta giungere anche a una rappresentazione vantaggiosa delle caratteristiche del prodotto. In questo contesto, desideriamo sottolineare che il cliente deve essere informato in modo equilibrato sul rispettivo prodotto. Il profilo di rischio/rendimento dei fondi non è paragonabile a quello di un classico libretto di risparmio. Gli investimenti in fondi sono associati a rischi più elevati, comprese le perdite del capitale investito. Il presente documento è stato redatto e realizzato da Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H., Vienna, Austria ("Raiffeisen Capital Management" ovvero "Raiffeisen KAG"). Le informazioni in esso riportate, nonostante la cura posta nelle ricerche, sono destinate esclusivamente a scopi di informazione senza alcun impegno. Esse si basano sullo stato della conoscenza delle persone incaricate della stesura al momento della loro elaborazione e possono essere in qualsiasi momento e senza ulteriore preavviso modificate da Raiffeisen KAG. È esclusa qualsiasi responsabilità di Raiffeisen KAG in relazione al presente documento ed alla presentazione verbale basata sullo stesso, in particolar modo per quanto riguarda l'attualità, la veridicità o la completezza delle informazioni messe a disposizione ovvero delle fonti, nonché per quanto riguarda l'avverarsi delle previsioni in esso espresse. Allo stesso modo, eventuali previsioni ovvero simulazioni riportate sulla base di andamenti registrati in passato non costituiscono un indicatore affidabile per gli andamenti futuri. Si ricorda inoltre che, nel caso di prodotti espressi in valute straniere, il rendimento può aumentare o diminuire anche in seguito alle oscillazioni del cambio.

**Gli investimenti in fondi sono esposti a rischi elevati che possono andare fino alla perdita del capitale investito. Tutti gli indici citati nel presente documento sono marchi depositati.** Il Fondo non è sponsorizzato, incentivato, distribuito o altrimenti sostenuto dal/dai datore/i della licenza. Il calcolo e la concessione in licenza dell'indice o del relativo marchio non rappresentano in alcun modo raccomandazione all'investimento di capitali. Il rispettivo datore della licenza non è responsabile verso terzi per eventuali errori contenuti nell'indice. Avvertenze legali del datore della licenza: vedi [www.rcm.at](http://www.rcm.at) e/o [www.rcm-international.com](http://www.rcm-international.com)

I prospetti informativi pubblicati, le informazioni per gli investitori ai sensi dell'art. 21 della Legge austriaca sui gestori di fondi d'investimento alternativi (Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz, AIFMG) e i documenti contenenti le informazioni-chiave per il Cliente (KIID) dei fondi della Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H. sono a disposizione in lingua tedesca sul sito [www.rcm.at](http://www.rcm.at) alla voce „Kurse & Dokumente“ (per certi fondi la documentazione informativa per la clientela è disponibile anche in lingua inglese) e, in caso di distribuzione di quote all'estero, in lingua inglese (eventualmente in tedesco) o nella Sua lingua nazionale sul sito [www.rcm-international.com](http://www.rcm-international.com) alla voce „Prezzi e Documenti“.

Un riepilogo dei diritti dell'investitore è consultabile in lingua inglese e tedesca al seguente link: <https://www.rcm.at/corporategovernance>. Preghiamo di tenere presente che Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H. può revocare i provvedimenti per la distribuzione dei certificati di partecipazione al di fuori del Paese domiciliatario, l'Austria.

Il contenuto del presente documento non rappresenta un'offerta, né una proposta di acquisto o di vendita, né un'analisi degli investimenti. In particolare, esso non può sostituire la consulenza di investimento personalizzata né qualsiasi altro tipo di consulenza. Nel caso lei sia interessato ad un prodotto specifico, unitamente al suo consulente, anche noi saremmo lieti di fornirle per questo prodotto, prima di qualsiasi sottoscrizione, il prospetto completo o le informazioni per l'investitore previste in base alla sezione 21 della legge austriaca sui fondi d'investimento (AIFMG). Investimenti concreti non dovrebbero venir effettuati prima di un incontro con il suo consulente e senza una discussione e analisi del prospetto completo o delle informazioni per l'investitore previste in base alla sezione 21 della legge austriaca sui fondi d'investimento (AIFMG). Si ricorda espressamente che le operazioni di investimento in titoli possono essere accompagnate da rischi elevati e che il loro trattamento fiscale dipende dalla situazione personale dell'investitore, oltre ad essere soggetto a modificazioni future.

Raiffeisen KAG calcola la performance sulla base del prezzo del fondo d'investimento pubblicato, utilizzando la metodologia OeKB. Nel calcolo della performance non vengono presi in considerazione i costi individuali, come la commissione di sottoscrizione o di rimborso, le commissioni del conto titoli dell'investitore, nonché le imposte. Tali costi ridurrebbero la performance se fossero inclusi. Per la commissione di sottoscrizione massima o l'eventuale commissione di rimborso si rimanda alle informazioni chiave per la clientela (KID). Raiffeisen KAG calcola la performance del portafoglio con il metodo del rendimento ponderato nel tempo ("time-weighted return", TWR) o del rendimento ponderato in denaro ("money-weighted return", MWR) sulla base delle più recenti quotazioni di borsa, dei tassi di cambio e dei prezzi di mercato, nonché dei sistemi informativi sui titoli. I risultati ottenuti in passato non consentono di trarre conclusioni sulla performance futura di un fondo d'investimento o di un portafoglio. La performance viene indicata in percentuale (spese escluse), tenendo conto del reinvestimento dei dividendi.

I prospetti complete pubblicati e le informazioni per gli investitori previste in base alla sezione 21 della legge austriaca sui fondi d'investimento (AIFMG), così come le Informazioni Chiave per gli Investitori (KIID) dei fondi della Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H. sono disponibili in lingua tedesca sul sito [www.rcm.at](http://www.rcm.at) (per alcuni fondi le informazioni per l'investitore inoltre anche in lingua inglese) e se le quote dei fondi sono distribuiti all'estero sul sito [www.rcm-international.com](http://www.rcm-international.com) in lingua inglese (eventualmente in lingua tedesca) o nella sua lingua nazionale sul sito [www.rcm-international.com](http://www.rcm-international.com).

La riproduzione di informazioni o di dati ed in particolare l'utilizzazione di testi, parti di testi o di immagini contenuti nel presente documento è ammessa soltanto previo consenso di Raiffeisen KAG.

Data di aggiornamento: 15.12.22

Per favore pensa all'ambiente  
prima di stampare.

