

OUTLOOK

2023

I nostri 10 temi principali per il prossimo anno



Contenuti

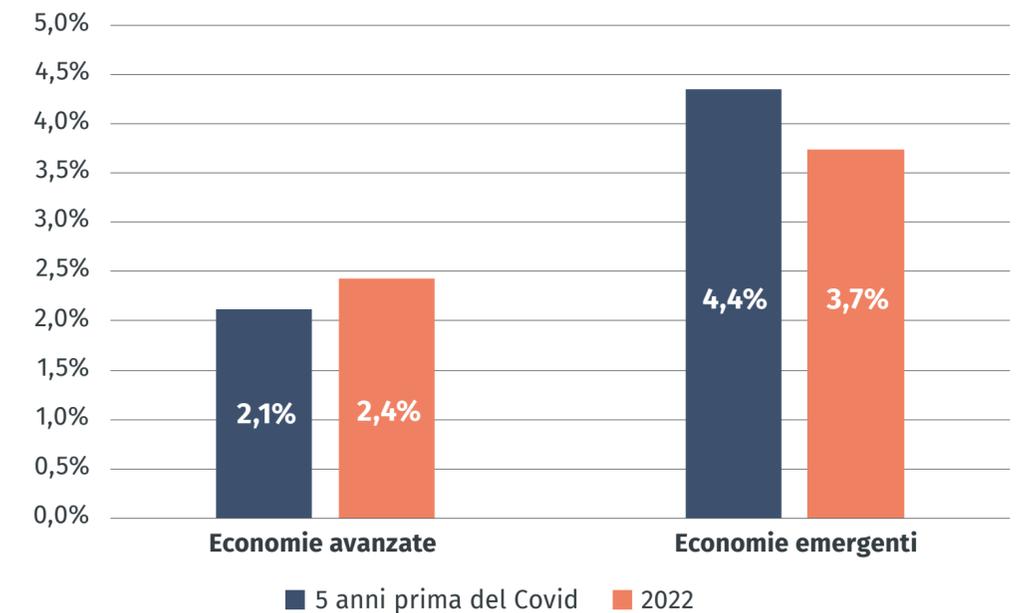
Analisi della Panoramica 2022	3
Panoramica 2023	8
1 L'inflazione (finalmente) diminuisce	9
2 Le tensioni geopolitiche si attenuano	10
3 Crescita globale: ritorno alla realtà	11
4 Giappone: la rinascita continua	12
5 Le economie emergenti sono in ripresa	13
6 Tendenza all'indebolimento del dollaro USA	14
7 I sorveglianti dei mercati obbligazionari stanno in guardia	15
8 Obbligazioni investment grade	16
9 Small cap globali	17
10 Settore dei beni di consumo voluttuari	18



Analisi della Panoramica 2022

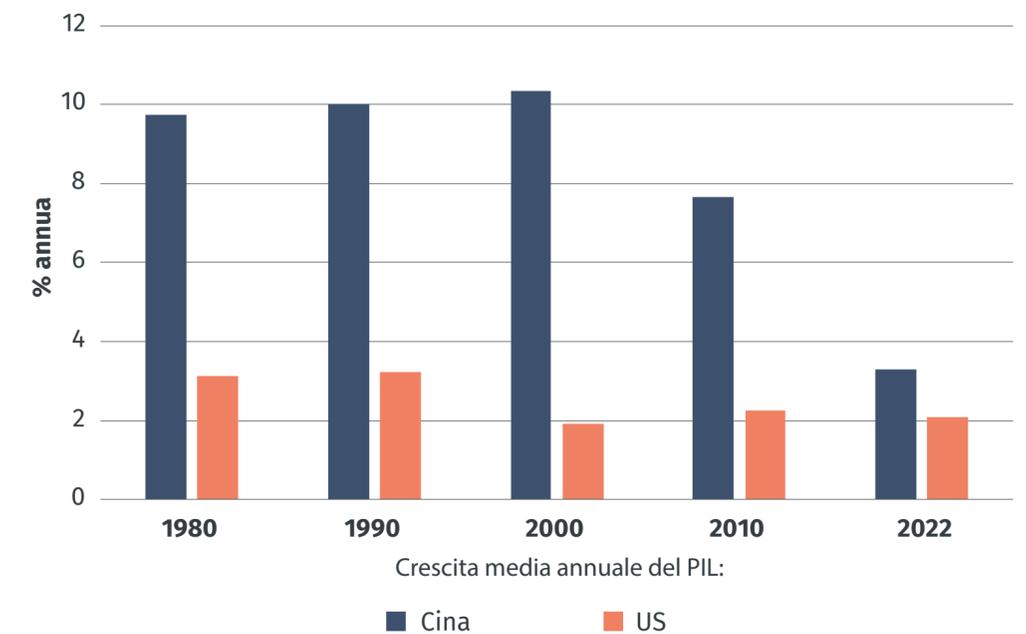
Ogni anno, a dicembre, rivediamo la Panoramica presentata a inizio anno. Il 2022 è stato un anno difficile, in cui le nostre proiezioni sono state scompagnate da eventi inaspettati: la guerra Russia-Ucraina, il persistente aumento dei prezzi del petrolio e l'aggressivo incremento dei tassi d'interesse. Nel complesso, abbiamo registrato un punteggio di 6/10. Il nostro track record a più lungo termine è decisamente migliore.*

Crescita del PIL globale: 2022 rispetto al periodo pre-Covid



Fonte: FMI (dati storici) e Factset (previsioni consensus 2022). 1 dicembre 2022.

Far quadrare i conti?



Fonte: FMI (dati storici) e Factset (previsioni consensus 2022). 1 dicembre 2022.

Tema
1
Parzialmente corretta

Crescita globale sopra il trend

Prevedevamo che nel 2022 la crescita del PIL delle economie avanzate ed emergenti sarebbe stata superiore al trend (definito come i cinque anni precedenti al Covid). Ciò è accaduto nelle economie avanzate, ma solo marginalmente. La crescita nelle economie emergenti è stata inferiore al trend. Tuttavia, ciò è dovuto interamente alla contrazione dell'economia russa e alla debole crescita

della Cina, a causa soprattutto della sua politica "zero contagi". Altri mercati emergenti hanno registrato una forte crescita: l'India del 6,8% e la regione ASEAN5¹ del 5,3%, per esempio. Prevedevamo che la crescita del PIL degli Stati Uniti si sarebbe avvicinata a quella della Cina. E così è stato: circa il 2% rispetto a poco più del 3% (un divario molto più ridotto che in passato).

*Punteggio medio dell'83% dal 2013 al 2021 incluso.

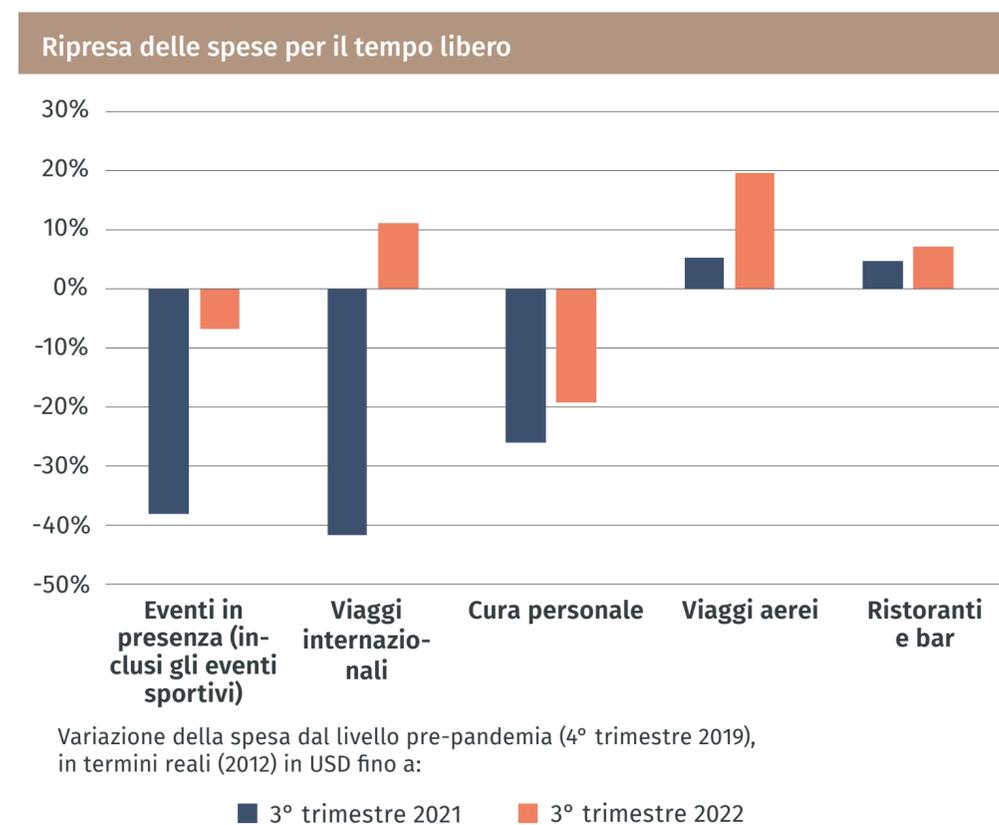
¹ Indonesia, Malaysia, Filippine, Singapore e Thailandia.

Tema
2
Parzialmente
corretta

Spese folli

La spesa al consumo negli Stati Uniti, nelle aree più colpite dal Covid, ha visto effettivamente una ripresa. In termini reali, corretti per l'inflazione, la spesa per le tariffe aeree e i viaggi all'estero è aumentata considerevolmente. Ciò è tanto più significativo se si considera l'aumento dei prezzi in queste aree. La spesa per l'assistenza alla persona non ha

registrato una ripresa altrettanto decisa, soprattutto a causa della limitata capacità di soddisfare la domanda aggiuntiva (le liste d'attesa per i trattamenti medici, ad esempio, sono rimaste lunghe). Tuttavia, l'eccesso di risparmio è rimasto elevato e ciò dovrebbe sostenere la spesa per i beni di consumo voluttuari fino al 2023.



Fonte: Refinitiv. 1 dicembre 2022.

² <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/sustaining-digital-payments-growth-winning-models-in-emerging-markets>
³ Nell'anno i rendimenti netti dell'indice MSCI Emerging Markets in termini di dollari USA erano pari a -18,95% al 30 novembre 2022, a -15,65% per quanto riguarda l'indice MSCI Emerging Markets Cina esclusa. Fonte: MSCI. 1 dicembre 2022.

Tema
3
Corretta

I mercati emergenti approdano al digitale

Le economie emergenti hanno adottato rapidamente le tecnologie digitali. Un rapporto McKinsey pubblicato a ottobre 2022 rilevava che "le transazioni di pagamento digitali stanno aumentando vertiginosamente nei mercati emergenti a causa della proliferazione delle

innovazioni".² I mercati che hanno registrato questa tendenza in modo più evidente sono quelli al di fuori della Cina. Di conseguenza, i mercati emergenti (Cina esclusa) hanno prodotto rendimenti più elevati rispetto all'intero universo dei mercati emergenti.³

Tema
4
Errata

L'inflazione sembra transitoria; si rischiano errori nelle politiche

L'inflazione si è mantenuta ostinatamente elevata in tutte le principali economie avanzate, soprattutto negli Stati Uniti. Ciò è dovuto in gran parte all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia e all'impatto sui prezzi delle materie prime. Negli Stati Uniti, la forza dell'economia ha

esercitato ulteriori pressioni al rialzo sull'inflazione. Verso la fine del 2022, tuttavia, sono emersi segnali di un calo dell'inflazione nell'Eurozona e negli Stati Uniti. Permane il timore che gli aumenti dei tassi d'interesse possano essere visti, a posteriori, come un errore di politica.



Tema

5

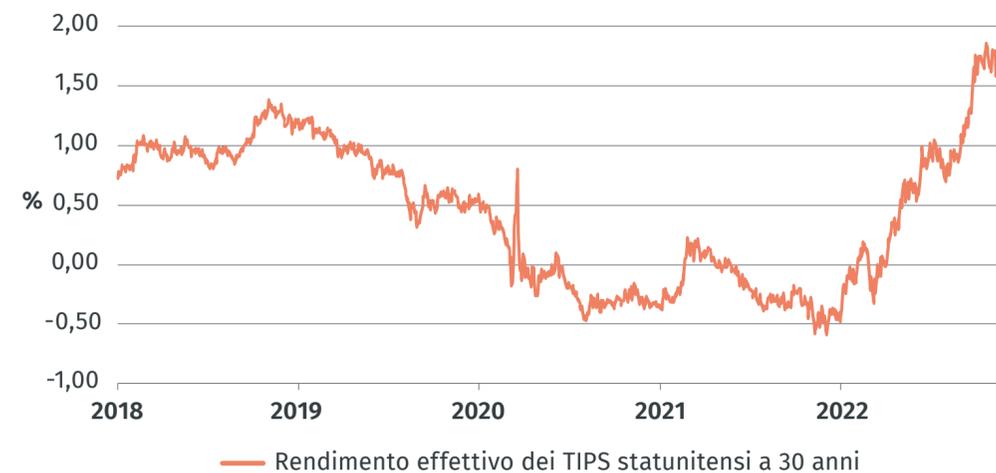
Corretta

Risparmi e infrastrutture green

Abbiamo collegato due temi: la necessità di finanziare la **green infrastructure** e la previsione di un aumento dei rendimenti

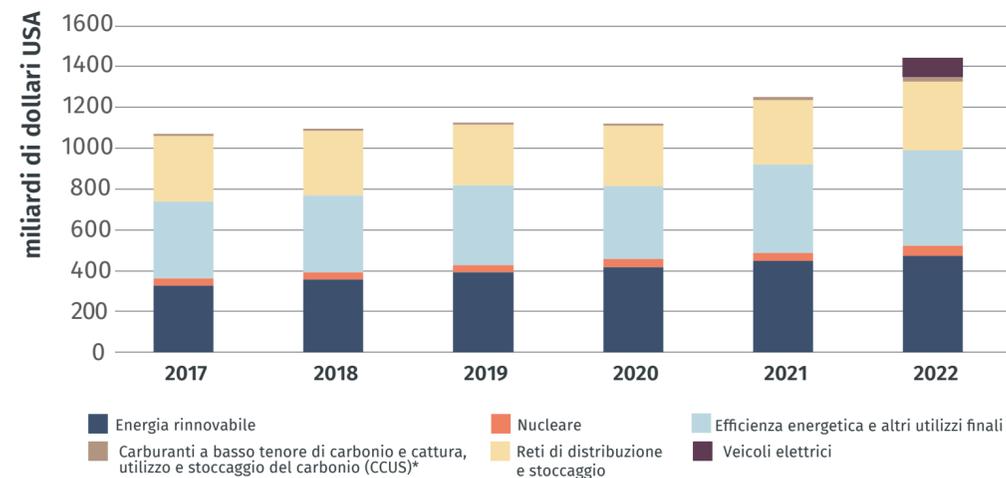
reali (soprattutto sui TIPS USA). I rendimenti reali sono aumentati in misura sostanziale e la spesa per le infrastrutture "verdi" si è rafforzata.

Nel 2022 i rendimenti reali hanno registrato forti rialzi



Fonte: Refinitiv. 1 dicembre 2022.

Investimenti in energie pulite



Fonte: AIE. 1 dicembre 2022.

* Cattura, utilizzo e stoccaggio del carbonio

Tema

6

Parzialmente corretta

Venticinque anni di convalescenza per il Giappone

Ci eravamo detti ottimisti sulle prospettive del mercato azionario giapponese, osservando come avesse già riguadagnato il livello massimo del 1999 in termini di dollaro USA e aggiungendo che nel 2022 avrebbe recuperato il picco anche in termini di yen. Così non è stato. Il mercato azionario

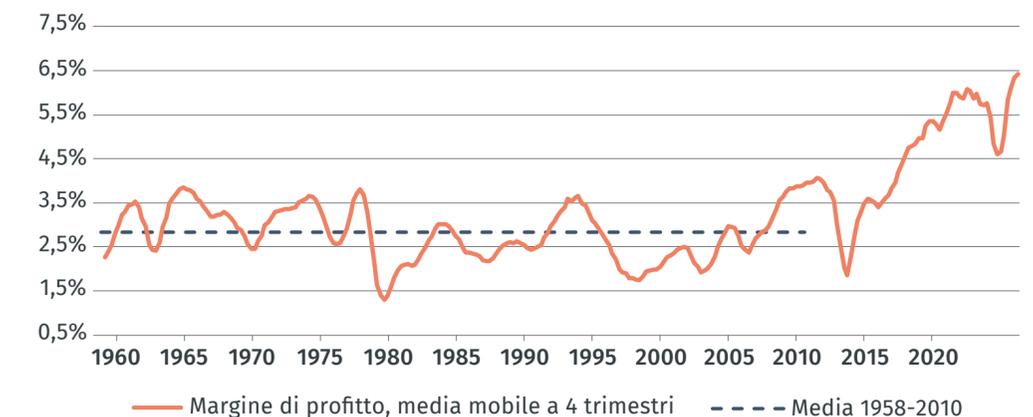
interno è rimasto sostanzialmente invariato, con una performance nettamente migliore rispetto agli altri principali mercati sviluppati. Tuttavia, il segnale fondamentale della ripresa giapponese citato in precedenza – una forte ripresa degli utili aziendali – si è concretizzato.

Indice Nikkei 225 in yen e dollari USA



Fonte: Refinitiv e calcoli EFGAM. 1 dicembre 2022.

Aziende giapponesi: margine di profitto



Fonte: Refinitiv e calcoli EFGAM. 1 dicembre 2022.



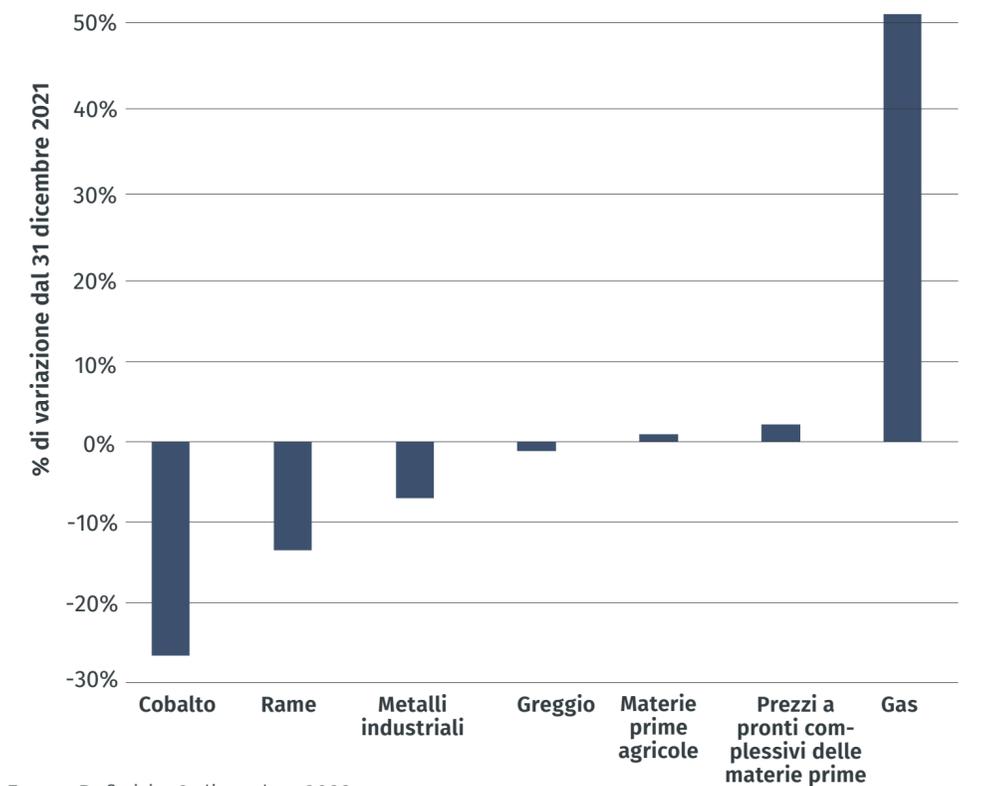
Tema
7
Errata

Materie prime

Abbiamo cercato di ridurre i prezzi delle materie prime, soprattutto a causa del rallentamento della crescita cinese. Ciò valeva per i metalli industriali, ma i principali indici spot delle materie prime (con una ponderazione elevata nel petrolio e nel gas) hanno messo a segno un lieve rialzo. I titoli migliori in termini relativi (rame e cobalto) hanno registrato

una performance debole (in calo rispettivamente del 14% e del 27%). Riteniamo che questa diminuzione dei prezzi dei metalli industriali sia temporanea e prevediamo ancora che la transizione alla green economy (soprattutto una più ampia adozione dei veicoli elettrici) sia una forza strutturale in grado di far crescere la domanda.

Prezzi delle materie prime nel 2022



Fonte: Refinitiv. 8 dicembre 2022.

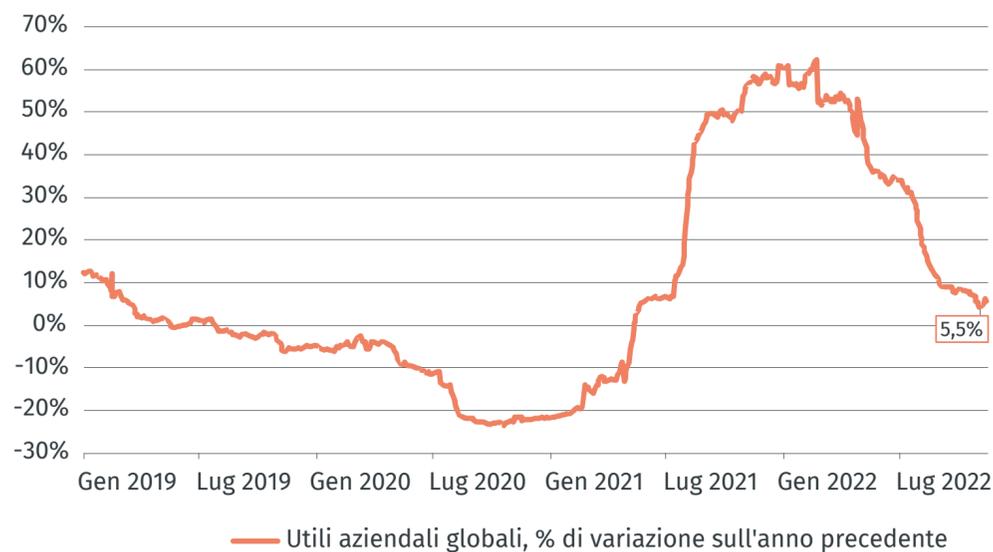
Tema
8
Corretta

Tempi difficili per gli utili

A dicembre 2022, gli utili aziendali globali erano aumentati del 5,5% su base annua in dollari USA, molto meno che nel 2021 (un picco di oltre il 50%) e ampiamente in linea con le nostre aspettative. Avevamo detto che il mercato da battere era ancora quello statunitense, e in effetti è questa

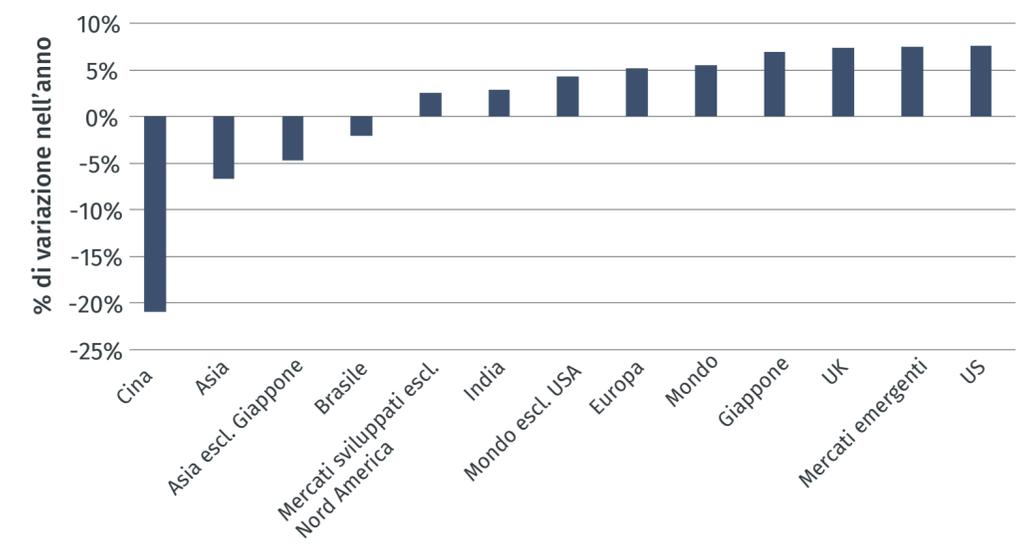
la regione in cui gli utili sono cresciuti maggiormente durante l'anno, seguita dai mercati emergenti, dal Regno Unito e dal Giappone (si veda il grafico in basso a destra). Gli utili sono stati massimamente deboli in Cina, con un calo di oltre il 20% rispetto all'anno precedente.

Utili aziendali globali (in dollari USA)



Fonte: Refinitiv. 1 dicembre 2022.

Crescita degli utili per regione (rendimenti in valuta locale)



Fonte: Refinitiv. 1 dicembre 2022.



Tema

9

**Parzialmente
corretta**

Tema

10

Corretta

Reddito fisso: resta qualche opportunità

Ci attendevamo che la pressione al rialzo sui rendimenti dei titoli di Stato avrebbe depresso i rendimenti totali dei mercati obbligazionari. In uno scenario difficile, la nostra scelta è caduta sulle obbligazioni dei mercati emergenti. Il rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato è stato impetuoso e l'ampliamento degli

spread ha creato un contesto difficile per tutti i mercati obbligazionari, con i mercati emergenti tra i settori più deboli. Tuttavia, nel corso dell'esercizio vi sono state buone opportunità di gestire sia la duration che l'esposizione creditizia. Abbiamo iniziato l'anno con un'esposizione sottopesata al reddito fisso.

Globalizzazione, reshoring e nuovi modelli commerciali

Avevamo previsto una notevole pressione verso un reshoring della produzione, ma anche che la capacità di raggiungere tale obiettivo sarebbe stata limitata dalla carenza di lavoratori. Nel luglio 2022, il Congresso degli Stati Uniti ha approvato il CHIPS Act, una legge che mira a rafforzare la produzione, la progettazione e la ricerca nazionale nel campo dei semiconduttori. Pressioni

analoghe sono state registrate in altri settori. Tuttavia, secondo uno studio⁴, le importazioni statunitensi di beni fabbricati in Paesi asiatici a basso costo non sono diminuite in modo significativo. La carenza di manodopera è rimasta uno dei temi dominanti del 2022.

⁴ <https://www.kearney.com/operations-performance-transformation/us-reshoring-index>

Panoramica 2023

I nostri 10 temi principali per il prossimo anno

Nel 2023, l'attenzione rimarrà concentrata sull'andamento dell'inflazione nelle principali economie sviluppate. In definitiva, ci attendiamo che si attenui. Le tensioni geopolitiche si allenteranno, soprattutto con la riapertura da parte della Cina. La crescita economica si riprenderà, ma la realtà è che nei prossimi anni la crescita globale tornerà a un livello mediocre, limitata dalle tendenze demografiche e di produttività. Un'eccezione positiva è l'ininterrotta rinascita del Giappone. Prediligiamo le obbligazioni investment grade, le azioni small cap e il settore dei beni di consumo voluttuari. Il dollaro USA è destinato a indebolirsi.

Questi temi si basano sulla nostra analisi e rappresentano le nostre opinioni; non vi è alcuna garanzia che si concretizzino nella realtà.



L'inflazione (finalmente) diminuisce

I tassi d'inflazione dovrebbero finalmente scendere nelle principali economie avanzate. Il tasso statunitense verrà monitorato con la massima attenzione. Prevediamo che raggiunga il 3% entro fine anno.

L'inflazione rimarrà il tema principale del 2023, come era stato nel 2022. L'attenzione si concentrerà principalmente sui tassi d'inflazione nelle principali economie avanzate: Stati Uniti, Regno Unito, Giappone ed Eurozona.

In queste economie, gli "effetti di base" – i confronti favorevoli con i mesi corrispondenti del 2022 – contribuiranno a ridurre i tassi d'inflazione. Due importanti osservazioni sono d'obbligo. In primo luogo, questi effetti saranno probabilmente più significativi negli Stati Uniti nel primo semestre dell'anno, mentre nelle altre regioni l'inflazione si manterrà più elevata. Ciò contribuirà alla debolezza del dollaro USA (si veda il tema 6). In secondo luogo, sebbene fossero

in molti a prevedere che si sarebbero prodotti nel corso del 2022, questi effetti di base positivi non sono stati sufficienti a far scendere i tassi d'inflazione su base annua. Il motivo è che sono stati soppiantati da nuove pressioni sui prezzi. Nel 2022, sono stati i continui aumenti dei prezzi del petrolio e del gas, i costi di spedizione e la carenza di approvvigionamenti (in particolare di semiconduttori) a fare danni. Nel 2023, i maggiori motivi di preoccupazione sono l'aumento dei salari e i costi degli alloggi (in particolare negli Stati Uniti).

Guardando al futuro, alcune banche centrali prevedono che il calo del tasso d'inflazione sarà molto marcato. La Banca d'Inghilterra ritiene che l'inasprimento già in atto por-

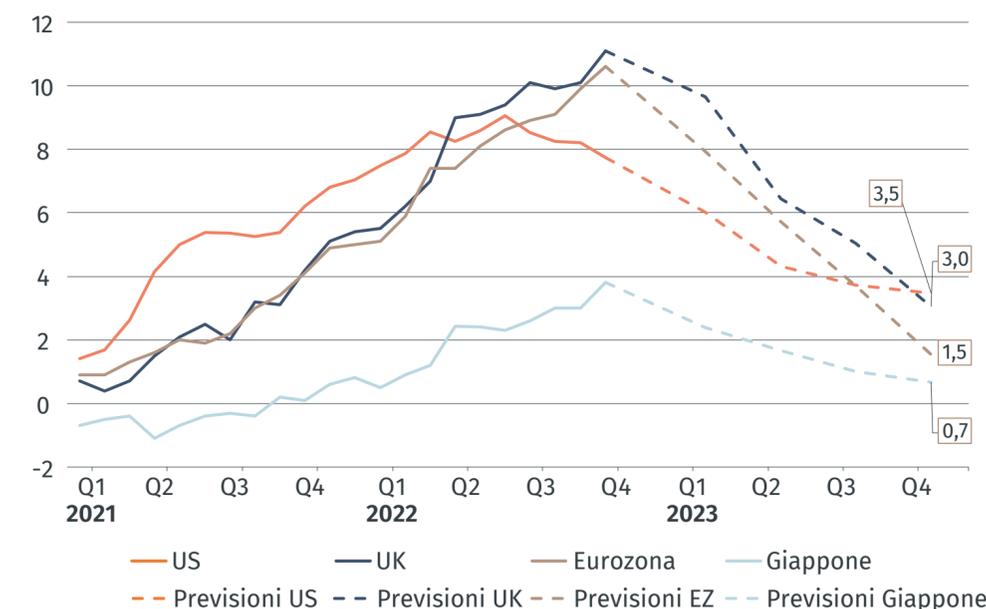
terà l'inflazione vicino allo zero nel 2025. Se così fosse, la stretta delle banche centrali nel 2022 potrebbe essere vista come un voler accendere l'aria condizionata proprio quando le temperature scendono.

Preoccupano molto meno i tassi d'inflazione delle economie emergenti, sia perché qui l'indirizzo politico ha visto un inasprimento rapido e aggressivo (come in Brasile, dove i tassi d'interesse sono aumentati per la prima volta a inizio 2021), sia perché la crescita economica è in calo (soprattutto in Cina).

Nel complesso, l'ottimismo (mal riposto) su un abbassamento dell'inflazione nel 2022 dovrebbe essere giustificato, con il passare dei mesi, nel 2023.

Una lunga strada in discesa

Tassi d'inflazione dei prezzi al consumo, % di variazione su base annua

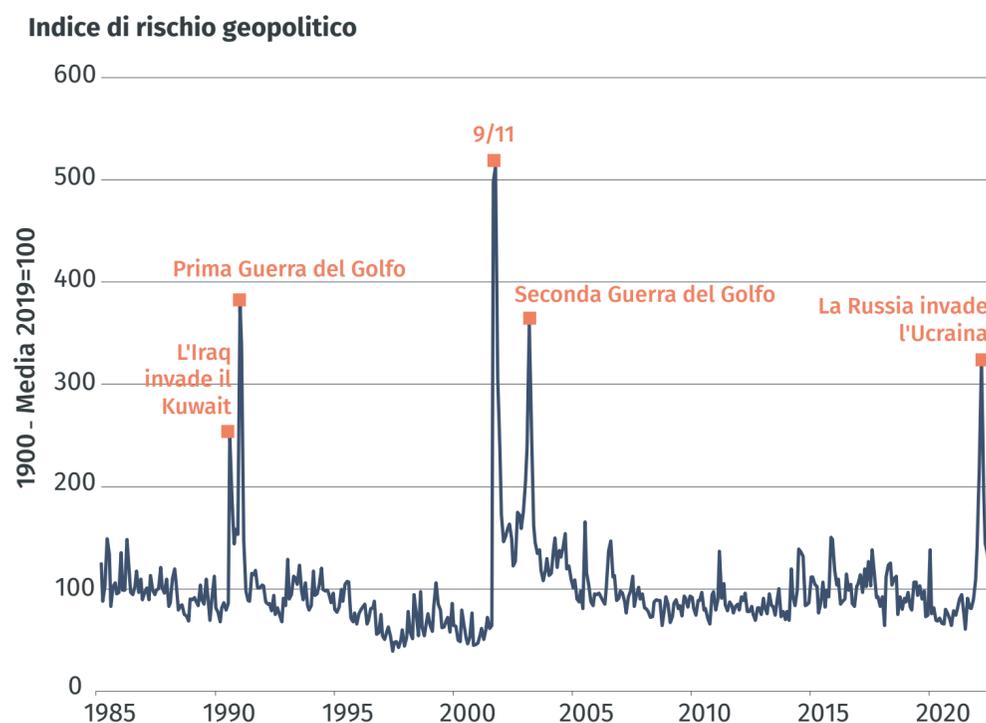


Fonte: Refinitiv e previsioni Oxford Economics. 1 dicembre 2022.

Le tensioni geopolitiche si attenuano

Nel 2023 le tensioni geopolitiche dovrebbero attenuarsi, favorendo le economie e i mercati degli asset.

Cinque "picchi" e sei già fuori



Fonte: policyuncertainty.com. 1 dicembre 2022.



Troviamo incoraggiante il rinnovato spirito di collaborazione globale emerso dagli incontri del G20 e della COP27 a fine 2022 e dagli importanti incontri bilaterali tra i leader cinesi ed europei. La prospettiva di uno scontro sembra allontanarsi e l'intensità delle tensioni geopolitiche sta diminuendo. Naturalmente, le maggiori incertezze riguardano la Russia. La riabilitazione della Russia potrebbe iniziare già nel 2023, qualora si delineasse una soluzione alla guerra con

l'Ucraina. Al contempo, è probabile che la Cina si concentri sulla propria stabilità interna man mano che l'economia riparte, per non rischiare di compromettere il risultato intensificando la pressione su Taiwan. La cooperazione globale sui cambiamenti climatici è evidente e cercheremo ulteriori prove di tale tendenza nel corso dell'anno.



Tema

3

Crescita globale: ritorno alla realtà

Dopo le forti oscillazioni dei tassi di crescita economica durante la pandemia e i suoi strascichi, il 2023 sarà l'anno del ritorno alla realtà.

Negli ultimi anni, le principali economie mondiali hanno registrato forti oscillazioni dei tassi di crescita. Durante la pandemia la crescita del PIL britannico è stata la peggiore dal 1720, seguita da un'impennata nel 2021. Nel 2023, la recessione sembra inevitabile nel Regno Unito e nell'Eurozona (in particolare in Germania, l'area più colpita dalla debolezza della Cina e dalla guerra Russia-Ucraina). Un'eventuale recessione negli Stati Uniti sarà, a nostro avviso, lieve e di natura diversa rispetto al passato. In particolare, sembra che

colpirà soprattutto certi lavoratori qualificati (ad esempio nella tecnologia e nella finanza).

Il ritorno alla realtà nel 2023 e oltre seguirà due filoni. In primo luogo, la Cina sarà ancora una volta un propulsore della crescita globale, anche se la sua crescita potenziale futura si aggirerà intorno al 4,5% (si veda la tabella) anziché al 10% come in passato. In secondo luogo, lo sviluppo sarà limitato quasi ovunque da un rallentamento della crescita della popolazione in età lavorativa, da un calo della percentuale di

persone occupabili disposte a lavorare e da una produttività strutturalmente inferiore. Questi sono i fattori trainanti dei tassi di crescita potenziali a lungo termine indicati nella tabella. Quanto agli Stati Uniti, la realtà a lungo termine è che potranno crescere, in termini reali, meno del 2% annuo. L'Africa è la sola regione che si sottrae a questi trend. Possiede un potenziale enorme. Ma, come sempre accade in Africa, realizzare il potenziale sarà una sfida. L'India, anch'essa in ritardo sulla crescita in passato, sembra destinata a un buon 2023.

Crescita globale: ritorno alla realtà

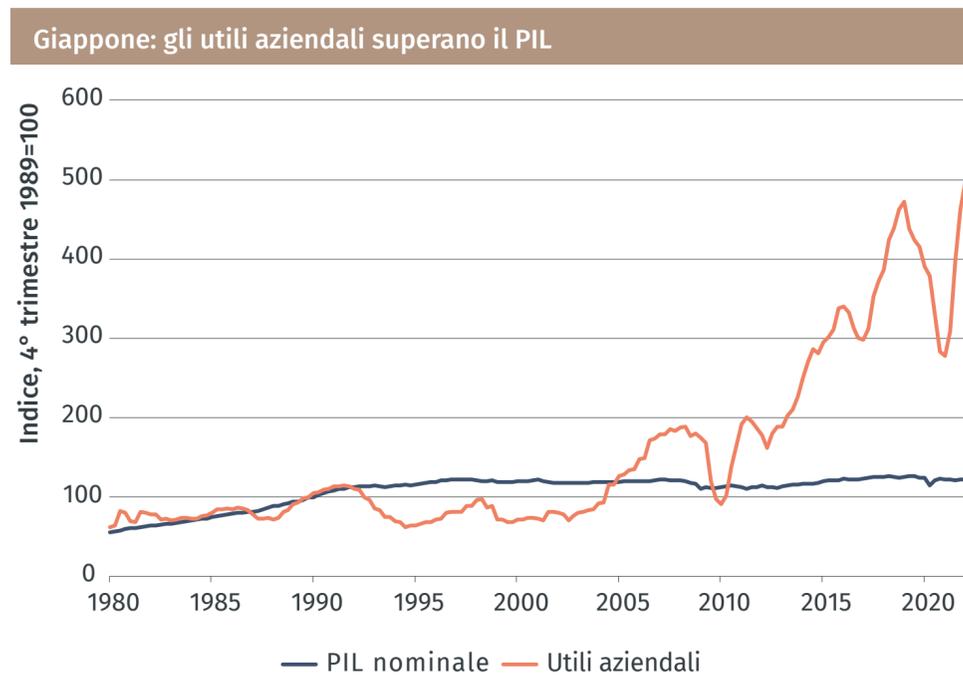
Crescita reale del PIL, % di variazione sull'anno

	2022	2023	Potenziale a lungo termine
US	2,1	0,5	1,8
UK	4,2	-0,4	1,5
Eurozona	3,2	0,0	1,2
Germania	1,6	-0,6	1,3
Francia	2,5	0,2	1,1
Italia	3,6	0,0	0,8
Spagna	4,5	0,8	1,3
Svizzera	2,2	1,0	1,5
Giappone	1,6	1,5	0,7
Cina	3,3	4,9	4,5
India	6,9	6,1	6,0
Brasile	2,7	0,8	2,0
Africa	2,8	3,3	3,5

Fonte: Previsioni consensus Factset (2022 e 2023); stime EFGAM (crescita potenziale a lungo termine). 1 dicembre 2022.

Giappone: la rinascita continua

Il Giappone è l'esempio principe di nazione in cui gli utili aziendali riescono ad avere una forte crescita persino in un quadro di sviluppo economico debole. Vediamo che la rinascita del settore aziendale prosegue.



Fonte: Refinitiv e calcoli EFGAM. 1 dicembre 2022.

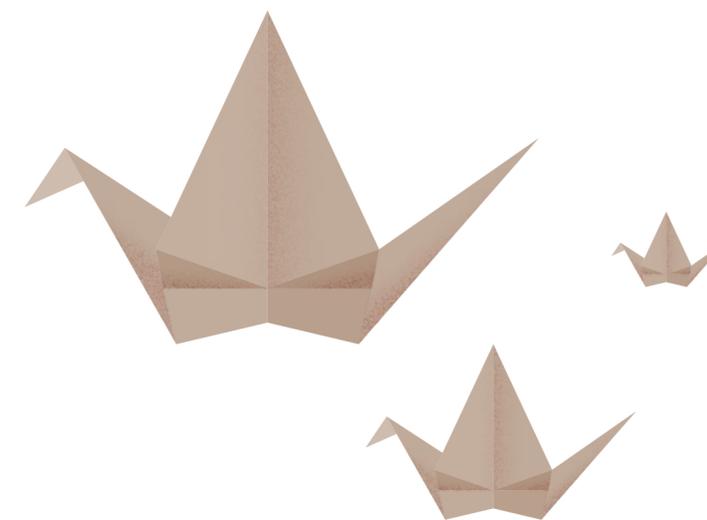
In Giappone, gli utili aziendali negli ultimi anni sono cresciuti molto più che il resto dell'economia, come indica la tendenza del PIL nominale, che tiene conto della crescita reale e dell'inflazione (si veda il grafico). Questa tendenza, a nostro avviso, continuerà nel 2023, favorita dai benefici effetti della debolezza dello yen nel 2022.

Nel 2022 il Giappone ha resistito al trend dell'aumento dei tassi d'interesse. La banca di Stato non era convinta che tale misura fosse necessaria. E se in Giappone l'inflazione tornerà a scendere, la posizione della banca centrale apparirà pienamente giustificata. Queste tendenze e il fatto che

le valutazioni siano basse ci inducono a privilegiare il mercato azionario nipponico.

L'esempio giapponese mostra come gli utili aziendali possano registrare buoni risultati anche

in un quadro di crescita fiacca, un segnale incoraggiante per le altre economie in un mondo dallo sviluppo rallentato.



Le economie emergenti sono in ripresa

La ripresa in Cina e in Europa e la forza dell'economia giapponese aiuteranno le economie emergenti, non solo nel resto dell'Asia, ma anche altrove.

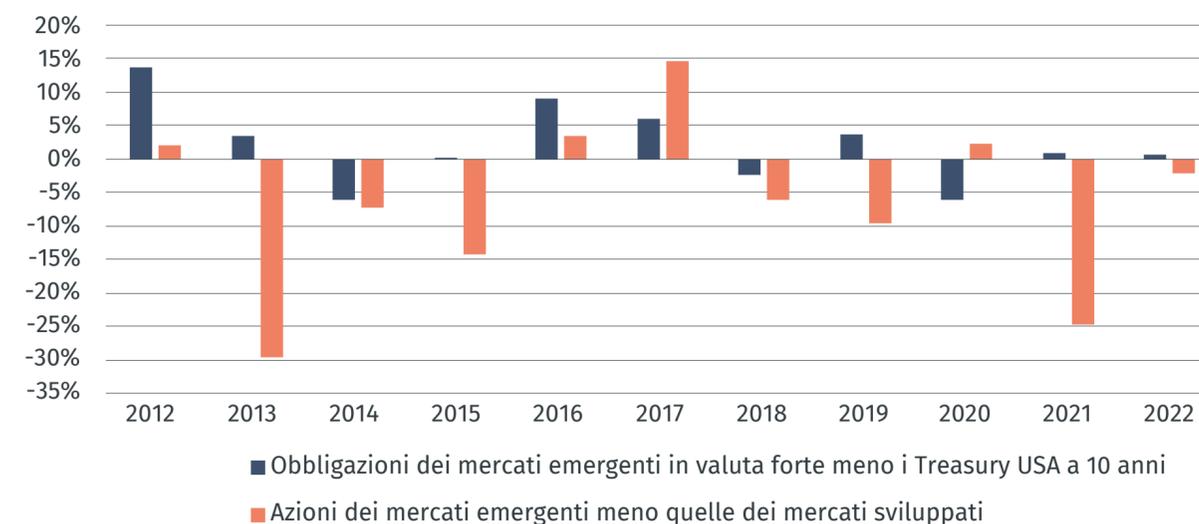
La realtà, per molti mercati emergenti, è che sono ancora fortemente dipendenti dalla Cina. Per alcuni, ciò è dovuto al fatto che la Cina è il principale acquirente delle loro materie prime. Per altri, è un fornitore di manufatti a basso costo. E l'influenza finanziaria della Cina è globale, quindi la sua prevista ripresa, con l'allentamento delle restrizioni anti-Covid e

la stabilizzazione del mercato immobiliare, sarà accolta con favore. Anche il miglioramento delle relazioni tra Europa e Cina e la solidità dell'economia giapponese contribuiranno a sostenere le economie emergenti. La dipendenza dalla Cina delle altre economie emergenti non va tuttavia sopravvalutata. Ora stanno impiegando rapidamente le tecnologie digitali (il nostro

tema del 2022, si veda a pagina 4), ponendo la crescita su basi più solide. Una stretta monetaria precoce e aggressiva significa che l'inflazione sta già scendendo (in particolare in nazioni come il Brasile). Dopo anni in cui i mercati azionari e obbligazionari emergenti (si veda il grafico) hanno sottoperformato i mercati sviluppati, vediamo il 2023 come un anno decisamente migliore.

I mercati emergenti sono rimasti indietro rispetto a quelli sviluppati

Rendimenti totali in USD da:



Fonte: Bloomberg, Datastream e MSCI. 8 dicembre 2022.

Tendenza all'indebolimento del dollaro USA

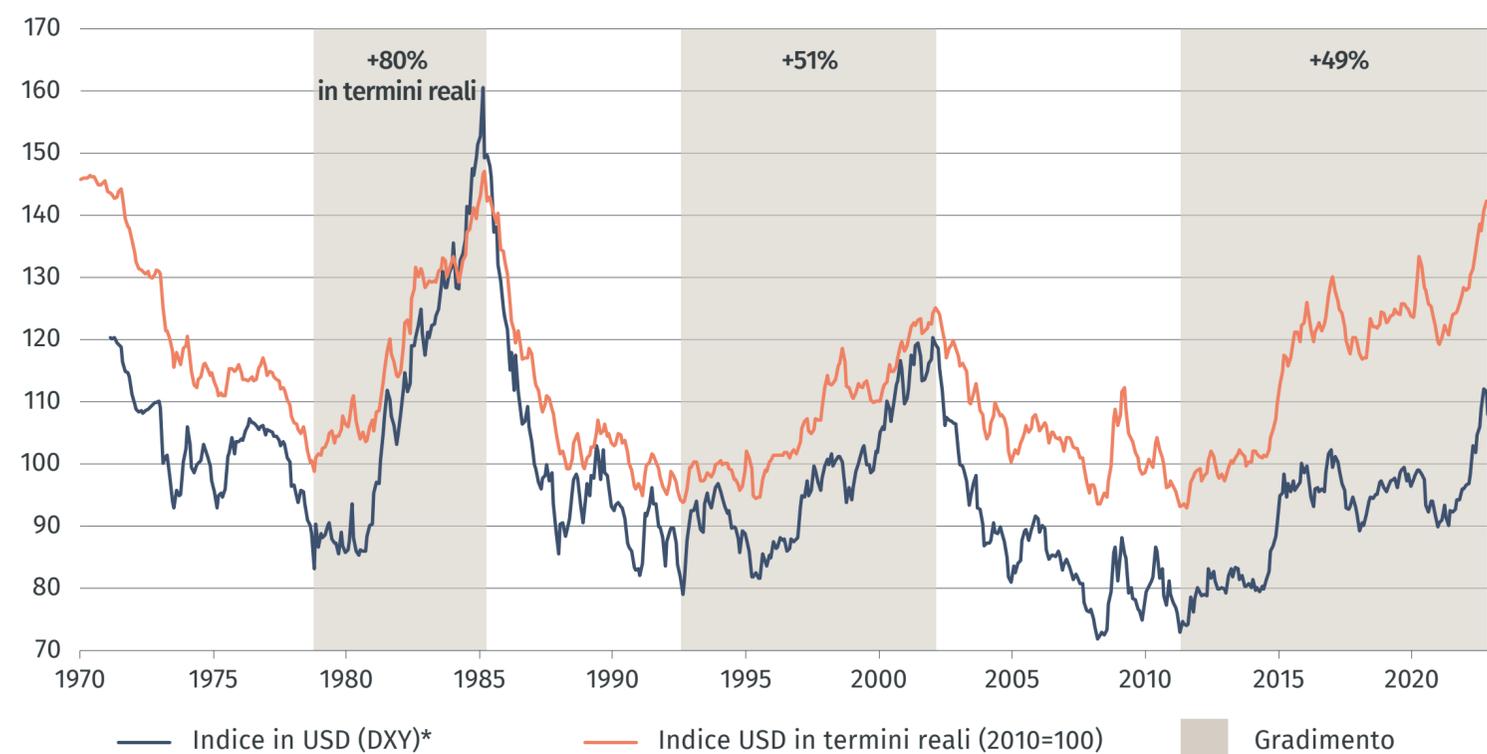
Il dollaro USA si è mosso al rialzo per almeno un decennio. Ha raggiunto livelli sopravvalutati a fine 2022. Il 2023 dovrebbe essere l'anno della correzione di tale tendenza.

La tendenza al miglioramento dei mercati emergenti sarà rafforzata dal nostro sesto tema principale: l'indebolimento del dollaro. Il dollaro ha raggiunto periodicamente livelli molto sopravvalutati, per poi indebolirsi bruscamente. Riteniamo che un altro picco possa essere stato raggiunto a fine 2022 (l'apprezzamento reale è stato maggiore ed è durato più a lungo rispetto ai due periodi precedenti). Questo apprezzamento getta i

semi per la debolezza del dollaro. Si prevede che su questa base il deficit supererà il 3% del PIL nel 2023, un punto generalmente vulnerabile. Con la Fed statunitense che mitigherà e poi interromperà la sua stretta monetaria nei prossimi mesi del 2023 – ma con la BCE e la Banca d'Inghilterra in ritardo – i tassi d'interesse relativi e i flussi di capitale suggeriscono anch'essi una tendenza all'indebolimento del dollaro. La perenne questione è se lo status di valuta di riserva

del dollaro USA sarà messo in discussione. La sua scomparsa è stata invocata in passato, ma non si è concretizzata. Un nuovo motivo di preoccupazione è se le sanzioni statunitensi contro la Russia potranno, in futuro, essere utilizzate contro altri Paesi, dissuadendo alcuni di essi dal detenere dollari USA. Per il momento, tuttavia, non esistono alternative praticabili al dollaro USA come valuta di riserva mondiale.

Il dollaro al top?



Fonte: Refinitiv e BIS. 1 dicembre 2022.

*Misura relativa della forza del dollaro USA (USD) rispetto a un paniere di sei importanti valute.



I sorveglianti dei mercati obbligazionari sono ricomparsi a sorpresa nel 2022, colpendo duramente il mercato dei gilt britannici in risposta a uno stimolo fiscale non finanziato e mal spiegato. Ciò ha portato a un brusco cambio di direzione. Per anni, i bassi tassi d'inflazione e d'interesse hanno convinto molti che i sorveglianti si fossero presi una pausa. Ma nel 2022, il Regno Unito ha ricordato a tutti come il mercato obbligazionario possa essere severo e inflessibile.

I sorveglianti terranno gli occhi ben aperti per bloccare altri governi che tentino una mossa simile. Le economie con una crescita deludente o con una scarsa posizione patrimoniale netta sull'estero sono vulnerabili. Il Regno Unito rientra ancora in questa categoria, quindi i suoi problemi potrebbero non essere finiti. Tra i mercati emergenti, la Turchia continua a preoccupare.

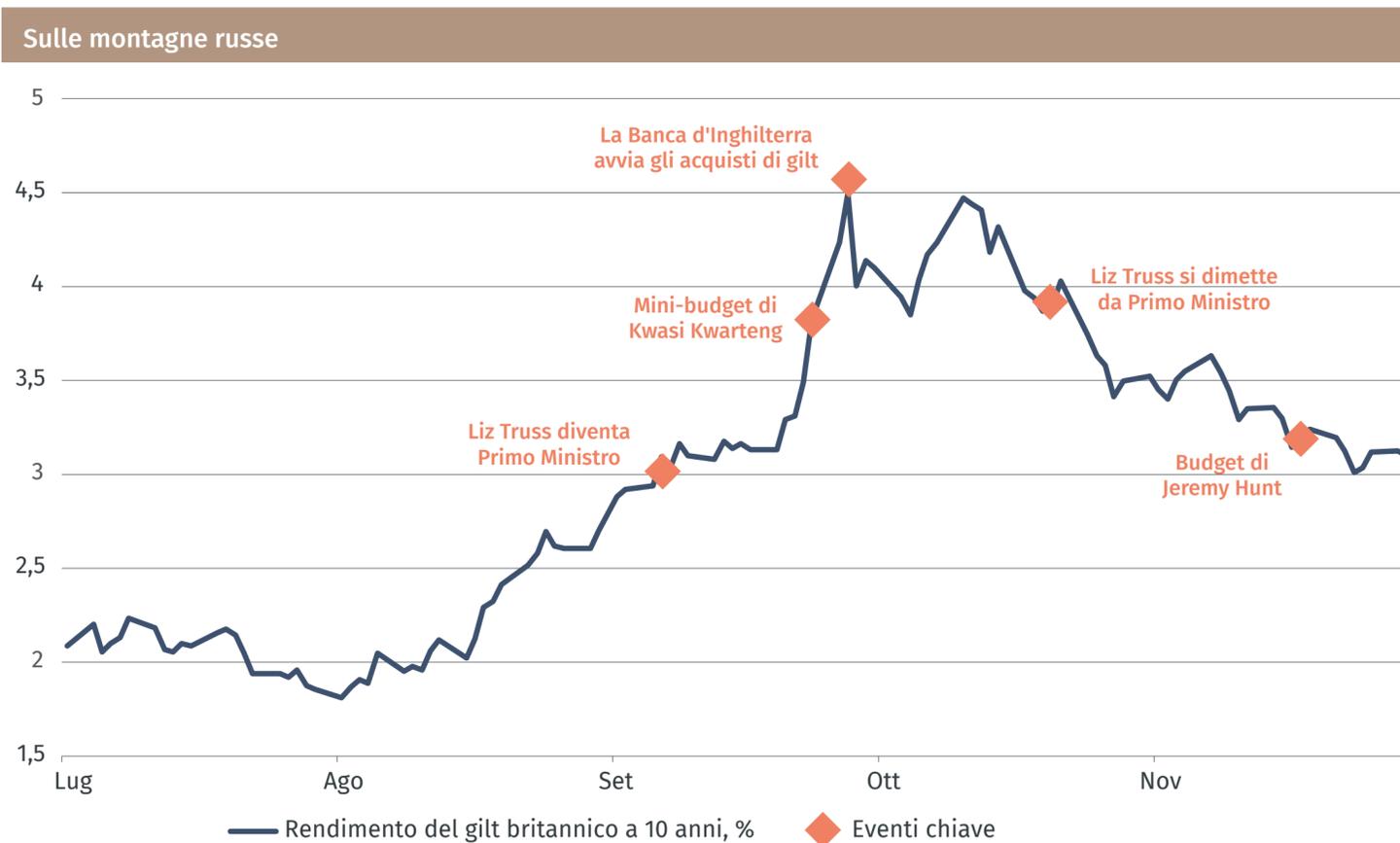
Un problema più ampio è la possibilità che i tassi d'interesse reali e nominali raggiungano un livello più elevato e duraturo in tutti i mercati. Sicuramente, i tassi reali negativi sui titoli di Stato a lungo termine (si veda a pagina 5) erano anomali. Il nuovo tasso di equilibrio dovrebbe essere positivo (ci attendiamo circa l'1%). Inoltre, l'incertezza relativa all'inflazione suggerisce un premio più elevato anche per le obbligazioni nominali. La lunga corsa al rialzo delle obbligazioni potrebbe finalmente essere finita.

Un problema più ampio è la possibilità che i tassi d'interesse reali e nominali raggiungano un



I sorveglianti dei mercati obbligazionari stanno in guardia

I sorveglianti dei mercati obbligazionari hanno posto rapidamente fine al tentativo di liberalità fiscale del Regno Unito nel 2022. Rimarranno "di pattuglia" nel 2023.



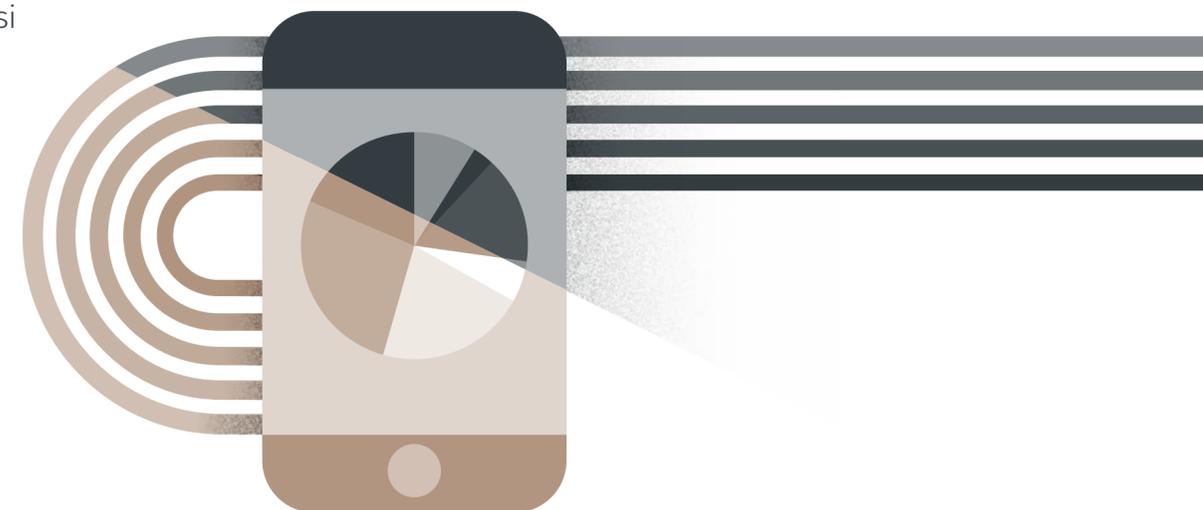
Fonte: Refinitiv e Financial Times. 1 dicembre 2022.

Obbligazioni investment grade

Le obbligazioni investment grade appaiono interessanti in un mondo ancora incerto.

A nostro avviso, le obbligazioni societarie investment grade, in particolare negli Stati Uniti e nel Regno Unito, offrono un profilo di rendimento/rischio migliore rispetto ai titoli di Stato o al debito high yield per il 2023. Raramente le obbligazioni investment grade occupano le posizioni estreme nella classifica dei rendimenti dei vari settori del mercato obbligazionario (si veda la tabella seguente). Prevediamo che la stabilità fornirà una preziosa zavorra ai portafogli nel 2023. Le obbligazioni high yield potrebbero essere vulnerabili in

caso di deterioramento del ciclo dei default. Anche alcune aree del mercato globale dei titoli di Stato sono vulnerabili nel contesto dei fattori discussi nel Tema 7.



Rendimenti obbligazionari per settore e per anno

10,2%	59,4%	15,0%	13,6%	19,6%	22,4%	8,2%	1,5%	14,3%	17,3%	1,0%	22,8%	54,5%	6,0%	-9,4%
8,3%	50,9%	14,8%	8,1%	17,9%	7,3%	7,5%	1,3%	10,7%	14,3%	-0,4%	14,5%	11,0%	3,1%	-9,9%
4,8%	34,2%	12,8%	7,0%	15,3%	-1,4%	6,1%	-0,3%	9,9%	10,4%	-1,2%	13,1%	9,9%	1,0%	-10,3%
-2,4%	18,7%	12,5%	6,3%	15,1%	-1,5%	4,8%	-0,7%	6,1%	8,2%	-1,3%	12,6%	9,5%	-1,0%	-12,3%
-4,9%	17,1%	9,0%	6,2%	9,8%	-2,6%	3,6%	-1,4%	5,9%	7,4%	-1,8%	9,5%	9,2%	-1,0%	-13,6%
-14,8%	11,4%	6,3%	5,6%	7,0%	-4,1%	0,6%	-2,7%	4,7%	7,3%	-2,5%	8,4%	7,0%	-1,6%	-14,9%
-26,9%	6,9%	5,9%	3,1%	4,3%	-4,3%	0,0%	-3,2%	2,1%	6,4%	-2,5%	6,8%	6,5%	-1,7%	-14,7%
-37,0%	5,9%	5,5%	0,3%	2,6%	-4,3%	-0,8%	-3,3%	1,7%	3,0%	-3,4%	6,4%	5,3%	-4,7%	-16,2%
n/a	2,6%	5,4%	-6,5%	1,8%	-8,6%	-1,9%	-10,4%	1,7%	2,5%	-4,1%	5,6%	3,9%	-6,6%	-18,5%
2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022

■ Convertibili USA
 ■ TIPS USA
 ■ Totale globale
 ■ Titoli di Stato globali
 ■ Mercati emergenti in valuta forte
■ Mercati emergenti in valuta locale
 ■ Mutui ipotecari USA
 ■ High yield globali
 ■ Titoli societari IG USA

Fonte: Bloomberg. Dati 2022 da inizio anno. 8 dicembre 2022.



Titoli small cap: sottoperformance negli ultimi 5-10 anni

Titoli large cap e small cap a livello mondiale, rendimenti totali



Fonte: Refinitiv. 1 dicembre 2022.

Tema

9

Small cap globali

Vediamo buone opportunità nel settore delle small cap globali.

Il primo dei due temi principali del mercato azionario è privilegiare le azioni a piccola capitalizzazione. Le società a piccola capitalizzazione sono in genere più rapide nell'adattarsi ai cambiamenti economici rispetto alle società più grandi, sono valutate in modo interessante rispetto alle large cap e tendono a sovraperformare i titoli delle large cap nel lungo periodo. Tuttavia, così non è stato negli ultimi 5-10

anni (si veda il grafico).

Un parallelo interessante è quello con gli anni '70 del Novecento, un periodo caratterizzato da due shock petroliferi e dall'aumento dell'inflazione e dei tassi d'interesse. A quell'epoca, le azioni statunitensi a grande capitalizzazione si sono mosse di fatto di lato, mentre le azioni a piccola capitalizzazione hanno ottenuto buoni risultati. La

recente tendenza globale degli stili d'investimento passivi tende a favorire i titoli a grande capitalizzazione. Il ritorno a strategie d'investimento più attive e il riconoscimento del valore del settore delle small cap a seguito della recente sottoperformance dovrebbero garantire una migliore performance delle small cap nel 2023.

Tema

10

Settore dei beni di consumo voluttuari

La nostra visione settoriale "contrarian" privilegia i titoli dei beni di consumo voluttuari.

Il nostro invito finale al mercato azionario è di tipo "contrarian": favorire il settore dei beni di consumo voluttuari. Prevediamo un'attenuazione delle pressioni sulla spesa al consumo nel 2023. L'inflazione inizierà a diminuire e, con essa, la pressione sui costi di finanziamento. I consumatori saranno disposti a spendere i risparmi accumulati durante la pandemia. Sebbene alcuni abbiano espresso preoccupazione per l'aumento del debito delle carte di credito, i tassi di morosità sono ancora bassi, meno di un

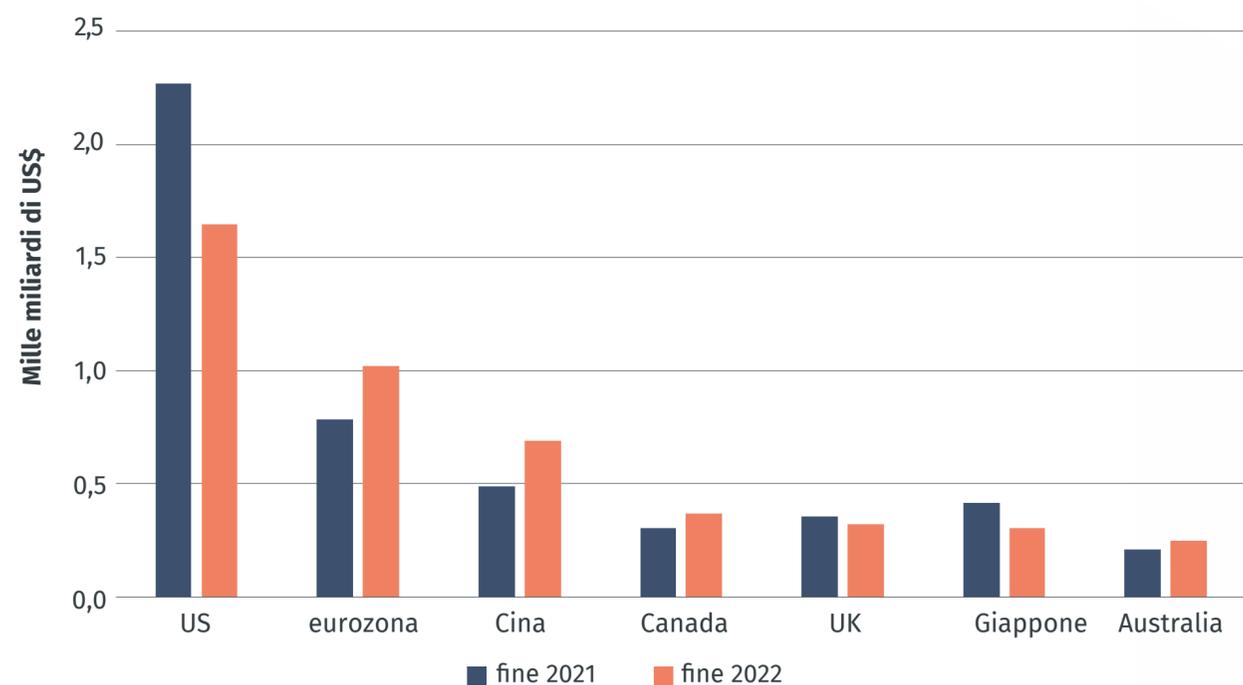
terzo di quelli registrati durante la crisi finanziaria globale, e un eventuale aumento sarà limitato dagli standard di prestito generalmente più severi applicati da allora dalle banche. Si prevede che la crescita dei salari rimarrà stabile, soprattutto nei settori in cui c'è una forte carenza di lavoratori, come ad esempio l'industria dell'ospitalità. Nel breve termine, i costi elevati dei mutui tenderanno a inibire i traslochi, il che significa che è probabile una maggiore spesa per le migliorie e le ristrutturazioni di casa. A più

lungo termine, poiché l'economia statunitense, in particolare, è ancora a corto di alloggi, la costruzione di nuove abitazioni si riprenderà dopo la recente battuta d'arresto.

Tale trend non è limitato agli Stati Uniti, quindi preferiremmo che il tema fosse espresso su base globale, ma con una ponderazione equa, piuttosto che con una ponderazione per capitalizzazione di mercato, in modo da ridurre l'enfasi sui titoli a grande capitalizzazione.

Soldi da bruciare

Risparmi globali in eccesso



Esclusioni di responsabilità importanti



Il valore degli investimenti e il reddito che ne deriva può aumentare o diminuire e le performance precedenti non costituiscono un indicatore delle future performance. I prodotti di investimento possono essere soggetti ai rischi da investimento, che comprendono, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, la possibile perdita, totale o parziale, del capitale investito.

Il presente documento non costituisce e non deve essere interpretato come una proposta, un annuncio pubblicitario, un'offerta pubblica o una collocazione o consiglio di acquisto, vendita, mantenimento o richiesta per qualsiasi investimento, operazione su titoli, altri strumenti finanziari o altri prodotti o servizi. Il presente documento non intende essere la descrizione definitiva dei termini e condizioni di qualsiasi investimento, operazione su titoli, altri strumenti finanziari o altri prodotti o servizi. Il presente documento è fornito solo a scopo informativo e non deve essere inteso come un consiglio di investimento o qualsiasi altra raccomandazione specifica rispetto a particolari azioni o inazioni. Le informazioni contenute nel presente documento non tengono conto degli obiettivi di investimento specifici, della situazione finanziaria o delle specifiche esigenze del destinatario. Prima di realizzare qualsiasi investimento o in caso di dubbi relativi alle informazioni fornite nel presente documento, l'utente è tenuto a richiedere personalmente una consulenza professionale idonea alle proprie condizioni specifiche.

Anche se le informazioni contenute nel presente documento sono state ottenute da fonti ritenute affidabili, nessun membro del Gruppo EFG dichiara o garantisce la correttezza di tali informazioni, che possono essere incomplete o sintetiche. Qualsiasi parere espresso nel presente documento è soggetto a modifiche senza preavviso. Il presente documento può contenere pareri personali che non riflettono necessariamente la posizione di tutti i membri del Gruppo EFG. Nella misura massima consentita dalla legge, nessun membro del Gruppo EFG può essere ritenuto responsabile per le conseguenze di eventuali errori od omissioni ivi contenuti, e ciascun membro del Gruppo EFG rifiuta espressamente qualsiasi responsabilità, tra cui (a titolo esemplificativo ma non esaustivo) la responsabilità per danni incidentali o conseguenti, derivanti da tali errori od omissioni o da eventuali azioni o inazioni commessi dal destinatario in funzione del presente documento.

La fruibilità del presente documento in qualsiasi giurisdizione o Paese può essere contraria alle leggi o ai regolamenti locali e le persone che entrano in possesso del presente documento devono informarsi personalmente e osservare eventuali limitazioni. Il presente documento non può essere riprodotto, divulgato o distribuito (tutto o in parte) ad altre persone senza il consenso scritto preventivo di un membro autorizzato del Gruppo EFG.

Il presente documento è stato realizzato da EFG Asset Management (UK) Limited per l'uso da parte del Gruppo EFG e delle consociate e affiliate del Gruppo EFG in tutto il mondo. EFG Asset Management (UK) Limited è autorizzata e regolamentata dalla UK Financial Conduct Authority, registrazione n. 7389746. Sede legale: EFG Asset Management (UK) Limited, 116 Park Street, Londra W1K 6AP, Regno Unito, telefono +44 (0)20 7491 9111.

Se hai ricevuto questo documento da una delle consociate o filiali indicate qui sotto, tieni presente quanto segue:

Informazioni per gli investitori in Australia:

Il presente documento è stato realizzato e pubblicato da EFG Asset Management (UK) Limited, una società a responsabilità limitata con numero di registrazione 7389746 e sede legale all'indirizzo 116 Park Street, Londra W1K 6AP (telefono +44 (0)20 7491 9111). EFG Asset Management (UK) Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority, registrazione n. 536771. EFG Asset Management (UK) Limited è esente dall'obbligo di possedere una licenza australiana per i servizi finanziari che fornisce ai clienti wholesale in Australia ed è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito (numero di registrazione presso la FCA 536771) ai sensi delle leggi del Regno Unito che differiscono da quelle australiane. Il presente documento è riservato ed è destinato al solo utilizzo da parte della persona a cui viene consegnato o inviato e non può essere riprodotto, tutto o in parte, a beneficio di persone diverse.

ASIC Class Order CO 03/1099

EFG Asset Management (UK) Limited gode dell'esenzione dell'Australian Securities & Investments Commission (ASIC) Class Order CO 03/1099 (Class Order) (come specificato per esteso nell'ASIC Corporations Repeal and Transitional Instrument 2016/396) per le imprese regolamentate dalla Financial Conduct Authority (FCA) del Regno Unito, ed è quindi sollevata dall'obbligo di detenere una licenza australiana per servizi finanziari (AFSL) ai sensi della Corporations Act 2001 (Cth) (Corporations Act) in relazione ai servizi finanziari che fornisce.

Requisiti normativi del Regno Unito

I servizi finanziari che forniamo sono disciplinati dalla FCA secondo le leggi e i requisiti normativi del Regno Unito, che differiscono da quelli dell'Australia. Di conseguenza, qualsiasi offerta o altra documentazione da noi fornita contestualmente all'erogazione di servizi finanziari sarà preparata in conformità con tali leggi e requisiti normativi. I requisiti normativi del Regno Unito si riferiscono alla legislazione, alle norme emanate ai sensi della legislazione e a qualsivoglia altra politica o documento pertinente emessi dalla FCA.

Status di cliente wholesale

Per poter ricevere i nostri servizi finanziari nel rispetto del Class Order, l'utente dev'essere considerato un "cliente wholesale" secondo la definizione della sezione 761G della Corporations Act. Di conseguenza, accettando la documentazione da noi prodotta prima o nel corso della fornitura di servizi finanziari, l'utente:

- ci garantisce di essere un "cliente wholesale";
- accetta di fornire le informazioni o le prove da noi eventualmente richieste a dimostrazione del proprio status di cliente wholesale;
- accetta che possiamo interrompere l'erogazione dei servizi finanziari qualora non dovesse più essere un cliente wholesale o non abbia fornito informazioni o prove soddisfacenti a dimostrazione del proprio status di cliente wholesale; e
- accetta di informarci per iscritto entro 5 giorni lavorativi laddove cessi di essere un "cliente wholesale" ai fini dei servizi finanziari da noi forniti.

Bahamas: EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. è autorizzata dalla Securities Commission of The Bahamas conformemente alla Securities Industry Act, 2011 e al Securities Industry Regulations, 2012 ed ha il permesso di svolgere operazioni su titoli dirette o provenienti dalle Bahamas compreso il commercio di titoli, la stipula di accordi su titoli, la gestione di titoli e la consulenza su titoli. EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. è autorizzata inoltre dalla Central Bank of the Bahamas conformemente alla Banks and Trust Companies Regulation Act, 2000 come istituto bancario e di trust.

Bahrain: EFG AG Bahrain Branch è regolamentata dalla Central Bank of Bahrain con sede legale in Bahrain Financial Harbour, West Tower – 14° piano, Regno del Bahrain.

Bermuda: EFG Wealth Management (Bermuda) Ltd. è una società esente costituita in Bermuda con responsabilità limitata. Sede legale: Thistle House, 2nd Floor, 4 Burnaby Street, Hamilton HM 11, Bermuda

Esclusioni di responsabilità importanti



Isole Cayman: EFG Bank è autorizzata dalla Cayman Islands Monetary Authority a svolgere attività bancarie conformemente alla Banks and Trust Companies Law delle Isole Cayman. EFG Wealth Management (Cayman) Ltd. è autorizzata dalla Cayman Islands Monetary Authority a svolgere attività di trust conformemente alla Banks and Trust Companies Law delle Isole Cayman, e a svolgere attività di investimento in titoli conformemente alla Securities Investment Business Law delle Isole Cayman.

Cile: EFG Corredores de Bolsa SpA è autorizzata dalla Comisión para el Mercado Financiero (“Ex SVS”) come agente di cambio che può svolgere operazioni di brokeraggio su titoli in Cile e attività secondarie disciplinate tra cui la gestione del portafoglio di titoli discrezionali, la stipula di accordi relativi a titoli e la consulenza per investimenti. Registrazione n. 215. Sede legale: Avenida Isidora Goyenechea 2800 Of. 2901, Las Condes, Santiago.

Cipro: EFG Cyprus Limited è una società di investimento con sede a Cipro, iscritta al registro delle società con n. HE408062, con sede legale in Kennedy 23, Globe House, 6° piano, 1075, Nicosia, Cipro. EFG Cyprus Limited è autorizzata e regolamentata dalla Cyprus Securities and Exchange Commission (CySEC)
Dubai: EFG (Middle East) Limited è regolamentata dalla Dubai Financial Services Authority con sede legale in Gate Precinct Building 05, Level 07, PO Box 507245, Dubai, Emirati Arabi Uniti.

Guernsey: EFG Private Bank (Channel Islands) Limited è autorizzata dalla Guernsey Financial Services Commission.

Hong Kong: EFG Bank AG è autorizzata come istituto bancario dalla Hong Kong Monetary Authority conformemente alla Banking Ordinance (Cap. 155, Laws of Hong Kong) e può svolgere attività regolamentate di Tipo 1 (commercio di titoli), Tipo 4 (consulenza su titoli) e Tipo 9 (gestione patrimoniale) in Hong Kong.

Jersey: EFG Wealth Solutions (Jersey) Limited è regolamentata dalla Jersey Financial Services Commission per lo svolgimento di attività di investimento ai sensi della Financial Services (Jersey) Law 1998.

Liechtenstein: EFG Bank von Ernst AG è regolamentata dalla Financial Market Authority Liechtenstein, Landstrasse 109, P.O. Box 279, 9490 Vaduz, Liechtenstein.

Lussemburgo: EFG Bank (Luxembourg) S.A. è presente nell'elenco ufficiale delle banche costituite in Lussemburgo conformemente alla legge del Lussemburgo del 5 aprile 1993 sul settore finanziario (e successive modifiche e integrazioni) (la “Legge del 1993”), emanata dall'autorità di sorveglianza del Lussemburgo (Commission de Surveillance du Secteur Financier), come società per azioni di diritto pubblico ai sensi della legge del Lussemburgo (société anonyme) autorizzata a svolgere la propria attività conformemente all'articolo 2 della Legge del 1993. I residenti del Lussemburgo devono contattare esclusivamente EFG Bank (Luxembourg) S.A., 56 Grand Rue, Lussemburgo 2013, Granducato del Lussemburgo, telefono +352 264541, per qualsiasi informazione riguardante i servizi di EFG Bank (Luxembourg) S.A.

Monaco: EFG Bank (Monaco) SAM è una società per azioni di diritto pubblico monegasca registrata con il n. 90 S 02647 (Registre du Commerce et de l'Industrie de la Principauté de Monaco). EFG Bank (Monaco) SAM è un istituto bancario che svolge attività finanziarie autorizzato e regolamentato dalla French Prudential Supervision and Resolution Authority e dalla Monegasque Commission for the Control of Financial Activities. Sede legale: EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d'Ostende – BP 37 – 98001 Monaco (Principato di Monaco), telefono: +377 93 15 11 11. Il destinatario del presente documento conosce perfettamente l'inglese e rinuncia alla possibilità di ottenere la versione francese della pubblicazione.

Repubblica Popolare Cinese (“PRC”): L'ufficio di rappresentanza a Shanghai di EFG Bank AG è approvato dalla China Banking Regulatory Commission ed è registrato presso la Shanghai Administration for Industry and Commerce conformemente alle normative della Repubblica Popolare Cinese per la gestione delle banche a investimenti esteri e le regole di implementazione collegate. Registrazione n. 310000500424509. Sede legale: Room 65T10, 65 F, Shanghai World Financial Center, No. 100, Century

Avenue, Pudong New Area, Shanghai. L'ambito di attività di EFG Bank AG Shanghai Representative Office è limitato esclusivamente alla realizzazione di attività no-profit che comprendono le relazioni, le ricerche di mercato e la consulenza.

Portogallo: EFG Bank (Luxembourg) S.A. - Sucursal em Portugal, Lisbona, compresa la sua agenzia di Porto, è autorizzata e controllata dalla Banca del Portogallo e dalla Comissão do Mercado de Valores Mobiliários per la fornitura di servizi d'investimento (Consulenza per gli investimenti e Ricezione e trasmissione degli ordini), registrata con il numero 980649439. EFG Bank (Luxembourg) S.A. - Sucursal em Portugal è una filiale non-booking di EFG Bank (Luxembourg) S.A., una banca lussemburghese soggetta alla vigilanza della Commission de Surveillance du Secteur Financier, l'autorità di regolamentazione lussemburghese per il settore finanziario. Sede legale: Avenida da Liberdade N° 131 - 6° Dto. - 1250 - 140 Lisboa. Agenzia di Porto: Avenida da Boavista, 1837 – Escritório 6,2, 4100-133 Porto.

Singapore: La filiale di Singapore di EFG Bank AG (UEN No. T03FC6371J) è autorizzata dalla Monetary Authority of Singapore come banca di attività “all'ingrosso” per lo svolgimento di attività bancarie ed è un istituto di consulenza finanziaria esente come definito nella Financial Advisers Act e un licenziatario per i servizi relativi ai mercati finanziari come definito nella Securities and Futures Act.

Svizzera: EFG Bank AG, Zurich, comprese le filiali di Ginevra e Lugano, è autorizzata e regolamentata dalla Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA). Sede legale: EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurigo, Svizzera. Filiali svizzere: EFG Bank SA, 24 quai du Seujet, 1211 Ginevra 2 e EFG Bank SA, Via Magatti 2 6900 Lugano.

Regno Unito: EFG Private Bank Limited è autorizzata dalla Prudential Regulation Authority e regolamentata dalla Financial Conduct Authority e dalla Prudential Regulation Authority, con registrazione n. 144036. EFG Private Bank Limited è un membro della London Stock Exchange. Iscrizione al registro delle società n. 2321802. Sede legale: EFG Private Bank Limited, 116 Park Street, Londra W1K 6AP, Regno Unito, telefono +44 (0)20 7491 9111. In relazione a EFG Asset Management (UK) Limited si prega di notare l'informativa sullo status riportata qui sopra.

Stati Uniti: EFG Capital International Corp. (“EFG Capital”) è una società di intermediazione statunitense autorizzata dalla Securities and Exchange Commission (“SEC”) e associata alla Financial Industry Regulatory Authority (“FINRA”) e alla Securities Investor Protection Corporation (“SIPC”). SEC, FINRA o SIPC non hanno approvato il presente documento o i servizi e prodotti forniti da EFG Capital o dalla relativa affiliata con sede negli Stati Uniti, EFG Asset Management (Americas) Corp (“EFGAM Americas”), società di consulenza d'investimento registrata presso la SEC. I prodotti relativi ai titoli e i servizi di brokeraggio sono forniti da EFG Capital, mentre i servizi di consulenza d'investimento sono forniti da EFGAM Americas. EFG Capital e EFGAM Americas sono società affiliate riconducibili entrambe alla proprietà di EFGI e possono usufruire reciprocamente del personale associato. I prodotti e servizi qui descritti non sono stati autorizzati da alcuna autorità di regolamentazione o di vigilanza e non sono inoltre soggetti alla supervisione di alcuna autorità di vigilanza al di fuori degli Stati Uniti. Inoltre, EFGAM Americas non è regolamentata da alcuna autorità di regolamentazione dei titoli al di fuori degli Stati Uniti. La registrazione presso la SEC o una qualsiasi autorità statale per i titoli non implica alcun livello di competenza o formazione. EFGAM Americas può svolgere attività commerciali o fornire consulenza personalizzata in materia di investimenti solo negli Stati e nelle giurisdizioni internazionali in cui è registrata, ha depositato una notifica o è altrimenti esclusa o esentata dai requisiti di registrazione. Chi investe deve considerare attentamente i propri obiettivi d'investimento, i rischi, gli oneri e le spese prima di investire. Per ulteriori informazioni e per i rischi, si rimanda alla parte 2 e/o al modulo CRS di EFGAM Americas. Si noti che il contenuto qui riportato è stato prodotto e creato da EFG Bank AG. Questo materiale non deve essere interpretato come creato o comunque avente origine da EFG Capital o EFGAM Americas. Né EFGAM Americas né EFG Capital si presentano come la società di gestione o di consulenza d'investimento di questo Fondo/prodotto o strategia. Sede legale di EFG Capital: 701 Brickell Avenue, Ninth Floor & Suite 1350 – Miami, FL 33131, Stati Uniti. Sede legale di EFGAM Americas: 701 Brickell Avenue, Suite 1350 – Miami, FL 33131, Stati Uniti.