

# Macro & Mercati

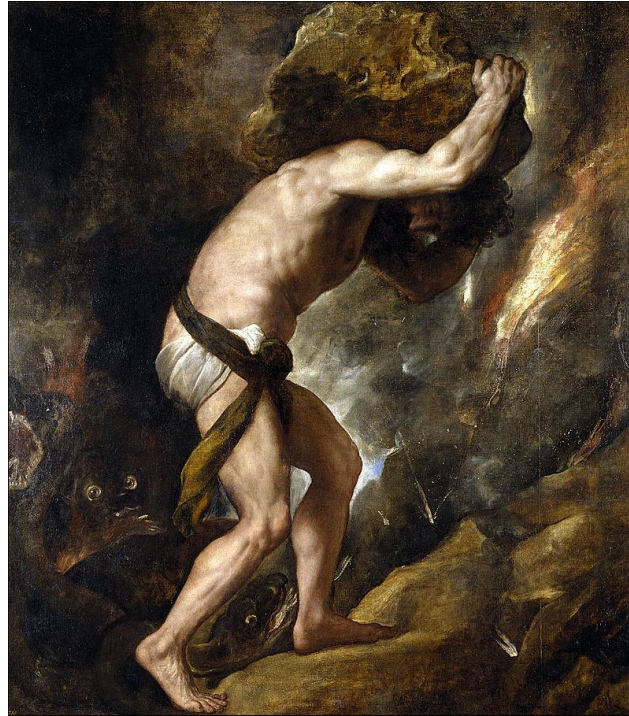
## Le bufale e le call vincenti del 2022

Alessandro Tentori

Dicembre 2022

## Facciamo un rapido bilancio della stagione 2022

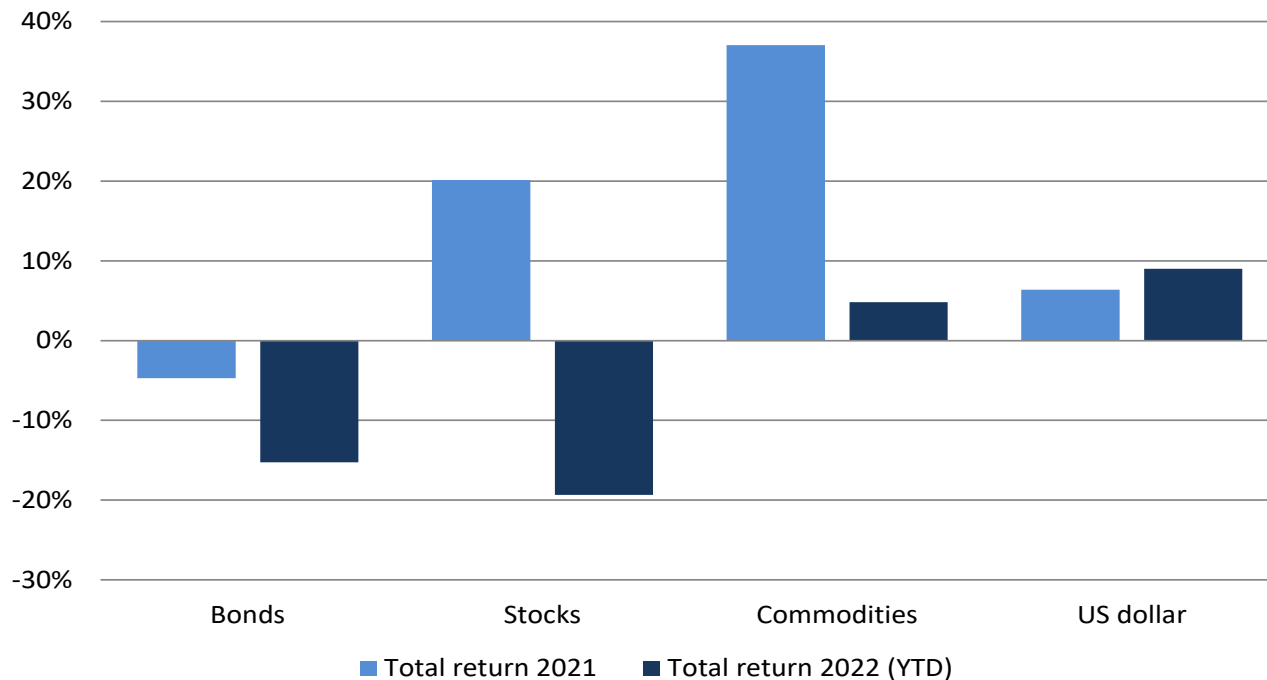
Sul fixed income mi è sembrato di spingere un macigno in salita, come Sisifo nel Tartaro



Source: "Sisyphus" by Titian, 1548, Museo del Prado

## Performace

In effetti è stato un anno difficile sotto (quasi) tutti gli aspetti



Source: Bloomberg (as of Friday 16 December 2022)

## Bufala #1

«Equity più cinque, bonds meno cinque» (29/11/2021) → VOTO: 4

Le previsioni di Tentori per il 2022

Tanto lo so che fra tre mesi mi chiederete di rendere conto delle mie view...



La risalita dei tassi e l'inflazione non altereranno la capacità dell'azionario di generare «earnings yield» in eccesso

→ MSCI world +5%

La graduale normalizzazione della politica monetaria inciderà sulla performance delle obbligazioni

→ Global aggregate -5%

**Performance** da inizio anno (in \$):

MSCI World -15%

Global Aggregate -15%

Due gli **errori principali**: 1) La velocità del tightening delle banche centrali e, 2) Sensibilità ai tassi e posizionamento degli investitori globali, probabilmente sbilanciati sul growth.

Nonostante tutto vado fiero della call di -5% sui bonds, se vi ricordate **non erano in molti** a spingersi così fuori dal coro sull'obbligazionario!

Source: AXA IM

11



Source: AXA IM

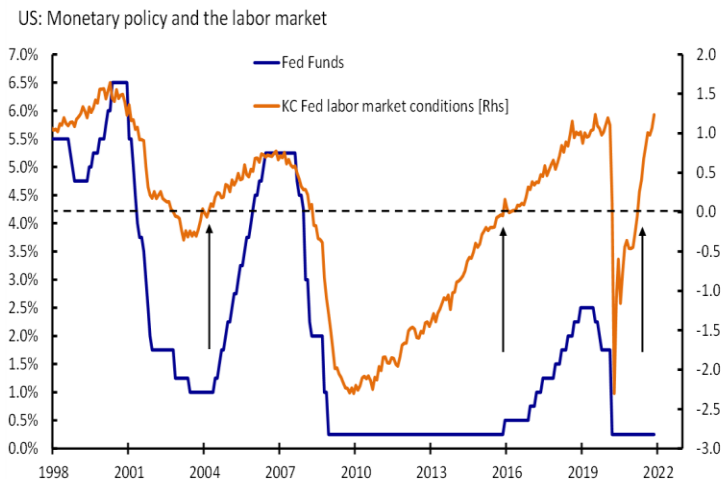
3

# Call vincente #1

«La Fed si trova dietro alla curva dell'inflazione» (11/12/2021) → VOTO: 7

## Fixed income (1)

Behind the curve



Source: AXA IM, Bloomberg

8

Source: AXA IM

4

Investment  
Managers

A fine 2021, i Fed-Watchers prevedevano solamente 50bp di rialzi nel corso del 2022.

Oggi, il Fed Funds Target é **4.5%**...

La strategia della Fed è entrata nella seconda fase («**how high**»), dopo aver alzato i tassi a una velocità mia vista prima.

Le continue sorprese di inflazione e la **resilienza delle aziende** hanno dato fiducia ai membri del FOMC in questa strategia di tightening.

Investment  
Managers

## Bufala #2

«Sono costruttivo sull'S&P500 per le prossime settimane» (15 novembre 2022) → Voto 4/5



Investment  
Managers

# Macro & Mercati

Rally di fine anno?

Alessandro Tentori

Novembre 2022

Source: AXA IM

Della serie «come fermare un **trend rialzista** in atto»...

A metà novembre abbiamo discusso della qualità sottostante del **mini-rally** in atto, nonché delle chances di estensione fino a Capodanno.

In verità il mercato è sceso da 3920 a 3840, per vari motivi, tra i quali il **wording della Fed**.

Eppure me lo avevate chiesto con ben **due domande** se il rally di fine anno non era da considerarsi già avvenuto...

## Call vincente #2

«Sostituire i bonds nominali con governativi indicizzati a scadenze brevi» (23/03/2022) → VOTO: 8

### Controllo attivo della duration

Duration reale vs duration nominale

Risk parity portfolio (full maturity)					
Index	GTsy	GCorp	USHY	GEM	GInfl
Weights	20%	16%	30%	22%	12%
Perf	-6.3%				
OAD	6.64				
Active portfolio					
Index	GTsy	GCorp	USHY	GEM	GInfl
Weights	0%	10%	36%	10%	44%
Perf	-2.6%				
OAD	6.65				
Risk parity portfolio (1-3y bucket)					
Index	GTsy	GCorp	USHY	GEM	GInfl
Weights	17%	18%	31%	17%	16%
Perf	-2.4%				
OAD	1.82				
Active portfolio					
Index	GTsy	GCorp	USHY	GEM	GInfl
Weights	0%	10%	30%	10%	50%
Perf	0.9%				
OAD	1.91				

Source: AXA IM, Bloomberg, BofA

11

Source: AXA IM

6

Portafoglio obbligazionario globale

Full duration vs 1-3y bucket

Sostituzione dei governativi nominali con governativi inflation-linked

Controllo del rischio di duration

Periodo Jan-21 to date

La **gestione della duration** è uno strumento cruciale per generare performance relativa sui ptf bonds.

Nel 2022 questo strumento ha dimostrato il suo valore:

Global Aggregate -15%

Global Aggregate 1-3y -8%

La **protezione dall'inflazione** ha aggiunto valore relativo alla leva della duration:

Global linkers -22%

Global linkers 1-3y -5%

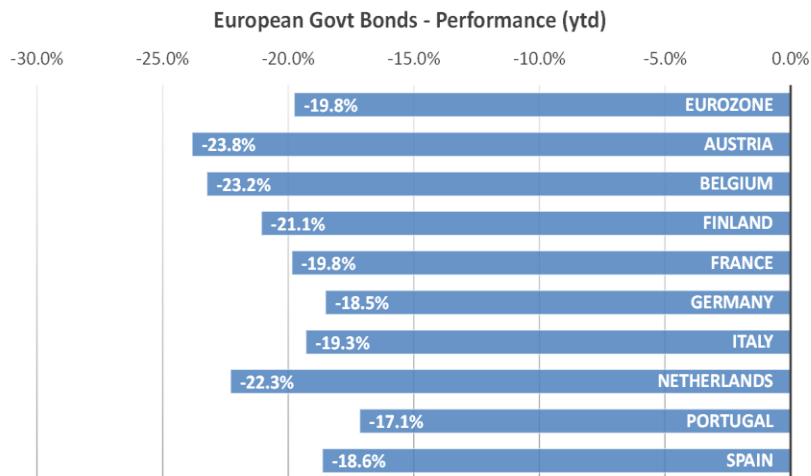


## Bufala #3

«Cautela sul BTP» (18 ottobre 2022) → Voto: 2...o come si usava commentare in epoche arcane «SOMARO»

### Performance

Un anno da dimenticare per le obbligazioni governative dell'Eurozona



Source: AXA IM, Markit

1



Source: AXA IM

7

Il **timing** è tutto nell'arte degli investimenti.

Nella puntata di fine ottobre abbiamo trattato il **tema del BTP** suggerendo un approccio cauto a un livello di spread a 240bp...

...un mese dopo, lo spread BTP/Bund 10y era sceso a **180bp**.

**Lezione:** Le valutazioni sono un importante indicatore per prevedere i flussi di investimento e quindi le performance future.



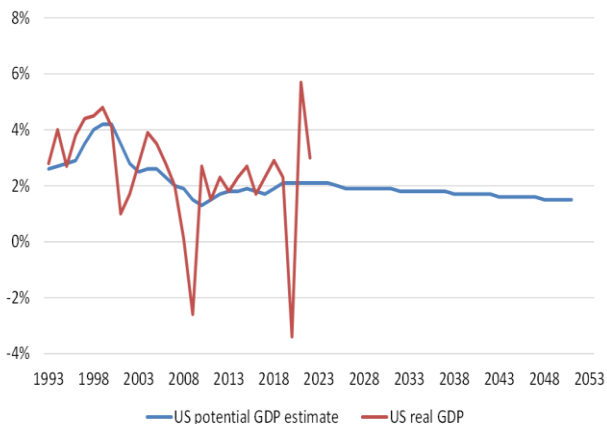
## Call vincente #3

«Uno yield sul Treasury del 4% non è impensabile» (10/05/22) → Voto: 7

### Nel lungo...

Ragioniamo sulle componenti dello yield in assenza di shock all'economia USA

US actual vs potential growth



LT-variable	Estimate
Potential GDP	1.5%
Potential inflation	2.0%
Potential term premium	0.5%
<b>Potential 10y yield</b>	<b>4.0%</b>

Nel mese di maggio lo yield sul Treasury decennale girava intorno a **2.9%** in media.

In base all'**analisi fondamentale**, come anche quella dei flussi di investimento, era lecito attendersi un aumento dello yield.

Il Treasury ha toccato 4.33% in data 21 ottobre, per poi ritracciare sulle **aspettative di «pivot»** della Fed fino al livello attuale di 3.6%.

Source: AXA IM, Bloomberg

6



Source: AXA IM

8



**Grazie per averci seguito nel 2022.**

**Buon Natale e buon 2023!**

# Avvertenze legali

**Il presente documento è destinato unicamente a Soggetti collocatori o investitori professionali / istituzionali, e non può essere in alcun modo diffuso al pubblico o consegnato ad investitori che non posseggano tale qualifica.**

Il presente documento di marketing ha finalità unicamente informativa e i relativi contenuti non vanno intesi come ricerca in materia di investimenti o analisi su strumenti finanziari ai sensi della Direttiva MiFID II (2014/65/UE), raccomandazione, offerta o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari o alla partecipazione a strategie commerciali da parte di AXA Investment Managers o di società ad essa affiliate. I pareri, le stime e le previsioni qui riportati sono il risultato di elaborazioni soggettive e potrebbero essere modificati senza preavviso. Non vi è alcuna garanzia che eventuali previsioni si concretizzino. Informazioni su terze parti sono riportate unicamente per fini informativi. I dati, le analisi, previsioni e le altre informazioni contenute nel presente documento sono forniti sulla base delle informazioni a noi note al momento della predisposizione degli stessi. Pur avendo adottato ogni precauzione possibile, non viene rilasciata alcuna garanzia (né AXA Investment Managers si assume qualsivoglia responsabilità) sull'accuratezza, affidabilità presente e futura o completezza delle informazioni contenute nel presente documento. La decisione di far affidamento sulle informazioni qui presenti è a discrezione del destinatario. Prima di investire, è buona prassi rivolgersi al proprio consulente di fiducia per individuare le soluzioni più adatte alle proprie esigenze di investimento. L'investimento in qualsiasi fondo gestito o promosso da AXA Investment Managers o dalle società ad essa affiliate è accettato soltanto se proveniente da investitori che siano in possesso dei requisiti richiesti ai sensi del Prospetto in vigore e della relativa documentazione di offerta.

Qualsiasi riproduzione, totale o parziale, delle informazioni contenute nel presente documento è vietata.

A cura di AXA IM Paris – Sede Secondaria Italiana., Corso di Porta Romana, 68 – 20122- Milano, sito internet [www.axa-im.it](http://www.axa-im.it).

© AXA Investment Managers 2022. Tutti i diritti riservati.