



OUTLOOK DEGLI INVESTIMENTI | 2023

## Un raggio di luce per gli investitori dopo la tempesta

### Comunicazione di marketing

Le opinioni espresse in questa presentazione sono quelle del Global Investment Committee e sono soggette a modifiche in qualsiasi momento. Queste opinioni non devono essere considerate consigli di investimento, raccomandazioni su titoli, o indicazioni sulla negoziazione di qualsiasi prodotto di Amundi

La fiducia  
va meritata

**Amundi**

ASSET MANAGEMENT

## 2023 LE PRINCIPALI CONVINZIONI DEI CIO

1. Il conflitto tra Russia e l'Ucraina sta fungendo da acceleratore verso un cambiamento di regime, dove un mondo già sommerso dai debiti si trova alle prese anche con un'inflazione galoppante, l'incertezza geopolitica e il braccio di ferro tra la politica monetaria e quella fiscale. Le divergenze economiche sono destinate a intensificarsi.
2. La crisi energetica sarà il principale driver economico di un'Europa che finirà in recessione. Le misure fiscali potrebbero attenuare la gravità della situazione, ma il momento della verità giungerà nel quarto trimestre del 2023, quando si dovranno ricostituire le scorte del gas. In un anno ricco di trasformazioni, sarà fondamentale conquistare l'indipendenza energetica in chiave strategica e siglare nuovi legami commerciali.
3. L'economia cinese potrebbe riservare delle sorprese positive nel 2023 se le due sfide principali, il mercato immobiliare e la politica sul Covid-19, avranno un'evoluzione positiva. Per quanto riguarda la prima sfida, prevediamo una stabilizzazione del mercato immobiliare grazie a una politica meno restrittiva, mentre per quanto riguarda la seconda sfida prevediamo un rilassamento graduale delle restrizioni. I principali rischi sono costituiti dall'intensificarsi dello scontro tra Stati Uniti e Cina e dalle pressioni geopolitiche.
4. Le Banche centrali (BC) *faranno tutto ciò che è in loro potere* per contrastare l'inflazione ed evitare una crisi stile anni Settanta. La stretta monetaria non si è ancora conclusa, anche se proseguirà a un ritmo meno serrato rispetto al 2022. I mercati finanziari forse hanno già scontato gran parte dei rialzi futuri dei tassi di interesse, ma il livello al quale si attesterà il tasso terminale della Federal Reserve avrà un ruolo cruciale: se sarà vicino al 6% è probabile che si verifichi una recessione negli Stati Uniti e di entità ben maggiore rispetto a quella ipotizzata oggi.
5. Dopo le grandi correzioni, nell'ottica del bicchiere mezzo pieno vediamo che le valutazioni dei mercati sono ora più appetibili. In un contesto in cui le condizioni economiche continuano a peggiorare e la volatilità è elevata, i mercati inizieranno a scontare una svolta della Fed tra il primo e il secondo trimestre 2023. Seguite questa sequenza: adottate inizialmente un posizionamento prudente visto che l'outlook sugli utili è debole, ma siate pronti a sfruttare i punti d'ingresso con un approccio graduale.
6. *"Il ritorno delle obbligazioni"* rimane un tema d'investimento alle soglie del 2023, con una focalizzazione sul credito di elevata qualità, su una gestione attiva della duration e sulla gestione della componente valutaria in un mondo caratterizzato da politiche divergenti. Prestate attenzione al rischio di liquidità e all'indebitamento societario.
7. Siamo convinti che nel corso dell'anno le azioni offriranno dei punti di ingresso. Muovetevi inizialmente con una certa cautela, privilegiate i titoli statunitensi e l'orientamento verso segmenti di qualità, value e ad alto dividendo, ma siate pronti ad aggiungere in portafoglio titoli europei e cinesi, nonché quelli ciclici e fortemente value, così da partecipare ai recuperi dei mercati.
8. Le divergenze tra mercati emergenti si intensificheranno nel 2023. La selezione continuerà ad avere un'importanza cruciale. Tenete d'occhio i Paesi dove le previsioni sull'inflazione e sulla politica monetaria appaiono più benevole e aspettatevi dalla svolta della Fed un impatto positivo sulle azioni dei ME.
9. I temi ESG di lungo periodo sono stati rafforzati dalla crisi del Covid-19 e dalla guerra in Ucraina. Gli investitori dovrebbero puntare sui temi della transizione energetica e della sicurezza alimentare, accelerare la traiettoria verso il raggiungimento dell'obiettivo delle emissioni nette zero e mettersi alla ricerca di società che siano in grado di migliorare il loro profilo ESG, in particolare grazie al dialogo attivo con gli azionisti.
10. Si profila il ritorno all'allocazione 60-40 perché i rischi incombenti di una recessione faranno sì che riparta il motore della diversificazione svolto dai titoli di Stato. L'inflazione persistente richiederà una maggiore allocazione agli attivi reali e a settori più resistenti alle diverse fonti d'inflazione.



**Vincent MORTIER**  
Group Chief  
Investment Officer

*Il 2023 sarà un anno a due velocità, in cui si dovrà prestare attenzione a moltissimi rischi. Le obbligazioni sono ritornate in auge, le valutazioni di mercato stanno diventando più appetibili e la svolta della Fed nella prima parte dell'anno potrebbe creare punti d'ingresso interessanti*



**Matteo GERMANO**  
Deputy Group Chief  
Investment Officer

### INDICE

2023 Le principali convinzioni dei CIO	2
<b>CONVINZIONI</b>	<b>3</b>
L'outlook globale nel 2023 si misurerà con sfide molto difficili	4-5
Infografica: i temi che plasmeranno lo scenario principale nel 2023, investire nel 2023	6-7
<b>TEMI RILEVANTI</b>	<b>8</b>

<b>OPINIONI SULLE CLASSI DI ATTIVI</b>	<b>9</b>
Infografica: i temi ESG per il 2023	10
<b>Mercati privati</b>	<b>11</b>
<b>PREVISIONI MACROECONOMICHE</b>	<b>12-13</b>



# CONVINZIONI

*Alla fine di settembre del 2022 ci siamo riuniti a Parigi per esplorare i principali temi per i clienti e per condividere le idee sull'allocazione del portafoglio nel 2023. Quest'edizione di Amundi Investment Outlook contiene i temi rilevanti e le principali convinzioni d'investimento discusse al seminario inaugurale di Amundi Institute e dell'Investment Division.*

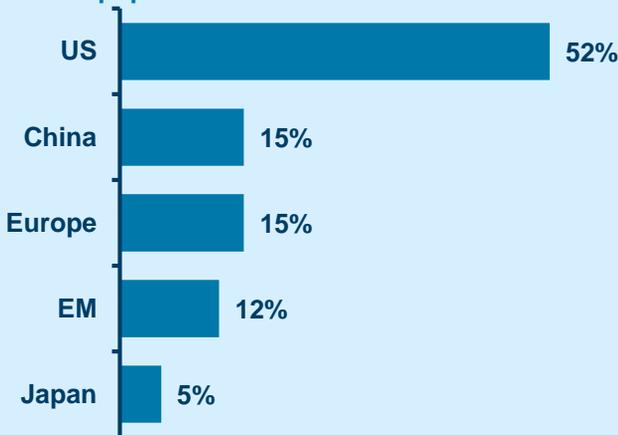
La preferenza sulle diverse asset class porta ad un approccio *barbell* nel 2023.



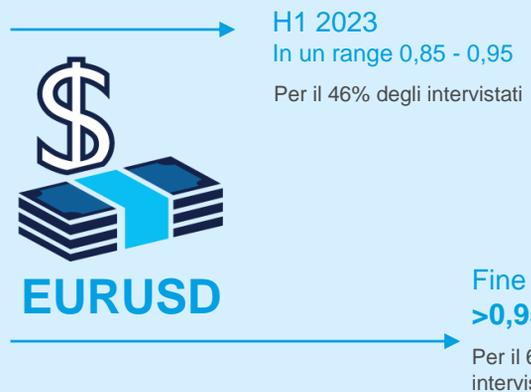
I principali rischi di downside: il rischio di un orientamento restrittivo eccessivo della Fed visto come il principale rischio per il 2023



Nell'azionario, gli Stati Uniti sono il Paese che raccoglie le maggiori preferenze degli intervistati, la Cina probabilmente ritornerà a essere popolare nel 2023



Il dollaro dovrebbe rimanere forte perlomeno nei primi sei mesi del 2023 per poi indebolirsi.



I dati si riferiscono ai sondaggi effettuati al seminario di Amundi Institute e di Investments su un campione di 50 gestori di portafoglio senior e di specialisti nell'ambito della ricerca. Dati al 23 settembre 2022.

# L'OUTLOOK GLOBALE 2023 CON SFIDE MOLTO DIFFICILI

Recessione poco profonda in vista, accompagnata da un'inflazione persistente e da divergenze globali

**Prevediamo un forte rallentamento della crescita globale**, con diversi Paesi sviluppati ed emergenti che andranno incontro a una fase di stagnazione, mentre altri potrebbero trovarsi, nella migliore delle ipotesi, in una fase di rallentamento. La crescita globale dovrebbe attestarsi attorno al 2,2% nel 2023, in calo rispetto al 3,4% del 2022; la crescita dei Paesi sviluppati dovrebbe scendere dal 2,6% allo 0,3%, mentre quella dei ME dovrebbe ripiegare dal 4% al 3,5%. La crescita dovrebbe decelerare in entrambi i gruppi di Paesi, ma il divario tra i Paesi emergenti e i Paesi sviluppati dovrebbe avvantaggiare i primi. Se da un lato i risultati del rallentamento sono da ricondurre in parte al ritiro coordinato delle politiche accomodanti, dall'altro fattori regionali o specifici dei singoli Paesi stanno guidando trend divergenti. La profondità e la persistenza del contesto stagflattivo dipenderà da come verranno affrontate le transizioni ideologiche, politiche, economiche e tecnologiche.

Il principale driver della dinamica della crescita europea rimane lo shock energetico, aggravato dalle spinte inflazionistiche da offerta post Covid-19 ancora irrisolte e che sono sfociate in un'inflazione a doppia cifra. **Ciò sta generando una crisi legata all'aumento del costo della vita, che quest'inverno trascinerà, secondo noi, l'Europa in una recessione** seguita da una lenta ripresa. Nonostante la recessione, l'inflazione rimarrà significativamente superiore all'obiettivo fino alla fine del 2023. A livello esogeno, l'outlook dipenderà dai prezzi dell'energia e dalle questioni che coinvolgono la fornitura e le scorte del gas che potrebbero riaffiorare a metà del 2023, mentre il principale rischio endogeno è rappresentato dagli errori politici sia su fronte monetario, sia su quello fiscale. Negli Stati Uniti, la Fed ha intrapreso un ciclo aggressivo di rialzo dei tassi di interesse che dovrebbe portare la crescita ben al di sotto del suo livello potenziale nel secondo semestre del 2023, così da frenare le spinte inflazionistiche interne derivanti da un mercato del lavoro saturo e da una vigorosa domanda interna. I rischi di una recessione negli USA nel secondo semestre del 2023 sono aumentati per via di un'accelerazione dei rialzi dei tassi che non dovrebbe svanire a breve. Prevediamo un rallentamento dei consumi e degli investimenti residenziali, che sarà in parte compensato da una riduzione delle importazioni. Alla fine del 2023 **l'inflazione dovrebbe essere ancora ampiamente al di sopra dell'obiettivo** nonostante il raffreddamento degli affitti e gli alti livelli delle scorte. I due presupposti chiave di queste proiezioni sono che non si verifichi un evento di credito e che permanga la stabilità finanziaria.

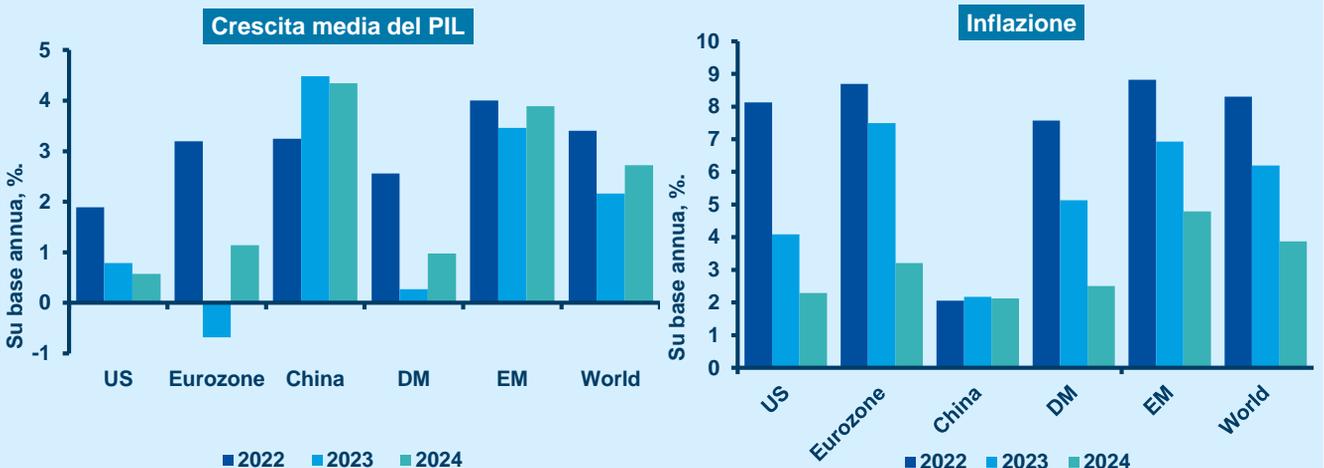
Il contesto di bassa crescita e di inflazione elevata dovrebbe diffondersi in modo uniforme all'interno dei Paesi emergenti ma con alcune eccezioni, tra cui la più rilevante è quella della Cina. **Anche se abbiamo deciso di tagliare la sua crescita per il 2023 dal 5,2% al 4,5%, il trend rimane positivo rispetto alla crescita anemica del 3,2% registrata nel 2022.** I presupposti chiave sono la stabilizzazione del mercato immobiliare e la riapertura graduale dell'economia cinese. In realtà il rallentamento globale e l'impatto di una stretta monetaria precoce e audace dovrebbero frenare la crescita dei ME. Le condizioni favorevoli alla crescita nominale nel 2022 dovrebbero venire meno nel 2023, rendendo meno perseguibili le misure fiscali di supporto in molti Paesi a causa della minore sostenibilità della traiettoria del debito. Se la moderazione dell'inflazione da un lato favorirà un cambiamento dell'orientamento della politica monetaria, dall'altro le condizioni finanziarie globali giustificheranno un atteggiamento cauto nell'allentamento delle politiche delle BC nei Paesi emergenti. Lungo questa nuova traiettoria della politica monetaria, vi sono Paesi con trend deflazionistici persistenti e convincenti (come nel caso del Brasile) e Paesi dove la recessione è imminente e profonda, come i Paesi dell'Europa centro-orientale o quelli più piccoli dell'America Latina.



**Monica DEFEND**  
Head of Amundi Institute

*"I cambiamenti di regime supportano un nuovo disordine mondiale."*

## Proiezioni di Amundi sulla crescita e sull'inflazione



Fonte: Amundi Institute. Dati e previsioni al 3 novembre 2022.

**Asset allocation: partire con un portafoglio difensivo e rimanere pronti ad aggiustamenti nel corso dell'anno**

Il contesto economico dovrebbe tradursi nel proseguimento dell'attuale fase di *correzione* dei mercati finanziari durante la prima metà del 2023, con una recessione degli utili e un'inflazione elevata. Questo è lo scenario più probabile secondo l'Advanced Investment Phazer (AIP) di Amundi Institute.

**Il primo fattore che supporta questo scenario è l'outlook macroeconomico.** La crescita dovrebbe rallentare nei Paesi sviluppati, con scenari che vanno da una crescita inferiore al potenziale negli Stati Uniti fino a una recessione nella zona Euro e nel Regno Unito. Se l'eccezionale aumento dell'inflazione osservato in tutto il mondo negli ultimi 18 mesi dovesse persistere anche nel 2023, seppur a ritmi più blandi, la spesa al consumo e il sentiment potrebbero risentirne. Al contempo, ciò dovrebbe indurre le Banche centrali a mantenere il loro orientamento restrittivo finalizzato ad allentare le pressioni sui prezzi attraverso il raffreddamento della domanda e a impedire eventuali allentamenti indesiderati delle condizioni finanziarie.

**Il secondo fattore che determinerà il ciclo economico nel 2023 deriva direttamente dal primo: è prevista una recessione degli utili nel primo e nel secondo trimestre**, con le previsioni sugli EPS USA per contrazioni del 10% e del 15% su dodici mesi. Gli utili soffriranno della decelerazione dei fatturati dovuta alla forza del dollaro e a una crescita nominale più debole del PIL. I margini finiranno sotto pressione anche per via dell'aumento dei costi lungo l'intero spettro: produzione, capitale e manodopera.

**L'asset allocation per una fase di correzione privilegia l'approccio difensivo dove oro e obbligazioni societarie IG sono tra le asset class preferite.** La narrativa da "falco" della Fed si protrarrà anche nel 2023, probabilmente fino al primo trimestre, aumentando il rischio di rialzi dei rendimenti dei titoli di Stato nel primo semestre in un contesto di incertezza sulla svolta della Fed e di spinte inflazionistiche persistenti. Ciò richiederà una gestione attiva della duration dei titoli governativi che sono la componente più apprezzata in una "tipica" fase di correzione.

I fattori negativi illustrati in precedenza dovrebbero in parte ridimensionarsi nella seconda metà del 2023, favorendo – secondo l'AIP - un miglioramento del ciclo economico e un passaggio dalla *Correzione* a una *Fase avanzata* del ciclo economico. Un altro dei

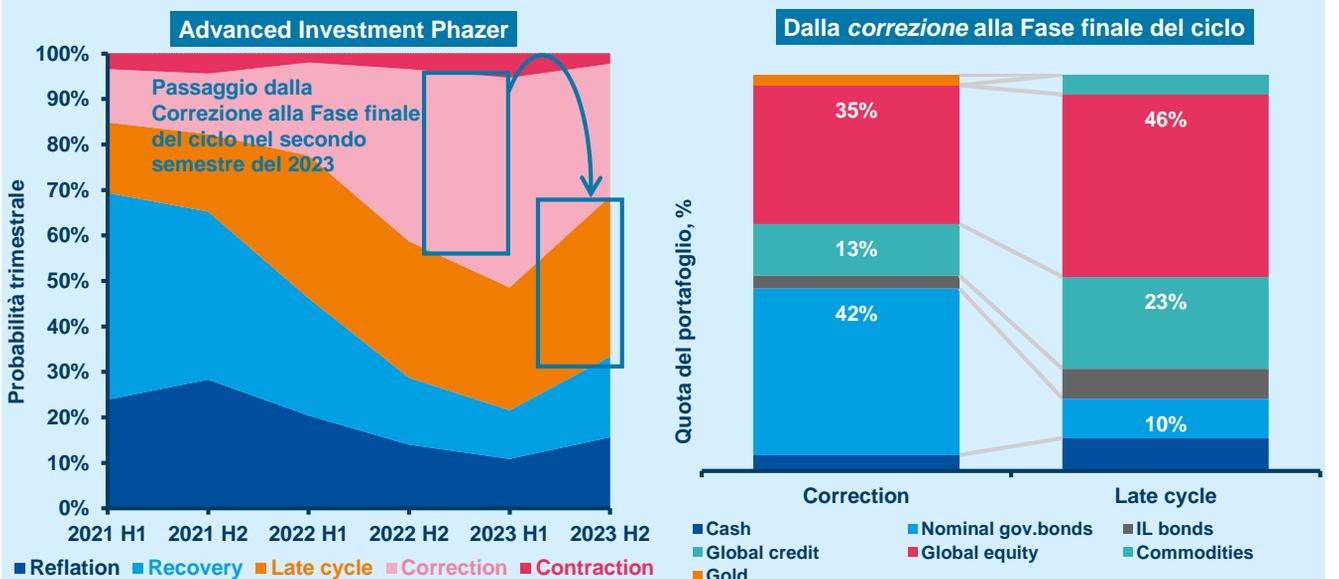
modelli proprietari dell'Amundi Institute (Inflation Phazer) segnala in effetti una transizione dal regime *iperinflazionistico*, che è stato quello dominante nel 2022 e forse lo sarà anche nel primo trimestre 2023, a un regime *inflazionistico* più benevolo che storicamente evidenzia pressioni dei prezzi nell'ordine del 3%-6%. Pur rimanendo al di sopra dell'obiettivo, la moderazione delle spinte inflazionistiche dovrebbe attenuare il peso del crescente costo della vita per i consumatori, consentendo una ripresa economica rispetto ai minimi del primo semestre e inducendo la Fed a sospendere i rialzi dei tassi di interesse.

Una delle implicazioni più importanti dello scenario appena delineato è quella sul dollaro, che secondo le nostre stime nel 2023 si svaluterà del 4,7% verso un paniere di valute ponderato per l'interscambio commerciale. Ciò dovrebbe avere delle ripercussioni positive sulle revisioni degli EPS in un contesto macroeconomico meno sfidante per gli utili che dovrebbero riprendersi rispetto ai minimi del primo semestre. **Dal punto di vista dell'asset allocation, ove si preveda che la prossima mossa di politica monetaria sia un taglio dei tassi con curve dei rendimenti che si irripidiscono, il contesto sarà favorevole agli attivi rischiosi, con una preferenza per le azioni dei Paesi sviluppati e le obbligazioni societarie di elevata qualità.**

Per quanto riguarda invece i rischi più rilevanti che minacciano il ciclo economico nel 2023, i riflettori saranno puntati sull'inflazione realizzata. Se l'inflazione non riuscirà a normalizzarsi a livelli sostenibili, lo scenario macroeconomico evolverà in una stagflazione più grave, con la Fed che sarà costretta a continuare ad alzare i tassi nonostante la recessione. In un tale scenario, gli attivi rischiosi andranno incontro a delle perdite, in un contesto di forti perturbazioni dei mercati e di tensioni sulla liquidità. Le politiche monetarie e fiscali dovranno essere coerenti tra di loro, e quanto è successo di recente nel Regno Unito rappresenta un caso lampante.

Oltre all'inflazione, anche gli eventi geopolitici continueranno ad avere un ruolo fondamentale nel determinare i trend macroeconomici e finanziari nei prossimi trimestri. Pertanto gli investitori dovrebbero focalizzarsi sull'evoluzione della guerra tra la Russia e l'Ucraina e sul rapporto tra Stati Uniti e Cina.

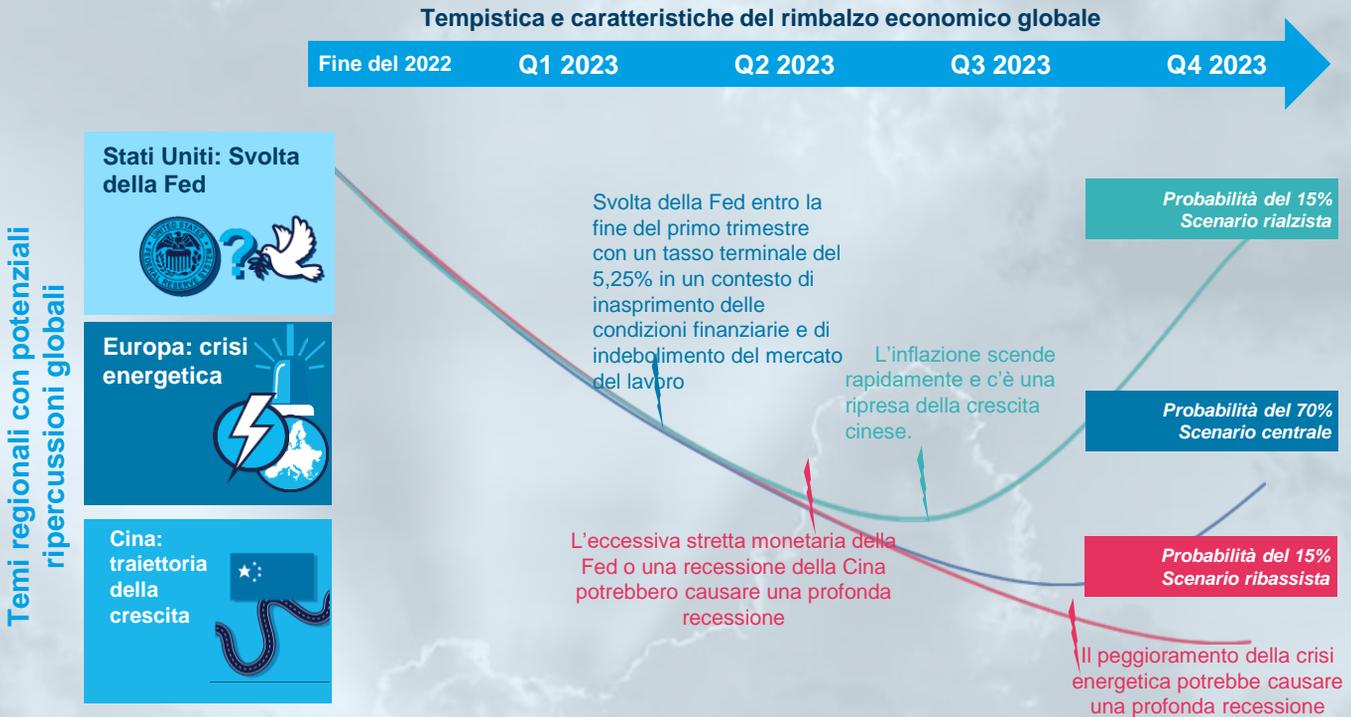
**Allocazione prudente del portafoglio nei primi mesi del 2023 e poi aumento del rischio nel corso dell'anno**



Fonte: Amundi Institute, Bloomberg. Dati al 31 ottobre 2022. Unicamente a scopo illustrativo. Per ulteriori informazioni sull'AIP di Amundi consultare Advanced Investment Phazer: a guide to dynamic asset allocation.

## TEMI CHE CARATTERIZZERANNO LO SCENARIO PRINCIPALE NEL 2023

### Tempistica e caratteristiche del rimbalzo economico globale

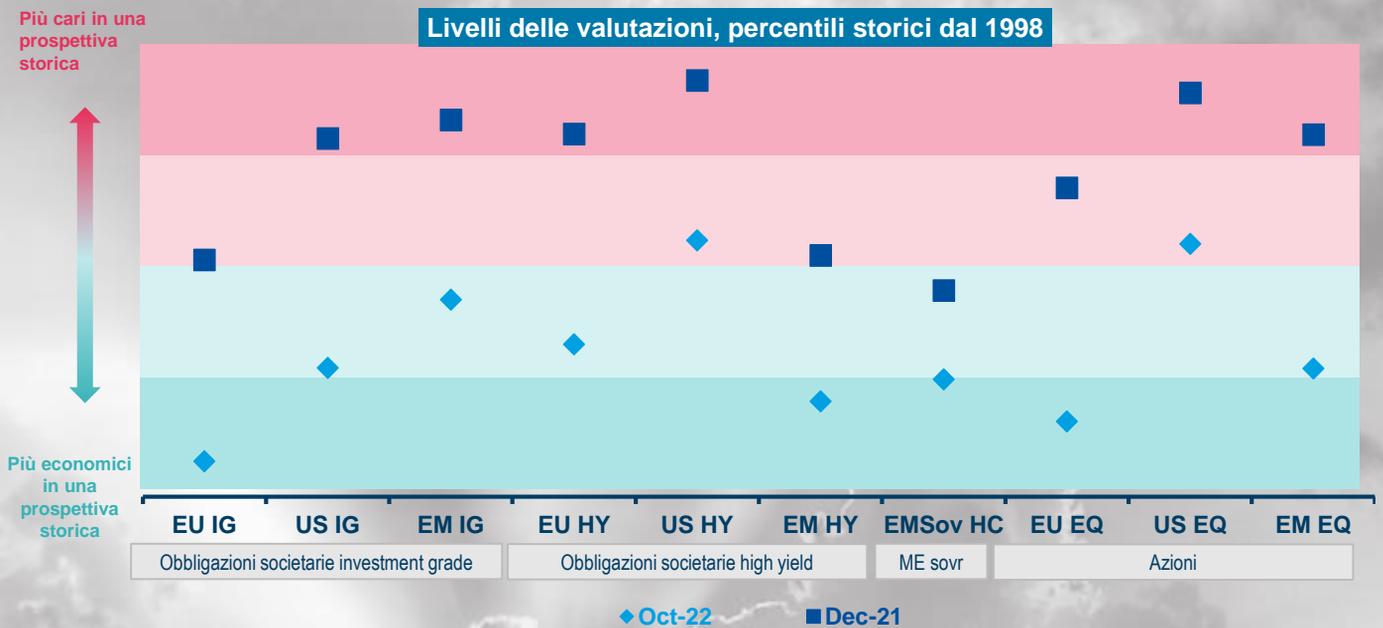


## SCENARIO CENTRALE E SCENARI ALTERNATIVI

15% SCENARIO RIBASSISTA Grave debolezza dell'economia globale	70% SCENARIO CENTRALE Stagflazione, con divergenze crescenti e inflazione persistente	15% SCENARIO RIALZISTA L'inflazione cala mettendo fine alla fase stagliativa
<ul style="list-style-type: none"> <li>Peggioramento /ampliamento della guerra in Ucraina</li> <li>Disincoraggiamento delle aspettative d'inflazione, reazione eccessiva delle BC.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Situazione di stallo nella guerra in Ucraina</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Armistizio in Ucraina.</li> <li>La Russia riprende in parte le esportazioni di gas verso l'Europa.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Rallentamento globale dell'economia (USA, Cina e Europa) / rinnovate pressioni deflazionistiche, inflazione fuori controllo /disincoraggiamento delle aspettative d'inflazione.</li> <li>La crisi energetica riprende ad acuitizzarsi nel secondo semestre 2023.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Politiche fiscali e monetarie incoerenti.</li> <li>La Fed conclude la stretta monetaria nel primo trimestre del 2023, con un atteggiamento più da colomba nel quarto trimestre 2023; <b>BoE</b>: ciclo di lievi rialzi dei tassi; <b>BCE</b>; alza i tassi/attiva il TPI; <b>PBoC</b>: allentamento.</li> <li>L'UE attiva il piano di salvataggio per far fronte alla crisi energetica.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ripristino graduale della disciplina fiscale.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Crisi finanziaria globale, crisi del debito con parecchi default nei ME.</li> <li>Evento creditizio.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Allentamento della crisi energetica nel secondo semestre 2023.</li> <li>Inflazione: al di sopra dell'obiettivo delle BC fino al 2024.</li> <li>La crescita del PIL nominale globale segue un trend rialzista con una recessione nell'UE, una modesta ripresa in Cina e una crescita inferiore al potenziale negli USA.</li> <li>Recessione degli utili societari nel primo semestre 2023 seguita da una ripresa.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>L'inflazione scende rapidamente.</li> <li>La minore incertezza, i risparmi extra e il rinnovato potere di acquisto alimentano la domanda dei Paesi sviluppati</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Rinvio delle misure per la transizione climatica.</li> <li>Condizioni climatiche estreme generalizzate.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Le condizioni finanziarie globali peggiorano mentre prosegue l'inasprimento del ciclo monetario.</li> <li>Ampliamento limitato degli spread.</li> <li>I cambiamenti climatici aggravano i trend stagliativi.</li> <li>Il rischio climatico frena la crescita.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ritorno sul mercato della propensione al rischio.</li> <li>Le politiche sul <b>cambiamento climatico</b> e la transizione energetica diventano le principali priorità</li> </ul>

Fonte: Amundi Institute al 28 ottobre 2022. DM: mercati sviluppati ME: Mercati emergenti BC: Banche centrali. Fed Federal Reserve BOE: Bank of England. BCE: Banca centrale europea PBoC: People's Bank of China. QT: inasprimento quantitativo. TPI: Strumento di protezione del meccanismo di trasmissione da parte della BCE

# OUTLOOK DEGLI INVESTIMENTI 2023: VALUTAZIONI PIU APPETIBILI



## INVESTIRE NEL 2023: SEGUIRE LA SEQUENZA



Scenario	Strategie e Focus
<b>SCENARIO CENTRALE</b>	<b>Il ritorno delle obbligazioni</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Titoli di Stato;</li> <li>Obbligazioni societarie IG USA</li> <li>Prudenza sulle obbligazioni societarie HY e selettività sulle obbligazioni in valuta forte dei Paesi emergenti.</li> </ul>
	<b>L'investimento azionario alla ricerca di punti di ingresso</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Prudenza complessiva</li> <li>Puntare sui titoli quality-value &amp; dividendi elevati</li> <li>Azioni statunitensi vs resto del mondo</li> </ul>
	<b>Ritorno dell'allocazione 60-40</b> <p>Il paradigma 60-40 è ritornato in auge in un contesto di rallentamento della crescita economica, con il focus ancora sull'inflazione.</p>
	<b>Temi ESG</b> <p>Focalizzazione su ESG improvers, accelerazione sulla traiettoria delle emissioni nette zero, puntare sui temi della transizione energetica e della sicurezza alimentare e, più in generale, del cambiamento climatico e delle strategie con una vocazione sociale (agricoltura, infrastrutture, trasporti, sanità).</p>
<b>SCENARI ALTERNATIVI</b>	<b>Scenario ribassista</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Adottare un atteggiamento molto prudente sulle attività rischiose.</li> <li>Preferenza per liquidità, oro, dollari statunitensi e Treasury USA:</li> <li>Strategie minimum volatility.</li> </ul>
	<b>Scenario rialzista</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Aumentare l'esposizione agli attivi rischiosi, privilegiare i titoli ciclici e <i>value</i></li> <li>Privilegiare le obbligazioni indicizzate all'inflazione; diversificare con asset che beneficiano dell'inflazione</li> </ul>

Fonte: Amundi Institute, Bloomberg, Datastream. Gli ultimissimi dati mensili risalgono al 14 novembre 2022. EU IG, US IG, EM IG, EU HY, US HY, EM HY sono indici di obbligazioni corporate di ICE BofA. IG: Obbligazioni societarie investment grade HY: High Yield EM Sov HC: è un indice JP Morgan EMBI Global Diversified. EU EQ, US EQ, EM EQ sono indici MSC per i mercati azionari. Tutti gli indici si riferiscono a una regione specifica (UE: Europa, USA): Stati Uniti, ME: mercati emergenti. L'analisi si basa sugli spread per gli indici obbligazionari e su un rapporto P/E forward a 12 mesi per gli indici azionari. Livelli delle valutazioni, percentili storiche dal 1998. I più economici nel primo quartile, i più costosi nel quarto trimestre.



# TEMI RILEVANTI

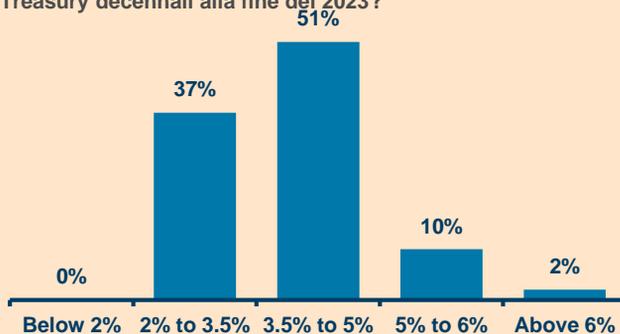
Nel 2023 gli investitori dovranno prestare attenzione ai rischi geopolitici

# N. 1

## Evoluzione della guerra tra Ucraina e Russia

Nel 2023 il policy mix determinerà il percorso dei rendimenti dei Treasury USA

Secondo voi quale livello raggiungeranno i rendimenti dei Treasury decennali alla fine del 2023?



Nel 2023 i temi principali da monitorare in Cina

- 1 Politica zero Covid-19
- 2 Stabilizzazione del settore immobiliare ed esposizione societaria al settore immobiliare
- 3 Modernizzazione e riforme del Paese

Nel 2023 l'inflazione rimarrà un tema rilevante



I dati si riferiscono ai sondaggi effettuati in occasione del seminario di Amundi Institute e di Investimenti su un campione di 40 gestori di portafoglio senior e di specialisti nell'ambito della ricerca. Dati al 23 settembre 2022, previsioni per la fine del 2023.

## OPINIONI SULLE CLASSI DI ATTIVI

	Classe di attivi	Posizione attuale	Outlook per il primo semestre 2023	
PIATTAFORMA AZIONARIA	Stati Uniti	=/+	=/+	Stabile
	<i>Titoli Value USA</i>	+	+	Stabile
	<i>Titoli Growth USA</i>	-	-/=	In via di miglioramento
	Europa	-	=/+	In via di miglioramento
	Giappone	=	=	Stabile
	Cina	=	=/+	In via di miglioramento
	Mercati emergenti, Cina esclusa	=	=/+	In via di miglioramento
PIATTAFORMA OBBLIGAZIONARIA	Titoli di Stato USA	=/+	+	In via di miglioramento
	Obbligazioni societarie IG USA	=/+	+	In via di miglioramento
	Obbligazioni societarie HY USA	-	-/=	In via di miglioramento
	Titoli di Stato europei (core)	=	=/+	In via di miglioramento
	Titoli di Stato europei (periferici)	-/=	=/+	In via di miglioramento
	Obbligazioni societarie IG in euro	=	=/+	In via di miglioramento
	Obbligazioni societarie HY in euro	-	-/=	In via di miglioramento
	Titoli di Stato cinesi	=/+	=/+	Stabile
	Obbligazioni dei ME in valuta forte	=/+	+	In via di miglioramento
	Obbligazioni dei ME in valuta locale	=	=/+	In via di miglioramento
ALTRO	Materie prime	=/+	=/+	Stabile
	Valute (USD vs. G10)	+	=	In via di peggioramento

Fonte: Amundi al 16 novembre 2022

-- - = + ++  
**Negativa**      **Neutrale**  
**Positiva**

# I TEMI ESG PER IL 2023

## 1 Opinione top-down in un'ottica macroeconomica/geopolitica/di regolamentazione



In un'ottica top-down, i temi principali sono:

- **la transizione energetica** (rafforzata dopo la crisi) con opportunità sia sul fronte azionario, sia su quello delle obbligazioni green.
- **la sicurezza alimentare** nelle diverse classi di attivi.
- **le infrastrutture** come pilastri della transizione energetica e del trend di rilocalizzazione geopolitica.

## 2 View sul ciclo e suo impatto sui fattori ESG



- La decelerazione dell'economia in un contesto con un'inflazione elevata tende a favorire i **fattori ESG con un approccio best-in-class**, per evitare l'esclusione dei settori che potrebbero beneficiare dell'inflazione.
- **I temi sociali** potrebbero tornare a essere importanti perché il peggioramento del mercato del lavoro e l'inflazione persistentemente elevata richiederanno una maggiore attenzione nei confronti del benessere sociale.

## 3 Analisi approfondita dei sottotemi principali dei fattori E, S e G



- **Sforzi per ottenere un miglioramento** dei fattori E, S e G: individuare fattori concreti nell'ambito dei pilastri E, S e G all'interno di ogni settore, dove i miglioramenti potrebbero portare a un repricing del valore.

## 4 Impatto emissioni nette zero



- Nel 2023 sarà **fondamentale l'impegno verso le emissioni nette zero** perché gli investitori dovranno accelerare i loro sforzi in questo ambito.

## PRIVATE MARKET

### Scudi contro l'inflazione e la bassa crescita

L'attuale contesto di rialzo dei tassi di interesse, di rallentamento della crescita globale e di inflazione persistentemente elevata continueranno a mettere gli utili societari sotto pressione, determinando potenzialmente ulteriori aggiustamenti generali sui mercati. In un tale contesto, gli investitori dovrebbero prendere in esame i private market per ottenere l'esposizione agli attivi che appaiono più resilienti in questa fase (ad esempio, le infrastrutture) cercando al contempo **opportunità a lungo termine con un approccio molto selettivo vista la probabile accresciuta dispersione dei rendimenti all'interno di ogni classe di attivi. In effetti non esiste un unico mercato degli attivi privati.**

**Gli investimenti nelle infrastrutture** possono fungere da baluardo e aumentare al contempo la diversificazione del portafoglio. La forte crescita dei volumi, nonché la stabilità dei prezzi, è molto evidente, mentre ci saranno numerosi trend di crescita che supporteranno quest'area di investimento nel 2023 e anche negli anni successivi. Ad esempio, la **decarbonizzazione** è un tema chiave dei governi, ma è necessario del capitale privato che vada a integrare i finanziamenti pubblici. Sono necessari nuovi massicci investimenti non soltanto per la costruzione di impianti solari e di parchi eolici, ma anche per la digitalizzazione delle reti man mano che si adattano ai nuovi tipi di generazione di elettricità. Inoltre, i leader dell'UE, se vogliono ottenere l'**indipendenza energetica dalla Russia e dai combustibili fossili**, dovranno effettuare investimenti in nuove infrastrutture. **Il deconsolidamento degli attivi** da parte delle società e dei governi è un altro importante driver della crescita. Non appena uno di questi asset entra sul mercato, può essere creato del valore attraverso strategie come l'ottimizzazione della gestione o la rinegoziazione dei contratti. Per quanto riguarda l'**inflazione**, l'esposizione alle infrastrutture può rappresentare una protezione generando flussi di cassa indicizzati: ad esempio, i contratti a lungo termine assegnati dalle autorità di regolamentazione ai gestori di strade a pedaggio contengono spesso clausole per l'adeguamento dei pedaggi, così da collegare le entrate della società all'inflazione. Inoltre, per alcune società, un legame con i prezzi dell'energia può rappresentare uno scudo in quanto tali prezzi sono una componente importante dell'inflazione.

Per quanto riguarda il **private debt**, questa classe d'investimento ha subito un certo repricing visto l'ampliamento degli spread, ma continua a beneficiare di fondamentali ancora solidi. Attualmente, il premio di liquidità del mercato del debito privato è basso rispetto al debito societario quotato, ma siamo molto fiduciosi che aumenterà ancora. Quando c'è un grande movimento nel mercato quotato, come accaduto di recente, i livelli di valutazione del debito privato impiegano un po' di tempo prima di adeguarsi. Nel complesso, le valutazioni attuali offrono un punto di ingresso interessante per gli investitori con orizzonti di medio-lungo termine. Inoltre, il debito privato è tipicamente strutturato con titoli a tasso variabile, che offrono una protezione contro l'aumento dei tassi e dell'inflazione. Con l'aumento dei tassi d'interesse, l'onere del debito societario può diventare pesante, ma i fondi di *direct lending* spesso chiedono alle società coperture contro il rischio di tasso d'interesse. In prospettiva, questi fondi dovrebbero beneficiare di un forte potere contrattuale nella negoziazione dei contratti di prestito, dato che i finanziamenti bancari sono soggetti a vincoli. In effetti, le banche sono meno attive nel settore dei prestiti a causa della presenza nei loro bilanci di una notevole quantità di prestiti con leva finanziaria (leveraged loans) che hanno perso valore e che quindi loro sono restie a vendere.

La minore attività di prestito da parte delle banche incide anche sul **private equity** dove i volumi delle transazioni e i prezzi stanno rallentando, un trend che, a nostro avviso, proseguirà per un po'. In realtà il rallentamento è dovuto soprattutto alla difficoltà nel

reperire finanziamenti dalle banche. Ciò nonostante, in settori come quello della sanità e della tecnologia i titoli vengono scambiati a livelli solo di poco inferiori a quelli pre-crisi. Queste società stanno sperimentando forti trend di crescita e di solito rappresentano una protezione quando l'inflazione sale grazie alla loro capacità di dettare i prezzi. Nonostante la diminuzione dei prezzi e l'assenza di scambi in molti settori, crediamo che nei prossimi cinque anni - il tipico periodo di investimento di un fondo di private equity - i mercati di private equity inizieranno a offrire alcuni punti di ingresso selettivi agli investitori che dispongono di un adeguato orizzonte temporale.

**Il settore immobiliare**, un'altra buona opzione di diversificazione all'interno di un portafoglio, dovrebbe beneficiare dell'indicizzazione degli affitti e della resilienza della domanda dei migliori edifici in termini di ubicazione e di performance energetica. Tuttavia, a livello globale, questo vantaggio potrebbe non essere sufficiente a compensare l'impatto degli aumenti attesi dei rendimenti, perlomeno nei primi mesi del 2023. Per i nuovi investimenti negli edifici esistenti, le valutazioni riviste creano comunque delle opportunità.

Per concludere, le caratteristiche di acquisto e mantenimento in portafoglio di queste classi di attivi e la loro capacità di assorbire o trasferire gli aumenti dei costi fa sì che siano in grado di fornire una protezione contro l'inflazione e la bassa crescita. Inoltre, offrono opportunità di rendimento e di guadagni, anche se in modo selettivo. Crediamo che questi asset svolgeranno un ruolo sempre più importante per gli investitori alla ricerca di rendimenti reali interessanti.

#### Outlook degli attivi reali nel 2023 e oltre

	Infrastrutt.	Private equity	Debito privato	Immobiliare
Outlook per il 2023	++	-/=	+	-/=
Opportunità di ingresso nei prossimi cinque anni	=	+	+	+
Potenziale di protezione dall'inflazione	++	=	++	+
Vantaggi in termini di diversificazione	+++	+	+	++

Fonte: Valutazione qualitativa di Amundi Real Assets all'8 novembre 2022  
 Infrastrutt. = infrastrutture. Solo a scopo illustrativo su una scala che va da -- a +++.

## PREVISIONI MACROECONOMICHE

## Previsioni macroeconomiche al 3 novembre 2022

Medie annuali, %	Crescita del PIL reale, su base annua, %.			Inflazione (IPC, su base annua, %).		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Stati Uniti	1,9	0,8	0,6	8,1	4,1	2,3
Giappone	1,6	0,5	1,2	2,3	1,3	0,4
Zona Euro:	3,2	-0,7	1,1	8,7	7,5	3,2
<i>Germania</i>	1,7	-0,7	1,1	9,0	7,6	3,1
<i>Francia</i>	2,5	0,0	1,0	6,1	5,3	3,0
<i>Italia</i>	3,7	-0,4	0,8	8,9	8,1	3,2
<i>Spagna</i>	4,5	0,3	1,3	8,6	4,3	3,4
Regno Unito	4,4	-0,6	1,1	9,1	7,7	3,8
Brasile	3,1	0,9	1,6	9,3	4,3	4,1
Messico	2,6	0,7	0,6	8,0	5,8	4,2
Russia	-3,3	-1,5	2,0	13,9	7,5	4,5
Cina	3,2	4,5	4,3	2,1	2,3	2,1
India	7,3	5,6	6,0	6,9	6,3	6,0
Indonesia	5,3	4,8	4,7	4,3	5,0	4,1
Sudafrica	1,7	1,2	1,5	6,8	5,6	4,8
Turchia	5,3	3,1	4,4	73,1	53,7	24,1
Paesi in via di sviluppo	2,6	0,3	1,0	7,6	5,1	2,5
Paesi emergenti	4,0	3,5	3,9	8,8	6,9	4,8
<b>Mondo</b>	<b>3,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>	<b>8,3</b>	<b>6,2</b>	<b>3,9</b>

## Previsioni sui tassi ufficiali delle banche centrali, %

	4 novembre 2022	Amundi +6m.	Consenso +6m.	Amundi +12m.	Consenso +12m.
Stati Uniti *	4,00	5,00	5,10	5,25	5,00
Zona Euro**	1,50	2,50	2,80	2,50	3,00
Giappone	-0,10	-0,10	0,02	-0,10	0,09
Regno Unito	3,00	4,50	4,50	4,75	4,70
Cina***	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
India	5,90	6,15	6,20	6,15	6,15
Brasile	13,75	12,25	13,10	10,00	10,80
Russia	7,50	7,00	7,00	6,50	6,75

Fonte: Amundi Institute. Previsioni al 15 novembre 2022. IPC: indice dei prezzi al consumo \*: Limite superiore dell'obiettivo dei Fed Fund \*\*: Tasso sui depositi \*\*\*: Tasso primario dei prestiti a un anno

# PREVISIONI SUI MERCATI FINANZIARI

## Rendimenti obbligazionari

### Previsioni dei rendimenti obbligazionari a due anni, %

	11 novembre 2022	Amundi +6m.	Forward +6m	Amundi +12m.	Forward +12m
Stati Uniti	4,75	4,50/4,70	4,71	4,30/4,50	4,57
Germania	2,10	1,80/2,00	2,11	1,80/2,00	1,69
Giappone	-0,04	-0,10/0,00	-0,01	-0,10/0,00	0,01
Regno Unito	3,05	3,90/4,10	3,03	3,90/4,10	3,39

### Previsioni dei rendimenti obbligazionari decennali, %

	11 novembre 2022	Amundi +6m.	Forward +6m	Amundi +12m.	Forward +12m
Stati Uniti	4,14	4,00/4,20	4,18	3,90/4,10	4,17
Germania	2,25	2,30/2,50	2,29	2,30/2,50	2,29
Giappone	0,26	0,10/0,30	0,37	0,10/0,30	0,47
Regno Unito	3,49	3,70/3,90	3,60	3,70/3,90	3,72

## Previsioni azionarie a 12 mesi

Livelli dell'indice MSCI all'	Obbligazioni societarie HY	Europa	UME	Regno Unito	Giappone	Pacifico, Giappone escluso	Mondo	AC World
11 nov. 2022	3572	1664	225	2054	1186	1176	2500	578
Limite inferiore	3270	1490	200	1950	1070	1080	2260	540
Limite superiore	4150	1790	250	2250	1280	1330	2830	660

## Tassi di cambio

### Previsioni sui tassi di cambio vs. USD

	11 novembre 2022	Amundi +6m.	Consenso +6m.	Amundi +12m.	Consenso +12m.
EUR/USD	0,99	0,92	1,00	1,04	1,05
USD/JPY	149	140	140	130	135
GBP/USD	1,15	1,05	1,12	1,16	1,17
USD/CHF	1,00	0,99	0,98	0,95	0,96
USD/NOK	10,40	11,15	9,90	9,55	9,10
USD/SEK	11,04	11,87	10,54	10,20	9,75
USD/CAD	1,36	1,40	1,32	1,30	1,30
AUD/USD	0,64	0,62	0,68	0,71	0,70
NZD/USD	0,58	0,56	0,61	0,61	0,63
USD/CNY	7,31	7,10	7,10	6,80	7,00

### Previsioni sui tassi di cambio vs. EUR

	11 novembre 2022	Amundi +6m.	Consenso +6m.	Amundi +12m.	Consenso +12m.
EUR/USD	0,99	0,92	1,00	1,04	1,05
EUR/JPY	147	130	140	135	140
EUR/GBP	0,86	0,88	0,88	0,90	0,88
EUR/CHF	0,99	0,92	0,98	1,00	1,00
EUR/NOK	10,28	10,31	9,90	9,97	9,70
EUR/SEK	10,91	10,97	10,60	10,65	10,35
EUR/AUD	1,54	1,49	1,47	1,47	1,50
EUR/NZD	1,70	1,66	1,64	1,70	1,67
EUR/CNY	7,22	6,56	7,10	7,10	7,35

Fonte: Amundi Institute. Previsioni all'11 novembre 2022.

## Informazioni importanti

Le informazioni MSCI possono essere utilizzate solo per uso interno, non possono essere riprodotte o ridistribuite in alcuna forma, né essere usate per creare alcuno strumento o prodotto finanziario o indice. Nessuna delle informazioni MSCI intende costituire un consiglio di investimento o una raccomandazione a prendere (o astenersi dal prendere) qualsiasi tipo di decisione di investimento e non può essere considerata come tale. I dati storici e le analisi non devono essere considerati un'indicazione o una garanzia di qualsiasi analisi, proiezione o previsione futura delle performance. Le informazioni MSCI sono fornite "così come sono" e l'utente si assume l'intero rischio derivante da qualsiasi loro uso. MSCI, ognuno dei suoi affiliati e ogni altra persona responsabile della compilazione, del calcolo o dell'elaborazione di qualsiasi informazione di MSCI (collettivamente le "Parti MSCI") declinano esplicitamente ogni garanzia (incluse, a titolo esemplificativo, tutte le garanzie di originalità, precisione, completezza, tempestività, non violazione, commerciabilità e idoneità a uno scopo particolare) di queste informazioni. Fatto salvo quanto precede, nessuna delle Parti MSCI sarà in alcun caso responsabile dei danni diretti, indiretti, particolari, causali, punitivi, conseguenti (inclusi, a titolo esemplificativo, le perdite di profitti) o di qualsiasi altro tipo. ([www.msclbarra.com](http://www.msclbarra.com)). I Global Industry Classification Standard (GICS) SM sono stati messi a punto e sono proprietà esclusiva e marchio di servizio di Standard & Poor's e MSCI. Né Standard & Poor's, né MSCI, né qualsiasi altra parte coinvolta nella realizzazione o compilazione delle classificazioni GICS fornisce alcuna garanzia esplicita o implicita o dichiarazioni relative a tale standard o classificazione (o ai risultati che si ottengono con il suo utilizzo), e tutte queste parti declinano espressamente tutte le garanzie di originalità, precisione, completezza, commerciabilità o idoneità a uno scopo particolare rispetto a tale standard o classificazione. Fatto salvo quanto precede, in nessun caso Standard & Poor's, MSCI, sue affiliate o parti terze coinvolte nella realizzazione o compilazione delle classificazioni GICS saranno responsabili dei danni diretti, indiretti, particolari, causali, punitivi, conseguenti (inclusi, a titolo esemplificativo, le perdite di profitti) o di qualsiasi altro tipo anche se avvisati della possibilità di tali danni. Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite unicamente a scopo informativo. Questo documento non costituisce un'offerta di vendita, una sollecitazione di un'offerta di acquisto, o una raccomandazione di qualsiasi titolo o qualsiasi altro prodotto o servizio. Eventuali titoli, prodotti o servizi a cui si fa riferimento non possono essere registrati per la vendita presso l'autorità competente nella vostra giurisdizione e non possono essere regolamentati o controllati da qualsiasi autorità governativa o simile nella vostra giurisdizione. Tutte le informazioni contenute in questo documento possono essere utilizzate solo per uso interno, non possono essere riprodotte o ridistribuite in qualsiasi forma e non possono essere utilizzate come base o come componente di qualsiasi strumento finanziario o prodotto o indice. Inoltre, nulla in questo documento è destinato a fornire consulenza fiscale, legale o di investimento. Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute in questo documento sono di Amundi Asset Management S.A.S. al **14 novembre 2022**. La diversificazione non garantisce un profitto, né garantisce contro una perdita. Il presente documento è fornito "così com'è" e l'utente di questa informazione assume l'intero rischio di qualsiasi uso fatto di queste informazioni. I dati storici e le analisi non dovrebbero essere considerati un'indicazione o una garanzia di qualsiasi analisi o previsione futura delle performance. Le opinioni espresse in merito alle tendenze economiche e di mercato sono quelle dell'autore e non necessariamente di Amundi Asset Management S.A.S. e sono soggette a modifiche in qualsiasi momento sulla base delle condizioni di mercato e di altro tipo, e non ci può essere alcuna garanzia che i paesi, i mercati o i settori avranno i risultati attesi. Queste opinioni non devono essere considerate consigli di investimento, raccomandazioni su titoli, o indicazione sulla negoziazione di qualsiasi prodotto di Amundi. Gli investimenti comportano rischi, compresi quelli di mercato, politici, di liquidità e valutari. Inoltre, in nessun caso Amundi avrà alcuna responsabilità di eventuali danni diretti, indiretti, speciali, incidentali, consequenziali ivi inclusa, senza limitazioni, la perdita di profitti) o qualsiasi altro danno derivante dal suo utilizzo. Data di primo utilizzo: **16 novembre 2022**

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 – Head office: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – [www.amundi.com](http://www.amundi.com).