

---

# Ersel Outlook Gen.2024

---



“

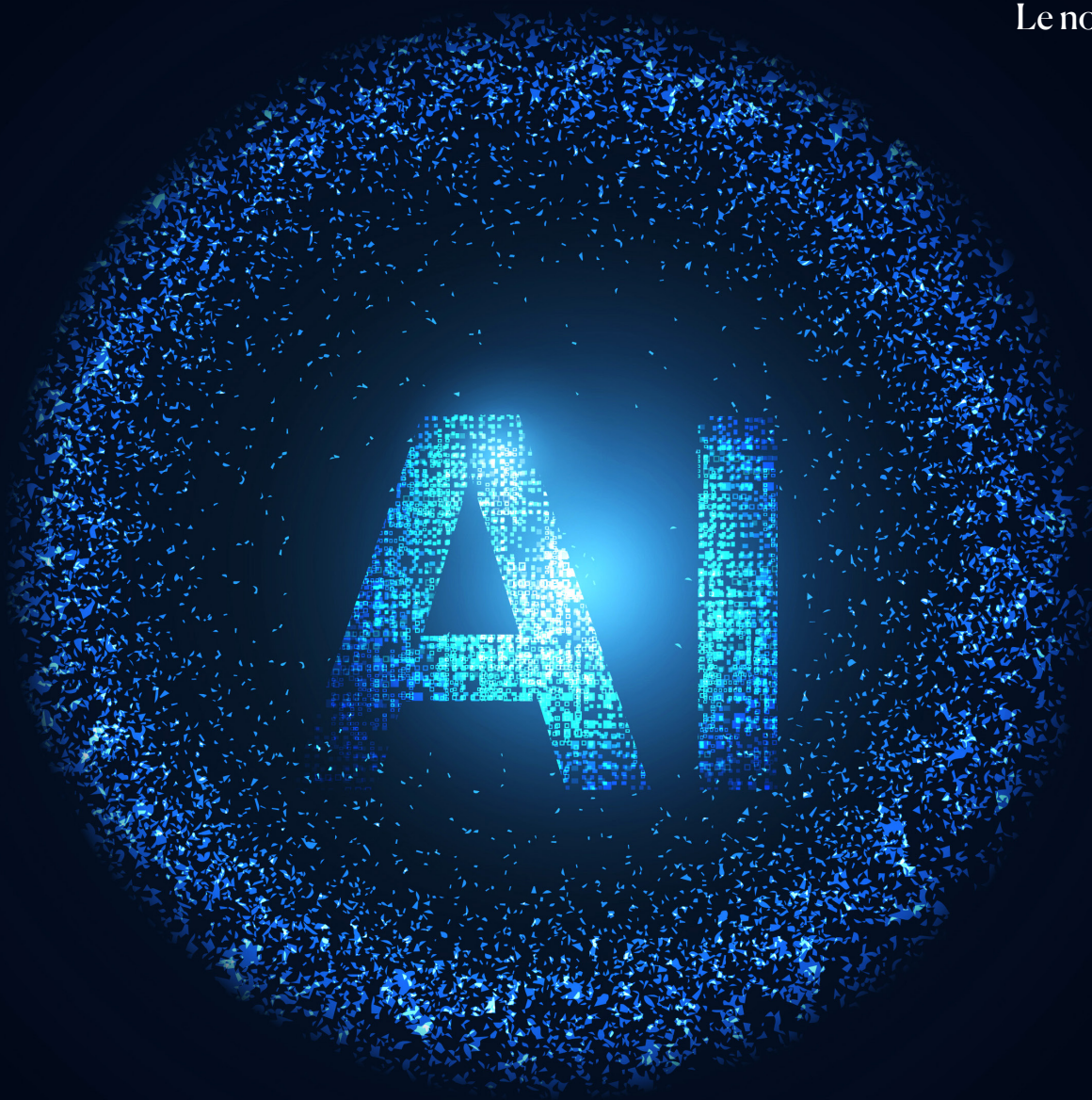
**Il 2024  
della UE digitale**

I mercati finanziari

Lo scenario economico

Il primo trimestre 2024

Le nostre scelte



# Il 2024 della UE digitale

Nuove politiche  
per nuove tecnologie.

“

***Nuove regole  
per l'Intelligenza  
Artificiale***

L'anno che si è appena aperto potrebbe portare a nuove opportunità e la speranza è di un allentamento delle tensioni esistenti. Di sicuro, le innovazioni tecnologiche emergenti, come l'Intelligenza Artificiale, giocheranno un ruolo centrale nel 2024. A patto però che si rivelino un alleato anziché un nemico per la società. La chiave per raggiungere questo obiettivo risiede anche nell'applicazione di regole chiare e certe.

In questo senso, il 2024 si dimostrerà un banco di prova significativo: nei prossimi 12 mesi oltre 2 miliardi di persone saranno chiamate alle urne in varie parti del mondo. In un anno che il Guardian ha definito il «Super Bowl della democrazia» si voterà negli Stati Uniti, in Europa, nella Federazione Russa ma anche in India e a Taiwan, per fare solo qualche esempio. Il passaggio sarà molto delicato e in pochi mesi si deciderà il destino del decennio.

Anche per questa ragione le nuove tecnologie, che hanno ormai il potere di aiutare a influenzare il voto, sono sotto la lente. Cercare di regolarne l'utilizzo è diventato fondamentale, per esempio impedendo alle piattaforme social la diffusione di discorsi d'odio e la divulgazione di fake news. In questo contesto, l'Unione

europea è un passo avanti: il Digital Services Act (Dsa), introdotto alla fine del 2023, sembra muoversi nella giusta direzione, insieme al Digital Markets Act (Dma) progettato per affrontare specifiche problematiche. In questo ambito si inserisce la procedura di infrazione nei confronti di X (ex Twitter) per la violazione delle regole Ue sui servizi digitali.

In ogni caso, la regolamentazione si estende anche all'ambito dell'Intelligenza artificiale, con l'Artificial Intelligence Act (Aia) che stabilisce norme innovative per garantire la tutela dei diritti umani fondamentali nell'era digitale. In pratica, gli sviluppatori di modelli di AI come ChatGPT e Midjourney adesso saranno chiamati a rispettare una serie di obblighi precisi, garantendo una valutazione accurata dei modelli e una mitigazione dei rischi sistemici. L'obiettivo finale è chiaro: fare in modo che l'innovazione tecnologica proceda di pari passo con la salvaguardia dei diritti umani e della sicurezza e che i sistemi di IA utilizzati nella Ue siano sicuri, trasparenti, etici, imparziali e sotto il controllo umano.

I rischi sono grandi.

L'organizzazione no-profit Center for AI Safety avverte che l'Intelligenza artificiale potrebbe essere utilizzata anche in ambiti



di guerra, nella diffusione di massa di false informazioni o nella manipolazione dei risultati elettorali. L'attuale progetto di legge europea ordina l'attività dell'Intelligenza Artificiale in classi di rischio: da «rischio nullo o minimo» a «rischio inaccettabile». Le applicazioni che rientreranno in quest'ultimo livello dovranno essere completamente vietate. Ad ogni modo, con questo pacchetto di nuove regole l'Unione europea svolgerà un ruolo pionieristico nel 2024 ed è prevedibile che anche altri Paesi ed aree del mondo presto si possano muovere nella stessa direzione. La convinzione delle Istituzioni europee è che l'Intelligenza artificiale e le nuove tecnologie possano contribuire a trovare soluzioni a molti dei problemi della società. Ciò è possibile solo se la tecnologia è di alta qualità e viene sviluppata e usata in modo da guadagnare la fiducia dei cittadini. La scelta europea porterà a vantaggi anche sul piano economico e competitivo. La Commissione europea

prevede di investire un miliardo di euro all'anno nell'IA attraverso programmi come Europa Digitale e Orizzonte Europa, cercando di attirare ulteriori 20 miliardi di investimenti annui nel decennio. Il futuro, quindi, sembra promettente, con l'IA che si diffonderà sempre più nelle applicazioni quotidiane ma allo stesso tempo richiederà un impegno politico continuo. Mentre eserciti di tutto il mondo integrano l'IA nei loro arsenali, questo nuovo strumento si candida anche a giocare un ruolo significativo nelle campagne elettorali del 2024, come già evidenziato dall'uso di callbot IA nella campagna elettorale democratica negli Stati Uniti. L'Europa si trova per prima sulla via di un cambiamento sostanziale, nella convinzione che il futuro è nelle mani di coloro che sapranno utilizzare responsabilmente le nuove tecnologie. La sfida è costruire un mondo più giusto e sostenibile, e se le nuove innovazioni saranno adottate con saggezza, sarà davvero possibile plasmare un futuro migliore.

“

***Un uso responsabile  
delle nuove tecnologie  
per costruire  
un futuro migliore***



# I mercati finanziari

L'andamento dei mercati finanziari nell'ultimo trimestre dell'anno è stato caratterizzato da due fasi profondamente diverse, che potremmo addirittura definire antitetiche.

“

**Recupero dei mercati nell'ultima parte dell'anno**

In ottobre è continuato il trend negativo iniziato nel mese di agosto, con cali diffusi e pronunciati sui mercati obbligazionari e azionari: tendeva infatti a prevalere il timore di una politica monetaria restrittiva per un periodo di tempo prolungato da parte delle principali Banche Centrali dei Paesi occidentali per contrastare l'inflazione; il pessimismo è stato ulteriormente esacerbato dallo scoppio della guerra tra Israele e Hamas, soprattutto per il rischio di un peggioramento del quadro inflattivo a causa di un rialzo nei prezzi del petrolio. Il picco della negatività è stato toccato negli ultimi giorni di ottobre con i tassi sul decennale americano al 5% e sul Bund tedesco al 3%: su questi livelli si sono riaffacciati i compratori, aiutati anche da un progressivo miglioramento nei dati sulla dinamica dei prezzi. La prima parte del recupero, nel mese di novembre, non ha trovato una giustificazione nei commenti e nelle prese di posizione da parte dei banchieri centrali; il contesto è invece radicalmente cambiato in dicembre, quando la Federal Reserve ha rivisto al ribasso le proprie proiezioni sui tassi di interesse per il 2024, dando un sostanziale via libera al movimento dei mercati. Gli ultimi due mesi del 2023 hanno quindi consentito di riportare in territorio positivo la maggior parte degli attivi finanziari; l'eccezione più

significativa è stata rappresentata dalle materie prime, che non hanno partecipato al recupero generalizzato nonostante le tensioni geopolitiche. Il prezzo del petrolio, in particolare, si è mantenuto su livelli contenuti grazie alla produzione americana superiore alle stime, che ha addirittura costretto i Paesi dell'OPEC+ a nuovi tagli per cercare di mantenere in equilibrio domanda ed offerta. In ambito obbligazionario possiamo segnalare il rimbalzo dei subordinati finanziari, dopo una prolungata fase di underperformance: il cambio di atteggiamento degli investitori nei confronti di questi strumenti è ben testimoniato dal grande interesse riservato ad una nuova emissione da parte di UBS, che era indirettamente finita nell'occhio del ciclone in marzo per l'azzeramento di questa categoria di titoli nel salvataggio di Credit Suisse. Tra le azioni hanno continuato a fare bene le società legate alla tecnologia e all'intelligenza artificiale, ma la partecipazione alla performance è stata più corale, anche in termini di fasce di capitalizzazione. Solo la Cina ha faticato a ritrovare smalto: alle misure di supporto all'economia annunciate dalle autorità hanno fatto da contraltare le continue difficoltà nel settore immobiliare e il timore di nuove restrizioni nel comparto tecnologico, questa volta con epicentro nei giochi online.

“

**Solo la Cina non ha ritrovato smalto**

# Lo scenario economico

I dati economici pubblicati nel mese di dicembre sono stati prevalentemente favorevoli, confermando in particolare un progressivo rientro delle pressioni inflazionistiche sulle due sponde dell'Atlantico.

Il nuovo anno sembra aprirsi all'insegna dell'ottimismo: nelle ultime settimane il consenso si è spostato verso un atterraggio morbido dell'economia e un ritorno dell'inflazione al target delle Banche Centrali, senza che sia necessaria una fase di recessione per arrivare a questo risultato. Le valutazioni dei mercati riflettono sostanzialmente questo scenario e nuovi progressi dagli attuali livelli richiederanno conferme sia dai dati macroeconomici, sia dalla dinamica degli utili aziendali. Un'incognita rilevante sarà rappresentata dal ciclo elettorale, che coinvolgerà diversi Paesi e istituzioni, culminando in novembre con la scelta del nuovo Presidente degli Stati Uniti e un rinnovo del Congresso. In America uno degli sviluppi più rilevanti nel corso di tutto l'anno e che ha trovato ulteriore conferma nell'ultimo trimestre è stato il rientro delle offerte di impiego senza un aumento della disoccupazione: è dunque possibile ipotizzare anche per i prossimi mesi un trend di crescita vicino al potenziale senza rischi significativi di nuove fiammate inflattive. Queste considerazioni sono state rafforzate dalla dinamica della produttività, che ha determinato un calo nel costo del lavoro per unità di prodotto pur in presenza di un incremento dei salari, non solo in termini nominali,

ma anche al netto dell'inflazione. Il contesto di riferimento sembra quindi vicino a una situazione di equilibrio per l'economia americana; per quanto riguarda il comportamento dei mercati non si può invece trascurare il drenaggio di liquidità da parte della Federal Reserve, che potrebbe avere effetti depressivi sulle quotazioni. Rispetto agli Stati Uniti, l'Europa mostra luci ed ombre: il rientro dell'inflazione nell'ultimo trimestre del 2023 è stato più rapido delle attese e potrebbe consentire maggiori gradi di libertà nell'impostazione delle politiche economiche e monetarie; i mancati progressi in termini di produttività del lavoro hanno però un impatto contrario e mantengono alta l'attenzione della Banca Centrale Europea nei confronti dei negoziati tra le parti sociali per il rinnovo dei contratti di lavoro. Il Vecchio Continente parte, inoltre, da una base meno favorevole: l'anno appena concluso è stato caratterizzato da una sostanziale stagnazione, con evidenti difficoltà per la Germania e il settore automobilistico, due "pesi massimi" per l'economia dell'area; gli indicatori anticipatori non mostrano sostanziali svolte in senso favorevole ed è dunque verosimile che nel trimestre in corso non ci siano sostanziali progressi. La Cina ha sicuramente

“

***Inizio d'anno all'insegna dell'ottimismo***

“

***Luci e ombre per l'economia europea***



rappresentato la maggiore sorpresa negativa del 2023: la ripartenza post Covid è infatti stata di breve durata e le autorità hanno adottato interventi a sostegno dell'attività economica molto misurati per scongiurare il rischio di bolle speculative come avvenuto in passato. Nell'ultimo trimestre dello scorso anno l'approccio è diventato progressivamente più deciso e ambizioso, anche nel tentativo di riportare su livelli più elevati la fiducia di cittadini ed imprese. L'impatto di questa svolta è stato finora modesto, ma bisogna concedere il beneficio del dubbio e attendere il tempo necessario perché le diverse iniziative producano l'impatto desiderato:

non si può dunque escludere una sorpresa di segno opposto rispetto a quella del 2023, con un impatto più ampio e generalizzato sull'universo emergente. A livello settoriale l'attenzione può essere catalizzata da un lato da tecnologia e salute, con l'intelligenza artificiale e i farmaci contro l'obesità che hanno rappresentato due potenti temi di investimento, ampiamente riflessi nell'aumento delle quotazioni dei titoli per le società che ne sono protagoniste, dall'altro da energia e materie prime, il cui andamento sostanzialmente deludente rispecchia solo in piccola parte i rischi che tensioni geopolitiche e situazioni di conflitto possono determinare sull'offerta.

“

***Sostegno pubblico in Cina progressivamente più deciso e ambizioso***

# Il primo trimestre 2024

Le nostre previsioni  
in tema di crescita economica,  
inflazione e politica monetaria.

## **Crescita economica e inflazione**

Per quanto riguarda la crescita, gli Stati Uniti potrebbero registrare un'espansione prossima all'1% annualizzato, a nostro avviso con rischi al ribasso, anche se il Paese ha lungamente stupito in positivo per la solidità della propria economia; in Area Euro le attese sono di una sostanziale stagnazione dell'attività, eventuali sorprese rispetto a quest'ipotesi saranno verosimilmente di entità modesta. Pur non mettendo in discussione il progressivo rientro dell'inflazione rispetto ai picchi registrati nel recente passato, non si può escludere una pausa o un rimbalzo tecnico nei primi mesi dell'anno, anche per cambiamenti alla composizione del paniere e per il venir meno di iniziative straordinarie che all'inizio del 2023 avevano mantenuto alcuni adeguamenti su livelli particolarmente contenuti. Negli Stati Uniti un importante elemento di incertezza riguarda la componente immobiliare, rimasta su livelli elevati per tutto l'anno precedente; in Europa occorre prestare attenzione all'andamento dei prezzi del gas e del petrolio, pur riconoscendo che si parte da una base favorevole. A livello globale è positivo osservare che la Cina sarà probabilmente un esportatore di deflazione: la dinamica dei prezzi è infatti molto contenuta e quelli alla produzione sono da tempo in territorio negativo.

## **Politica monetaria**

Come già successo in passato la Federal Reserve e la Banca Centrale Europea non sembrano essere sincronizzate: alla fine del 2023 la FED ha sorpreso i mercati, modificando le proprie proiezioni sulla politica monetaria e arrivando a ipotizzare tre tagli ai tassi di interesse nel corso dell'anno, mentre la BCE ha mantenuto un atteggiamento più prudente e in sostanziale continuità con il recente passato. Il mercato già ipotizza un intervento tra la fine del primo e l'inizio del secondo trimestre, mentre entrambi gli Istituti di emissione non prevedono modifiche su un orizzonte così ravvicinato. È probabile che i Fed Funds rimangano dunque al 5,5%, mentre nell'area euro il tasso di riferimento dovrebbe restare al 4%. Il Giappone potrebbe muoversi in controtendenza con una normalizzazione della politica monetaria che riporti in territorio positivo i tassi ufficiali, oltre ad un definitivo abbandono del controllo sulla curva dei tassi. Questa impostazione scarsamente sostenibile si è riflessa in modo deciso sul tasso di cambio, con lo yen che ha aggiornato i minimi storici rispetto al dollaro americano nell'ultimo trimestre del 2023.

“

*Il mercato  
ha anticipato  
con decisione  
i tagli delle  
Banche  
Centrali*

”



# Le nostre scelte di asset allocation

Gli elementi principali che influenzeranno le nostre prossime decisioni sui portafogli.

I mercati hanno già anticipato in misura importante l'ipotesi di una politica monetaria più accomodante da parte delle principali banche centrali, nuovi rialzi avranno dunque bisogno di sorprese positive nei fondamentali. Con il progressivo ridursi del rischio inflazione, riteniamo che i mercati obbligazionari offrano in media un livello di rendimento adeguato e possano offrire un'efficace protezione in caso di una crescita inferiore alle attese o di eventi avversi a livello geopolitico. Anche i mercati azionari hanno beneficiato delle attese di un taglio nei tassi di interesse, con una riduzione dei tassi di sconto per attualizzare i flussi di cassa e gli utili futuri e un conseguente aumento dei multipli di valutazione; non siamo su livelli di bolla o di un eccesso di euforia generalizzato, ma lo spazio per assorbire eventuali sorprese negative è piuttosto contenuto. L'attuale posizionamento del portafoglio consente di beneficiare di un'evoluzione favorevole dei mercati e offre al contempo un'efficace protezione in caso di un rallentamento dell'economia grazie alle componenti obbligazionarie; sarebbe invece penalizzato da un ritorno dell'inflazione, cui associamo una probabilità contenuta, ma che non può essere

escluso a priori anche per le tensioni geopolitiche e l'impatto che possono avere sui prezzi delle materie prime e sulle catene logistiche.

## Azioni

Se come già osservato la situazione attuale lascia pochi margini di errore sul fronte dei multipli di valutazione, la crescita degli utili stimata dal consenso è un po' ottimistica, ma in grado di formare una base per sfruttare l'effetto di capitalizzazione tipico dell'investimento azionario, soprattutto in USA. È positivo osservare che alla fine del 2023 c'è stata una partecipazione progressivamente più allargata al movimento di rialzo, con una quota sempre più ampia di titoli rimasti indietro che hanno ripreso terreno. I settori e i titoli più difensivi sono stati piuttosto trascurati e, in questi ambiti, si potrebbero trovare alcune opportunità interessanti; energia e materie prime possono consentire di proteggere da un deterioramento nel quadro geopolitico.

## Obbligazioni

Continuiamo a ritenere opportuno un posizionamento pieno sulla duration, soprattutto per i portafogli multiasset per

“

*L'attuale  
posizionamento  
può beneficiare  
di un'evoluzione  
favorevole*





compensare i rischi legati agli investimenti nell'ambito del credito o delle azioni. Tra le obbligazioni societarie continuiamo a preferire le emissioni con alto merito creditizio, anche se sembrano recedere alcuni dei rischi legati al rifinanziamento per gli emittenti con livelli di debito elevato. Nonostante il forte recupero nelle ultime settimane del 2023 le emissioni del settore finanziario offrono ancora un extra-rendimento interessante e continuano dunque ad essere ben rappresentate nei portafogli. La recente debolezza del dollaro e le prospettive di una politica monetaria più accomodante nei Paesi sviluppati offrono un forte supporto alle obbligazioni dei Paesi emergenti.

#### Valute

Ai livelli attuali le prospettive sul dollaro americano sono abbastanza simmetriche: da un lato la parità dei poteri d'acquisto indicherebbe un tasso di cambio rispetto all'euro più debole, dall'altro il ruolo di bene rifugio potrebbe consentire discrete rivalutazioni in caso di volatilità sui mercati.

La maggior parte dei portafogli mantiene l'esposizione allo yen giapponese, che si attesta su livelli molto depressi a causa della politica monetaria della Bank of Japan; si tratta di una situazione scarsamente sostenibile e che potrebbe dar luogo ad un rimbalzo importante con buone opportunità di guadagno.

“

***Lo yen potrebbe dar luogo a un rimbalzo importante***

Segui i nostri podcast

su  Spotify®



A cura del Team Advisory Ersel



**ERSEL**  
Wealth Management