

Outlook economico e di mercato di Vanguard per il 2024: sintesi globale

La presente sintesi riporta i dati più rilevanti delle previsioni economiche e di mercato complete di Vanguard che verranno pubblicate a metà dicembre.

I tassi più alti sono destinati a permanere. Anche dopo che scenderanno rispetto ai picchi del ciclo, nel decennio che ci attende si attesteranno a un livello più alto rispetto a quello a cui ci eravamo abituati dopo la crisi finanziaria globale del 2008. Questo sviluppo segna il ritorno a un solido valore del denaro e avrà profonde implicazioni per l'economia e i mercati finanziari globali. Inciderà sul ricorso al credito e sul risparmio, i capitali verranno allocati con maggiore prudenza e ci sarà una rimodulazione delle aspettative di rendimento per le varie classi di attivo. Noi di Vanguard crediamo che il contesto di tassi più alti sarà di vantaggio per gli investitori nel conseguimento dei loro obiettivi finanziari di lungo termine, tuttavia la transizione potrebbe essere accompagnata da volatilità.

La morsa della politica monetaria si farà sentire nel 2024

L'economia globale si è dimostrata più resiliente delle attese nel 2023. Ciò si deve in parte al ritardo degli effetti della politica monetaria, che è stato maggiore del previsto. I cambiamenti a livello di fondamentali che hanno interessato l'economia globale hanno infatti spinto al rialzo il tasso di interesse neutrale ossia il tasso di politica monetaria non espansivo né restrittivo. Vari altri fattori hanno inoltre inciso sui normali canali di trasmissione della politica monetaria, tra cui lo stimolo fiscale americano durante la pandemia e il successivo supporto in termini di politica industriale, i bilanci più solidi di famiglie e imprese e l'eccesso di domanda sul mercato del lavoro che ha alimentato la crescita reale dei salari.

La nostra analisi indica che negli Stati Uniti tutti i suddetti fattori hanno pressoché integralmente controbilanciato gli effetti dei rialzi dei tassi. Al di fuori degli Stati Uniti, questa dinamica è stata

meno pronunciata. L'Europa, dove le imprese si finanziano soprattutto tramite il canale bancario, è già sulla soglia della recessione, mentre in Cina, dopo la fine dei lockdown legati al Covid-19, la ripresa è stata più fiacca rispetto alle previsioni.

L'eccezionalità americana è destinata a scemare nel 2024. A fronte dell'inflazione in discesa e del venir meno delle misure di stimolo, ci aspettiamo che la politica monetaria diventi sempre più restrittiva in termini reali, con conseguente lieve contrazione per l'economia, uno sviluppo necessario per riportare l'inflazione verso l'obiettivo. Vi sono tuttavia dei rischi rispetto a questo scenario. Permane la possibilità di un atterraggio morbido in cui l'inflazione si riporti verso l'obiettivo senza comportare una contrazione economica, così come quella di una recessione in ulteriore ritardo. In Europa, prevediamo una crescita anemica a fronte di politiche monetarie e fiscali che rimarranno restrittive mentre per la Cina ci aspettiamo che l'ulteriore stimolo fornito dalle autorità sostenga la ripresa economica contornata dai crescenti fattori avversi sia sul fronte esterno che di stampo strutturale.

I tassi a zero sono un ricordo del passato

Salvo il caso di un imminente boom della produttività stile anni '90, una recessione è probabilmente una condizione necessaria per la discesa dell'inflazione attraverso l'indebolimento della domanda e il rallentamento della crescita dei salari. Col crescere della fiducia delle banche centrali rispetto alla convergenza dell'inflazione sull'obiettivo ci aspettiamo che comincino a ridurre i tassi ufficiali nella seconda metà del 2024.

Riservato agli investitori professionali secondo la definizione di cui alla Direttiva MiFID II. In Svizzera solo per gli investitori professionali. Da non distribuire al pubblico.

Ciò detto, prevediamo che i tassi ufficiali si attestino a un livello più alto rispetto al periodo successivo alla crisi finanziaria globale e a quello della pandemia di Covid-19. Gli studi di Vanguard indicano che è salito il livello del tasso di interesse reale neutrale (di equilibrio), noto anche come r^* , sulla spinta soprattutto di fattori demografici, della

crescita della produttività di lungo termine e dei più alti deficit strutturali di bilancio pubblico. Il contesto di tassi più alti non durerà mesi ma anni. Si tratta di un cambiamento strutturale che perdurerà oltre il prossimo ciclo economico e, a nostro giudizio, rappresenta il cambiamento finanziario più rilevante dalla crisi finanziaria globale.

Previsioni economiche di Vanguard per il 2024

Paese/ regione	Crescita del PIL			Tasso di disoccupazione			Inflazione di fondo			Politica monetaria		Tasso neutrale
	Vanguard	Consensus	Tendenziale	Vanguard	Consensus	NAIRU	Vanguard	Consensus	Fine 2023	Fine 2024		
Stati Uniti	0,5%	0,8%	1,8%	4,8%	4,4%	3,5%-4%	2,5%	2,5%	5,5%-5,75%	4%-4,5%	3%-3,5%	
Area Euro	0,5%-1%	0,8%	1,2%	7%-7,5%	6,8%	6,5%-7%	2,1%	2,5%	4%	3,25%	2%-2,5%	
Regno Unito	0,5%-1%	0,4%	1%	4,5%-5%	4,8%	3,5%-4%	2,8%	N/D	5,25%	4,25%	3%-3,5%	
Cina	4,5%-5%	4,5%	4,1%	4,8%	5%	5%	1%-1,5%	N/D	2,3%-2,4%	2,2%	4,5%-5%	

Note: le previsioni sono al 14 novembre 2023. Per gli Stati Uniti, la crescita del PIL è definita come variazione su base annua del PIL al quarto trimestre. Per tutti gli altri paesi/regioni, la crescita del PIL è definita come variazione annua del PIL nell'anno di previsione rispetto all'anno precedente. Le stime del tasso di disoccupazione sono la media prevista per il quarto trimestre del 2024. Il NAIRU è il tasso di disoccupazione in assenza di inflazione ovvero il tasso di equilibrio del mercato del lavoro. L'inflazione di fondo esclude le componenti volatili rappresentate dai prezzi di alimentari ed energia. Per gli Stati Uniti, l'Area Euro e il Regno Unito, l'inflazione di fondo è definita come la variazione su base annua al quarto trimestre rispetto all'anno precedente. Per la Cina, l'inflazione di fondo è definita come la variazione media annua rispetto all'anno precedente. Il dato dell'inflazione di fondo degli Stati Uniti è riferito all'inflazione di fondo dell'indice PCE. Per tutti gli altri paesi/regioni l'inflazione di fondo è con riferimento all'inflazione di fondo del loro indice dei prezzi al consumo. Il tasso ufficiale neutrale è il tasso di equilibrio, che non è di stimolo né restrittivo per l'economia o per i mercati finanziari.

Fonte: Vanguard.

Il ritorno a un solido valore del denaro

Per famiglie e imprese, i tassi di interesse più alti scoraggiano il ricorso al credito, aumentano il costo del capitale e incoraggiano il risparmio. Per i governi, i tassi più alti impongono una più imminente rivalutazione del quadro di bilancio pubblico. Il circolo vizioso di deficit in aumento e tassi di interesse più alti renderà infatti più pressanti le preoccupazioni sulla sostenibilità di bilancio. Gli studi di Vanguard segnalano che il tempo a disposizione dei governi per mettere in ordine il bilancio pubblico sta per scadere – si tratta di una questione che va affrontata da questa generazione, non dalla prossima.

Per gli investitori ben diversificati, il permanere di tassi di interesse reali più alti è un gradito sviluppo che offre una solida base per i rendimenti di lungo termine corretti per il rischio. Tuttavia, poiché la transizione a un contesto di tassi più alti non è ancora del tutto compiuta, la volatilità sui mercati finanziari nel breve termine resterà probabilmente elevata.

Il ritorno delle obbligazioni

Il passaggio alla nuova epoca di tassi più alti ha comportato un notevole riprezzamento sui mercati obbligazionari globali negli ultimi due anni. A nostro giudizio, le valutazioni obbligazionarie attualmente sono prossime al valore equo e i tassi più alti sulle scadenze più lunghe sono in linea con la prospettiva di stampo secolare di tassi neutrali più elevati. Al contempo, anche i premi a termine sono saliti, sulla spinta dell'inflazione alta e dell'incertezza sul quadro di politica fiscale e monetaria.

Nonostante il potenziale di volatilità sul breve periodo, crediamo che l'aumento dei tassi di interesse sia il migliore sviluppo economico e finanziario degli ultimi 20 anni per gli investitori di lungo termine. Le nostre aspettative di rendimento per l'obbligazionario sono notevolmente cresciute, con previsione attuale per l'obbligazionario dell'Area Euro di rendimento nominale annualizzato del 2,9%-3,9% nel prossimo decennio rispetto a -0,5%-0,5% che prevedevamo prima dell'avvio del ciclo di rialzi dei tassi. Analogamente, per l'obbligazionario globale (esclusa l'Area Euro) con copertura valutaria

prevediamo al momento un rendimento annualizzato del 2,8%-3,8% nel prossimo decennio in confronto a una previsione di -0,5%-0,5% quando i tassi ufficiali erano bassi o, in qualche caso, negativi.

Se reinvestita, la componente cedolare del rendimento obbligazionario, a questo livello dei tassi, alla fine più che compenserà i ribassi degli ultimi due anni. Per la fine del decennio, i valori dei portafogli obbligazionari sono attesi essere più alti rispetto a quelli che sarebbero stati se i tassi non fossero stati aumentati.

Parimenti, le argomentazioni a favore di un portafoglio 60/40¹ sono più robuste rispetto alla storia recente. Per gli investitori in portafogli bilanciati con ottica di lungo termine la probabilità di conseguire un rendimento a 10 anni annualizzato di almeno il 5% è aumentata in modo marcato passando da una probabilità dello 0% nel 2021 al 44% di oggi.

Salendo nello spettro del rischio, nel credito le valutazioni appaiono eque nello spazio investment grade ma relativamente costose nell'high-yield. Inoltre, la crescente probabilità di recessione e di calo dei margini di profitto delle imprese orienta maggiormente il rischio nella direzione di spread più alti.

Con tassi più alti l'azionario è sopravvalutato

Un contesto di tassi più alti deprime le valutazioni dei prezzi azionari sui mercati globali e comprime i margini di profitto per le imprese a fronte del maggiore costo del denaro che rende più dispendioso emettere debito e rifinanziarsi.

Le valutazioni azionarie sono più elevate negli Stati Uniti, pertanto abbiamo ridotto le nostre stime di rendimento dell'azionario americano per gli investitori dell'Area Euro al 2,4%-4,4% annualizzato sui prossimi 10 anni dal 3,1%-5,1% che prevedevamo alla fine dello scorso anno. Sul mercato americano, le azioni value sono più attrattive di quanto siano state dalla fine del 2021 e i titoli delle small-cap appaiono anch'essi interessanti in ottica di lungo termine.

L'azionario americano ha continuato a sovraperformare quello globale. I principali fattori che hanno alimentato la sovraperformance negli

ultimi due anni sono stati l'espansione delle valutazioni e la forza del Dollaro oltre le nostre aspettative di fair value, fattori che entrambi probabilmente invertiranno la rotta. In effetti, le proiezioni del nostro Vanguard Capital Markets Model® (VCMM) indicano una crescente probabilità di maggiori opportunità al di fuori degli Stati Uniti.

Le nostre stime di rendimento a 10 anni annualizzato per gli investitori dell'Eurozona sono del 5,0%-7,0% per l'azionario dei mercati sviluppati (esclusi gli Stati Uniti), del 4,3%-6,3% per quello dell'Area Euro e del 4,6%-6,6% per quello dei mercati emergenti.

Il premio al rischio che emerge per l'azionario globale a fronte delle attuali valutazioni sui mercati azionari e su quelli obbligazionari è il più basso dal "decennio perduto" 1999-2009. Il differenziale di rendimento tra l'azionario globale e l'obbligazionario globale è previsto compreso tra 0 e 2 punti percentuali su base annualizzata sui prossimi 10 anni. A differenza dell'ultimo decennio, prevediamo che i risultati di rendimento siano più bilanciati per gli investitori diversificati. Per gli investitori con adeguata tolleranza al rischio, potrebbe essere opportuna una posizione più difensiva alla luce dei rendimenti più alti attesi per l'obbligazionario e di un mercato azionario che ancora non riflette pienamente le implicazioni di un contesto di tassi ufficiali più alti.

IMPORTANTE: le proiezioni e le altre informazioni generate dal Vanguard Capital Markets Model® (VCMM) sulla probabilità dei diversi risultati degli investimenti sono di natura ipotetica, non riflettono i risultati effettivi degli investimenti e non sono garanzia di risultati futuri. Le distribuzioni dei risultati di rendimento ottenuti con il VCMM sono il frutto di 10.000 simulazioni per ciascuna classe di attivo modellizzata. Simulazioni al 30 settembre 2023. I risultati del modello possono variare ogni volta che lo si utilizza e nel tempo. Per maggiori informazioni si rimanda alle Note che seguono. Le distribuzioni dei risultati di rendimento ottenuti con il VCMM sono il frutto di 10.000 simulazioni per ciascuna classe di attivo modellizzata. Simulazioni al 30 settembre 2023. I risultati del modello possono variare ogni volta che lo si utilizza e nel tempo. Per maggiori informazioni si rimanda alle Note che seguono.

¹ Il portafoglio 60/40 ovvero 60% di azionario e 40% di obbligazionario è così composto: per l'azionario l'indice MSCI AC World Total Return e per l'obbligazionario l'indice Bloomberg Global Aggregate Bond Index Euro Hedged.

Note:

Le proiezioni del VCMM si basano sull'analisi statistica dei dati storici. I rendimenti futuri potrebbero comportarsi in modo differente rispetto alle tendenze storiche catturate dal VCMM. In particolare, il VCMM potrebbe sottostimare scenari estremi negativi non osservati nel periodo storico sul quale le stime del modello sono basate.

Il Vanguard Capital Markets Model® è uno strumento di simulazione finanziaria proprietario, sviluppato e gestito da esperti di ricerca e consulenti qualificati di Vanguard. Il modello prevede le distribuzioni dei rendimenti futuri di una vasta gamma di classi di attivi.

Tra le classi di attivi figurano i mercati azionari statunitensi e internazionali, buoni del tesoro statunitensi e mercati dei titoli societari obbligazionari con diverse scadenze, mercati obbligazionari internazionali, mercati monetari

statunitensi, materie prime e alcune strategie d'investimento alternative. Il fondamento teorico ed empirico del Vanguard Capital Markets Model è che i rendimenti delle diverse classi di attivi rispecchiano la contropartita richiesta dagli investitori per assumersi diversi tipi di rischio sistematico (beta). Al centro del modello vi sono le stime del rapporto statistico dinamico tra fattori di rischio e rendimenti degli attivi, ottenute da analisi statistiche basate sui dati finanziari ed economici mensili disponibili a partire dagli inizi degli anni Sessanta del secolo scorso. Tramite un sistema di equazioni stimate, il modello applica un metodo di simulazione Monte Carlo per proiettare i rapporti stimati tra i fattori di rischio e le classi di attivi, come pure l'incertezza e la casualità nel tempo. Il modello produce un'ampia serie di risultati simulati per ogni classe di attivi su diversi orizzonti temporali. Le previsioni si ottengono attraverso misure di tendenza centrale in tali simulazioni. I risultati ottenuti con lo strumento variano ogni volta che lo si utilizza e nel tempo.

Vanguard global economics team

Joseph Davis, Ph.D., Global Chief Economist

Americas

Roger A. Aliaga-Díaz, Ph.D.,
Chief Economist, Americas,
Global Head of Portfolio Construction
Andrew Patterson, CFA, Senior
International Economist
Joshua Hirt, CFA
Asawari Sathe, M.Sc.
Adam Schickling, CFA
Vytautas Maciulis, CFA
Rhea Thomas
Maria Fernanda Estrada

Asia-Pacific

Qian Wang, Ph.D.,
Chief Economist, Asia-Pacific
Carole Okigbo,
Head of ISG, Asia-Pacific
Alexis Gray, M.Sc.
Grant Feng, Ph.D.

Europe

Jumana Saleheen, Ph.D.,
Chief Economist, Europe
Shaan Raithatha, CFA
Josefina Rodriguez, M.Sc.
Ranieri Arcella, M.Phil.

Capital Markets Model Research Team

Qian Wang, Ph.D.,
Global Head of VCMM
Kevin DiCiurcio, CFA,
VCMM Senior Investment Strategist
Daniel Wu, Ph.D.
Olga Lepigina, MBA
Ian Kresnak, CFA
Lukas Brandl-Cheng, M.Sc.
Ryan Zalla, Ph.D.
Alex Qu
Ben Vavreck, CFA
Taylor Regensburger

Connect with Vanguard®

global.vanguard.com

Informazioni sui rischi d'investimento

Il valore degli investimenti e il reddito da essi derivante possono diminuire o aumentare e gli investitori potrebbero recuperare un importo inferiore a quello investito.

I risultati precedenti non possono essere presi come riferimento per i risultati futuri.

Eventuali proiezioni devono essere considerate di natura ipotetica e non rispecchiano né garantiscono risultati futuri.

I fondi che investono in titoli a tasso fisso comportano i rischi di mancato rimborso e di erosione del valore del capitale investito; inoltre il livello di reddito è soggetto ad oscillazioni. L'andamento dei tassi d'interesse può influire sul valore del capitale dei titoli a tasso fisso. Le obbligazioni societarie possono offrire rendimenti più elevati, ma proprio per questo, sono soggette ad un maggior rischio del credito ed al conseguente aumento dei rischi di mancato rimborso e di erosione del valore del capitale investito. Il livello di reddito è soggetto ad oscillazioni e l'andamento dei tassi d'interesse può influire sul valore del capitale delle obbligazioni.

Informazioni importanti

Riservato agli investitori professionali secondo la definizione di cui alla Direttiva MiFID II. In Svizzera solo per gli investitori professionali. Da non distribuire al pubblico.

Le informazioni contenute nel presente documento non devono essere considerate offerte di acquisto o di vendita né sollecitazioni di offerte di acquisto o di vendita di titoli in qualsiasi paese in cui tali prassi siano vietate dalla legge, né possono essere rivolte a persone cui non sia lecito fare tali offerte o sollecitazioni né possono essere fatte da persone non qualificate. Le informazioni contenute nel presente documento non devono essere interpretate come consulenza legale, fiscale o d'investimento. Pertanto non ci si deve basare sul contenuto del documento per eventuali decisioni d'investimento.

Le informazioni contenute in questo documento hanno una finalità puramente didattica e non costituiscono una raccomandazione né una sollecitazione ad acquistare o vendere investimenti.

Pubblicato nell'AEE da Vanguard Group (Ireland) Limited regolamentata in Irlanda dalla Central Bank of Ireland.

Pubblicato in Svizzera da Vanguard Investments Switzerland GmbH.

Pubblicato da Vanguard Asset Management, Limited, autorizzata e regolamentata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority.

© 2023 Vanguard Group (Ireland) Limited. Tutti i diritti riservati.

© 2023 Vanguard Investments Switzerland GmbH. Tutti i diritti riservati.

© 2023 Vanguard Asset Management, Limited. Tutti i diritti riservati.

CFA® è un marchio registrato di proprietà di CFA Institute.

Vanguard®

ISGVEMOG 122023