



Zarattini & Co | Bank

# MARKET OUTLOOK

2023  
Secondo Trimestre

A cura di:

Andrea Mognon, CFA  
Paolo Silvagni, CFA

# MARKET OUTLOOK

SECONDO TRIMESTRE 2023

Dopo un anno complesso come il 2022 si sperava meno incertezza nel 2023. Le aspettative di una fase di rallentamento economico generalizzato soprattutto tra le economie occidentali erano mitigate da una domanda ancora molto sostenuta e dalla capacità di risparmio accumulata. Soprattutto in Europa, dove a seguito dell'aumento del costo dell'energia ci si attendeva una recessione. L'economia europea invece ha continuato a crescere per tutto il 2022 e la positività si è riversata inizialmente sul mercato azionario.

Proprio questa forza del ciclo economico ha però spaventato le banche centrali. I dati sull'inflazione, dopo una fase di rallentamento pronunciato, sono ora stabilmente a livelli ben superiori agli obiettivi della banca centrale. Soprattutto il dato core, che misura l'inflazione depurata dei fattori più volatili, si mantiene a livelli elevati, in US è pari al 5.5% annualizzato e in EU al 5.6%, sui massimi assoluti. Benché le dinamiche sui due lati dell'atlantico non siano uguali, in entrambi i casi si sta parlando di una inflazione persistente, che impatta ormai sul lato dei servizi e quindi legata anche alla dinamica salariale.

La reazione delle banche centrali, a fronte di questi dati, è quindi quella di mostrare un maggiore impegno a tenere sotto controllo l'inflazione. Questo si traduce sostanzialmente in tassi terminali più elevati di quanto atteso dai mercati e soprattutto di escludere eventuali tagli per quanto è possibile vedere in futuro. Per il mercato questo ha significato sostanzialmente ritornare ad una fase simile al 2022, in cui i tassi elevati pesano su tutti gli asset. Questo cambiamento di aspettative si è rivelato particolarmente pesante ancora una volta sulle obbligazioni a lunga scadenza, che hanno perso i guadagni fatti da inizio anno.

Fino a fine febbraio però la maggior parte dei dati sembravano confermare una sostanziale robustezza del sistema, nonostante si temesse che non tutti i settori potessero passare indenni il veloce rialzo dei tassi del 2022. Gli eventi di marzo hanno mostrato quanto questo timore fosse corretto. Il fallimento della banca regionale Silicon Valley Bank, pur essendo il risultato di caratteristiche specifiche dell'istituto, ha focalizzato l'attenzione dei mercati sul settore, sottolineando anche quali elementi di debolezza emergono in questa fase di tassi più elevati.

Silicon Valley Bank, banca utilizzata soprattutto da startup e venture capital, si è trovata a dover liquidare i depositi in uscita con obbligazioni governative, cioè asset liquidi e sicuri ma il cui valore di realizzo si era ridotto a causa dei tassi. Il timore che gli asset della banca non potessero quindi coprire i depositi ha di fatto aperto una crisi di liquidità che in tre giorni ha costretto i regolatori US a chiudere l'istituto e a garantire i depositi stessi. SVB era un caso estremo in cui il rischio tasso non era stato gestito bene, aggravato da una base di clientela particolare e concentrata, società tech e start up. Pochi giorni dopo la crisi di fiducia ha colpito in Europa, con Credit Suisse, già sotto pressione a inizio anno, che ha avuto difficoltà a garantire la propria solidità alle controparti. Con i CDS sopra 1'000, anche Credit Suisse ha avuto una crisi di liquidità che ha costretto i regolatori svizzeri ad intervenire e a pilotare l'acquisizione da parte di UBS. Nel frattempo, le banche centrali hanno fornito la liquidità necessaria a tutto il sistema finanziario, evitando per ora un contagio.

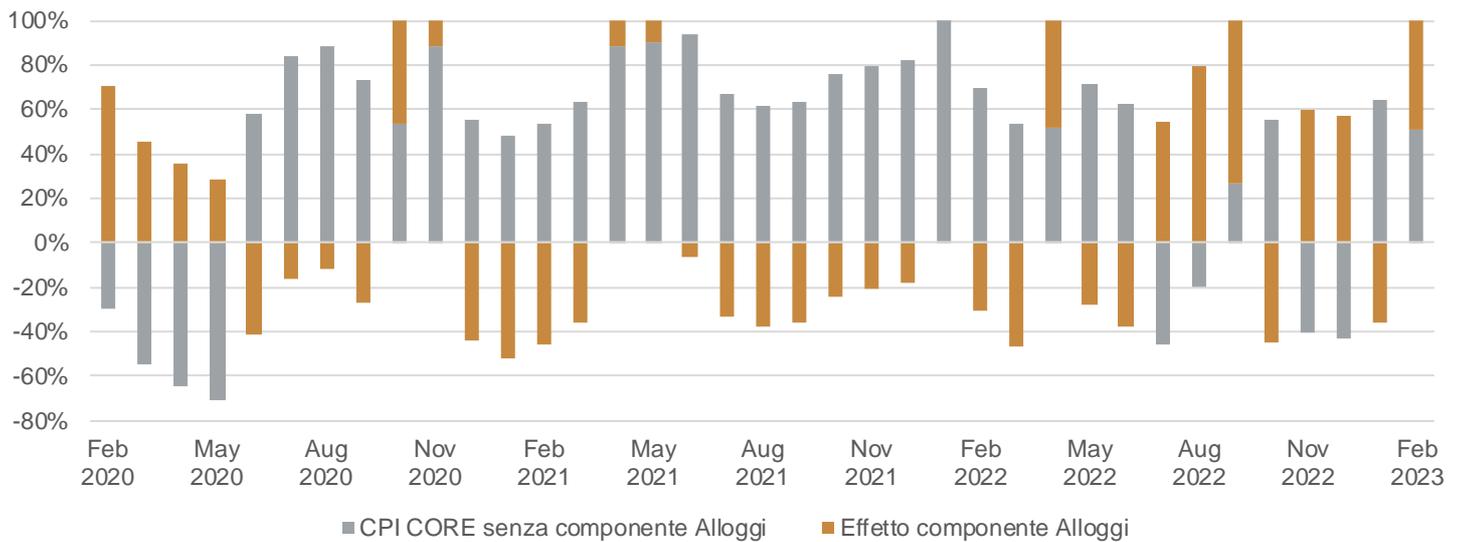
Questi due episodi mostrano che il livello attuale dei tassi ha un impatto sull'economia e i veloci cambiamenti degli ultimi anni hanno sicuramente reso più fragile il sistema finanziario. Nonostante questo, possiamo dire che non si tratta di un nuovo 2008, almeno per ora. Benché ci siano degli elementi comuni, la crisi non nasce da fallimenti di crediti cattivi, ma per assurdo dall'eccesso di liquidità presente, che ha portato molte banche ad investire in titoli sicuri ma a basso rendimento, che hanno risentito però del forte rialzo dei tassi. Non tutte le banche sono nella stessa situazione, anzi. Rispetto al 2008 gli istituti bancari hanno aumentato i controlli e i capitali di rischio per ridurre l'impatto in caso di fallimento. E infatti sono sotto la lente soprattutto le banche regionali statunitensi che hanno beneficiato di una regolamentazione più permissiva di quella delle grosse banche US e delle banche Europee. Questo potrebbe non essere sufficiente in caso di un contagio che porta ad un bank run diffuso, ma di sicuro rende più facile frenare le catene di reazioni isteriche.

Questi eventi però segnalano l'assestarsi di una nuova fase nel ciclo economico. Innanzitutto, rendono chiaro che il rialzo dei tassi sta avendo un effetto sul tessuto economico. I dati di inflazione e di mercato del lavoro ancora non lo fanno vedere, ma diversi settori iniziano a sentire il peso della stretta monetaria. Il settore immobiliare, le aziende indebitate e ora anche le banche hanno dal lato del debito un costo maggiore. Il settore finanziario in particolare ha beneficiato inizialmente di una fase estremamente favorevole perché gli impieghi rendono molto di più del costo del deposito solo grazie alla manovra delle banche centrali. Ora, invece, la liquidità deve essere remunerata a livelli più in linea con i tassi, e quindi si ridurrà la marginalità. Questo è chiaro dall'andamento dei titoli del settore, che dopo aver beneficiato di un rally proprio per queste condizioni perfette (elevati ritorni su asset poco rischiosi e funding poco costoso sui depositi) ora invece risentono delle prospettive decisamente meno rosee. Ancora di più questa crisi del settore bancario avrà un effetto ulteriormente restrittivo sul credito. Questo è l'effetto che cercano le banche centrali, che quindi possono valutare di ridurre il proprio sforzo sui tassi.

Questa crisi segna quindi la possibilità che siamo vicini alla fine della fase restrittiva delle banche centrali. È vero che i due dati principali, inflazione e mercato del lavoro, non mostrano segnali sufficienti a confermare un rallentamento sufficiente. In particolare, in Europa l'inflazione core conferma come l'aumento dei prezzi si sia radicato nelle dinamiche sia dei servizi che dei salari. Unito ad una disoccupazione ai minimi storici suggerisce che il lavoro della Banca Centrale Europea debba ancora terminare, come conferma l'ultima decisione di rialzo di 50bps.

Sembra migliore l'evoluzione negli Stati Uniti, in cui il dato core è legato per buona parte alla dinamica degli alloggi. In questo caso le caratteristiche tecniche dell'indice fanno in modo che l'effetto del rialzo dei tassi sui prezzi degli alloggi sia percepito con ritardo. Anzi l'aumento dei tassi contribuisce, almeno inizialmente, ad aumentare anche i prezzi degli affitti, che poi finiscono nell'indice. I dati più anticipatori però segnalano che la correzione sul mercato delle case è già in atto e anzi genera un po' di apprensione. È quindi da attendersi che prima o poi i dati sull'inflazione segneranno una forte riduzione solo per questo effetto.

**Peso della componente alloggi nel dato CPI Core mensile**



Fonte: US Bureau of Labor Statistics  
Dati al 28.02.2023

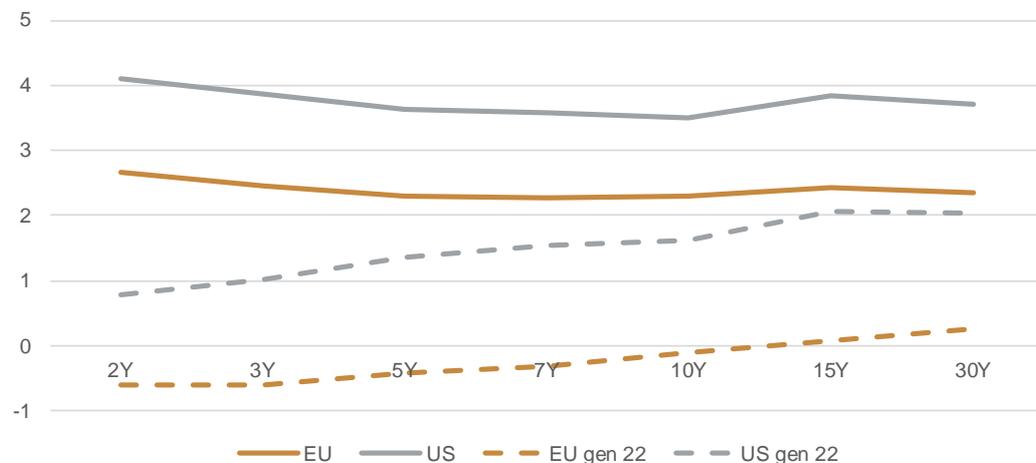
Per concludere, siamo ancora nella fase finale del ciclo economico. Iniziano ad essere evidenti ora gli effetti dei rialzi dei tassi e quindi è prevedibile che nei prossimi mesi aumenteranno le possibilità che il rallentamento si trasformi in recessione. Le reazioni delle banche centrali, ma anche del mercato, fanno pensare che ci sia ancora della fragilità, ma la velocità e l'ampiezza dell'azione dei policy maker fa pensare che gli scenari peggiori possano essere evitati o mitigati. Pur mantenendo un approccio cauto, quindi, continuiamo ad aspettarci una fase laterale di mercato e uno scenario di rallentamento economico non particolarmente profondo.

### Obbligazionario

Il reddito fisso è ancora l'asset class più interessante in questa fase del ciclo. L'attuale curva dei tassi, sia in EUR che in USD, ha la classica conformazione piatta o invertita, che conferma le aspettative di un rallentamento economico che costringerà le banche centrali a ridurre il livello dei tassi. Questo comporta anche che non c'è in generale un premio a possedere titoli a scadenza più lunga, perché rendono pari o meno dei titoli a scadenza più breve. Per questo motivo un portafoglio difensivo, a differenza di solo un anno fa, può essere costruito con rendimenti buoni e scadenze sui 4-5 anni. Le scadenze più lunghe diventeranno importanti una volta in prossimità del massimo dei rialzi. Ci può essere ancora qualche allineamento, ma le aspettative sui tassi di lungo periodo sono ormai prezzati. In più i titoli di migliore credito e con maggiore lunghezza possono fungere da protezione in caso il rallentamento economico si manifestasse. La riduzione dei tassi, a questi livelli, rappresenta ancora una valvola di salvezza per le banche centrali ed è anche il motivo per cui i tassi a lunga non sono saliti alla pari di quelli a breve.

Risultano invece meno interessanti in questa fase i titoli ad alto rendimento. La stretta creditizia che seguirà a questo rialzo dei tassi e alla seguente crisi bancaria avrà un effetto nei prossimi mesi sulle aziende più indebitate. Da questo punto di vista non riteniamo necessario abbandonare completamente l'asset class, ma ridurre i rischi maggiori e al tempo stesso approfittare delle fasi di allargamento improvviso, che permettono di ottenere su un portafoglio diversificato rendimenti più interessanti. È ovviamente importante valutare il singolo emittente, dato che la liquidità sarà un problema.

### Curve dei tassi



Fonte: Bloomberg, elaborazione Zarattini & Co. Bank  
Dati al 31.03.2023

### Azionario

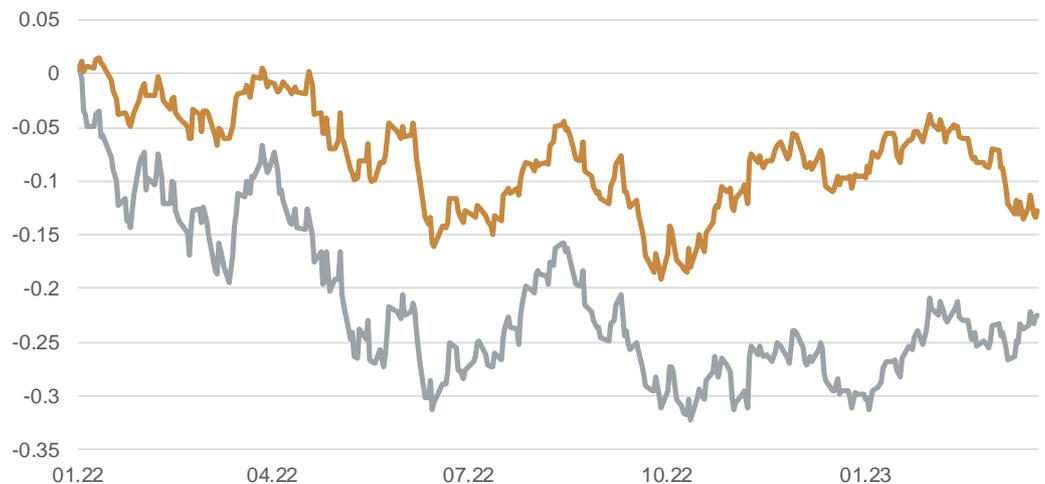
Nella precedente edizione della presente pubblicazione (Market Outlook primo trimestre 2023) avevamo previsto che i mercati azionari globali anche nel primo trimestre del 2023 sarebbero rimasti altamente sensibili ai dati di inflazione e occupazione e a come questi dati avrebbero influenzato gli orientamenti delle banche centrali, in particolare Fed e BCE. Avevamo ipotizzato come scenario più probabile una lenta decrescita del tasso di inflazione e, come conseguenza, una sostanziale prosecuzione nel primo trimestre del 2023 della tendenza ribassista prevalente in quasi tutti i principali indici azionari del mondo nel 2022. Ciò che invece non avevamo previsto è stata l'improvvisa inversione di marcia decisa dalle autorità cinesi a fine dicembre 2022 riguardo alla politica "zero Covid". Infatti, il repentino ed immediato passaggio da restrizioni ai movimenti delle persone tra i più severi del mondo intero per quasi tre anni alla pressoché totale rimozione di tutte le limitazioni ha scatenato nel mese di gennaio 2023 un forte rimbalzo di tutti i listini globali, in particolare quelli asiatici. Tuttavia, una volta scontato questo effetto, a partire dal mese di febbraio la nostra previsione si è rivelata corretta, in quanto una discesa del tasso di inflazione, tanto in Europa quanto in America, molto più lenta rispetto a quanto sperato dalle banche centrali e dagli operatori economici, specialmente nella sua componente "core" e legata ai servizi, ha provocato un raffreddamento delle performance del mercato azionario. Il persistere dell'inflazione elevata, unitamente alle crisi bancarie che si sono manifestate a marzo su entrambe le sponde dell'Atlantico (in particolare Silicon Valley Bank e Credit Suisse), ha fatto sì che al 24 marzo i principali indici azionari globali mostrino per l'anno in corso delle performance positive ma estremamente modeste, specialmente se raffrontate con le forti perdite subite nel 2022. La tabella sottostante riporta i rendimenti dei principali indici di borsa mondiali negli scorsi due anni e per tutto l'anno in corso fino al 24 marzo (YTD):

Indice azionario:	Valuta:	2021	2022	YTD 2023
World (MSCI World)	USD	20.14%	-19.46%	3.45%
New York (S&P 500)	USD	26.89%	-19.44%	3.42%
Toronto (S&P/TSX)	CAD	21.74%	-8.66%	0.60%
London (FTSE 100)	GBP	14.30%	0.91%	-0.62%
Paris (CAC 40)	EUR	28.85%	-9.50%	8.36%
Amsterdam (AEX)	EUR	27.75%	-13.65%	6.21%
Frankfurt (DAX)	EUR	15.79%	-12.35%	7.42%
Zurich (Swiss)	CHF	20.29%	-16.67%	-0.89%
Milan (FTSE MIB)	EUR	22.54%	-13.31%	9.22%
Madrid (IBEX 35)	EUR	7.93%	-5.56%	6.85%
Dubai (DFM)	AED	28.25%	4.39%	0.40%
Singapore (FTSE Straits Times)	SGD	9.84%	4.09%	-1.19%
Hong Kong (Hang Seng)	HKD	-14.08%	-15.46%	0.68%
Shanghai (CSI 300)	CNY	-5.20%	-21.63%	4.01%
Tokyo (Nikkei)	JPY	4.91%	-9.37%	4.95%
Sydney (ASX 200)	AUD	13.02%	-5.45%	-1.19%

Fonte: Bloomberg, elaborazione Zarattini & Co. Bank  
Dati al 24.03.2023

Nel corso del 2022, coerentemente con la generale fase ribassista che ha prevalso nei mercati azionari globali, si è rivelata corretta la nostra preferenza adottata per azioni di tipo “quality” e “value” rispetto ad azioni “growth”, dato che queste ultime soffrono gli elevati costi del capitale causato dall’aumento dei tassi di interesse. Tuttavia, nelle ultime settimane la tendenza ha iniziato ad invertirsi, come illustrato dal seguente grafico, il quale raffronta l’andamento giornaliero degli indici americani Russell 1000 Value Index e Russell 1000 Growth Index da inizio 2022 fino al 24 marzo 2023:

### Value vs Growth



Fonte: Bloomberg, elaborazione Zarattini & Co. Bank  
Dati al 24.03.2023

Per quanto riguarda il secondo trimestre del 2023, osserviamo una combinazione di svariati fattori negativi che continueranno a gravare sui mercati azionari, tra cui:

- la prosecuzione del conflitto russo-ucraino;
- il progressivo acuirsi delle tensioni geopolitiche fra Stati Uniti e Cina;
- la stabilizzazione dei prezzi delle principali materie prime su valori storicamente elevati;
- una discesa dei tassi di inflazione nelle principali economie molto più lenta rispetto a quanto sperato da operatori economici e finanziari e dalle banche centrali;
- il possibile “contagio” ad altri istituti finanziari delle situazioni di stress recentemente innescate dalle crisi di Silicon Valley Bank e Credit Suisse, anche tenendo conto del generale pessimismo che si è instaurato nel comparto delle obbligazioni convertibili di tipo AT 1.

A causa dei sopra-elencati fattori, Banca Zarattini & Co. ritiene che la fase ribassista che caratterizza i principali listini azionari globali a partire da inizio 2022 proseguirà anche nel secondo trimestre del 2023.

Dal punto di vista geografico, alla luce dei movimenti degli ultimi mesi non riteniamo che vi siano zone geografiche con listini azionari particolarmente sopravvalutati o sottovalutati rispetto ad altri. Di conseguenza, fermo restando la generale view ribassista, Banca Zarattini & Co. consiglia di mantenere una suddivisione geografica degli investimenti azionari bilanciata ed in linea con i benchmark globali, senza particolari distinzioni regionali.

Dal punto di vista dello stile, invece, sulla base delle tendenze osservate nelle ultime settimane, poniamo fine alla nostra preferenza per i titoli “value” e “quality” rispetto ai titoli “growth”. Perciò, per il secondo trimestre 2023, Banca Zarattini & Co. consiglia di adottare un approccio “bottom up” alla selezione azionaria finalizzato a valutare ciascun titolo individualmente e a mantenere una esposizione azionaria bilanciata fra titoli “value” e titoli “growth”.

Infine, dal punto di vista settoriale, Banca Zarattini & Co. continua a mantenere in generale una view neutra che predilige un approccio bilanciato e ben diversificato fra i vari settori. Tuttavia, raccomandiamo particolare cautela per quanto riguarda il comparto finanziario.

### Materie prime

Nella precedente edizione della presente pubblicazione (Market Outlook primo trimestre 2023) avevamo previsto una sostanziale stabilità dei prezzi di tutte le materie prime intorno ai livelli di fine 2022, senza movimenti particolarmente violenti. La tabella sottostante riporta l'andamento dei prezzi delle principali materie prime a vari intervalli storici, a fine 2022 e al 24 marzo 2023, e conferma la validità delle nostre previsioni per il trimestre:

<b>Materie prime:</b>	<b>31.12.2009</b>	<b>31.12.2019</b>	<b>31.12.2021</b>	<b>31.12.2022</b>	<b>24.03.2023</b>
Oro (XAU:USD)	1096.98	1517.27	1829.20	1824.02	1826.92
Argento (XAG:USD)	16.88	17.85	23.31	23.95	20.91
Petrolio (WTI)	79.36	61.06	75.21	80.26	77.05
Petrolio (Brent)	77.93	66.00	77.78	85.91	83.89
Grano (W 1)	541.50	558.75	770.75	792.00	691.50
Rame (LMCADS03)	7375.00	6174.00	9720.50	8372.00	8961.00

Fonte: Bloomberg, elaborazione Zarattini & Co. Bank  
Dati al 24.03.2023

Per il secondo trimestre del 2023 prevediamo:

- la continuazione della fase di sostanziale stabilità dei prezzi di petrolio e gas naturale, a meno che non si verifichino repentini ed imprevedibili deterioramenti dello scenario geopolitico in una delle zone di produzione di questi combustibili fossili;
- il mantenimento dei prezzi delle materie prime agricole su livelli storicamente molto elevati, anche se la prosecuzione dell'accordo fra Russia ed Ucraina per l'esportazione di grano dai porti affacciati sul Mar Nero dovrebbe garantire la prosecuzione della lenta discesa del prezzo del grano osservata negli ultimi mesi;
- l'avvio di una nuova fase di rialzo dei prezzi dei metalli industriali, incluse le “terre rare”, per via della forte accelerazione in tutte le principali economie dei progetti legati alla transizione ecologica;
- il mantenimento del prezzo dell'oro sui massimi storici, per via della continuazione del processo di diversificazione delle riserve valutarie da parte delle banche centrali e, più in generale, a causa del fatto che il metallo giallo continua a svolgere il ruolo di “bene rifugio” in uno scenario economico e geopolitico assai complicato.

### Valute

Nella precedente edizione della presente pubblicazione (Market Outlook primo trimestre 2023) avevamo previsto per il trimestre in corso un dollaro americano inversamente correlato ai mercati azionari e assieme ad essi dipendente dai dati sull'inflazione. Avevamo correttamente previsto che la lenta decrescita dei tassi di inflazione avrebbe mantenuto il dollaro americano su livelli storicamente forti rispetto a tutte le altre principali valute durante il primo trimestre del 2023, come mostrato nella tabella sottostante, la quale riporta l'andamento dei tassi di cambio delle principali coppie di valute a vari intervalli storici, a fine 2022 ed al 24 marzo 2023:

Valute:	31.12.2009	31.12.2019	31.12.2021	31.12.2022	24.03.2023
USD:CAD	1.0532	1.2990	1.2637	1.3554	1.3744
USD:MXN	13.0914	18.9265	20.5294	19.5000	18.4448
USD:BRL	1.7445	4.0304	5.5758	5.2804	5.2466
GBP:USD	1.6170	1.3257	1.3532	1.2083	1.2233
EUR:USD	1.4321	1.1213	1.1370	1.0705	1.0760
USD:NOK	5.7935	8.7855	8.8183	9.8038	10.4820
EUR:SEK	10.2542	10.5008	10.2938	11.1604	11.2222
EUR:CHF	1.4836	1.0856	1.0375	0.9896	0.9899
EUR:PLN	4.1006	4.2542	4.5869	4.6852	4.6879
USD:RUB	30.0350	61.9893	74.6788	74.1875	n.a.
EUR:TRY	2.1467	6.6704	15.0815	19.9835	20.4287
USD:INR	46.5250	71.3788	74.3375	82.7350	82.4812
USD:SGD	1.4049	1.3459	1.3490	1.3395	1.3322
USD:CNY	6.8271	6.9632	6.3561	6.8986	6.8673
USD:JPY	93.03	108.61	115.08	131.12	130.73
AUD:USD	0.8977	0.7021	0.7263	0.6813	0.6645
NZD:USD	0.7228	0.6740	0.6826	0.6350	0.6203
USD:ZAR	7.3980	14.0000	15.9372	17.0374	18.1570

Fonte: Bloomberg, elaborazione Zarattini & Co. Bank  
Dati al 24.03.2023

Così come i mercati azionari hanno vissuto un modesto rimbalzo nel primo trimestre 2023, allo stesso modo il dollaro americano ha fatto registrare un modesto deprezzamento rispetto alle altre valute principali (come ad esempio la sterlina inglese o l'euro) che non cambia il trend generale di apprezzamento del biglietto verde.

Per il secondo trimestre del 2023 prevediamo una sostanziale continuazione dei trend che hanno caratterizzato gli ultimi trimestri, ovvero dollaro forte rispetto alle altre principali valute del pianeta (come ad esempio l'euro, la sterlina inglese, lo yen giapponese, il dollaro canadese ed il dollaro australiano). Prevediamo poi un franco svizzero stabile a livelli intorno alla parità con il dollaro, dato che la divisa elvetica continuerà ad essere vista come "bene rifugio" in una situazione storica caratterizzata da forti tensioni economiche e geopolitiche. Infine, prevediamo una rinnovata accelerazione del processo di deprezzamento della lira turca nei confronti delle altre principali valute, per via del progressivo deterioramento della situazione economico-finanziaria del Paese.



Le informazioni contenute in questo documento non costituiscono consigli di investimento, ma una mera descrizione dei prodotti.

Le decisioni di investimento devono basarsi sul prospetto informativo semplificato e completo, integrato in ogni caso dal più recente rendiconto annuale e dalla più recente relazione semestrale e dal modulo di sottoscrizione e il relativo allegato, che congiuntamente rappresenta la documentazione vincolante per l'acquisto di quote del comparto in Italia.

Il prospetto informativo contiene dettagliate informazioni sui rischi. Tutte le opinioni date e qui rappresentate riflettono le attuali valutazioni di Banca Zarattini & Co SA.

Le opinioni espresse in queste valutazioni possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso.

Le performance sono misurate al lordo degli oneri fiscali vigenti nei Paesi di residenza.

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

Ad uso esclusivo interno, degli intermediari e dei promotori finanziari. Il documento non costituisce sollecitazione, né può essere consegnato o impiegato per finalità di sollecitazione.

**Zarattini & Co. Bank**

Via Serafino Balestra 17  
6900 Lugano (Switzerland)

Tel: +41 91 912 55 55

Fax: +41 91 912 55 22

[www.zarattinibank.ch](http://www.zarattinibank.ch)

**Zarattini International Limited**

56, Europa Center, St. Anne Street  
Floriana - La Valletta (Malta)

Tel: +356 27791101

Fax: +356 27791190

[www.zarattini.com.mt](http://www.zarattini.com.mt)