

# Monthly Op-ed

**Gilles Moëc**

AXA Group Chief Economist  
and Head of AXA IM Research

**Chris Iggo,**

Chair of the AXA IM Investment  
Institute and CIO of AXA IM Core



## Cresce l'ottimismo, ma le banche centrali restano vigili

### In primo piano

- Evitata la catastrofe, migliorano le prospettive di crescita all'inizio del 2023
- Il migliore scenario macroeconomico potrebbe essere fonte di frustrazione per le banche centrali che stanno cercando di riportare l'inflazione entro il target
- L'ottimismo trascina i mercati
- Prospettive positive per le obbligazioni
- Serve più chiarezza sugli utili

### La tenuta dell'economia rischia di frustrare le banche centrali

Scampata la catastrofe, soprattutto in Europa che è riuscita a evitare un blocco improvviso degli approvvigionamenti dell'energia, e con la riapertura in Cina, le prospettive di crescita globale appaiono più ottimiste all'inizio del 2023. Al di là del cambiamento di *sentiment*, i dati sembrano tenere. Gli indicatori solitamente efficaci come quello della Fed di Atlanta segnalano una crescita del Pil negli Stati Uniti alquanto positiva per il quarto trimestre del 2022, del 3,5% su base annualizzata (noi siamo più prudenti, ma comunque in territorio di espansione al 2,6%). In ultima analisi, la tenuta stessa dell'economia potrebbe però rappresentare un problema, dato che le banche centrali potrebbero avere la tentazione di operare una stretta ancora più consistente per riuscire a produrre la correzione della domanda locale necessaria per riportare l'inflazione entro il target.

Vero è che l'inflazione ha iniziato a rallentare negli Stati Uniti, e ciò non dipende solo dalla correzione dei prezzi dell'energia. L'inflazione *core* è scesa per due mesi consecutivi. Se escludiamo i canoni di locazione, che rispondono con ritardo al cambiamento delle condizioni cicliche, la crescita dei prezzi al consumo è negativa da tre mesi. Tali dinamiche, tanto attese, sono in parte determinate dal processo di normalizzazione della domanda e dell'offerta, come per esempio nei prezzi delle auto usate. La creazione di posti di lavoro, per quanto più lenta, resta comunque più robusta rispetto a prima della pandemia, e i salari continuano a salire. Infatti, il recente aumento dei salari reali potrebbe posticipare il necessario adeguamento dei consumi. Sembra che ci troviamo solo nella prima fase di una correzione del mercato del lavoro negli Stati Uniti. I dipendenti lavorano meno ore, ma il personale aumenta. Le difficoltà strutturali nelle assunzioni forse hanno convinto le imprese ad "accumulare" personale. In tali circostanze la Federal Reserve potrebbe decidere che all'economia serve una stretta ancora più aggressiva. La maggior parte dei funzionari della Fed che si sono espressi recentemente è d'accordo, implicitamente o esplicitamente, con un rialzo dei tassi di soli 25 punti base al prossimo incontro (che è il nostro scenario di base), ma il vero problema è un altro. Resta da vedere se la banca centrale americana si fermerà a breve (prima di raggiungere il 5-5,25% del tasso terminale sui fed fund evidenziato negli ultimi *dot plot*), per poi cambiare rotta nel secondo semestre del 2023 con i tagli dei tassi, in linea con le previsioni del mercato.

Oltre alla tenuta dell'economia americana, la Federal Reserve deve prendere in considerazione il comportamento del mercato. Il nostro semplice "indice delle condizioni finanziarie" è sceso di 90 p.b. rispetto ai picchi di inizio novembre. Pur restando in territorio restrittivo, soprattutto a causa dei tassi ipotecari ancora alti per quanto in diminuzione, la Federal Reserve potrebbe pensare che il mercato non riesca a trasferire in misura sufficiente la stretta nell'economia reale. Lo spread tra il rendimento dei Treasury e delle obbligazioni societarie con rating BBB dal 12 gennaio è sceso al di sotto del 2% per le scadenze decennali, in linea con le medie del 2019. Ci aspettiamo che la banca centrale americana mantenga i tassi su livelli costanti per tutto il 2023 dopo aver raggiunto il tasso terminale del 5%.

Il mercato è impaziente anche in Europa. Dopo che Bloomberg ha pubblicato un documento secondo cui la Banca centrale europea (BCE) sembra avere dei ripensamenti sul rialzo dei tassi di 50 p.b. previsto per marzo 2023, c'è stata una forte reazione sul fronte dei prezzi. Non capiamo perché la BCE voglia trasmettere già da ora l'idea che rallenterà il ritmo dei rialzi a marzo, dato che avrebbe la possibilità di farlo nell'ambito della *guidance* esistente. I membri del Consiglio direttivo non molto favorevoli ai rialzi come Villeroy de Galhau a Davos hanno minimizzato la questione, mentre Klas Knot ha appoggiato esplicitamente un rialzo di 50 p.b. anche a marzo.

Le stime della BCE di dicembre erano probabilmente eccessive e verranno riviste già a marzo, anche se non ci aspettiamo che l'istituto passi a rialzi di 25 p.b. prima del secondo trimestre. Quando la BCE sostiene che le sue decisioni dipendono dai dati, di fatto si riferisce a un dato in particolare, ovvero l'inflazione *core*. Anche se il tasso *core* ha iniziato a scendere negli Stati Uniti, nell'Eurozona continua a salire. I membri del Consiglio direttivo dovranno rilevare una decelerazione convincente dell'inflazione *core* prima di ridimensionare i rialzi dei tassi di interesse. Nel 2° trimestre ci aspettiamo un'inflazione *core* in lieve flessione, seppur ancora alta intorno al 4,5%.

## Investitori più fiduciosi

Il *sentiment* nei mercati finora nel 2023 non potrebbe essere più diverso da quello rilevato durante lo scorso anno. Lo scenario è più positivo: la disinflazione, la rimozione delle restrizioni contro il Covid in Cina e il potenziale aumento della spesa per infrastrutture negli Stati Uniti alimentano la fiducia degli investitori. Rispetto ai minimi di ottobre 2022 i rendimenti sono stati ottimi in diversi mercati. Il *rally* delle azioni cinesi, dell'*high yield* in Asia e in generale del debito dei mercati emergenti indubbiamente riflette la riapertura in Cina. Il reddito fisso *long duration* ha iniziato a recuperare parte delle ingenti perdite subite con il *repricing* a fronte della risalita dell'inflazione e della stretta monetaria da parte delle banche centrali dello scorso anno.

## Ciò che scende alla fine può risalire

Le asset class più colpite nel 2022 sono generalmente quelle considerate *long duration*. Per le obbligazioni, i fattori trainanti sono stati l'aumento dei tassi di interesse a breve termine e il nuovo regime monetario introdotto per contrastare la risalita dell'inflazione. Nell'azionario, i titoli *growth* hanno avuto la peggio poiché gli *yield* obbligazionari più alti hanno comportato una più ampia revisione al ribasso degli utili a lungo termine. Le valutazioni sono scese dai livelli molto alti raggiunti nella fase di ripresa post-Covid. Nell'azionario, gli indici *growth*, *small cap* e il Nasdaq con un forte peso tecnologico l'anno scorso hanno riportato le peggiori performance. Hanno fatto meglio invece gli strumenti meno sensibili ai rialzi dei tassi. Le obbligazioni a tasso variabile e le azioni più orientate al valore hanno subito perdite inferiori e, in termini di rendimento complessivo, hanno praticamente già coperto le perdite del 2022.

Quest'anno si potranno ottenere rendimenti robusti in diverse asset class, dove i prezzi oggi riflettono ancora le perdite dell'anno scorso. Tuttavia, investire in questi strumenti perché sono più convenienti rispetto a un anno fa non è garanzia di rendimenti elevati. Dal punto di vista macroeconomico, lo scenario "goldilocks" previsto dai mercati non ha fondamenta molto solide. La disinflazione dovrà continuare quest'anno per consentire alle banche centrali di completare il ciclo dei rialzi. Visto che finora la crescita ha tenuto nelle principali economie, i più ottimisti credono che si potrebbe evitare una profonda recessione grazie al lavoro delle banche centrali. Se aggiungiamo poi gli effetti positivi sulla crescita globale derivante dalla riapertura in Cina, otteniamo uno scenario più roseo, almeno rispetto all'estremo pessimismo di pochi mesi fa.

## L'ottimismo può svanire

Ma è uno scenario che può cambiare facilmente. Le notizie sull'inflazione sono state incoraggianti nelle ultime settimane, ma solitamente è nella prima parte dell'anno che i prezzi salgono. L'ondata di freddo in Europa e l'aumento della domanda di energia

in Cina potrebbero cambiare le carte in tavola. Inoltre, gli scioperi in molti Paesi europei chiedono salari più alti, mentre la domanda nel mercato del lavoro negli Stati Uniti è ancora molto elevata. Le banche centrali restano dunque orientate ad aumentare i tassi di interesse per via dei rischi inflazionistici. Le prospettive di crescita verrebbero ridimensionate nel caso di nuovi rialzi dei tassi o qualora i tassi di interesse restassero più alti più a lungo.

È una preoccupazione che concerne più le azioni delle obbligazioni. Se la traiettoria della crescita globale dovesse rallentare, probabilmente anche gli utili aziendali peggiorerebbero. Eventuali revisioni al ribasso potrebbero far sembrare costose le valutazioni in alcuni segmenti del mercato azionario. Per il momento sembra irrealistico che molti segmenti del mercato azionario riescano a recuperare le perdite del 2022, come si vede chiaramente nei titoli tecnologici ad elevata capitalizzazione negli Stati Uniti. Sono pochi i settori in cui le valutazioni sono convenienti rispetto alle medie a lungo termine, e le aspettative di utile sono state riviste alquanto al ribasso rispetto alla performance attesa nel lungo termine. Fa eccezione il settore sanitario che è conveniente e dove gli utili potrebbero sorprenderci al rialzo, in particolare per le biotecnologie.

Chi ha investito nel reddito fisso a lunga scadenza probabilmente dovrà attendere ancora un po' prima di recuperare le perdite del 2022. Alla fine il rendimento arriverà dalle cedole maturate, più che da rapide plusvalenze, considerato che il livello degli yield obbligazionari difficilmente tornerà sui minimi del 2020. Gli yield del mercato quest'anno sono scesi, tuttavia, se le nostre previsioni sull'operato delle banche centrali sono valide, sembra difficile che possano subire ancora forti ribassi. Per i Treasury decennali come riferimento globale, un "valore equo" tra 3,5% e 4,0% sarebbe in linea con le prospettive di crescita nominale negli Stati Uniti e della Federal Reserve.

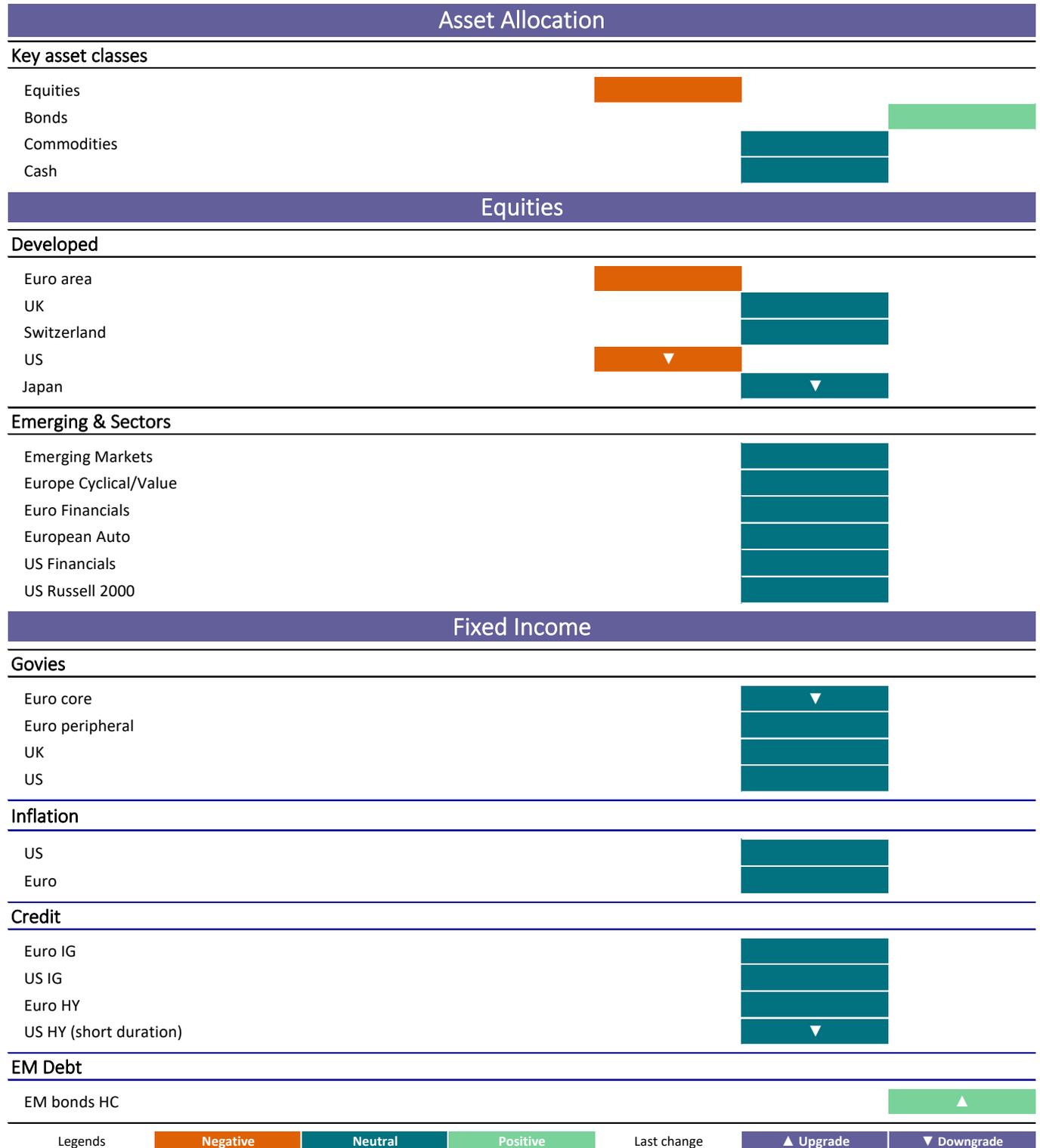
Per il momento, continuiamo a preferire le obbligazioni a breve scadenza, sia investment grade che high yield. Queste strategie produrranno la maggior parte del rendimento complessivo grazie al reddito e, al momento, il settore *corporate* nei principali mercati ci sembra in discreta forma. Dall'inizio dell'anno le emissioni di obbligazioni societarie sono state numerose, a conferma che le società sono in grado di sostenere costi di finanziamento più elevati senza incidere molto sulla copertura degli interessi o sulla leva finanziaria. Per gli investitori europei, gli spread sono più ampi rispetto alle obbligazioni societarie USA e, a causa del costo di copertura in dollari, il credito europeo è preferibile. Comunque, tutti i principali mercati di obbligazioni societarie offrono un potenziale di rialzo interessante rispetto ai titoli di Stato, con una minore "inversione" della curva di credito rispetto agli strumenti privi di rischio.

Le prospettive positive per il reddito fisso valgono anche per il debito dei mercati emergenti che ha realizzato ottime performance nelle ultime settimane. Nell'ambito di un tema che riguarda tutti i mercati obbligazionari, gli investitori possono ricevere yield più elevati assumendo un rischio più basso rispetto agli ultimi anni. Il picco dei tassi di interesse negli Stati Uniti, il deprezzamento del dollaro e il calo dell'inflazione in diverse economie emergenti sono positivi per gli investitori obbligazionari. La riapertura in Cina incrementa la fiducia, soprattutto in Asia. Le obbligazioni societarie asiatiche denominate in dollari hanno già riportato rendimenti a doppia cifra rispetto ai minimi del 2022.

La volatilità dei tassi di interesse è scesa un po' rispetto ai massimi, se continuasse in questa direzione sulla scorta delle prospettive più equilibrate delle principali banche centrali, sarebbe vantaggioso per gli investitori nel reddito fisso. I prezzi obbligazionari restano molto bassi rispetto a un anno fa, mentre le nuove emissioni offrono cedole più interessanti. Tale tendenza, oltre ad attribuire un ruolo più importante alle obbligazioni in un portafoglio misto, dovrebbe anche incrementare la fiducia nei mercati azionari. Ciò che conta comunque sono gli utili. Per il momento, mentre attendiamo la pubblicazione dei risultati aziendali, crediamo che i mercati azionari resteranno in genere sopra ai minimi del 2022, tuttavia non avranno ancora fondamentali abbastanza solidi da risalire la vetta.

**Scarica tutta la documentazione del nostro Investment Strategy di gennaio**

## Recommended asset allocation



Source: AXA IM Macro Research – As of 25 January 2023

## Macro forecast summary

Real GDP growth (%)	2022*		2023*		2024*	
	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
<b>World</b>	<b>3.2</b>		<b>2.3</b>		<b>2.8</b>	
<b>Advanced economies</b>	<b>2.6</b>		<b>0.3</b>		<b>1.0</b>	
US	2.1	1.9	0.1	0.2	0.8	
Euro area	3.2	3.2	-0.2	-0.1	0.9	
Germany	1.7	1.7	-0.6	-0.7	0.8	
France	2.4	2.5	0.0	0.1	0.8	
Italy	3.6	3.7	0.0	-0.1	0.6	
Spain	4.5	4.5	0.3	0.8	1.3	
Japan	1.6	1.5	1.7	1.3	1.3	
UK	4.1	4.4	-0.7	-1.0	0.8	
Switzerland	2.3	2.1	0.6	0.5	1.3	
Canada	3.5	3.4	1.0	0.4	1.0	
<b>Emerging economies</b>	<b>3.6</b>		<b>3.5</b>		<b>3.8</b>	
<b>Asia</b>	<b>4.1</b>		<b>4.8</b>		<b>4.5</b>	
China	3.0	3.1	5.0	4.5	4.8	
South Korea	2.3	2.6	1.5	1.3	2.0	
Rest of EM Asia	5.5		4.9		4.4	
<b>LatAm</b>	<b>3.5</b>		<b>1.7</b>		<b>2.4</b>	
Brazil	2.7	2.9	1.0	1.0	2.0	
Mexico	2.2	2.8	1.0	1.1	2.0	
<b>EM Europe</b>	<b>0.5</b>		<b>-0.9</b>		<b>2.1</b>	
Russia	-3.0		-3.8		2.0	
Poland	4.4	4.8	0.1	0.8	2.4	
Turkey	5.9	5.2	0.5	2.2	1.4	
<b>Other EMs</b>	<b>4.5</b>		<b>3.6</b>		<b>3.6</b>	

Source: Datastream, IMF and AXA IM Macro Research – As of 23 January 2023

\*Forecast

CPI Inflation (%)	2022*		2023*		2024*	
	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
<b>Advanced economies</b>	<b>7.4</b>		<b>5.0</b>		<b>2.8</b>	
US	8.0	8.1	4.9	4.1	3.2	
Euro area	8.4	8.5	5.8	6.3	2.8	
China	2.1	2.1	2.3	2.4	2.5	
Japan	2.5	2.4	2.7	1.8	1.5	
UK	9.1	9.0	7.2	7.3	2.3	
Switzerland	2.8	2.9	2.0	2.3	1.3	
Canada	6.8	6.8	4.3	3.8	2.4	

Source: Datastream, IMF and AXA IM Macro Research – As of 23 January 2023

\*Forecast

These projections are not necessarily reliable indicators of future results

## Forecast summary

Central bank policy		Meeting dates and expected changes (Rates in bp / QE in bn)				
		Current	Q1-23	Q2-23	Q3-23	Q4-23
United States - Fed	Dates	4.50	31-1 Jan/Feb	2-3 May	25-26 Jul	31-1 Oct/Nov
	Rates		21-22 Mar	13-14 Jun	19-20 Sep	12-13 Dec
			+0.5 (4.75-5.00)	unch (5.00)	unch (5.00)	unch (5.00)
Euro area - ECB	Dates	2.00	2 Feb	4 May	27 Jul	26 Oct
	Rates		16 Mar	15 Jun	14 Sep	14 Dec
			+1.0 (3.00)	+0.25 (3.25)	unch (3.25)	unch (3.25)
Japan - BoJ	Dates	-0.10	9-10 Mar	27-28 Apr	27-28 Jul	30-31 Oct
	Rates		15-16 Jun	21-22 Sep	18-19 Dec	
			unch (-0.10)	unch (-0.10)	unch (-0.10)	unch (-0.10)
UK - BoE	Dates	3.50	2 Feb	11 May	3 Aug	2 Nov
	Rates		23 Mar	22 Jun	21 Sep	14 Dec
			+0.75 (4.25)	unch (4.25)	unch (4.25)	-0.25 (4.00)

Source: AXA IM Macro Research - As of 23 January 2023

These projections are not necessarily reliable indicators of future results

Leggi le nostre ricerche online: <https://www.axa-im.it/ricerca>

### DISCLAIMER

Il presente documento di marketing ha finalità unicamente informativa e i relativi contenuti non vanno intesi come ricerca in materia di investimenti o analisi su strumenti finanziari ai sensi della Direttiva MiFID II (2014/65/UE), raccomandazione, offerta o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari o alla partecipazione a strategie commerciali da parte di AXA Investment Managers o di società ad essa affiliate. I pareri, le stime e le previsioni qui riportati sono il risultato di elaborazioni soggettive e potrebbero essere modificati senza preavviso. Non vi è alcuna garanzia che eventuali previsioni si concretizzino. Informazioni su terze parti sono riportate unicamente per fini informativi. I dati, le analisi, previsioni e le altre informazioni contenute nel presente documento sono forniti sulla base delle informazioni a noi note al momento della predisposizione degli stessi. Pur avendo adottato ogni precauzione possibile, non viene rilasciata alcuna garanzia (né AXA Investment Managers si assume qualsivoglia responsabilità) sull'accuratezza, affidabilità presente e futura o completezza delle informazioni contenute nel presente documento. La decisione di far affidamento sulle informazioni qui presenti è a discrezione del destinatario. Prima di investire, è buona prassi rivolgersi al proprio consulente di fiducia per individuare le soluzioni più adatte alle proprie esigenze di investimento. L'investimento in qualsiasi fondo gestito o promosso da AXA Investment Managers o dalle società ad essa affiliate è accettato soltanto se proveniente da investitori che siano in possesso dei requisiti richiesti ai sensi del Prospetto in vigore e della relativa documentazione di offerta. Qualsiasi riproduzione, totale o parziale, delle informazioni contenute nel presente documento è vietata.

A cura di AXA Investment Managers SA, società di diritto francese con sede legale presso Tour Majunga, 6 place de la Pyramide, 92800 Puteaux, iscritta al Registro delle imprese di Nanterre con numero 393 051 826. In altre giurisdizioni, il documento è pubblicato dalle società affiliate di AXA Investment Managers SA nei rispettivi paesi.

© AXA Investment Managers 2023. Tutti i diritti riservati.