

# Asset Allocation Strategica



---

moneyfarm

2024

# Informazioni aggiuntive

Il presente documento è consegnato al destinatario nella sua qualità di cliente o utente registrato di MFM Investment Ltd - Italian Branch (Moneyfarm), unicamente a scopo informativo e di marketing da parte di Moneyfarm.

Le informazioni contenute nella presente pubblicazione non costituiscono e non possono essere interpretate come un invito, un'offerta o una raccomandazione ad acquistare o collocare investimenti di alcun genere o ad effettuare una qualsiasi altra transazione. Le informazioni contenute nella presente comunicazione non rappresentano sufficienti informazioni per poter decidere di acquistare o sottoscrivere gli strumenti descritti. A tale scopo potrebbe essere necessario richiedere l'assistenza di un consulente finanziario. I rendimenti passati non costituiscono un indicatore affidabile dei rendimenti futuri. La performance indicata è al lordo dei costi di gestione e di acquisizione degli strumenti. Commissioni e costi incidono negativamente sulla performance. Anche se Moneyfarm intraprende ogni ragionevole sforzo per ottenere informazioni da fonti che ritiene essere affidabili, Moneyfarm non assicura in alcun modo che le informazioni contenute nel presente documento siano esatte, affidabili o complete.

A tale scopo, le opinioni espresse nel presente documento sono proprie dell'autore e non costituiscono necessariamente l'opinione di Moneyfarm. Le informazioni non seguono i requisiti volti a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e non sono sottoposte ad alcun divieto in ordine alla effettuazione di negoziazioni prima della loro diffusione. Moneyfarm vieta espressamente la redistribuzione totale o parziale del presente documento senza la propria autorizzazione scritta e non si assume alcuna responsabilità per azioni di terzi al riguardo. MFM Investment Ltd è una società di investimento di diritto inglese autorizzata e regolata dalla Financial Conduct Authority, No 629539 con sede legale in 90-92 Pentonville Road, N1 9HS, Londra, Regno Unito, e autorizzata ad operare in Italia attraverso la propria succursale italiana, MFM Investment Ltd - Italian Branch iscritta al n. 3 dell'Albo CONSOB delle succursali extra-UE, con sede legale in via Antonio da Recanate, 1 20124 Milano.



DISPONIBILE SU  
**Google Play**



Scarica su  
**App Store**

✉ [info@moneyfarm.com](mailto:info@moneyfarm.com)

☎ [+39 02 450 76621](tel:+390245076621)

🌐 [moneyfarm.com](http://moneyfarm.com)

**Investire,  
insieme.**

# INDEX

<b>Ritorno alla nuova normalità</b>	<b>6</b>
Introduzione di Richard Flax (CIO)	7
Che cos'è l'asset allocation strategica	9
Analisi di mercato: Ritorno alla normalità o nuova normalità?	11
Sarà finalmente l'anno dei bond?	20
La nuova normalità per gli investimenti responsabili	23
La bussola dell'investitore	27
<b>Asset allocation strategica</b>	<b>32</b>
Analisi dei rendimenti attesi	33
L'ambiente macroeconomico	35
Analisi dei rendimenti attesi per asset class	40
Portafogli strategici 2024	45



# Ritorno alla **nuova** normalità

---

Dopo due anni condizionati dall'onda lunga del Covid lo stato d'eccezione economica volge al termine. Nonostante un anno molto positivo per gli investimenti i rendimenti attesi restano più alti rispetto alla media storica.

# Gentile investitore,

siamo lieti di presentarti l'asset allocation strategica Moneyfarm per il 2024. Chi investe con noi da tempo sa che il processo di asset allocation strategica (AAS) si svolge ogni anno a dicembre. Durante l'AAS il Comitato Investimenti si concentra sulle prospettive di lungo termine per una vasta gamma di asset class. L'obiettivo è distogliere l'attenzione dalle vicissitudini quotidiane dell'economia globale e dei mercati finanziari e riflettere su dove potremmo trovarci tra dieci anni. Soprattutto in periodi di mercato più movimentati, è un importante spazio per sviluppare alcuni dei principi fondamentali di Moneyfarm: concentrarsi sul lungo termine, mantenere bassi i costi e il numero di compravendite e non farsi troppo distrarre dalle notizie quotidiane.

Nel processo di AAS, ci concentriamo sui principali driver macroeconomici per i rendimenti attesi a lungo termine, in particolare la crescita economica, l'inflazione e le valutazioni iniziali. È

un processo abbastanza meccanico, quindi c'è relativamente poco spazio per il giudizio umano.

Come vedrete più avanti nel documento, quest'anno l'AAS indica una prospettiva ottimista per i rendimenti finanziari in generale, con i rendimenti attesi superiori alla media degli ultimi 15 anni per quasi tutte le asset class. Questo risultato è in linea a quanto abbiamo visto alla fine del 2022, sebbene i rendimenti azionari a lungo termine sono leggermente inferiori a seguito di un 2023 più forte del previsto.

Cosa dovrà avverarsi affinché queste previsioni si rivelino corrette e gli investitori possano godere di questi rendimenti attesi positivi? Ci sono alcuni punti da considerare. In primo luogo, uno dei postulati dell'AAS è la stabilità macroeconomica. Nello specifico ci aspettiamo che l'inflazione diminuisca e la crescita economica, seppur contenuta, riprenda. Sotto questo aspetto, dopo anni in cui i principali



indicatori economici hanno marciato in territori inesplorati, vediamo l'ambiente macroeconomico tornare in un'area più familiare. La direzione è dunque incoraggiante, anche se all'orizzonte restano molti scenari che meritano la nostra attenzione.

In secondo luogo, le valutazioni si devono normalizzare verso la loro media decennale, un assunto particolarmente rilevante per i mercati sviluppati al di fuori degli Stati Uniti.

In terzo luogo, assumiamo che i profitti delle aziende quotate mantengano la stessa proporzione rispetto alla dimensione dell'economia. In questo modo possiamo utilizzare le previsioni di crescita economica per stimare la crescita dei profitti. Non pensiamo che queste ipotesi siano particolarmente eroiche, queste ipotesi non sono particolarmente eroiche ma vale sempre la pena sottolinearle.

Cosa dice tutto questo sul 2024? Non molto, almeno in teoria. I rendimenti attesi a lungo termine non sono una buona spia per capire cosa aspettarsi in un singolo anno, anche se alla fine si rivelano accurati. Il 2024 probabilmente avrà la sua giusta quota di sfide, dal punto di vista economico e geopolitico. Ma l'AAS suggerisce che, almeno per quanto riguarda i rendimenti a lungo termine, alcuni rischi sono già scontati nel prezzo degli asset.

Speriamo che apprezziate il documento.

Cordialmente,  
**Richard Flax**  
Chief Investment Officer

# Che cos'è l'asset allocation strategica

L'asset allocation strategica (AAS) riveste un ruolo fondamentale nel processo d'investimento di Moneyfarm.

Ogni anno l'asset allocation team (AAT) produce valutazioni di lungo periodo (10 anni) su tutte le principali asset class che compongono il portafoglio Moneyfarm. Queste valutazioni servono a trovare la giusta combinazione di asset per creare portafogli che soddisfino tutte le necessità di rischio e di rendimento dei clienti. Si tratta di uno sforzo complesso e cruciale, frutto di un lavoro di studio e monitoraggio dei mercati che viene condotto durante tutto l'anno.

## Cosa sono i portafogli strategici?

Obiettivo finale dell'asset allocation strategica è l'individuazione delle 7 allocazioni strategiche che sono alla base di tutti i portafogli che proponiamo agli investitori. Queste combinazioni di asset sono appunto il risultato finale dell'AAS e le troverai a pagina 46.

I portafogli strategici sono poi trasformati nei portafogli di investimento "tattici" che sono quelli effettivi degli investitori. Essi servono:

- A tracciare il perimetro di lungo termine entro il quale costruire i portafogli per garantire adeguati livelli di rischio e rendimento
- A indirizzare le decisioni del Comitato Investimenti riguardo i ribilanciamenti
- A fare da benchmark alla performance dei portafogli

## Come si ottengono i portafogli strategici?

Per ottenere i portafogli strategici bisogna sviluppare delle previsioni sulle asset class per quanto riguarda:

- Rendimenti attesi a 10 anni
- Volatilità attesa a 10 anni
- Correlazioni tra le asset class

I rendimenti attesi sono la previsione delle potenzialità di crescita delle varie asset class da qui a 10 anni. I rendimenti attesi sono il risultato della visione della nostra squadra su come le tendenze economiche,

demografiche e sociali andranno a impattare sulla valutazione degli asset. La volatilità attesa è una misura di rischio e viene stimata basandosi sui dati storici. Le correlazioni ci aiutano a capire come il valore di un asset si muove rispetto a quello di un altro. Una volta individuati i tre ingredienti dell'asset allocation strategica è possibile costruire portafogli che rispettino obiettivi di rischio e rendimento di lungo termine prefissati.

## Come funziona il processo di asset allocation strategica?

Si tratta di un processo quali/quantitativo. Le previsioni vengono effettuate utilizzando un processo matematico ma ci sono poi vari passaggi di controllo, validazione dei risultati e intervento da parte del Comitato Investimenti.



### Rendimenti attesi

Tramite la valutazione del contesto economico e del prezzo delle varie asset class, formuliamo una stima del rendimento potenziale dei prossimi 10 anni.



### Stima della volatilità

La strategia non può prescindere dall'analisi del rischio. La volatilità viene stimata per ogni asset class sulla base di dati storici relativi agli ultimi 20 anni.



### Correlazioni

Misurano la tendenza degli asset a muoversi in modo coordinato od opposto. Sono alla base della diversificazione: asset class che tendono a muoversi in senso opposto diminuiscono la rischiosità del portafoglio.



**Profilo rischio rendimento per ogni asset class**



**Portafogli provvisori**



### Limiti

Ogni asset class presente in portafoglio non può superare i limiti previsti dal mandato di gestione, le allocazioni vengono corrette secondo i limiti prestabiliti per garantire una corretta diversificazione.



### Ottimizzazione robusta

Effettuiamo delle simulazioni numeriche volte ad analizzare il comportamento dei portafogli in diversi scenari. Questo consente di stressare i nostri modelli e le nostre assunzioni e di ottenere dei portafogli robusti e pronti anche agli scenari avversi.



**Portafogli strategici**



### Revisione qualitativa

Il Comitato Investimenti opera un controllo sui risultati ottenuti attraverso il processo quantitativo e opera correttivi se necessario.

# Ritorno alla normalità o nuova normalità?

**L'onda lunga della pandemia si è infranta, i mercati sono tornati al punto di partenza dopo un anno molto forte e gli investitori si sono ritrovati in una nuova normalità. Intanto i rendimenti attesi restano favorevoli per chi investe con un approccio di lungo termine.**

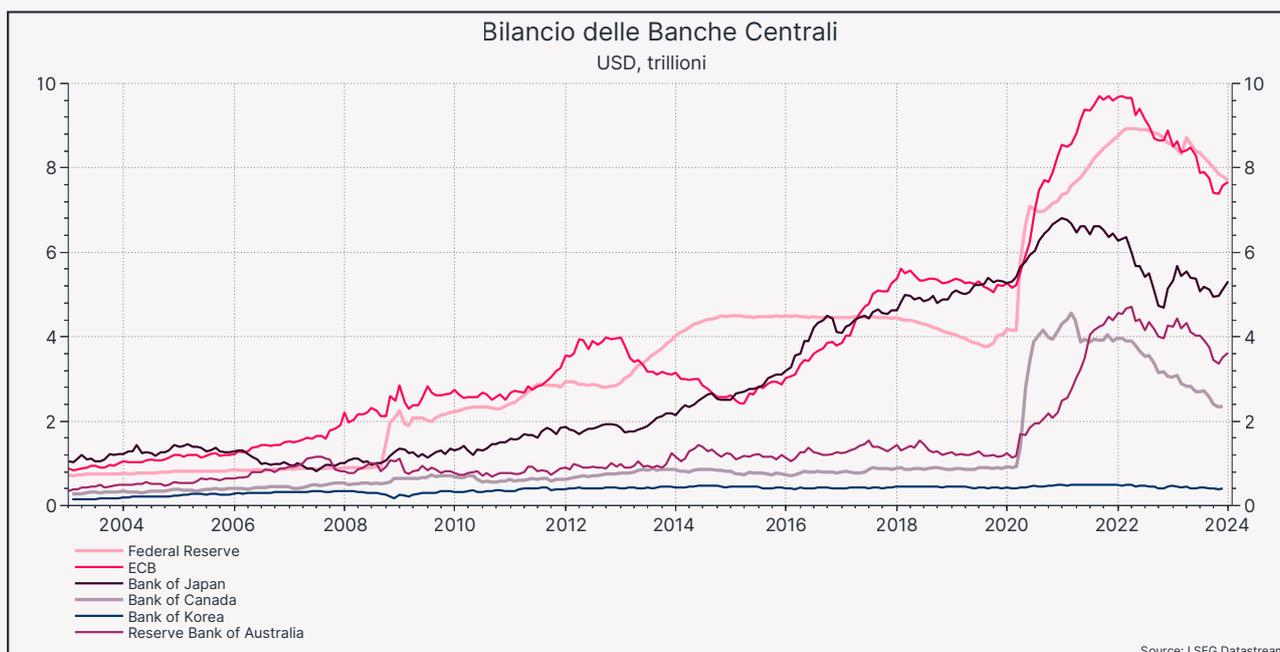
Partiamo da un fatto, gli ultimi 12 mesi sono stati un periodo positivo per i mercati. L'onda lunga della pandemia sembra infatti essersi finalmente infranta, senza causare la devastazione attesa. I mercati, che avevano ritracciato violentemente, sono tornati sui propri passi. Ancora sbalottati, possiamo ora guardare al futuro con qualche certezza in più.

Lo stato d'eccezione legato al Covid aveva portato

l'economia mondiale in una posizione inedita, un territorio inesplorato (per usare la definizione che usammo in questa stessa sede lo scorso anno). I principali indicatori economici come l'inflazione, i tassi, la crescita, l'occupazione e il debito si erano scostati dal tracciato della propria storia recente in modo significativo. A questo movimento, repentino e unisono, si sono accompagnate crisi piccole e grandi, che hanno aumentato la

complessità di lettura e i rischi, portando volatilità sul mercato. Per capire la magnitudine di quanto successo, riavvolgiamo il nastro. Per rispondere a un rallentamento del Pil di oltre il 10% a livello globale causato dalla pandemia, le banche centrali hanno iniettato ulteriore liquidità in un sistema che si era già tarato su un costo del denaro molto basso da oltre 10 anni.

## Un mare di liquidità



Il grafico mostra come i bilanci delle principali banche centrali, già a livelli record prima della pandemia, si siano espansi ulteriormente per supportare le economie affette da lockdown. In particolare il bilancio della Federal Reserve e della Banca Centrale Europea è aumentato di circa il doppio.

Questa è stata la ragione principale che ha portato l'inflazione a raggiungere i livelli più alti mai visti da oltre 40 anni. Per provare a riportare i prezzi entro limiti controllabili, le principali banche centrali hanno aumentato i tassi con una velocità senza precedenti, accettando la possibilità di eventuali danni collaterali all'economia: all'orizzonte si è stagiato il rischio della recessione, dovuto alla stretta monetaria e fiscale. Come se non bastasse, la storia non è rimasta ad aspettare, con guerre e crisi internazionali che hanno ricalcato i confini di un modo sempre più diviso.

Insomma, sulla relazione tra crescita, inflazione e politica monetaria, si è giocata una partita complessa, con dei rischi di coda non trascurabili. Tuttavia, i movimenti tettonici non hanno prodotto un terremoto, la recessione non è mai arrivata e l'inflazione non è andata fuori controllo. I mercati, spinti anche dalla sorpresa tecnologica che ha spostato la frontiera dell'innovazione e

della crescita, hanno premiato gli investitori che hanno scelto di restare investiti.

Ma se questa è la storia, quali sono le nuove prospettive di breve e lungo termine? In un contesto in cui i rischi non mancano, possiamo affermare che la grande anomalia che ha caratterizzato gli ultimi anni sia terminata. I principali indicatori economici stanno tornando entro parametri più familiari. Questo "ritorno alla normalità", non basta di per sé a garantire la performance nel breve termine, ma sicuramente mette l'investitore di fronte a un ambiente economico più stabile, con un cono di risultati possibili più ristretto e prevedibile rispetto a 12 mesi fa.

Questo ambiente ha inoltre delle condizioni inedite rispetto al mondo pre-pandemia, e crediamo che alcune di esse possano rappresentare un nuovo punto di equilibrio intorno al quale costruire la nostra strategia di investimenti di qui in avanti.

La prospettiva di una nuova espansione monetaria; tassi di interesse di equilibrio più alti; politiche monetarie più ortodosse; un nuovo ruolo nei portafogli dell'asset class obbligazionaria; la spinta dirompente dell'innovazione che potrebbe portare alla ribalta settori e aziende nuove; gli investimenti legati alla sostenibilità; un mondo che è diventato più capace di confrontarsi con i limiti della globalizzazione: queste sono le sfide e le opportunità che caratterizzeranno "la nuova normalità".

Non mancheranno di certo i rischi e sappiamo bene che l'andamento dell'economia e dei mercati, soprattutto nel breve termine, possono riservare delle sorprese. Ma la lezione che crediamo gli investitori possano trarre dall'ultimo anno è che, in un mondo che cambia in fretta, avere fiducia nei mercati resta la migliore opzione per costruire un futuro finanziario solido di lungo termine.

---

“

**Per provare a riportare i prezzi entro limiti controllabili, le principali banche centrali hanno aumentato i tassi con una velocità senza precedenti, accettando la possibilità di eventuali danni collaterali all'economia.**

”

---

# Il nuovo equilibrio: orizzonte di breve termine

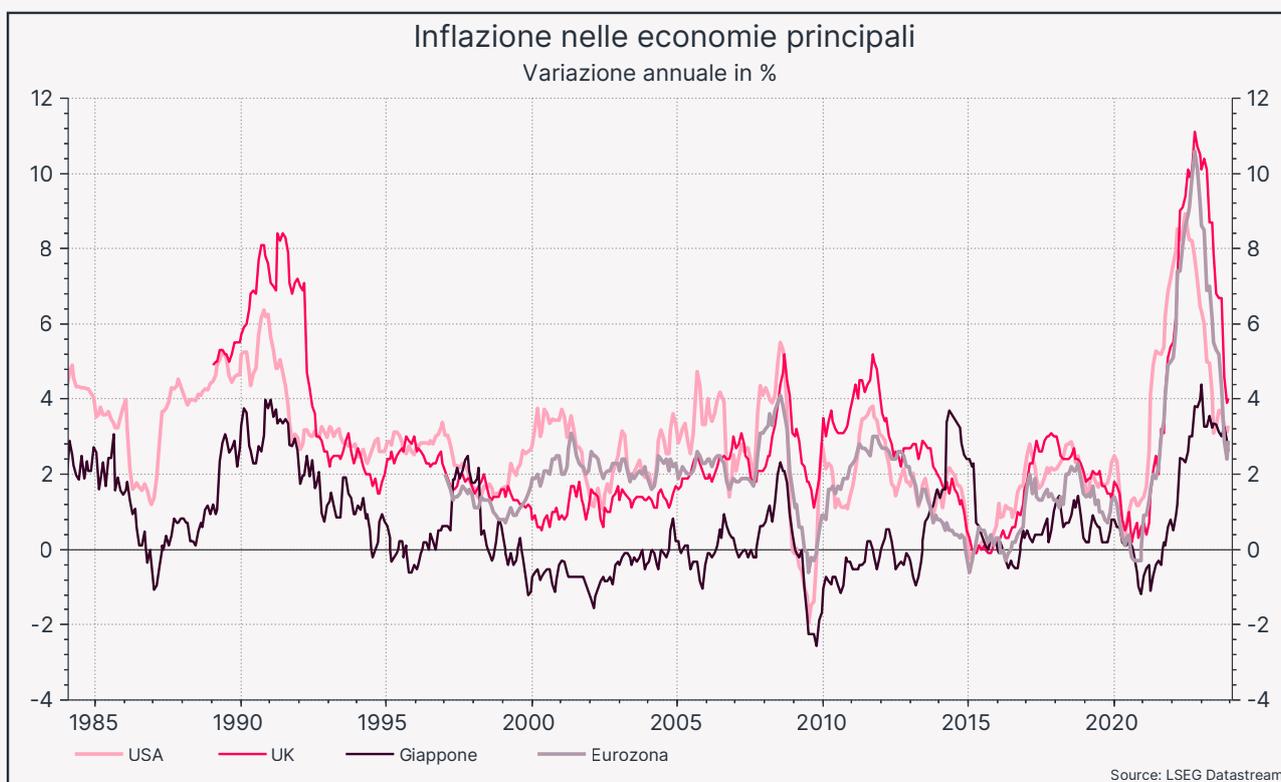
Ma quali sono le caratteristiche di questo nuovo equilibrio, e quali sono le sue conseguenze, nel breve e nel lungo termine, per gli investitori? Per capirlo è utile approfondire le principali metriche macroeconomiche che influenzano i mercati, anche cercando di adottare una prospettiva storica più lunga.

Partiamo dall'inflazione, che è stata la variabile centrale nella dinamica di mercato nel periodo

recente. Dal grafico che segue possiamo apprezzare come essa si sia impennata in maniera anomala nell'ultimo periodo rispetto alla media degli ultimi 20 anni (e anche oltre).

Come si può notare dal grafico, prima di ritracciare, l'inflazione ha raggiunto il livello più alto degli ultimi 40 anni.

## Inflazione da record

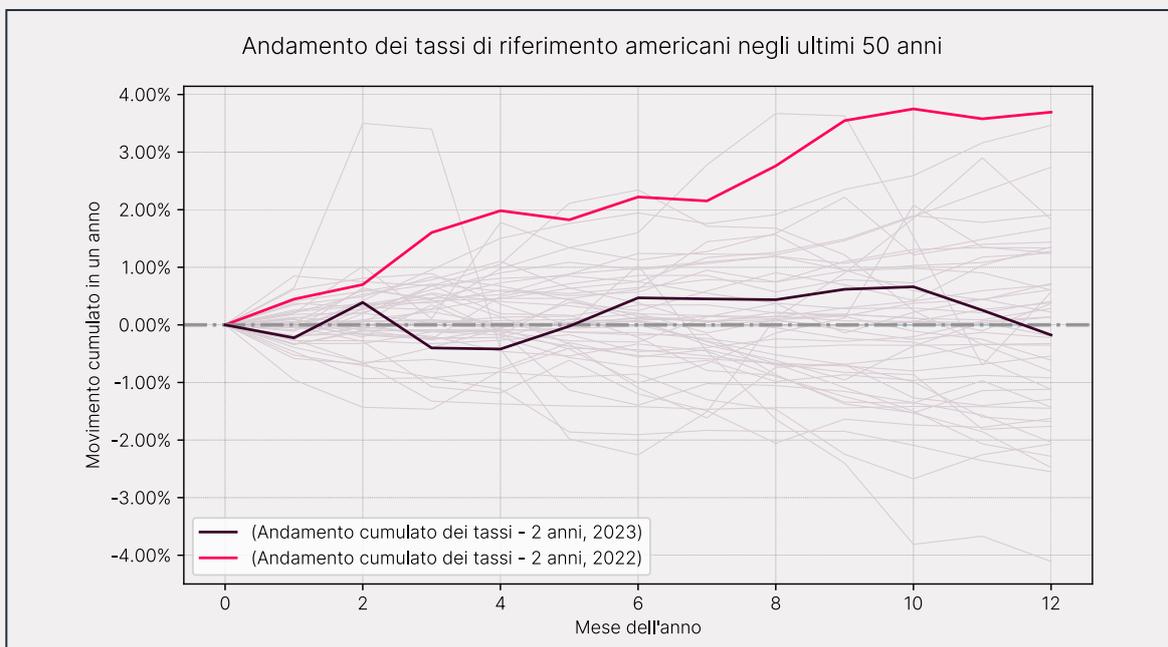
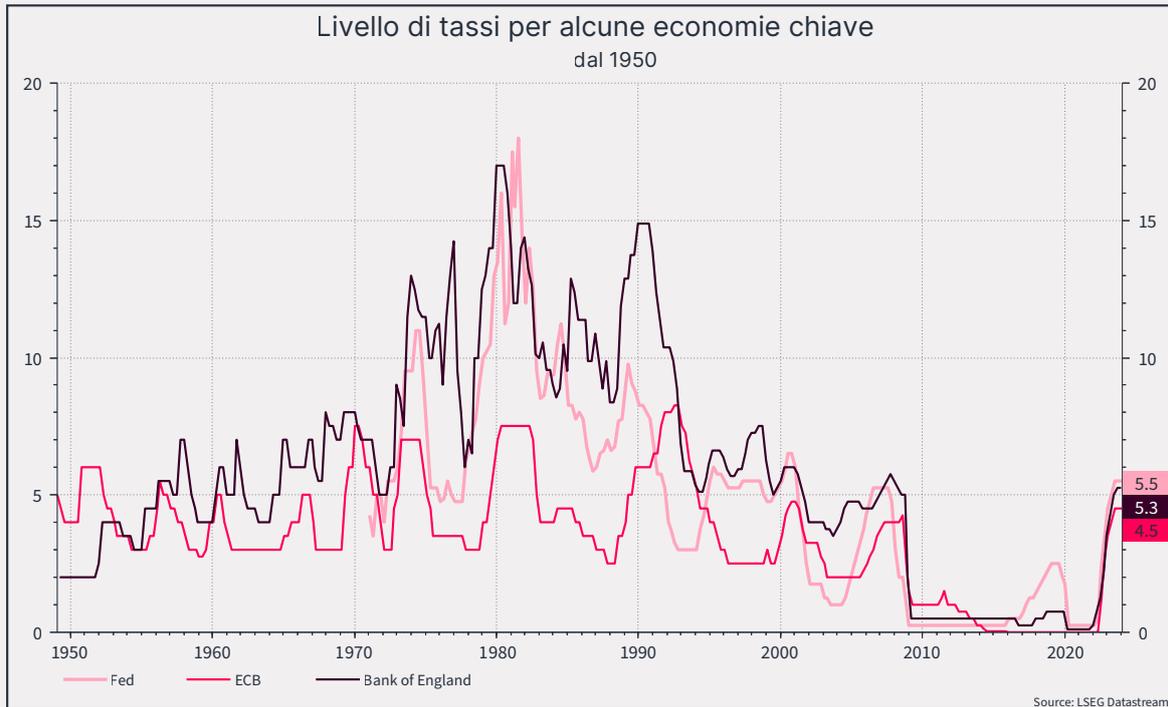


Come si può notare dal grafico, prima di ritracciare, l'inflazione ha raggiunto il livello più alto degli ultimi 40 anni.

L'impennata dell'inflazione e il suo successivo rallentamento hanno rappresentato il metronomo che ha scandito il ritmo dei mercati negli ultimi 12 mesi. Le banche centrali si sono trovate di fronte a uno scenario inedito e hanno dovuto "testare" il proprio armamentario di politiche, per verificare se esse fossero effettivamente capaci di tenere sotto controllo la dinamica dei prezzi.

I tassi di interesse, principale strumento a disposizione dei banchieri, sono stati alzati con una velocità senza precedenti, come si può apprezzare dal grafico nella pagina seguente. Non solo, la stretta monetaria è stata anche accompagnata da una retorica piuttosto dura, tesa a rimarcare la determinazione assoluta nell'attendere segnali inequivocabili di una riduzione dei prezzi prima di aprire a un'inversione della politica monetaria.

# Una crescita dei tassi senza precedenti



Il grafico di sopra mostra la crescita dei tassi di interesse in alcune delle economie principali. A stupire non è tanto il livello assoluto dei tassi (in linea con quelli a cui eravamo abituati prima degli anni '10), quanto la velocità della crescita. Nel grafico di sotto paragoniamo la crescita del tasso di riferimento negli Stati Uniti dall'inizio di ogni anno per gli ultimi 50 anni. Come possiamo notare la dinamica iniziata nel 2022 non ha rivali storicamente.

Questo cambiamento di retorica fondamentale sembra finalmente avvenuto nella parte finale dell'anno, accompagnato da un riposizionamento chiaro delle aspettative di politica monetaria per il prossimo anno. Il cambio di rotta segnala che le banche centrali si sentono abbastanza sicure della loro capacità di tenere sotto controllo i prezzi di qui in avanti. Ciò trasmette al mercato l'idea che la politica monetaria applicherà una maggiore attenzione ai segnali che arrivano dall'economia.

Nel triangolo che lega inflazione, politica monetaria e crescita economica, la relazione che sarà predominante nella performance di mercato nel 2024 si sposterà dall'asse tra politica monetaria e inflazione

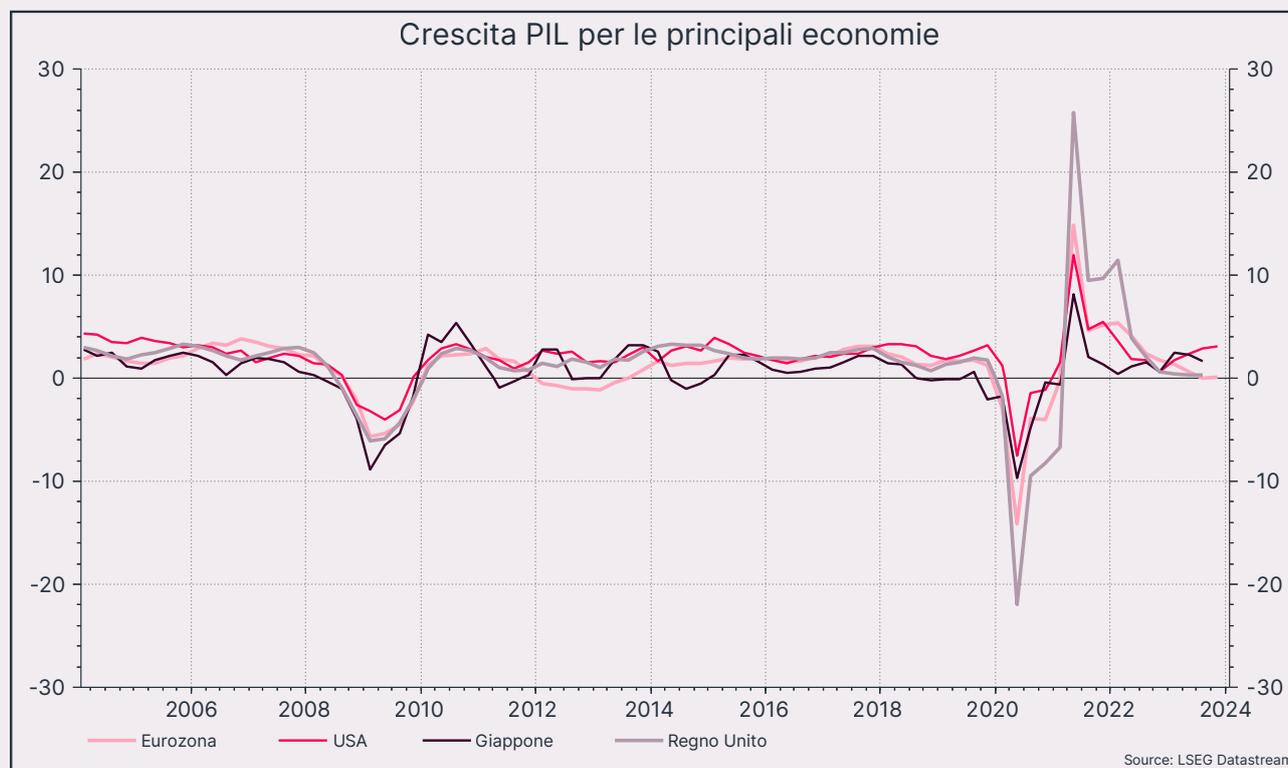
a quello tra crescita e politica monetaria.

Ciò che secondo noi muoverà il mercato sarà la performance delle aziende e la capacità delle banche centrali di gestire un eventuale rallentamento dell'economia. Possiamo delineare dunque uno scenario base in cui le banche centrali accompagnano con un progressiva diminuzione dei tassi un rallentamento dell'economia non eccessivamente penalizzante per gli utili aziendali. Questa dinamica, a parità di altri fattori, dovrebbe sostenere sia la performance azionaria, sia quella obbligazionaria. Uno scenario del genere, a ben guardare, non sarebbe troppo distante dal famoso atterraggio leggero della politica

monetaria. Un'ipotesi che solo 12 mesi fa era considerata eccessivamente ottimistica, per rendere l'idea di come le prospettive dei mercati siano migliorate.

Certamente non mancano i rischi che potrebbero deviare la direzione verso la quale l'economia sembra essere indirizzata in questo momento. Le prospettive di crescita rimangono una preoccupazione fondamentale. L'economia europea sta ristagnando, mentre gli Stati Uniti si sono dimostrati sorprendentemente resistenti. Abbiamo detto che non ci aspettiamo una recessione (almeno negli Stati Uniti) ma solo un rallentamento nel 2024, ma esiste sempre la possibilità che la dinamica del Pil sorprenda in negativo.

## Crescita in rallentamento



Il grafico mostra l'andamento della crescita annua del Pil nelle principali geografie. In Europa e negli Stati Uniti, il Pil ha rallentato ma non è ancora entrato in recessione.

In secondo luogo, i mercati potrebbero stare sopravvalutando l'effetto positivo della politica monetaria. Come abbiamo visto, il consenso generale prevede tagli abbastanza significativi ai tassi di interesse per quest'anno. Siamo abbastanza convinti che questa sarà la direzione di marcia, ma forse i tagli non saranno significativi come da attese.

Infine l'inflazione, che seppur non spaventa come qualche mese fa, non è ancora stata domata. Riteniamo che intorno a essa ruotino due sfide chiave. Da una parte potrebbe rivelarsi complesso per i responsabili delle politiche monetarie riportare l'inflazione verso il 2%. L'ultimo miglio potrebbe essere il più arduo,

richiamando i banchieri a un ulteriore sforzo superiore alle attese. La seconda questione è: come reagiranno i prezzi ad un eventuale allentamento della politica monetaria? I banchieri centrali potrebbero muoversi con più cautela di quanto ci hanno abituato nello scorso decennio (anche considerato il livello di liquidità ancora presente nel sistema). Per questo motivo, nella nuova normalità, potremmo aspettarci una politica monetaria più ortodossa e cauta, con il tasso naturale che quindi sarebbe più alto rispetto alla storia recente. In questo senso, il rischio è che i mercati stiano sopravvalutando la volontà dei banchieri centrali di supportare l'economia attraverso l'allentamento dei tassi. Infine ci sono rischi politici

(con le elezioni Usa che si preannunciano scoppiettanti) e geopolitici, con le tensioni internazionali in Europa, in Medio Oriente e sul Mar Cinese Meridionale.

Insomma, come è normale e come il 2023 ci ha ricordato in maniera chiara, prevedere l'andamento dei mercati finanziari non è affatto semplice. Quel che è certo è che un quadro economico normalizzato crea un ambiente meno incerto per gli investitori con una prospettiva di medio e lungo termine. Essi potranno, rimanendo investiti, continuare a cogliere le opportunità di questo periodo di grandi cambiamenti.

---

“

**Per questo motivo, nella nuova normalità, potremmo aspettarci una politica monetaria più ortodossa e cauta, con il tasso naturale che quindi sarebbe più alto rispetto alla storia recente.**

”

---



## Il nuovo equilibrio: orizzonte di lungo termine

Spostando la lente verso il lungo periodo, che poi è l'orizzonte naturale dell'asset allocation strategica, cerchiamo ora di evidenziare alcune tendenze che sono emerse molto chiaramente nel periodo recente e che pensiamo saranno distintive di questa nuova fase.

- La politica monetaria continuerà a dettare il ritmo dei mercati, ma i suoi limiti sono stati testati. Gli ultimi anni sono stati un testamento della capacità dei banchieri centrali di normalizzare economia e inflazione. Nonostante alcuni errori di valutazione, i mercati continuano a riporre una fiducia quasi totale nelle istituzioni di politica monetaria, che restano il principale faro per orientare la performance. Lo scoppio dell'inflazione a doppia cifra in tutte le principali economie ha ricordato però quali sono i limiti, confermando che la liquidità infinita non può essere la soluzione permanente ai problemi del ciclo economico. Crediamo che questa consapevolezza si tramuterà in una politica monetaria che si muoverà in maniera più cauta almeno nel medio termine, il che vuol dire un livello di tasso di equilibrio più alto.
- La conseguenza che si lega al primo punto è una rinnovata attrattiva per l'asset class obbligazionaria. Senza considerare in questa sede i vari rischi di breve periodo, che riguardano diverse scadenze a livello diverso. Secondo il processo di asset allocation strategica, i rendimenti attesi a 10 anni per questa asset class vanno dai 2,7% all'anno per i prossimi 10 anni dei bond governativi dei Paesi sviluppati, al 5,5% all'anno dei Bond governativi dei paesi emergenti. Si tratta di livelli in linea con quelli dello scorso anno e tra i più alti degli ultimi decenni per tutto il comparto obbligazionario. I rendimenti attesi, pur non essendo garanzia della performance futura, ci ricordano come un livello di equilibrio dei tassi più alto può favorire a parità di altri fattori la performance obbligazionaria.



- Negli ultimi due anni il tema della transizione energetica è uscito leggermente dai radar del dibattito mainstream riguardo agli investimenti. In realtà, sotto traccia, l'evoluzione di questo spazio è continuata, non solo con flussi in costante crescita, ma anche con innovazioni regolamentari. Crediamo che la spinta per la transizione verde, anche legata a una maggiore necessità di mettere al sicuro le catene del valore energetiche, continuerà nei prossimi anni. Crediamo anche che il mondo degli investimenti ESG e responsabili abbia raggiunto un grado di maturità tale da permettere agli investitori di avvantaggiarsi di questo trend.
- Chi avrebbe detto che la performance quest'anno sarebbe stata guidata dalle grandi aziende tecnologiche americane? Chi ha investito negli ultimi 15 anni ha potuto generare enormi guadagni cavalcando l'onda dello sviluppo tecnologico. Le valutazioni stellari delle aziende innovative avevano portato molti a profetizzare troppo in fretta la fine di questa fase, predicando che la crescita di mercato si sarebbe dovuta ricercare altrove. Al contrario, crediamo che l'ultimo anno abbia dimostrato come l'innovazione abbia ancora molto spazio per guidare la crescita economica e di mercato. Restare fuori potrebbe portare l'investitore a perdere delle occasioni preziose.
- L'ultimo anno ha visto un intensificarsi di crisi politiche, guerre e un generale aumento delle tensioni tra paesi e blocchi. Se lo scoppio di queste crisi, come nel caso della guerra in Ucraina, ha portato il mercato a correggersi e aggiunto volatilità in geografie e settori specifici, chi ha investito con approccio diversificato non ha nella maggior parte dei casi subito conseguenze significative dirette. Esiste sempre un rischio di escalation e bisogna continuare a monitorare l'evoluzione delle crisi internazionali, ma non bisogna neanche commettere l'errore di sopravvalutare il rischio di mercato di eventi geopolitici anche drammatici da un punto di vista umanitario, che purtroppo continueranno ad accompagnarci negli anni a venire.

Viviamo in un'epoca di cambiamenti, dove non si può negare l'esistenza di molti fattori imprevedibili che, nel lungo termine, potrebbero condizionare l'andamento dell'economia e dei mercati. Se questi rischi non si devono sottovalutare, non bisogna neanche sottovalutare la capacità da parte della società di trovare delle soluzioni inattese. Si parla spesso della difficoltà di valutare gli effetti dei cigni neri, ma è ancora più difficile immaginare e considerare nelle proprie previsioni le soluzioni che da essi potrebbero scaturire. Chi si sarebbe immaginato che lo sviluppo di un vaccino in tempi record avrebbe portato un'economia virtualmente bloccata a rilanciarsi così in fretta? Focalizzarsi troppo sui rischi di coda, può portare gli investitori ad avere atteggiamenti troppo conservativi, perdendo occasioni importanti.

Guardando alla valutazione dei rendimenti attesi, che poi sono il cuore del processo di asset allocation strategica, essi sono quest'anno leggermente inferiori a quelli record dell'anno scorso, ma restano comunque molto alti se si guarda alla loro evoluzione storica. Sono superiori alla media degli ultimi 10 anni per tutte le asset class principali e sono tra i più alti di sempre. Anche nella nuova normalità, l'investimento di lungo termine, nell'ambito di una strategia diversificata, resta il migliore modo per proteggere e accrescere il valore del proprio capitale nel tempo.

## Punti Chiave

- Dopo due anni di risultati anomali i principali indicatori economici sono tornati entro livelli più familiari.
- Le banche centrali hanno cambiato retorica: si sentono sicure della propria capacità di controllare l'inflazione e spostano il loro focus sulla crescita.
- Nel 2024 l'aspettativa è che il calo dei tassi, a parità di altri fattori, favorisca sia l'azionario, sia l'obbligazionario.
- La politica monetaria resta il principale fattore in grado di muovere la performance dei mercati. Crediamo che nel medio periodo vedremo una politica monetaria più cauta e ortodossa e un tasso di equilibrio più alto.
- Secondo il processo di asset allocation strategica, i rendimenti attesi a 10 anni per il comparto obbligazionario vanno dai 2,7% all'anno per i prossimi 10 anni dei bond governativi dei Paesi sviluppati, al 5,5% all'anno dei Bond governativi dei paesi emergenti. Si tratta di livelli in linea con quelli dello scorso anno e tra i più alti degli ultimi decenni per tutto il comparto obbligazionario.
- I rendimenti attesi, che poi sono il cuore del processo di asset allocation strategica, sono quest'anno leggermente inferiori a quelli record dell'anno scorso, ma restano comunque molto alti se si guarda alla loro evoluzione storica. Sono superiori alla media degli ultimi 10 anni per tutte le asset class e sono tra i più alti da quando è stato lanciato il servizio Moneyfarm.



# Sarà finalmente l'anno dei bond?

E su questo fosse l'anno dell'obbligazionario? Dopo aver subito l'impatto di un rialzo dei tassi senza precedenti, la combinazione tra un flusso cedolare più alto e un allentamento della politica monetaria potrebbe finalmente favorire questa asset class, che ancora non ha effettuato un vero e proprio rimbalzo rispetto all'annus horribilis 2022.

Senza farsi ingannare dalle narrative di coloro che predicano l'inizio dell'era delle obbligazioni, cerchiamo di analizzare quello che potrebbe essere il ruolo di questa asset class, nell'ambito di una strategia di investimento diversificata.

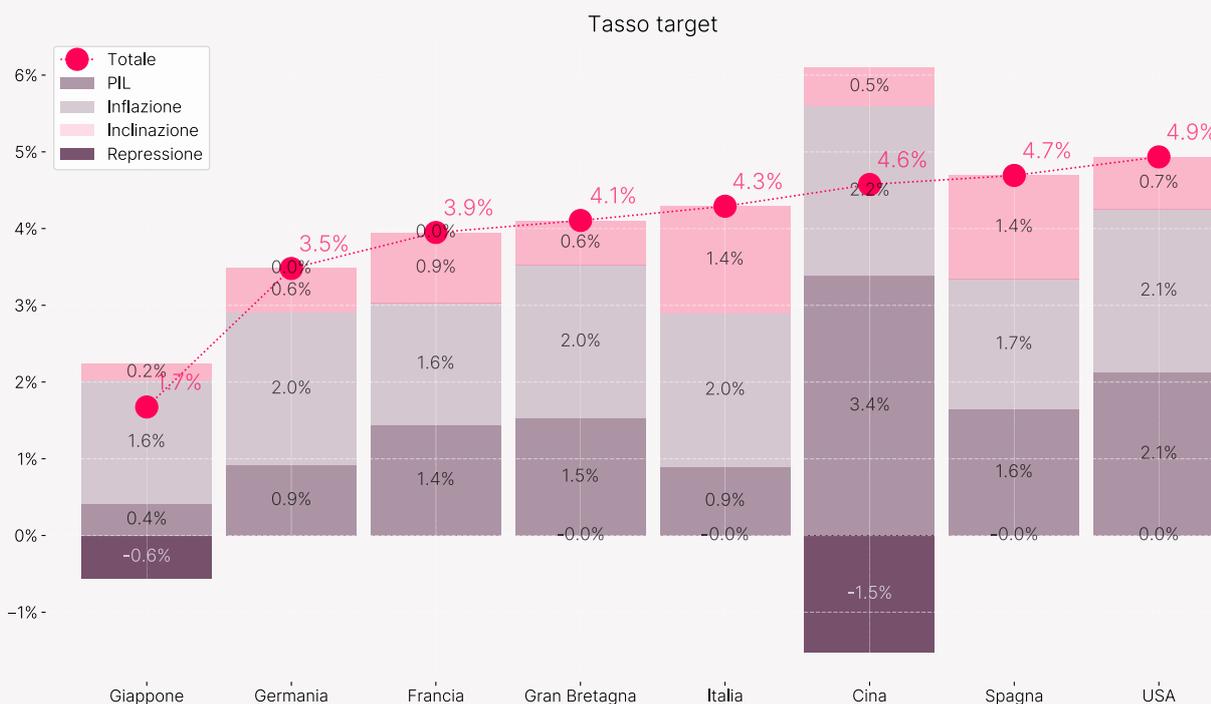
Lo scorso anno, la continua spinta al rialzo delle aspettative sui tassi (inattesa dai più) ha portato il reddito fisso a performare al di sotto delle aspettative. Solo il riposizionamento della politica monetaria nell'ultima parte dell'anno ha riportato i risultati in positivo nell'ultimo trimestre.

A inizio 2024, riteniamo che finalmente le condizioni per un rimbalzo siano più propizie. La dinamica dei prezzi, il livello di tassi raggiunto e le narrative delle Banche Centrali, suggeriscono che abbiamo finalmente raggiunto il picco dei tassi e, molto probabilmente, non ci saranno altri rialzi, quantomeno nelle maggiori economie sviluppate.

## Cosa possiamo aspettarci quindi nel lungo e nel breve periodo?

Partiamo dal lungo termine. Secondo le basi della teoria economica (e il buonsenso), e assumendo che le politiche monetarie torneranno ad essere più "ortodosse" nel prossimo decennio, i tassi di equilibrio dell'economia dovranno essere in linea con la crescita nominale del PIL attesa. In un'economia in equilibrio, il capitale non può rendere più della crescita economica. In questo senso, guardando ai prossimi 5 anni, le stime del World Economic Outlook sono chiare e i tassi rimarranno alti, in linea con la crescita nominale. Ciò rappresenta una buona notizia per l'investitore obbligazionario, perché è prevedibile che, in generale, questa asset class ha il potenziale di produrre rendimenti maggiori nei prossimi anni di quanto ha generato nei 10 anni precedenti.

# Tasso di equilibrio di lungo termine



Fonte: Moneyfarm Research, dati al 31 dicembre 2023. Il grafico rappresenta il tasso decennale di equilibrio di lungo termine secondo le attuali previsioni riguardo crescita economica e inflazione. Il tasso di equilibrio contribuisce a determinare i rendimenti attesi dell'obbligazionario nel lungo termine.

Nel breve, a dettare la performance obbligazionaria sarà la dinamica di tasso. Negli USA, i mercati prezzano già 5/6 tagli tassi per il 2024, contro i 3 anticipati dalla Fed nel meeting di dicembre. In Europa, i mercati sono anche più ottimisti, con il livello di tassi prezzato vicino al limite più basso delle stime degli analisti.

Una dinamica di allentamento della politica monetaria dovrebbe portare maggiore stabilità sul mercato obbligazionario, ma chiaramente, a contare sarà l'evolversi della realtà rispetto alle aspettative riguardo la dinamica di tasso. Se esse dovessero essere riviste in senso restrittivo, i tassi potrebbero parzialmente alzarsi. Le scadenze brevi (fino a 2 anni) sarebbero meno colpite, mentre le scadenze

“  
**Chiaramente, a contare sarà l'evolversi della realtà rispetto alle aspettative riguardo la dinamica di tasso.**  
 ”

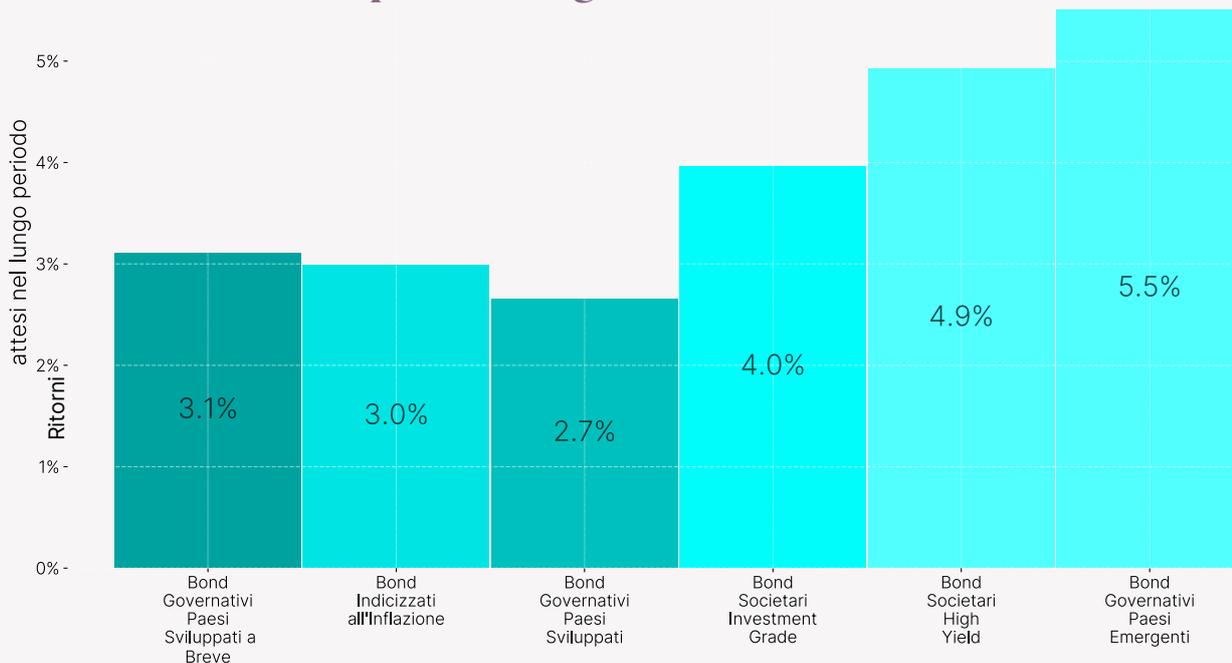
più lunghe sono più esposte rispetto all'effetto di tasso.

Per questo motivo, la parte più breve della curva rimane interessante, con il livello dei tassi che comunque offre un profilo rischio-rendimento attraente. Al contrario, le

obbligazioni a lunga scadenza, dopo l'ottima performance di novembre e dicembre, comportano dei rischi in più, anche considerando che le curve dei tassi rimangono invertite: gli investitori sono pagati "meno" per prestare denaro più a lungo.

Insomma, i tassi sono obiettivamente molto attraenti, ma l'investimento obbligazionario non è esente da rischi e sfide. I rendimenti attesi sono ai livelli più alti degli ultimi decenni e questa è una buona notizia per chi investe con una prospettiva di lungo termine nell'ambito di una strategia diversificata. In aggregato, la parte lunga della curva per i Paesi Sviluppati non sembra promettere extra ritorno rispetto a quella - meno rischiosa - a breve, mentre il comparto creditizio brilla.

## Rendimenti attesi per l'obbligazionario



Fonte: Moneyfarm Research, dati al 31 dicembre 2023. I rendimenti attesi dell'asset class obbligazionaria secondo l'asset allocation strategica Moneyfarm.

Siamo quindi di fronte a una nuova era dei bond? Alcuni investitori sono così entusiasti dalle prospettive di questa asset class che arrivano a sostenere che in questa fase l'intero portafoglio dovrebbe essere riposizionato sulla componente obbligazionaria. Anche molti investitori retail, lo dicono i dati, sono sempre più attirati dalla promessa apparente di quello che erroneamente considerano un "rendimento garantito" e si orientano con interesse verso le nuove emissioni obbligazionarie.

Come Moneyfarm non siamo d'accordo con questo approccio. Diversificare rimane incredibilmente importante. Anche se le

prospettive di rendimento dell'obbligazionario sono in miglioramento, l'azionario continua ad avere rendimenti attesi migliori del livello di equilibrio dei tassi a lungo (6,6% all'anno per i prossimi 10 anni per i paesi sviluppati). Più che una nuova era, crediamo che questo contesto di tassi rappresenti una "nuova normalità", con rendimenti attesi finalmente in grado di remunerare il rischio degli investitori. Questa notizia non deve però offuscare i rischi legati all'investimento obbligazionario, che rende meglio quando è diversificato e modulato con l'investimento in asset class in grado di elevare il profilo di rischio e rendimento degli investimenti.

### Punti Chiave

- La dinamica dei prezzi, il livello di tassi raggiunto e le narrative delle Banche Centrali, suggeriscono che abbiamo finalmente raggiunto il picco dei tassi e ciò crea uno scenario propizio per il rimbalzo dell'asset class obbligazionaria.
- Nel lungo termine: i tassi di equilibrio dell'economia dovranno essere in linea con la crescita nominale del PIL attesa. E questo vuol dire che l'asset class obbligazionaria ha il potenziale di performare meglio nei prossimi 10 anni di quanto abbia fatto nei 10 anni passati.
- I rendimenti attesi sono ai livelli più alti degli ultimi decenni e questa è una buona notizia per chi investe con una prospettiva di lungo termine nell'ambito di una strategia diversificata.
- Non crediamo che sia iniziata l'era dell'obbligazionario, ma una nuova normalità.

# La nuova normalità per gli investimenti responsabili

Negli ultimi due anni, persino un osservatore meno attento ha potuto percepire una certa perdita di slancio nella spinta verso la transizione verde e una minore centralità del discorso sulla sostenibilità degli investimenti.

I notevoli profitti del 2022 delle aziende del settore petrolifero e del gas hanno indubbiamente spinto molti investitori a mettere il dubbio il merito della responsabilità ambientale e sociale degli investimenti. Le crisi energetiche hanno inoltre costretto i Paesi a trovare soluzioni rapide, non sempre allineate con gli obiettivi di

riduzione delle emissioni. Negli Stati Uniti, ha anche preso piede un movimento anti-ESG con un peso politico tutt'altro che trascurabile, che è arrivato anche a influenzare alcuni giganti degli investimenti globali.

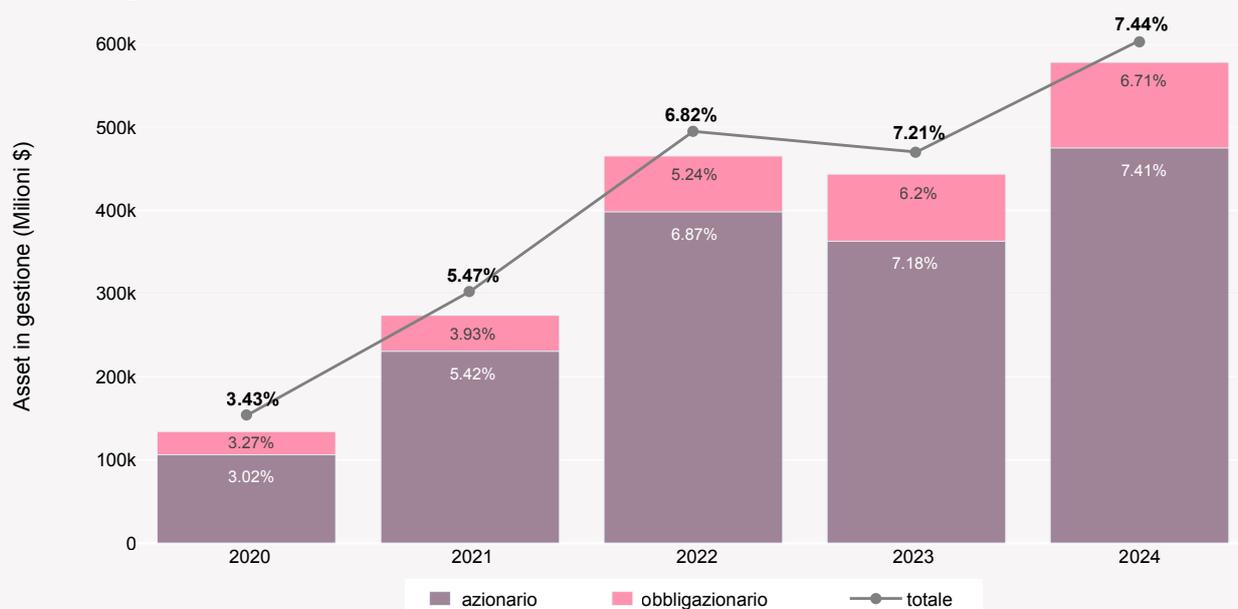
Ci stiamo forse muovendo all'indietro nel campo della sostenibilità? Crediamo di no. Crediamo che la perdita di centralità del tema nel dibattito mainstream, sia stata dettata da alcuni fattori oggettivi ma anche da una certa stanchezza verso una comunicazione in alcuni casi caratterizzata da un greenwashing sensazionalista

e aspirazionale. Crediamo che questo cortocircuito sia la naturale conseguenza di un'esplosione di interesse verso un mondo ancora impreparato da un punto di vista regolamentare e tecnico.

La verità è che, sottotraccia, il mondo ESG ha continuato a crescere e ad evolversi. Sebbene non più ai ritmi esponenziali visti tra il 2020 e il 2022. Se guardiamo alla percentuale di ETF ESG, essa si attesta a circa il 7,4% delle masse totali (contro il 7,2% dell'anno precedente) per un ammontare totale di 600 miliardi di dollari.

## Percentuale di ETF ESG rispetto al totale

Asset in gestione in ETF ESG



Il grafico mostra l'evoluzione delle masse gestite per ETF obbligazionari e azionari ESG (asse sinistro) e la loro proporzione rispetto alle masse gestite totali dagli ETF (numeri in percentuale). Fonte Bloomberg Intelligence, Rielaborazione dati Moneyfarm.

# L'evoluzione del panorama ESG

E non stiamo parlando solo di crescita puramente quantitativa, ma anche qualitativa. Questi due anni hanno acceso un faro sui limiti, sulle luci e sulle ombre del panorama degli investimenti responsabili e su una retorica alle volte più aspirazionale che pragmatica. Ma il confronto con critiche e detrattori è necessario per qualsiasi processo evolutivo e crediamo abbia portato ad accrescere il livello di maturità del movimento ESG. Anche grazie a questa dialettica, oggi esiste una maggiore conoscenza diffusa sugli investimenti socialmente responsabili, che permette di analizzare strumenti e strategie con un approccio attivo e critico e non solo ricettivo e passivo.

Il mondo degli investimenti responsabili ha continuato a evolversi in maniera

pragmatica, puntuale e su diversi fronti. Il panorama regolatorio, specialmente in Europa, ha continuato a generare un'evoluzione positiva, offrendo soluzioni ad alcuni dei principali problemi degli investimenti responsabili, come la mancanza di dati, il greenwashing e la mancanza di uniformità.

L'entrata in vigore della SFDR (Sustainability Financial Disclosure Regulation), con tutti i limiti, ha iniziato a uniformare le definizioni di investimento ESG, fornendo più trasparenza agli investitori sul tipo di strategia adottata dal gestore, con l'obiettivo di ridurre il greenwashing. Per rispondere al problema lamentato dagli analisti sulla mancanza di dati, il numero di aziende sottoposte alla regolamentazione CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) si amplierà

già dal 2024 e gradualmente negli anni futuri. Questo vuol dire che sempre più società saranno obbligate a riportare i propri dati sulla sostenibilità. La Tassonomia Europea, che ha lo scopo di fornire e uniformare le definizioni di attività ambientali sostenibili, sta ampliando lo spettro di attività economiche regolamentate. Le consultazioni sulla regolamentazione dei Rating ESG hanno fatto progressi, come gli accordi sulla CSDDD (Corporate Sustainability Due Diligence Directive).

Anche le tecniche di investimento hanno continuato il loro percorso di evoluzione, con il lancio di strategie innovative anche in asset class dove prima vedevamo una carenza di proposte, come le obbligazioni governative.

## Performance

Anche da un punto di vista delle performance, il 2023 ha premiato gli investitori con risultati positivi. I portafogli modello Moneyfarm ESG hanno generato dal 4,7% al 13,9% in base al livello di rischio. Ricordando che le performance passate non sono un buon indicatore delle performance future qui di seguito alleghiamo la performance con orizzonti più lunghi.

Moneyfarm ESG	P1	P2	P3	P4	P5	P6	P7
Performance 2023	4.7%	7.4%	8.3%	10.1%	11.8%	13.0%	13.9%
Performance a 5 anni	2.0%	14.9%	22.1%	31.2%	38.3%	45.2%	53.1%

*Performance del portafoglio modello al 31/12/2023. La performance a 5 anni del portafoglio è stata simulata prima della data di lancio al 01/10/2021. I dati sono presentati a solo scopo illustrativo e le performance passate non sono garanzia delle performance future.*

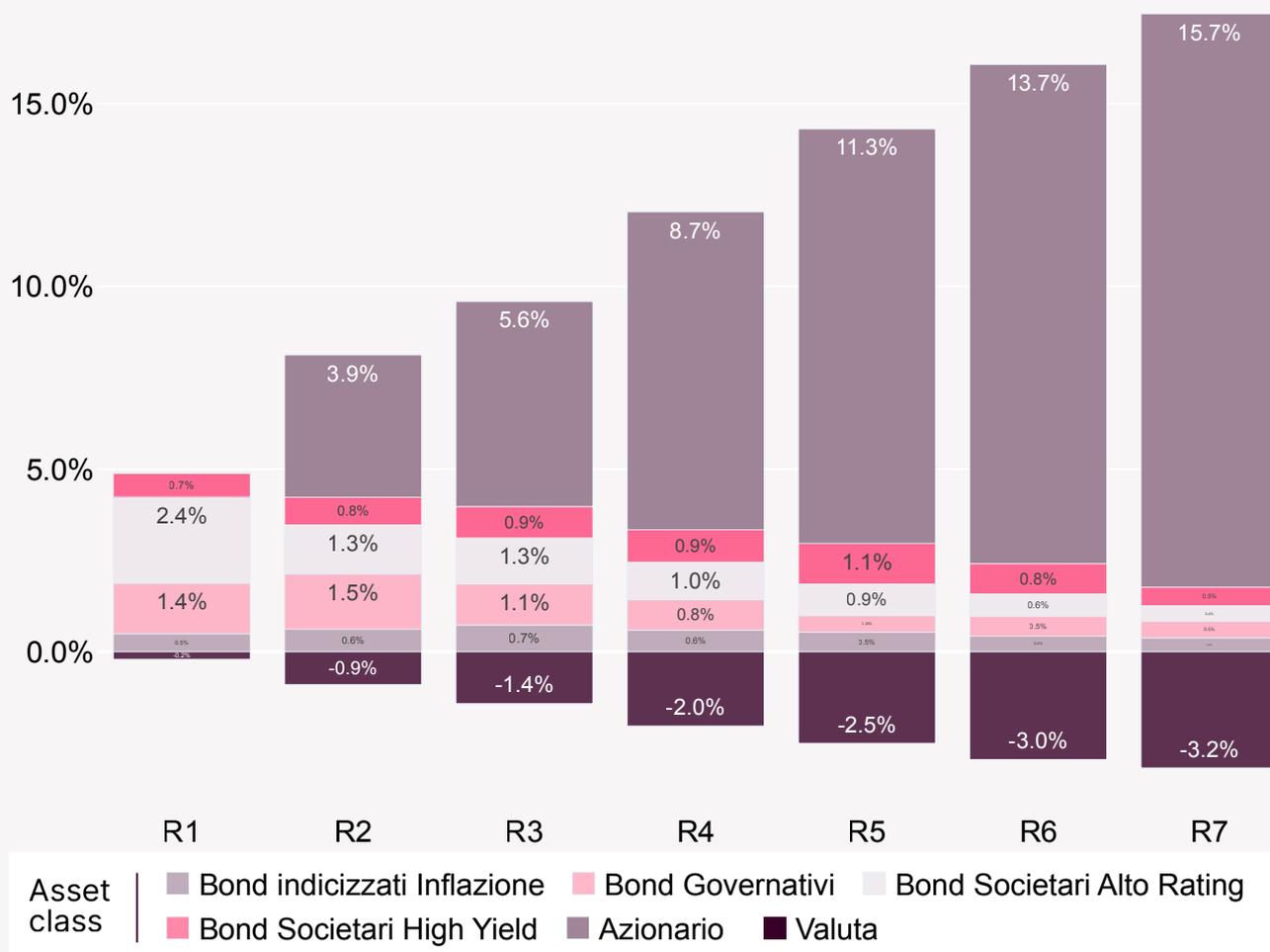
Al netto di qualche punto base, le performance dei portafogli ESG non si sono discostate in maniera significativa da quelle dei portafogli classici (sovrapformance di 0,42% nel livello di rischio 2 e sottoperformance di 0,37% nel livello 6). L'azionario ha fatto la parte del leone. Gli ETF ESG che usiamo per investire

sull'S&P 500 (che costituiscono la parte principale della nostra allocazione azionaria) hanno sovraperformato l'indice generico, mentre per le altre geografie seppur sempre positiva, la performance azionaria è stata inferiore della controparte classica. Anche la componente obbligazionaria ha contribuito positivamente alla

performance generale. Difatti, nel 2023 abbiamo ancora assistito, seppur in maniera minore, a una maggior sensibilità dei portafogli ESG al movimento dei tassi di interesse, dettato da una maggiore esposizione dell'azionario al fattore growth e small cap.

## Attribuzione della performance dei portafogli socialmente responsabili

Contributo al rendimento per asset class 2022-12-31 - 2023-12-31



Fonte dati Moneyfarm. Attribuzione della performance dei portafogli socialmente responsabili Moneyfarm per asset class nel 2023.

Guardando al 2024, ceteris paribus, la dinamica di tasso potrebbe generare un ambiente favorevole per gli investimenti ESG, che continuano a essere generalmente più influenzati dal movimento dei tassi. Questo vuol dire che subiscono maggiori perdite rispetto agli indici generali quando i tassi aumentano, ma anche che traggono maggior beneficio quando i tassi scendono.

## Miglioramenti delle metriche di sostenibilità dei portafogli

Il lavoro del 2023 è stato incentrato anche nella ricerca di opportunità di investimento, aggiornando il portafoglio con le ultime tecniche ESG disponibili nel mercato degli ETF. Ciò ha avuto il risultato di migliorare le metriche di sostenibilità dei portafogli, incrementando l'esposizione ad aziende o obbligazioni che hanno lo scopo di creare un impatto positivo sulla società e di ridurre al contempo i rischi fattoriali e idiosincratici.

Tali obiettivi sono stati perseguiti includendo ad esempio ETF che investono in Green Bond e in obbligazioni emesse dalle Banche per lo Sviluppo Economico, per un ammontare fino al 10% del portafoglio in alcuni portafogli.

I Green Bond sono strumenti la cui raccolta deve essere utilizzata per finanziare progetti che hanno un impatto positivo per l'ambiente. I progetti ammissibili negli ETF aggiunti al portafoglio devono essere relativi alla costruzione di tecnologie di energia alternativa (come impianti geotermici, eolici, solari e biomasse), efficienza energetica, prevenzione dell'inquinamento (come le tecnologie per la cattura delle emissioni di

carbonio), tecnologie per la sostenibilità del consumo idrico, edilizia verde e progetti per l'adattamento al cambiamento climatico (come difese per la protezione dalle alluvioni).

Le banche per lo sviluppo economico hanno invece il compito di favorire il progresso economico e sociale nei paesi in via di sviluppo finanziando progetti, sostenendo gli investimenti e generando capitale. Ad esempio l'ETF in portafoglio investe anche in obbligazioni emesse dalla Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo (BIRS), che è una cooperativa di sviluppo globale di proprietà di 189 paesi membri. Essa è la più grande banca di sviluppo del mondo e sostiene la Banca Mondiale fornendo prestiti, garanzie, prodotti per la gestione del rischio e servizi di consulenza ai paesi a reddito medio e basso meritevoli di credito.

Crediamo che l'inserimento di questa esposizione in portafoglio rappresenti un passo avanti sia da un punto di vista dell'asset allocation, sia da un punto di vista del profilo ESG dei portafogli.

### Punti Chiave

- Nonostante gli investimenti ESG abbiano apparentemente perso centralità nel dibattito mainstream, a livello globale i flussi sono continuati a crescere. Alla fine del 2023 il 7,4% delle masse gestite dagli ETF sono in fondi ESG.
- Nel 2023, i portafogli modello Moneyfarm SRI hanno generato dal 4,7% al 13,9% in base al livello di rischio. Al netto di qualche punto base, le performance dei portafogli ESG non si sono discostate in maniera significativa da quelle dei portafogli classici.
- Abbiamo integrato nuovi approcci nei portafogli, per esempio includendo ETF che investono in Green Bond e in obbligazioni emesse dalle Banche per lo Sviluppo Economico, per un ammontare fino al 10% del portafoglio in alcuni portafogli.

# La bussola dell'investitore: un anno di rimbalzo

Guardare alle prospettive future di mercato dopo un anno positivo è sicuramente più semplice, ma quando si investe bisognerebbe fare lo sforzo di distaccarsi dal rumore di fondo della volatilità e concentrarsi sul medio e lungo termine. Non è sempre semplice, per questo nell'asset allocation strategica dello scorso anno abbiamo cercato di rispondere alle domande più comuni degli investitori, cercando di analizzare le performance storiche da un punto di vista statistico. L'obiettivo è aiutare chi investe con noi nel focalizzarsi sulle ragioni e le opportunità per cui si inizia un percorso di investimento di lungo termine.

Va da sé che le performance passate non sono garanzia delle performance future, ma guardare agli andamenti storici di mercato può servire a mettere la propria situazione in prospettiva e a ricordare le ragioni e i fondamenti teorici che sono alla base della strategia di investimento Moneyfarm. Crediamo che rimanere investiti per il lungo termine, coerentemente con il proprio

obiettivo, mirando a sfruttare a pieno le fasi di crescita di mercato sia la strategia migliore per una buona riuscita del proprio piano di investimento.

## Un anno di rimbalzo

Il 2023 è stato infatti un anno molto positivo per coloro che hanno deciso di dare fiducia al mercato rimanendo investiti. I mercati azionari hanno recuperato le pesanti perdite subite nell'anno precedente e proprio alla fine dell'anno (il 12 gennaio) il mercato azionario americano ha raggiunto un nuovo record. Dal momento di maggiore perdita sono passati 426 giorni per recuperare una correzione del 24,4% (29/12/2023). Si tratta di un periodo di tempo che può sembrare lungo agli investitori che hanno visto il proprio portafoglio andare in negativo, ma si tratta di un periodo inferiore al tempo di recupero di altre crisi in passato (come si può notare dal grafico).

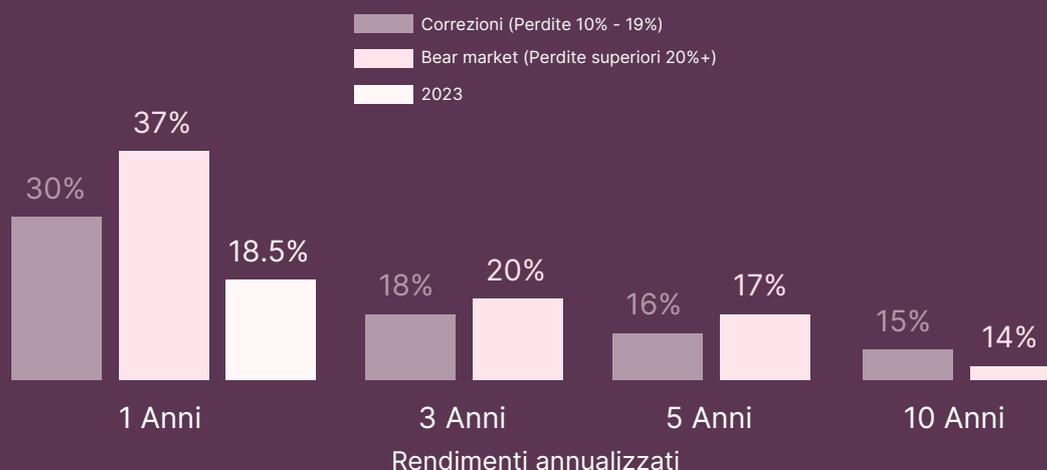
Evento	S&P 500 calo dal picco	Giorni per recuperare
1998 fallimento di Long-Term Capital Management	-19%	50
Crisi Dotcom	-47%	1,515
Crisi finanziaria del 2008	-56%	1,286
Covid 2020	-34%	141
Crisi del 2022	-24,4%	426

Investire tutto il tuo portafoglio in azioni potrebbe essere rischioso. Anche se il mercato ha impiegato solo 100 giorni per riprendersi da alcune delle più grandi crisi finanziarie del passato, la ripresa può richiedere più tempo. Attenzione però: restare investiti e non perdere i rendimenti positivi di una fase di recupero è cruciale.

Fonte: Ricerca Moneyfarm

**L'anno scorso avevamo parlato di "effetto rimbalzo" ed effettivamente il 2023 ha seguito la traiettoria attesa. Quando parliamo di "rimbalzo" si tratta di un effetto statistico che porta i mercati azionari ad avere una performance media positiva in seguito a una correzione.**

### Rendimento medio dell'S&P 500 dopo una correzione di mercato (1950 - 2023)



Rendimento mediano dell's&p 500 dopo le correzioni del mercato e i mercati ribassisti (1950-2022). Dopo, dopo un anno dalla fase negativa il mercato ha storicamente registrato rendimenti più elevati che tendono a normalizzarsi nel tempo. Questo è l'effetto "rimbalzo" ed è uno dei motivi principali per cui è importante continuare a investire dopo periodi di mercato negativi.

**Fonte: Ricerca Moneyfarm**

il grafico mostra le performance storiche del principale indice azionario americano (S&P 500) dopo una correzione di mercato del 20% e dopo un bear market del 10%, a dimostrazione della capacità dei mercati azionari di correggersi e tornare in positivo nel giro di pochi anni da una performance negativa.

Anche i risultati a un anno dalla fine della correzione che ha sfiorato la soglia del -20% il 13/06/02 sono stati positivi. Lo S&P 500 ha

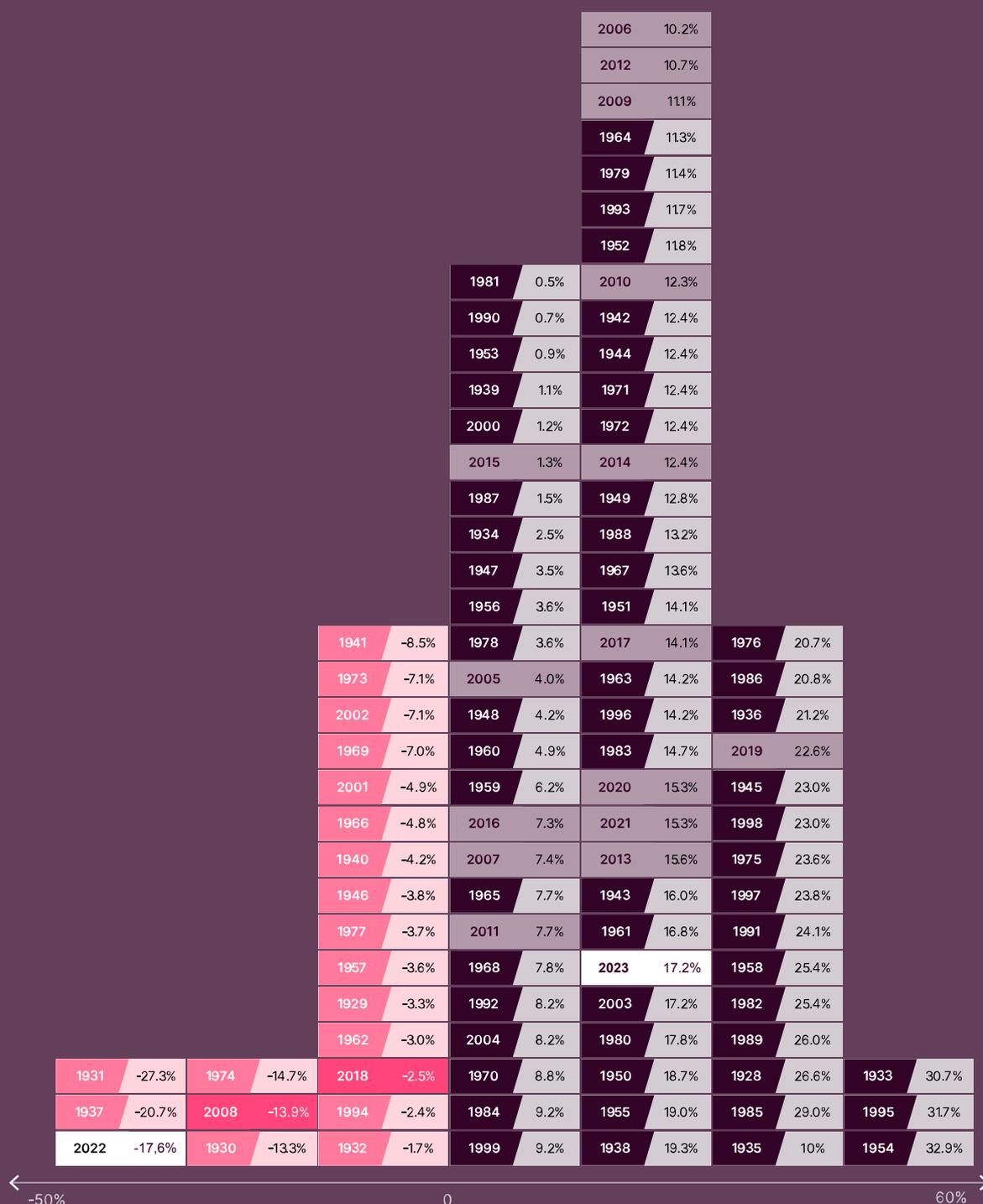
guadagnato il 18,5%. Cosa ci dicono questi dati riguardo al futuro immediato? Non molto, ma ci aiutano a ricordare che i momenti negativi di mercato capitano, ma che esiste anche una tendenza statistica dei mercati a recuperare e a sovraperformare dopo le fasi negative: una tendenza che si ha maggiori possibilità di cogliere se si decide di restare investiti per il lungo termine.

## La tendenza alla crescita dei mercati

Ciò può essere visto in modo chiaro dalla tabella che segue, che raccoglie la performance azionaria storica di un portafoglio 60/40 che investe sull'indice S&P 500 (60%) e in Buoni del Tesoro Usa (40%). Nella tabella, che mette in ordine i risultati annuali dal 1950 a oggi, abbiamo sottolineato gli ultimi 20 anni di performance di mercato. Questi includono la performance del 2023, che con una performance del 17,22% si colloca nella fascia mediana tra il 10% e il 20%, e il 2022, che è stato uno dei tre anni peggiori di sempre.

Questa rappresentazione ci ricorda da una parte che i mercati azionari sono volatili e che nonostante la netta maggioranza di annate positive si può sempre incorrere in un anno negativo. Ci ricorda anche che i mercati hanno una tendenza naturale alla crescita. Crediamo dunque che diversificare per controllare la volatilità e restare investiti per il lungo termine sia la strada migliore che un investitore possa prendere per costruire e proteggere il proprio capitale nel tempo.

# Un passo di crescita

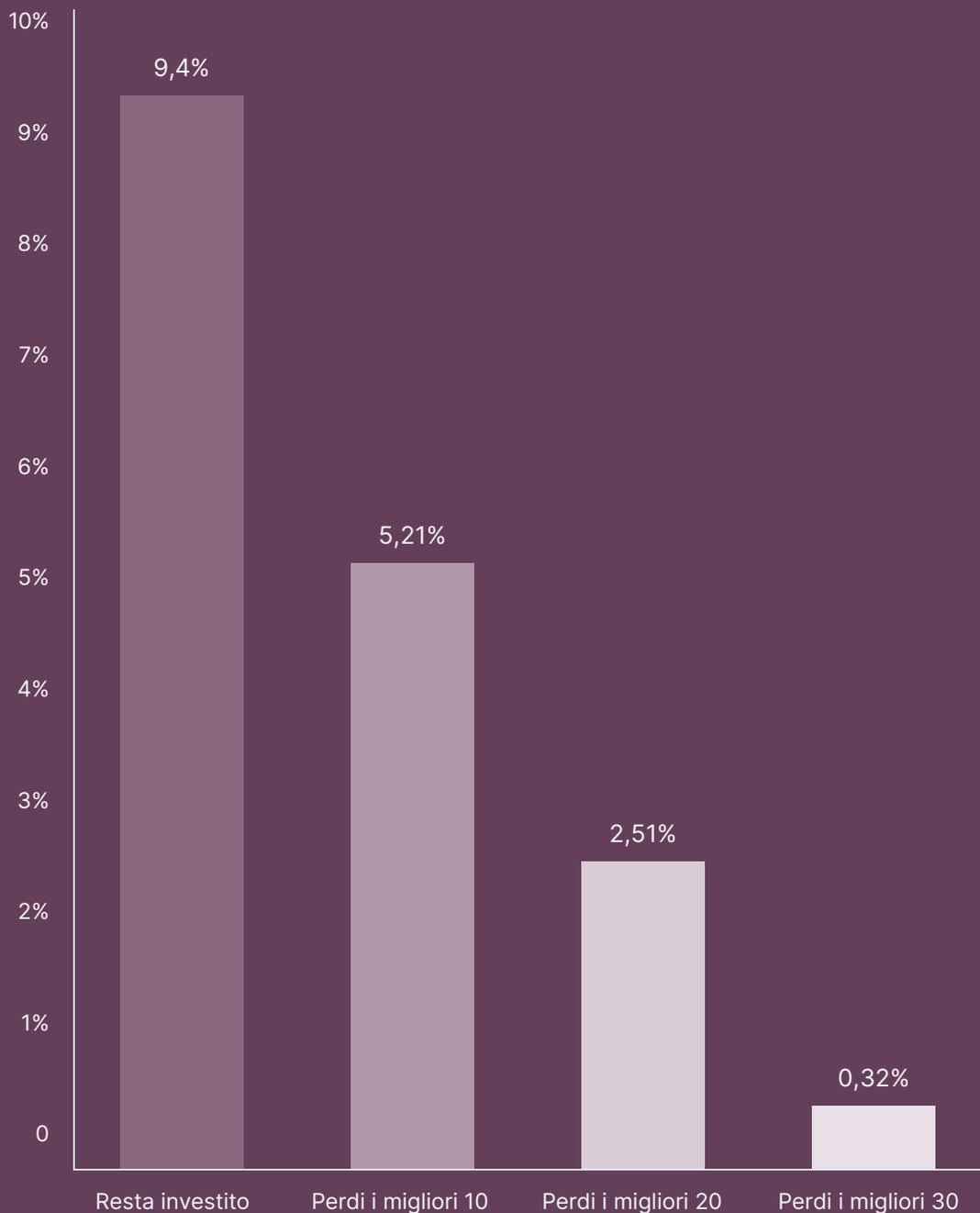


Performance annuale di un portafoglio investito per il 60% nell'indice S&P 500 e per il 40% in Buoni del Tesoro Usa a 10 anni (total return)

Fonte: Ricerca Moneyfarm

Anche perché, i rendimenti finanziari nel lungo termine si costruiscono con pazienza, attraverso una partecipazione continua al mercato mirata ad avvantaggiarsi di un numero limitato di sedute positive. Come mostra il grafico che tiene conto delle performance azionarie americane degli ultimi 20 anni, mancare 10 dei giorni migliori di performance, che di solito si verificano entro 15 giorni dai 10 giorni peggiori, può quasi dimezzare il risultato cumulato di un percorso di investimento.

# L'ora più buia precede sempre l'alba



Il grafico mostra la performance annuale di un investimento a 20 anni (gennaio 2002 - gennaio 2022) nell'S&P 500, eliminando alcuni dei giorni con performance migliori. Poiché 7 dei peggiori 10 giorni si sono verificati entro 15 giorni da uno dei peggiori 10 giorni, è importante rimanere investiti anche nei momenti difficili per non perdere le opportunità e danneggiare il proprio percorso di investimento.

*Fonte: Ricerca Moneyfarm*

In definitiva, nessuno può prevedere con assoluta certezza l'andamento di mercato dei prossimi 12 mesi, ma crediamo che la storia dimostri che restare investiti e avere fiducia nelle potenzialità di crescita dei mercati azionari sia una buona idea. I rendimenti attesi di lungo termine che sono in questo momento positivi, possono assicurare ulteriormente sul fatto che esiste ancora una strada per la crescita e che la strategia di perseguire un piano di investimento di lungo termine può continuare a essere una scelta di successo.



# Asset Allocation Strategica 2024

---

Presentiamo i risultati:  
dai rendimenti attesi di lungo  
termine ai portafogli strategici.

# Analisi dei rendimenti attesi

Dopo aver esplorato le premesse e il contesto di breve e lungo termine, è giunto il momento di rivolgere la nostra attenzione alla presentazione dell'Asset Allocation Strategica. Il processo utilizza variabili macroeconomiche e metriche finanziarie, come le valutazioni iniziali, per stimare la futura performance finanziaria delle principali asset class.

I rendimenti attesi a 10 anni e la volatilità attesa per ogni asset class servono per costruire i portafogli strategici. Si tratta di sette allocazioni modello che, in base alle nostre previsioni, massimizzano i rendimenti per ogni livello di rischio su un orizzonte di 10 anni. Esse servono da linee guida per

i portafogli effettivi, che prendono in considerazione anche scelte tattiche dettate dal contesto di breve termine.

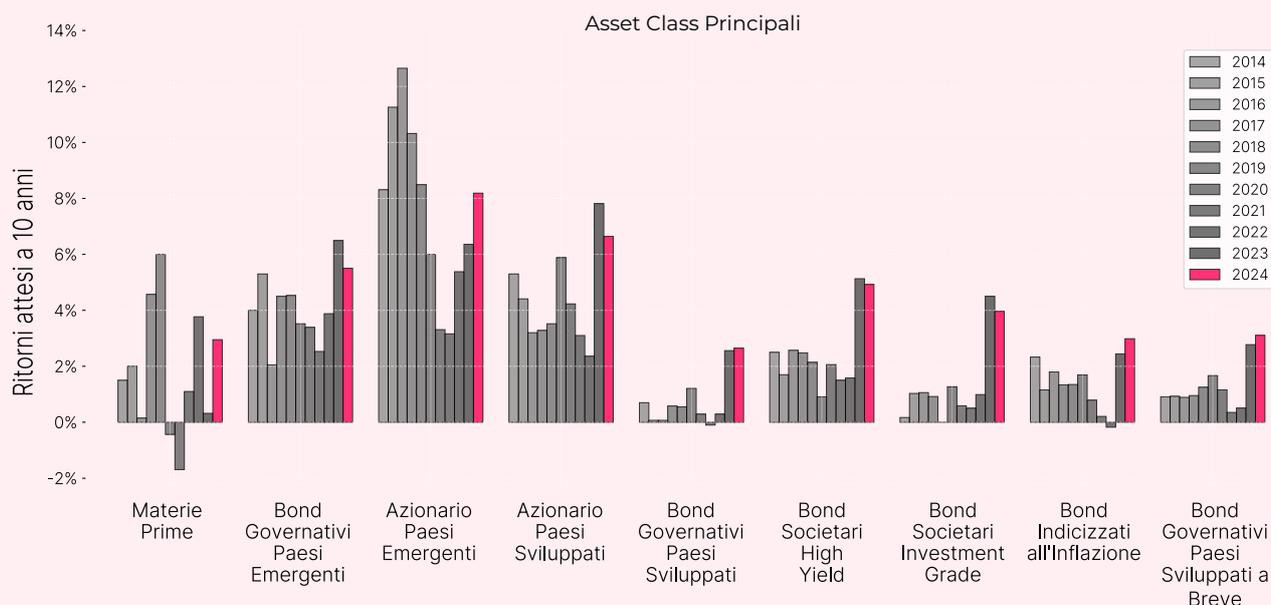
In questa prossima sezione, entreremo nel dettaglio della previsione dei rendimenti attesi delle asset class principali per il 2024.

I rendimenti attesi a lungo termine per il 2024 sono superiori alla media degli ultimi 10 anni per la maggior parte delle asset class, con l'Azionario dei Paesi Emergenti che si conferma l'asset class con maggiore potenziale. Il premio a rischio azionario, ovvero l'extra rendimento pagato dagli investimenti azionari rispetto a quelli

obbligazionari, è inferiore rispetto all'anno scorso, attestandosi a circa il 3% (contro il 5%) ma resta positivo.

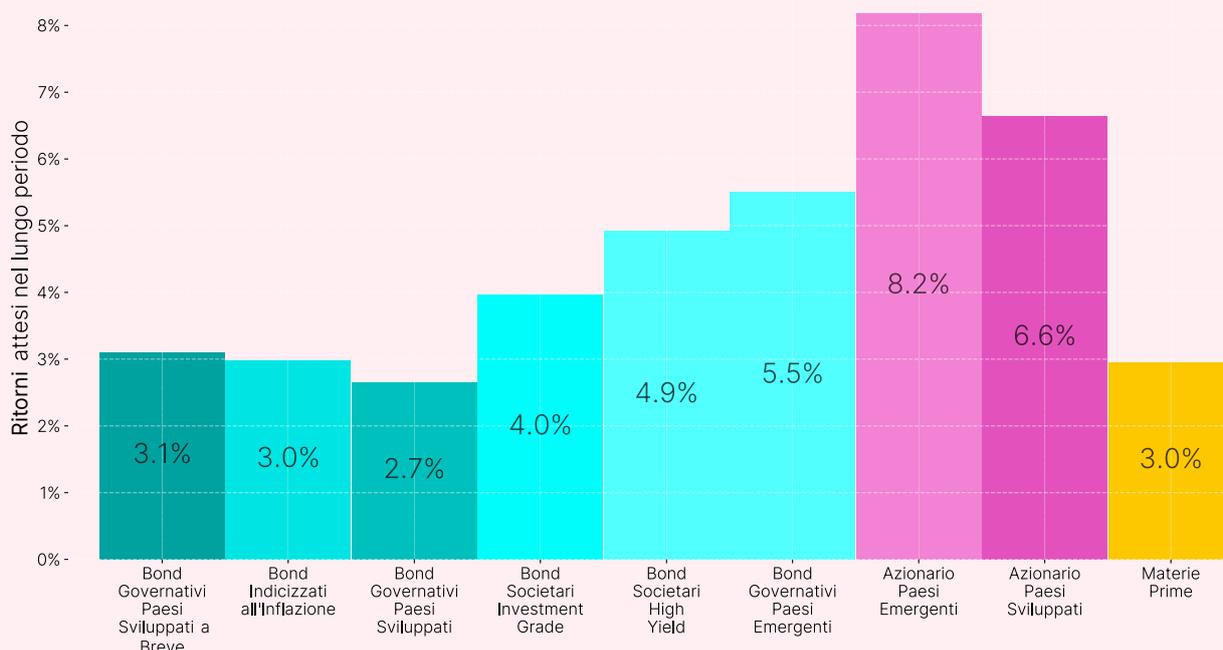
Le obbligazioni a lunga scadenza non forniscono nessun extra rendimento rispetto allo scorso anno. Mentre i rendimenti di obbligazioni legate all'inflazione e obbligazioni nominali sono in linea con quelli dello scorso anno. Si prevedono rendimenti elevati per le obbligazioni Investment Grade, mentre i rendimenti delle obbligazioni High Yield sono meno attraenti rispetto a quelli delle obbligazioni governative dei mercati emergenti.

## Rendimenti attesi e performance storica



Fonte: Ricerca Moneyfarm

## Rendimenti attesi per asset class



Fonte: Ricerca Moneyfarm

**Le obbligazioni restano interessanti, ma i rendimenti attesi per l'azionario sono più attraenti, in particolare per i mercati emergenti. I rendimenti attesi a lungo termine per la SAA 2024 sono leggermente diminuiti rispetto al 2023, ma restano superiori alla media degli ultimi 10 anni per la maggior parte delle asset class.**

### Azionario

- I rendimenti dell'azionario sono rimasti relativamente stabili, con i rendimenti attesi nella maggior parte delle geografie solo leggermente inferiori a quelli dello scorso anno.
- Le aspettative sono migliorate solo per i Mercati Emergenti e peggiorate per gli Stati Uniti.

### Obbligazionario

- I rendimenti attesi delle obbligazioni governative dei Paesi Sviluppati sono rimasti invariati, al 2,5% annuo.
- Le obbligazioni High Yield offrono un rendimento atteso solo dell'1% superiore a quelle Investment Grade, che promettono ora quasi il 4,1% a lungo termine.
- Le obbligazioni governative a lunga scadenza hanno un rendimento atteso inferiore rispetto alle obbligazioni governative a breve scadenza per i Mercati Sviluppati. Le prospettive dei linkers, vale a dire dei titoli legati all'andamento dell'inflazione, sembrano leggermente migliori.
- Le Obbligazioni Societarie Investment Grade offrono di nuovo rendimenti attraenti. Se consideriamo le emissioni più rischiose le Obbligazioni Governative dei Mercati Emergenti sembrano migliori delle High Yield.

# L'ambiente macroeconomico

L'analisi macroeconomica è un elemento cruciale del processo di Asset Allocation Strategica poiché ci aiuta a stimare la crescita a lungo termine degli utili delle aziende quotate e gli scenari dei tassi di interesse per le obbligazioni.

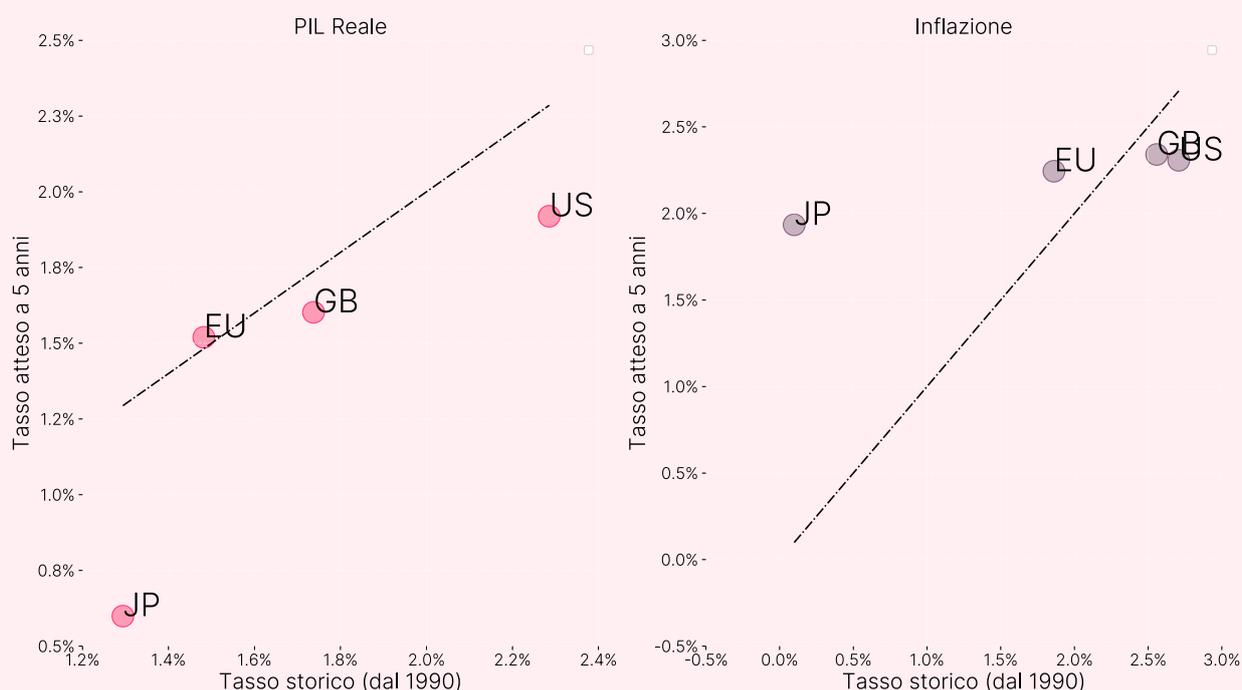
Per stimare il tasso terminale delle obbligazioni e la crescita degli utili per l'azionario ci serviamo delle stime di crescita pubblicate dal Fondo

Monetario Internazionale. Per i mercati emergenti, la crescita degli utili viene stimata attraverso le stime sul volume delle esportazioni, sempre usando come fonte le previsioni del Fondo Monetario Internazionale.

Quest'anno le aspettative a lungo termine per il Pil reale sono migliori rispetto all'anno scorso, con le aspettative a 5 anni per gli Stati Uniti che

si attestano intorno al 1,9% rispetto a una mediana storica del 2,4%. Le aspettative per quanto riguarda l'inflazione rimangono più alte rispetto alla mediana storica per l'Unione Europea e il Giappone, mentre per il Regno Unito e gli Stati Uniti sembrano essere in una posizione migliore, anche se l'inflazione media nei prossimi 5 anni dovrebbe attestarsi sopra l'obiettivo del 2% delle banche centrali.

## Previsioni di crescita economica e inflazione a 5 anni e mediana storica



Fonte: Ricerca Moneyfarm, FMI

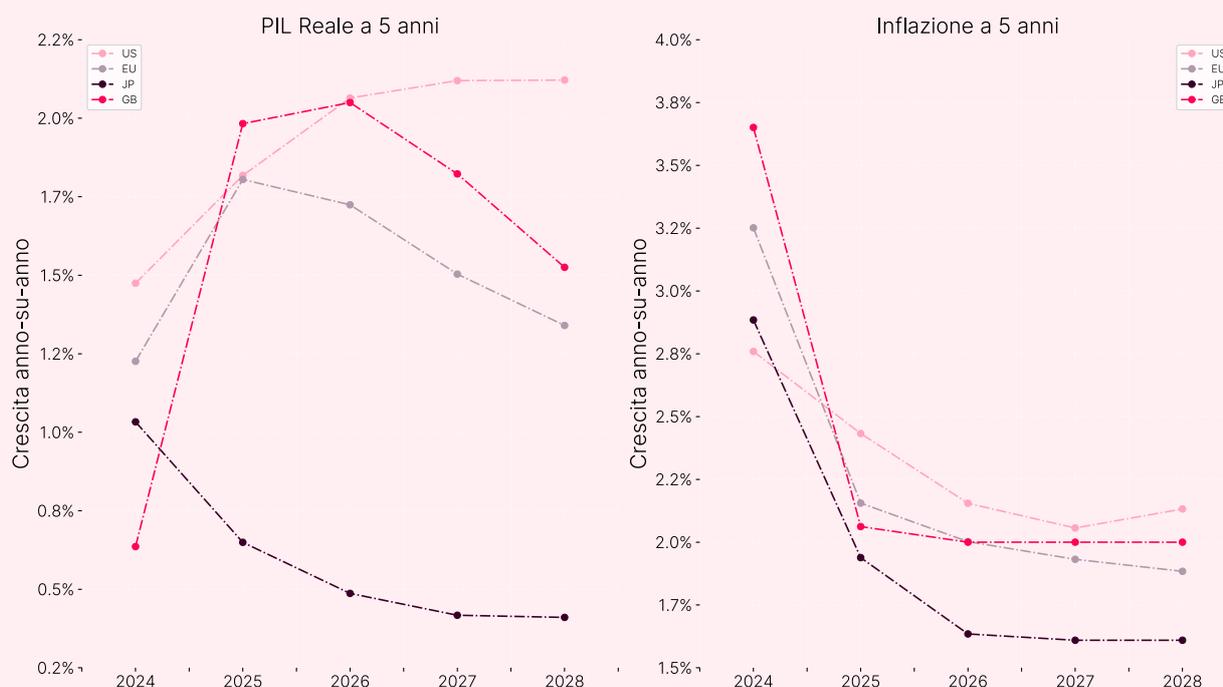
Il grafico mostra la relazione tra le aspettative attuali per il Pil e l'inflazione dell'Fmi rispetto alla loro mediana storica. Come si può notare, le aspettative per il Pil sono inferiori alla media storica (fatta eccezione per l'Europa), mentre l'inflazione dovrebbe essere al di sopra del tasso

storico, in Europa e in Giappone e al di sotto negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Queste stime sono state utilizzate per calcolare i rendimenti attesi. Riteniamo che siano caute e crediamo che ci sia spazio per una sorpresa positiva, che potrebbe beneficiare ulteriormente i rendimenti attesi.

# “ Quest’anno le aspettative a lungo termine per il Pil reale sono migliori rispetto all’anno scorso ”



## Dinamica del Pil e dell’inflazione nelle principali geografie



Fonte: Ricerca Moneyfarm

Il grafico mostra l’evoluzione prevista della crescita del Pil reale e dell’inflazione nei prossimi 5 anni. Escludendo il Giappone, la sequenza prevista della crescita del Pil è simile negli Stati Uniti, in Europa e nel Regno Unito. L’aspettativa è per una crescita positiva nel 2025 seguita da un rallentamento negli anni successivi. Le previsioni sono più rosee per gli Stati Uniti, che dovrebbero continuare a crescere anche negli anni successivi.

La crescita dell’inflazione, invece, dovrebbe normalizzarsi alla fine del 2025 in tutte le geografie, tranne gli Stati Uniti. Queste aspettative sembrano coerenti con i risultati recenti dell’economia USA, che si è comportata meglio del previsto e sembra in grado di evitare una recessione.

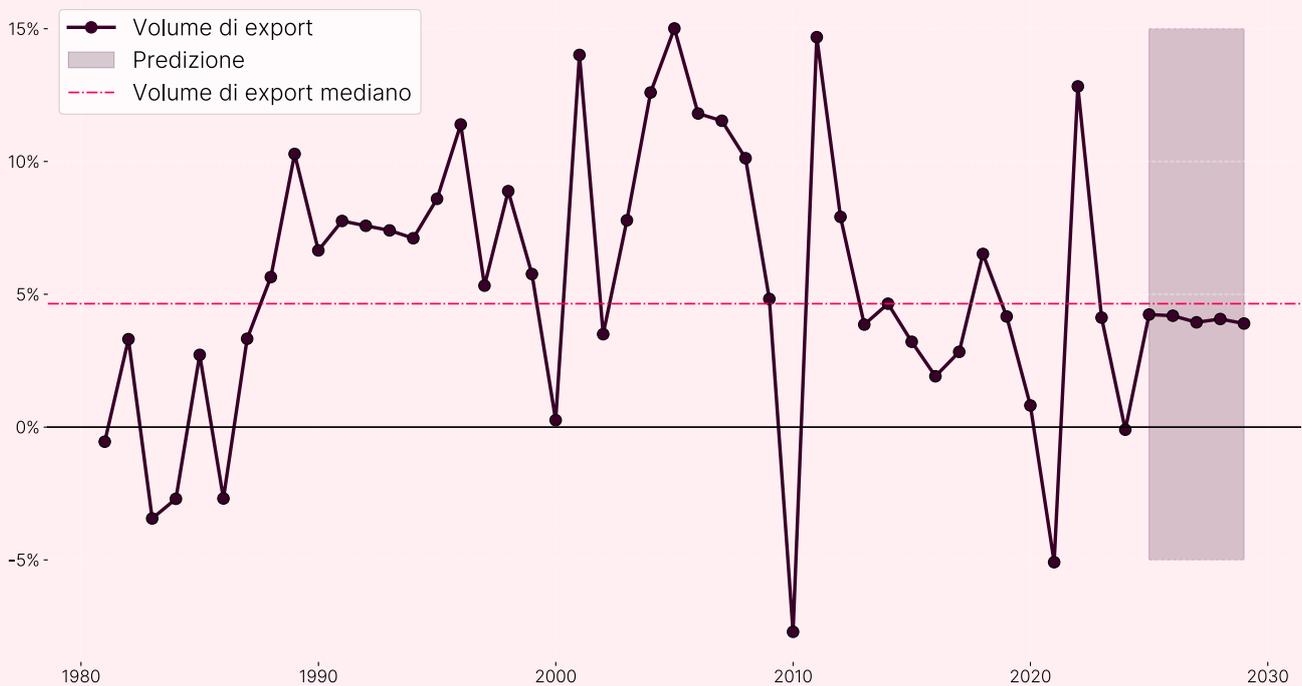
“

Dopo anni in cui i principali indicatori economici hanno marciato in territori inesplorati, vediamo l'ambiente macroeconomico tornare in un'area più familiare.



## Volume delle esportazioni dei mercati emergenti nei prossimi 5 anni

### Volume di export del Mercati Emergenti



Fonte: Ricerca Moneyfarm

Per i mercati emergenti, le stime delle esportazioni sono relativamente stabili, vicine alla loro mediana storica, come mostrato nel grafico. Questo livello segnala un rimbalzo più robusto e sostenibile rispetto ai minimi del periodo COVID. Questa statistica viene usata, tra altri fattori, per stimare i rendimenti attesi a lungo termine per i mercati emergenti.

### Qui di seguito gli assunti chiave dell'analisi macroeconomica:

- Nessuna recessione è prevista per i prossimi anni, ma la crescita rallenterà nel 2025 e 2026 per la maggior parte dei paesi.
- Si prevede che gli Stati Uniti continueranno a sovraperformare, ma a costo di un tasso di inflazione superiore al target.
- Rispetto alle stime implicite dai mercati, le aspettative di inflazione sembrano più ottimistiche per il Regno Unito (i mercati prevedono il 4% per i prossimi 12 mesi contro circa il 2%), e più pessimistiche per gli Stati Uniti (solo il 2,1% previsto dai mercati per i prossimi 12 mesi contro il 2,5%).
- L'altra principale conclusione è che i nostri rendimenti attesi (ancora positivi e cresciuti significativamente rispetto all'anno scorso) tengono conto del fatto che le stime di crescita a lungo termine siano piuttosto conservative. Ciò potrebbe lasciare spazio per una sorpresa positiva in caso di una performance più forte del Pil a lungo termine.

# Analisi dei rendimenti attesi per asset class

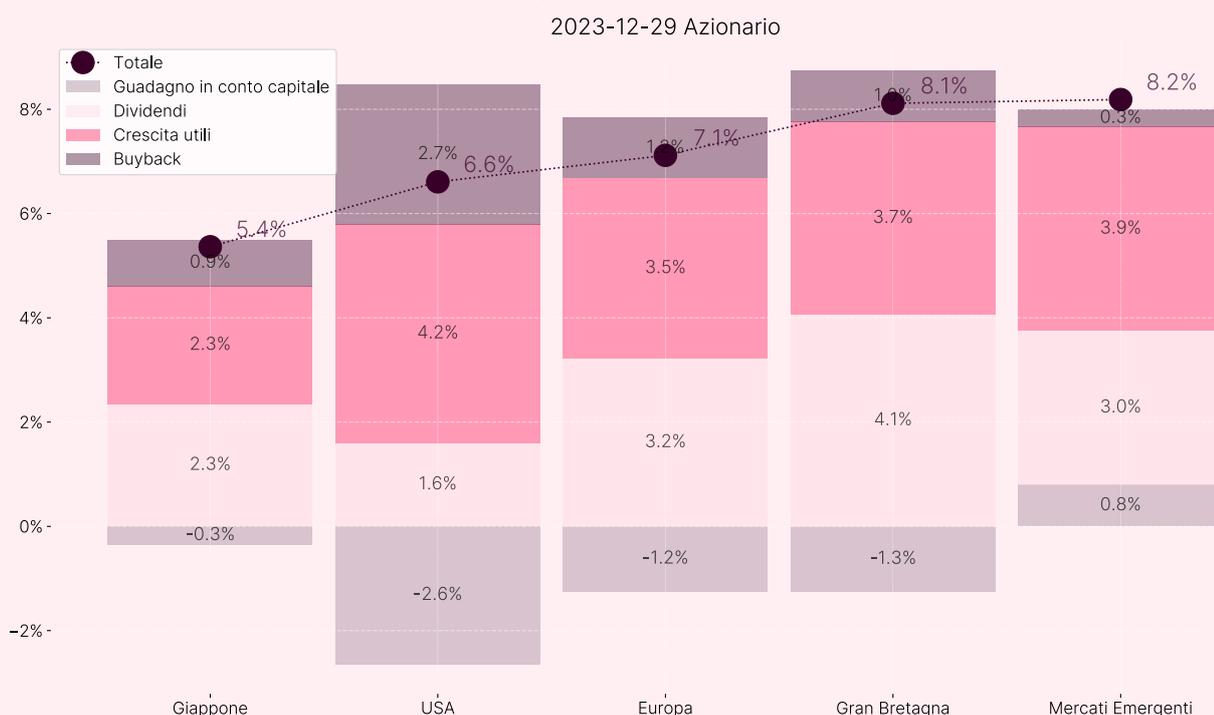
## Azionario

La figura sottostante mostra i diversi componenti che contribuiscono al rendimento atteso (contenitori colorati) e il rendimento atteso annuo (punti) per l'azionario nelle principali geografie. I guadagni in conto capitale (ovvero quelli dovuti al ritorno delle valutazioni verso la propria

media di lungo periodo) sono irrilevanti o negativi per la maggior parte dei paesi, mentre il rendimento dei dividendi e la crescita degli utili sono responsabili per la maggior parte dei rendimenti attesi di lungo periodo. Nel complesso, i mercati emergenti (EM) rappresentano

la geografia più promettente, supportati da valutazioni iniziali inferiori e da una forte crescita prevista degli utili. Anche il Regno Unito sembra altrettanto solido, con una crescita degli utili prevista molto forte e un elevato rendimento dei dividendi.

## Rendimenti attesi azionari per geografia e contributori chiave



Fonte: Ricerca Moneyfarm

Qui di seguito analizziamo le tre componenti principali che determinano i rendimenti azionari di lungo termine.

- Valutazioni:** le valutazioni sono importanti perché mettono in relazione il prezzo delle azioni con gli utili. Valutazioni più elevate

dovrebbero, a parità di altri fattori, portare a rendimenti attesi di lungo periodo più bassi. Il livello attuale delle valutazioni è leggermente superiore alla media storica di lungo termine, il che significa che le azioni sono costose rispetto alla storia, in particolare in Europa,

nel Regno Unito e negli Stati Uniti. Questo aspetto viene considerato nella componente guadagni in conto capitale, che porta un segno negativo sulle prestazioni attese a lungo termine.

- Crescita degli utili:** la crescita degli utili è un fattore chiave per i rendimenti azionari, poiché rappresenta la previsione di crescita delle aziende che guida i flussi di cassa per gli azionisti. Le nostre aspettative sono piuttosto conservative e in linea con le previsioni di una moderata crescita del Pil.
- Storicamente, la crescita mediana degli utili per azione negli ultimi 10 anni per gli Stati Uniti (la nostra maggiore esposizione azionaria) è di circa l'8%, mentre prevediamo il 4,2% per i prossimi 10 anni. Ciò rappresenta comunque il maggiore impulso ai nostri rendimenti attesi e apre la porta a una sorpresa
- positiva qualora le aziende dovessero performare meglio del previsto.
- Dividendi e buyback:** sono generalmente la componente meno volatile dei rendimenti azionari. Nell'AAS valutiamo il rendimento dei dividendi attraverso la media degli ultimi 10 anni.

## Obbligazioni governative

### Il rendimento atteso per le obbligazioni governative è composto da tre componenti principali:

- Rendimento a scadenza (carry):** può essere approssimato come il rendimento cedolare pagato dal titolo per la sua intera durata. Quando i tassi sono più elevati la componente carry ha un effetto positivo sui rendimenti attesi, ma potrebbero essere correlati a un rischio più elevato.
- Plusvalenze e minusvalenze:** se il titolo non viene detenuto fino alla scadenza, la differenza tra il prezzo di acquisto e il prezzo di vendita del titolo può generare un rendimento o una perdita. Questo prezzo è influenzato dal movimento dei tassi di interesse. Tassi di interesse più elevati influenzano negativamente il livello del prezzo del titolo.
- Default atteso:** questa componente è generalmente trascurabile nelle economie sviluppate. Un aumento del rischio di insolvenza potrebbe generalmente tradursi in spread più ampi, portando a perdite nei guadagni di capitale.

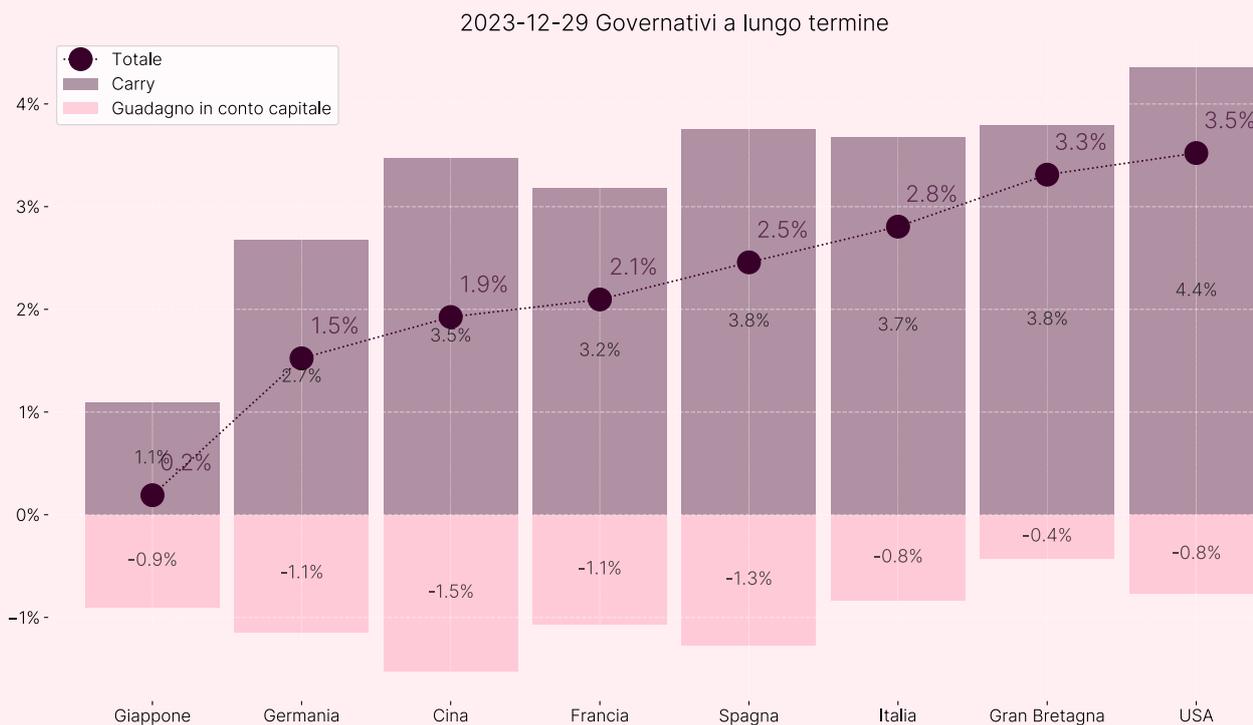
Quest'anno la differenza tra i rendimenti attesi dei titoli di Stato a breve termine e quelli a lungo termine non è molto elevata.

La componente legata ai tassi (carry) favorisce i titoli di Stato a breve termine, a causa delle curve invertite. A oggi i titoli di Stato a breve termine degli Stati Uniti rendono intorno al 4,2%, mentre quelli a lungo termine hanno una cedola del 4%.

Per quanto riguarda la dinamica di tasso, considerando la crescita economica a lungo termine e l'inflazione degli Stati Uniti, stimiamo che il tasso di equilibrio a 10 anni si attesterà intorno al 4,2% per le scadenze brevi e circa 4,9% per le scadenze più lunghe. Ciò significa che ci aspettiamo una perdita di conto capitale per i titoli di Stato a lungo termine e un guadagno per quelli a breve termine, che pertanto preferiamo rispetto alle scadenze più lunghe.

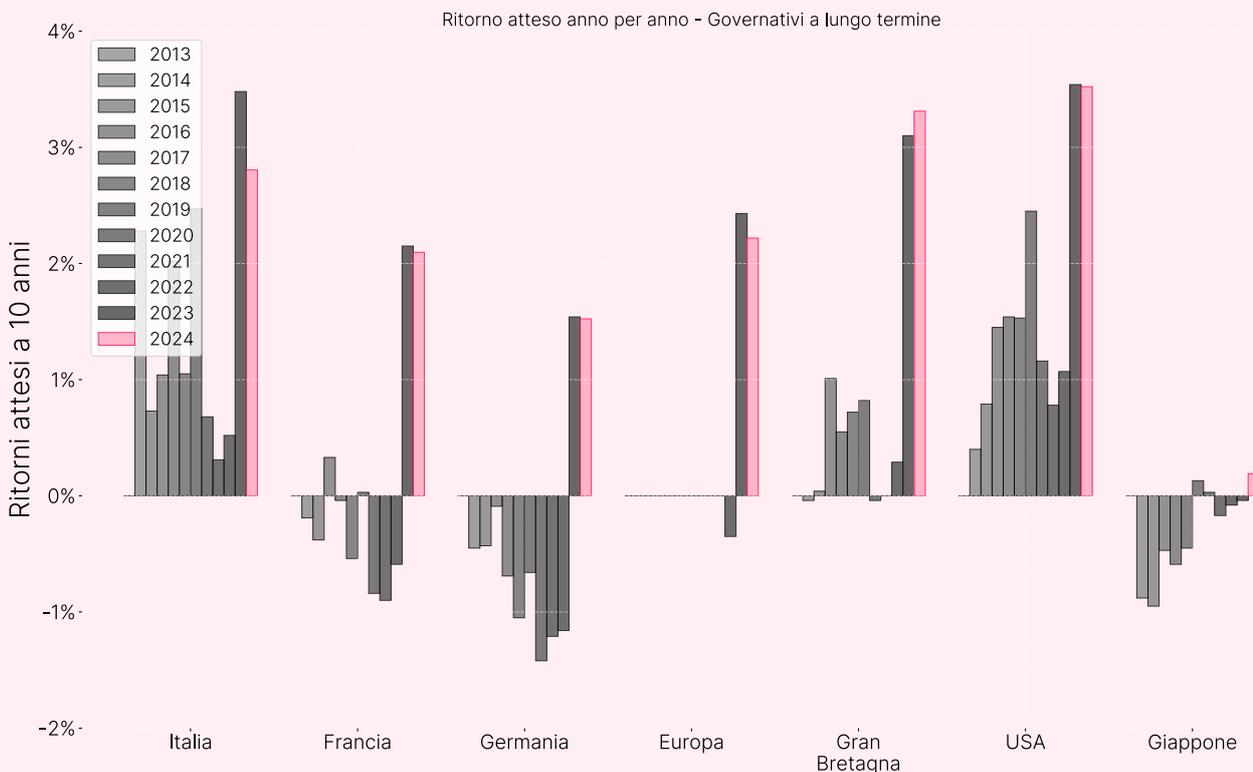
Come mostra il grafico, i rendimenti attesi delle obbligazioni governative rimangono solidi rispetto alla storia. Tuttavia, come evidenziato nel capitolo dedicato ai bond, ricordiamo che la componente obbligazionaria può dare il meglio di sé all'interno di una strategia diversificata, visto che i rendimenti attesi azionari continuano ad essere superiori.

## Rendimenti delle obbligazioni governative dei paesi sviluppati



Fonte: Ricerca Moneyfarm

## Rendimenti delle obbligazioni governative dei paesi sviluppati rispetto alla storia



Fonte: Ricerca Moneyfarm

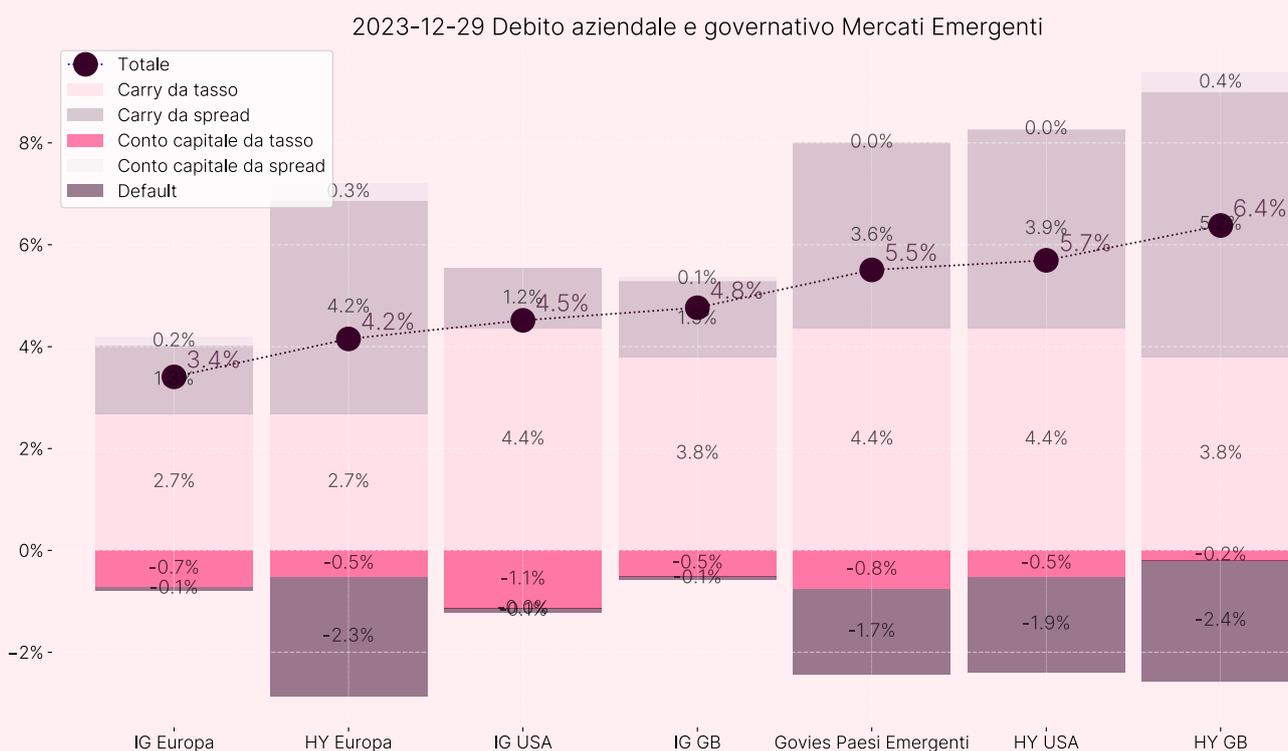
# Obbligazioni societarie e obbligazioni governative dei mercati emergenti

Tutto il comparto del credito: dalle obbligazioni societarie, alle obbligazioni governative dei paesi emergenti godono in questo momento di rendimenti attesi a 10 anni molto promettenti. Di fatto, i rendimenti attesi per queste asset class sono i più alti da quando Moneyfarm effettua le sue stime. I bond ad alto rendimento (High Yield) guidano la classifica, approfittando sia di un carry importante (principalmente guidato dai livelli dei tassi di interesse), sia di buoni spread.

Le obbligazioni societarie Investment Grade seguono da vicino e mostrano ottimi rendimenti attesi aggiustati per il rischio. Infatti, il tasso di default atteso per questa asset class resta marginale.

Anche i Mercati Emergenti sembrano promettenti, con uno spread leggermente più basso giustificato da un tasso di default atteso inferiore rispetto alle obbligazioni High Yield.

## Rendimenti attesi del credito per asset class e componenti

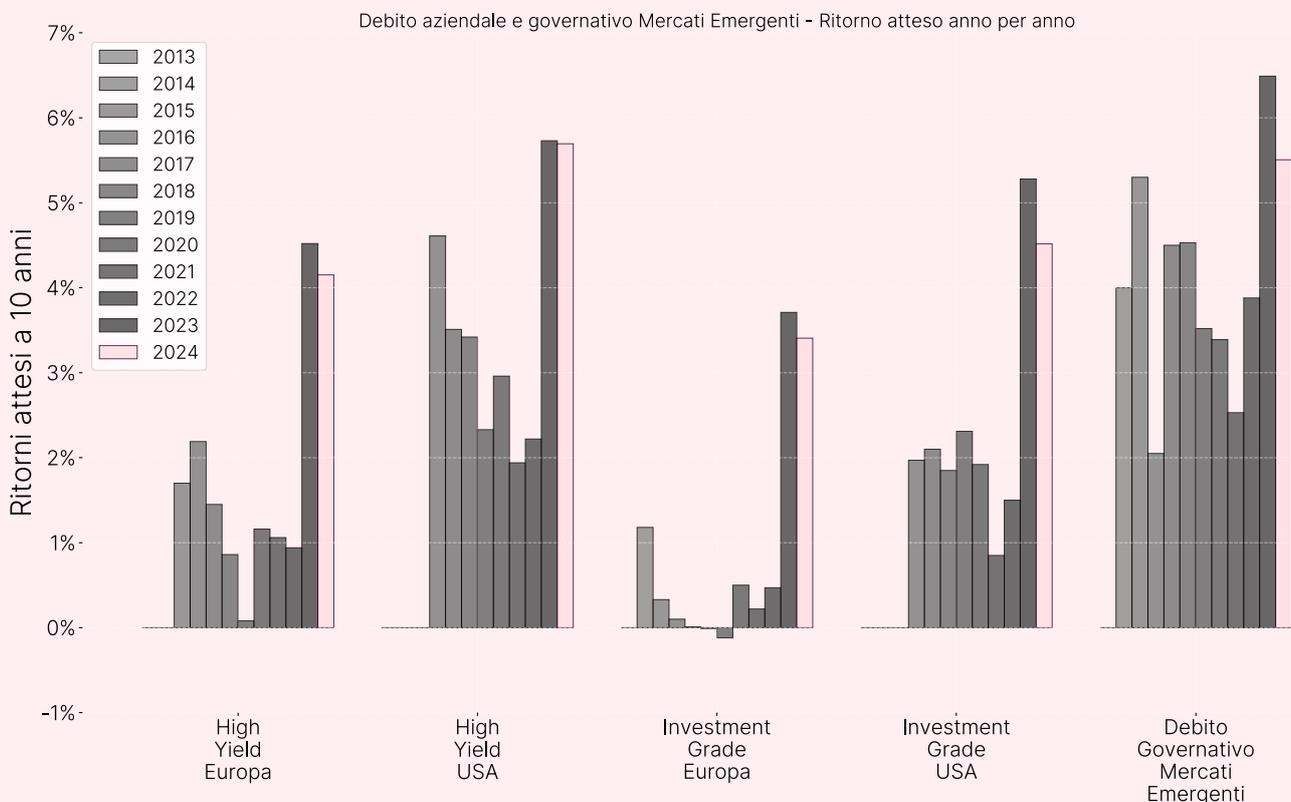


Fonte: Ricerca Moneyfarm

## Passiamo ora in rassegna le principali fonti di rendimento del credito:

- Rendimento a scadenza (carry):** può essere approssimato come il totale delle cedole pagate da un'obbligazione per tutta la sua durata. Tassi di interesse più elevati portano un carry e un rendimento atteso più alto, ma potrebbero essere la conseguenza di un rischio maggiore. Il rendimento a scadenza dei bond aziendali è misurato in termini di spread, ovvero il differenziale di rendimento rispetto al rendimento dei titoli di Stato privi di rischio (risk free). Lo spread è il premio di rischio pagato dai bond aziendali. Come si può vedere, sommando questi componenti emerge un rendimento molto forte.
- Plusvalenze e minusvalenze:** se il bond non viene detenuto fino alla scadenza, la differenza tra il prezzo di acquisto e il prezzo di vendita del bond può generare un guadagno o una perdita. Questo prezzo è influenzato dal movimento dei tassi di interesse e dello spread. Tassi di interesse o spread in crescita influenzano negativamente il livello del prezzo del bond.
- Default atteso:** Il tasso di default del bond. Questa componente tende a essere correlata al rischio di credito. Come si può vedere dal grafico, è più rilevante nei prodotti ad alto rendimento, che sono i più rischiosi.

## Rendimenti del credito rispetto alla storia



Fonte: Ricerca Moneyfarm

# I portafogli strategici

La fase finale del processo di allocazione strategica degli asset è la creazione dei nostri portafogli strategici. Una volta identificato lo spettro dei livelli di rischio, selezioniamo le diverse combinazioni di asset che massimizzano il rendimento atteso per ciascun portafoglio. L'ottimizzazione è stata eseguita alla fine di dicembre 2023.

Trovare la composizione ottimale significa considerare i rendimenti attesi, la volatilità attesa e la correlazione tra le diverse classi di asset. Per considerare contemporaneamente questi tre elementi, utilizziamo delle formule e dei processi

matematici, create inserendo delle cautele contro la sottovalutazione del rischio.

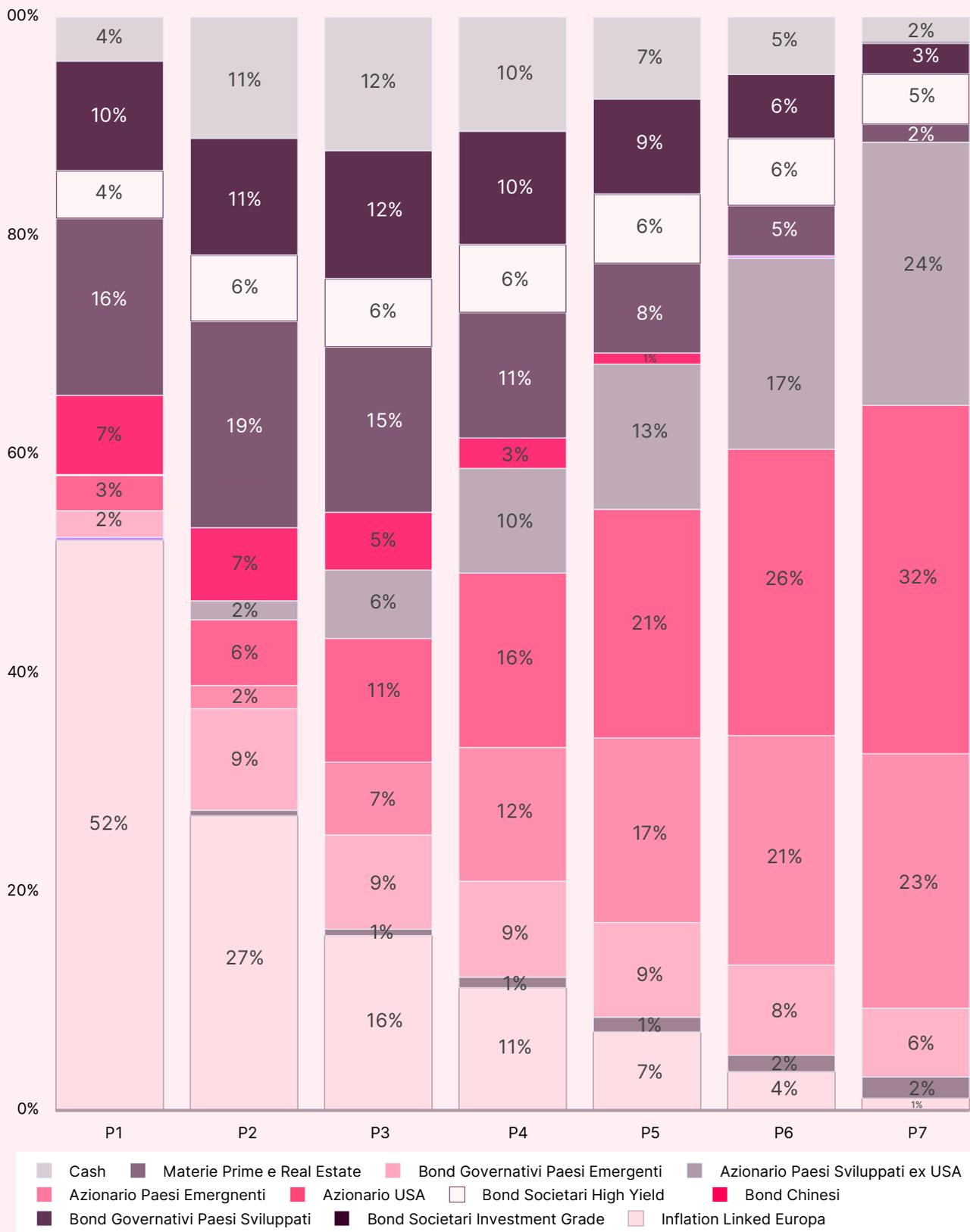
Successivamente, vengono effettuati controlli di qualità sia alle fasi di input sia di output. Ogni assunto - dal livello di rischio delle asset class, alla stima dei rendimenti attesi e ai benefici attesi della diversificazione - è soggetto a verifica da parte dei membri del team di Asset Allocation, nonché del Comitato Investimenti.

Il risultato sono una serie di portafogli che ottimizzano il rendimento atteso per l'investitore per ogni livello di rischio.

**Ecco dunque i portafogli strategici per il 2024. Nonostante i buoni rendimenti obbligazionari, le allocazioni multi-asset ottimali continuano a far molto affidamento sull'azionario per massimizzare il rendimento di lungo termine.**

- I rendimenti attesi sono positivi e superiori rispetto alla storia per tutte le asset class principali. Ma l'azionario svolge ancora un ruolo chiave per l'ottimizzazione dei rendimenti.
- I rendimenti attesi obbligazionari positivi portano questa asset class ad avere uno spazio molto rilevante nei portafogli.
- Preferiamo le obbligazioni con scadenze brevi per quanto riguarda i titoli di stato dei paesi sviluppati.
- I portafogli sono più orientati verso azioni dei mercati emergenti, liquidità e materie prime a causa dei rendimenti attesi più elevati rispetto allo scorso anno.

## I portafogli strategici 2024



Fonte: Ricerca Moneyfarm

**moneyfarm**  
Investire, insieme.