

Macro & Mercati

Le bufale e le call vincenti del 2023

Alessandro Tentori

Dicembre 2023

Facciamo un rapido bilancio della stagione 2023

«I don't work from drawings. I don't make sketches and drawings and color sketches into a final painting»

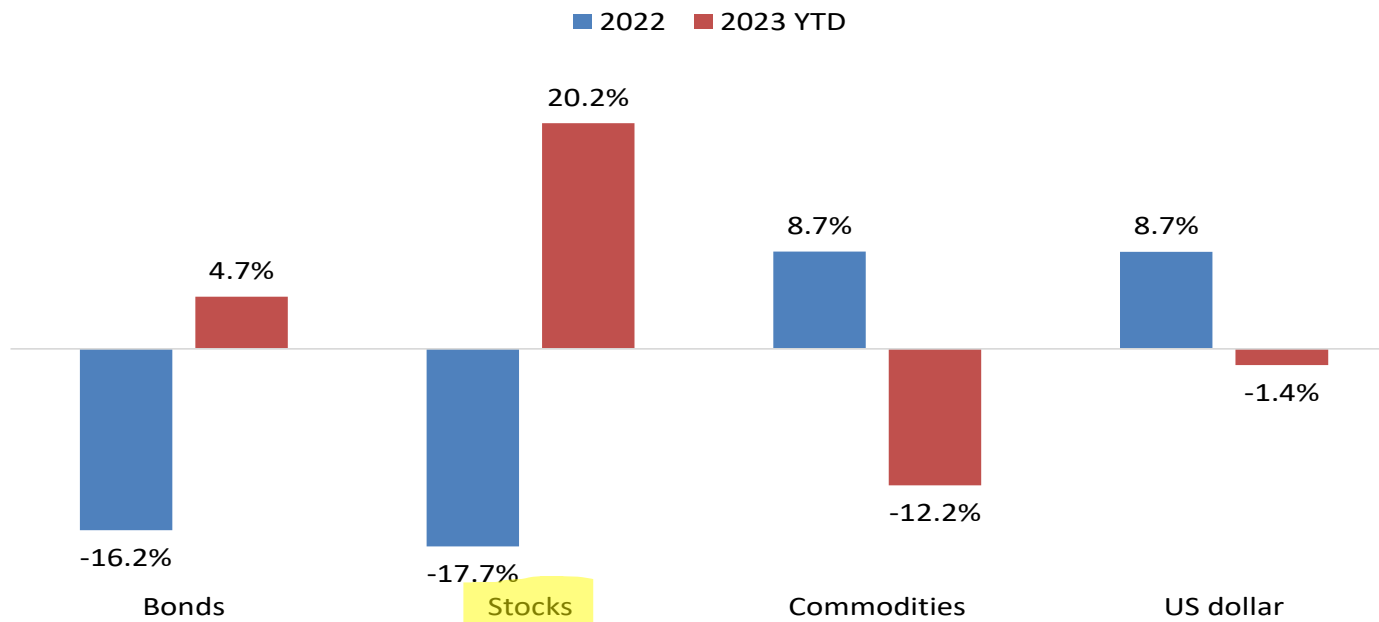


Source: Jackson Pollock (1948), *Number 1A*

Performance

«The Year of Stocks» (e degli asset «a rischio» più in generale, come per esempio il Global HY a +12.8%)

Global Asset Performance (in USD)



Source: Bloomberg (as of Friday 15 December 2023)

Bufala #1

«Ri-parliamo di azionario» (1 agosto 2023) → Voto 3 (timing) / 7 (view fine anno)

Sono care le azioni?

L'indicatore di Warren Buffet ci suggerisce che sono «valutate bene» (dopo gli eccessi del 2021)



Source: AXA IM, Bloomberg

8

• AXA IM - PUBLIC



Source: AXA IM

3

• AXA IM - PUBLIC

«The stock market is a device to transfer money from the impatient to the patient»
(Warren Buffet)

Nell'ultima puntata prima della pausa estiva, avevo suggerito di aumentare l'esposizione azionaria.

Risultato: Picco beccato con precisione e S&P500 -10% nei seguenti 86 giorni.

Ovviamente, il «Santa Claus Rally» ha solo parzialmente addolcito l'amaro boccone...

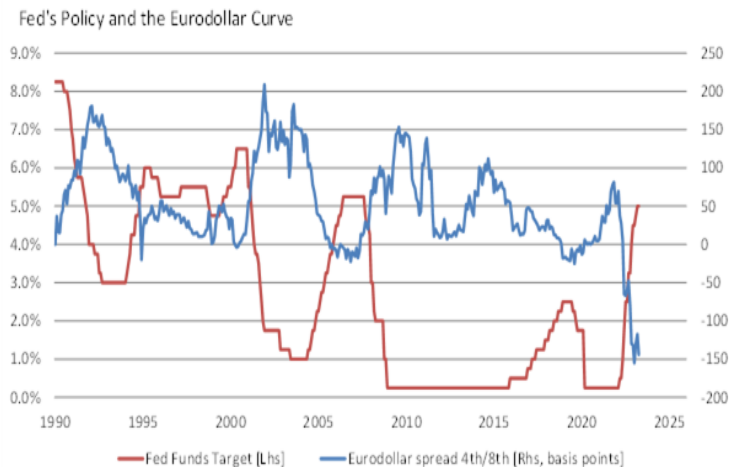


Call vincente #1

«Ma quando arriva questa recessione?» (8 maggio 2023) → Voto 9

La scommessa del secolo

Il mercato prezza 75bp di tagli della Fed a partire da luglio...e se poi così non fosse?



Source: AXA IM, Bloomberg

8



Source: AXA IM

4

«*The function of economic forecasting is to make astrology look respectable.*»

(John K. Galbraith)

Già a fine 2022 avevo lamentato l'assenza di una base analitica su cui predicava il forte consenso per una recessione negli USA.

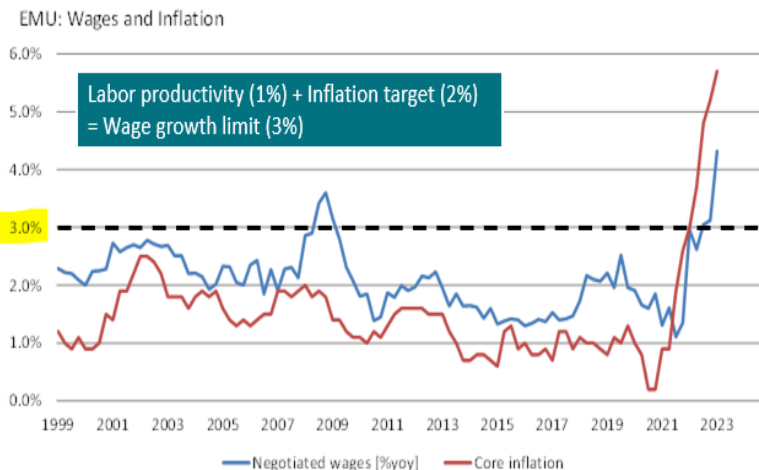
Nel corso del 2023, il consenso sul PIL USA si è spostato da +0.3% a +2.4% (passibile di ulteriori revisioni al rialzo). Anche la Fed ha dovuto concedere che non ci hanno capito nulla...

Bufala #2

«La settimana delle banche centrali» (12 giugno 2023) → Voto 4

BCE – Spirale prezzi-salari?

L'accelerazione dei salari contrattuali al 4.3% in Q1 implica un forte rischio di «second-round effect»



Source: AXA IM, Eurostat

5



Source: AXA IM

5

«*Inflation is taxation without legislation.*»
(Milton Friedman)

Mi aspettavo l'aumento dei salari in UE già a fine 2022. In effetti, i salari negoziati hanno accelerato da +3.1% in 3Q22 a +4.7% in 3Q23.

A parte la resilienza dell'inflazione nei servizi, non si ha la percezione del rischio di una spirale tra prezzi e salari...

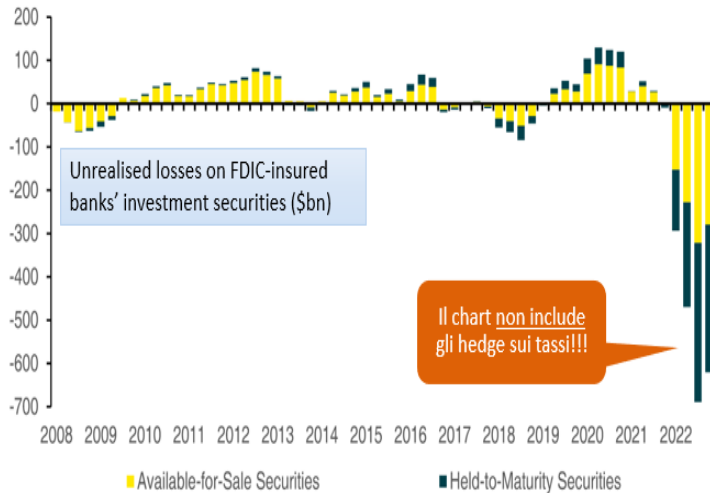
...però rimane un rischio per il 2024!

Call vincente #2

«Resilienza» (13 marzo 2023) → Voto 7

Banche

Forte svalutazione delle attività di fixed income (ma le perdite vengono ammortizzate)



Source: AXA IM, Commerzbank

2

Source: AXA IM



«We have banks that are not only too big to fail, but too big to be held accountable.»
(Joseph Stiglitz)

Abbiamo descritto l'effetto SVB come un «soft patch».

In effetti, l'economia USA ha continuato a crescere con una variazione del PIL di +2.1% in Q2 e di +5.2% in Q3. Da aprile sono stati creati 1.6 mln di nuovi posti lavoro!

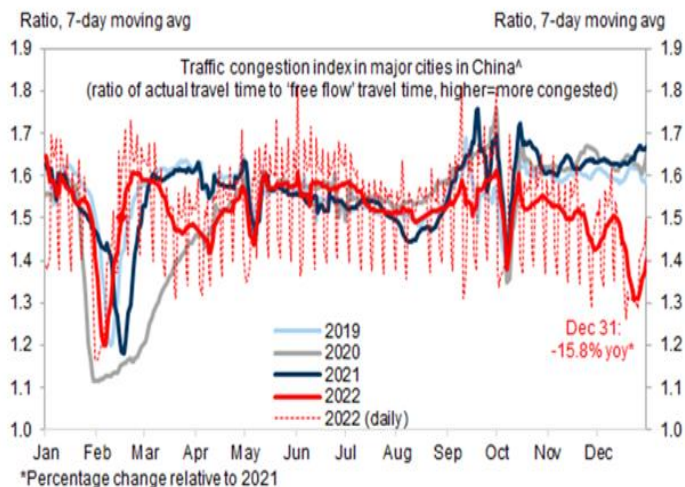
L'indice S&P500 Banks è +28% dai minimi di marzo...

Bufala #3

«La Cina riapre» (16 gennaio 2023) → Voto 0, in mancanza di voto negativo

Attività in veloce ripresa

La riapertura coincide con un forte aumento della congestione del traffico nelle aree urbane



Source: AXA IM, Bloomberg

1



Source: AXA IM

7

«You cannot catch tiger cubs without entering a tiger's lair.»
(Chinese yànyǔ)

A gennaio sembrava che la Cina stesse spiccando il volo dopo un Covid più lungo del previsto.

Dai minimi di ottobre 2022 ai massimi di gennaio 2023, la performance era ottima (+20%)...

...mi sono lasciato abbagliare dalla proverbiale «past performance»

Risultato: -12.5%

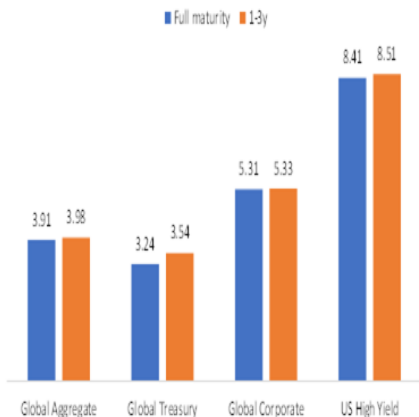
Call vincente #3

«Ripartenza!» (4 settembre 2023) → Voto 8 (tattico) / 3 (per non aver previsto il crollo degli yield a novembre)

Duration? Si/No?

Il rischio di duration non viene compensato dallo yield, rischiando inoltre un «bear steepening» della curva

Yield vs Duration



Source: AXA IM, Bloomberg

8

• AXA IM - PUBLIC



Source: AXA IM

8

• AXA IM - PUBLIC

Duration performance (US Treasury)

BBG Index	TR YTD (%)	YTM (%)	DUR (y)
U.S. Treasury	0.7	4.51	6.0
1-3 Yr	1.7 ✓	4.92	1.8
3-5 Yr	1.2	4.37	3.7
5-7 Yr	1.0	4.24	5.2
7-10 Yr	0.2	4.11	7.3
Long	-1.4 ✗	4.34	15.6

«Games are won by players who focus on the playing field – not by those whose eyes are glued to the scoreboard.»
(Warren Buffet)

L'idea era che i mercati avessero gettato la spugna sulla recessione, andando così a «normalizzare» la curva...

...in effetti da metà settembre a metà ottobre la curva Treasury 2-10 anni fece un famigerato quanto raro «bear steepening» da 50bp...

...e poi ci fu il collasso degli yield.

Grazie per averci seguito nel 2023.

Buon Natale e buon 2024!

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.

© AXA Investment Managers 2023. Tutti i diritti riservati.