

Macro & Mercati

Le bufale e le call vincenti del 2024

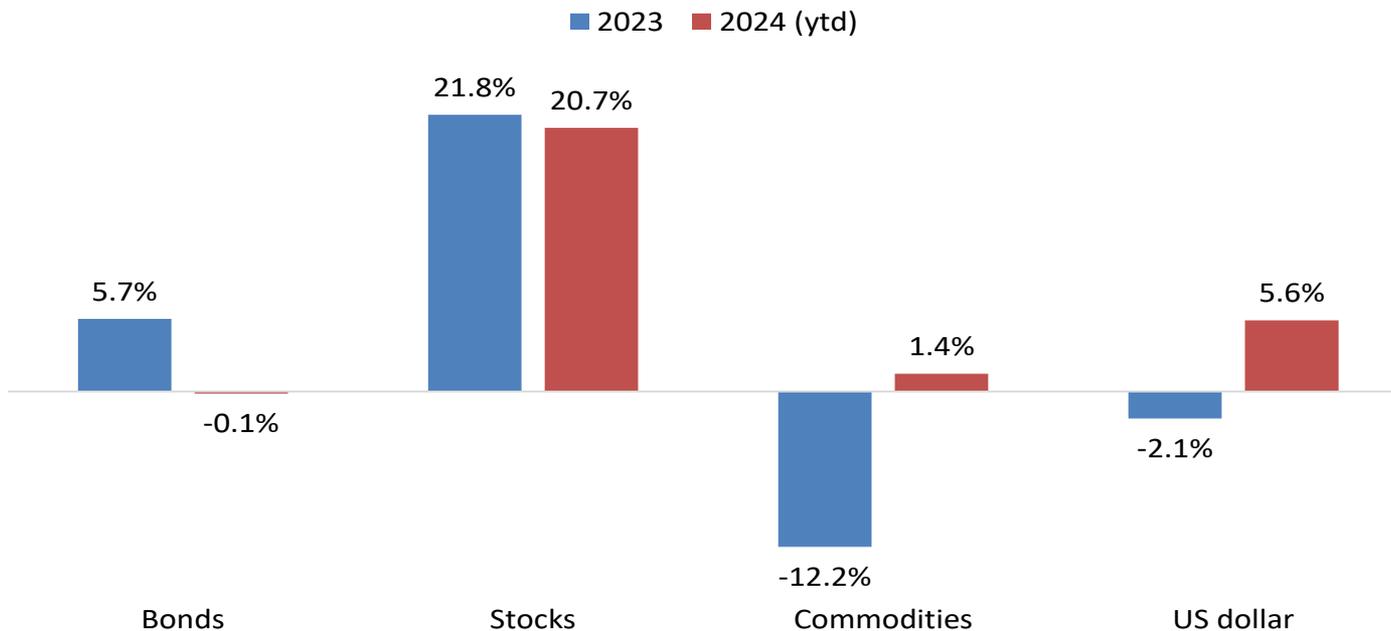
Alessandro Tentori

Dicembre 2024

Performance

Un altro «Year of Stocks» (e degli asset «a rischio» più in generale, come per esempio il Global HY a +9%)

Global Asset Performance (in USD)

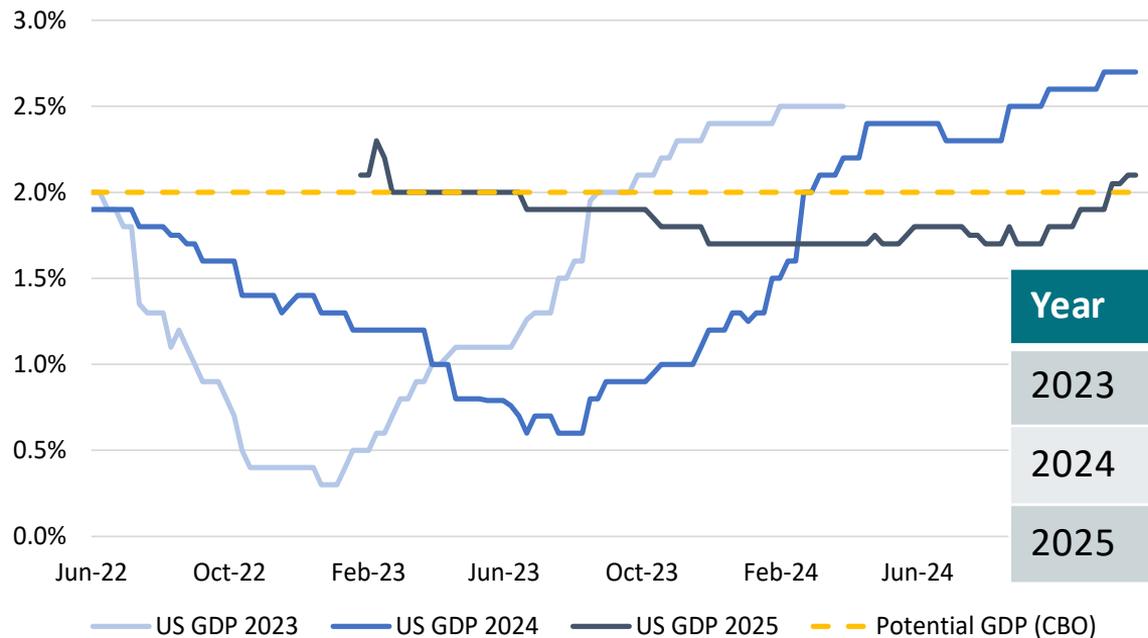


Source: AXA IM, Bloomberg (13/12/2024)

Facciamo un rapido bilancio della stagione 2024

Forte revisione delle stime di crescita

Bloomberg Consensus Forecasts - USA



Year	Expected	Realised
2023	+0.3%	+2.5%
2024	+1.3%	+2.7%
2025	+2.1%	

Source: AXA IM, Bloomberg (13/12/2024)

Mood degli analisti

Tutti bearish a 4600, tutti bullish a 6000...



Source: AXA IM, Bloomberg (13/12/2024)

Bufala #1

«Outlook 2024-2025» (5 dicembre 2023) → Voto 5

Forecast di AXA IM

Rallentamento ciclico

Real GDP growth (%)	2023*		2024*		2025*	
	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
World	3.0		2.8		3.0	
Advanced economies	1.5		0.8		1.3	
US	2.2	2.2	1.1	0.9	1.6	1.8
Euro area	0.5	0.5	0.3	0.6	0.8	1.5
Germany	0.1	0.4	0.2	0.5	0.7	1.5
France	0.9	0.8	0.6	0.8	0.7	1.3
Italy	0.7	0.7	0.0	0.6	0.5	1.2
Spain	2.4	2.3	0.9	1.3	1.3	1.9
Japan	1.9	1.9	1.2	0.9	1.0	1.0
UK	0.5	0.4	0.0	0.3	0.5	1.2
Switzerland	0.6	0.8	0.8	1.2	1.3	1.5
Canada	1.1	1.1	0.9	0.6	1.7	1.9
Emerging economies	3.9		4.0		4.1	
Asia	4.9		4.8	4.0	4.7	
China	5.2	5.0	4.5	4.4	4.2	4.4
South Korea	1.4	1.2	2.2	2.0	2.3	2.2
Rest of EM Asia	5.0		5.4		5.5	
LatAm	2.3		2.3		2.4	
Brazil	3.0	3.0	1.4	1.6	2.0	2.0
Mexico	3.3	3.1	2.0	1.9	1.5	2.2
EM Europe	2.4		2.0		2.7	
Russia	2.2	1.7	1.1	1.4	1.0	1.1
Poland	0.6	0.2	2.8	2.7	3.5	3.4
Turkey	4.3	3.5	2.0	2.1	3.6	3.2
Other EMs	2.3		3.5		4.0	

Source: AXA IM (as of 27 November 2023)

Source: AXA IM

«Macroeconomics, even with all of our computers and with all of our information is not an exact science»
(Paul Samuelson)

La previsione iniziale per il PIL USA 2024 era di +1.1%. Eravamo leggermente sopra il consenso, ma conta poco visto il risultato finale...

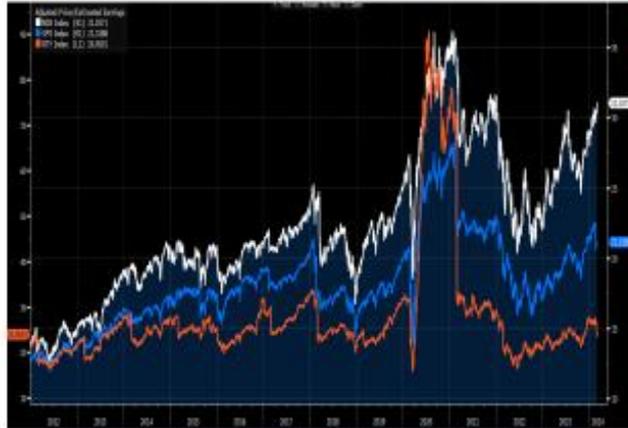
Per fortuna siamo riusciti a mantenere uno storytelling positivo sugli USA anche durante l'estate, cosa non da poco visto il repricing dei mercati fixed income.

Call vincente #1

«Siamo in una bolla azionaria?» (5 marzo 2024) → Voto 7

Nasdaq in bolla?

Mettiamo insieme i diversi fattori di identificazione della bolla



Source: AXA IM, Bloomberg

Fattore	Rating
Valutazioni relative	+++
Leva finanziaria	0
Rischio controparte	0
Aspettative	+
Narrazione	++
Network	+
Liquidità	---
Economia globale	+

«Every bubble has two components: An underlying trend that prevails in reality and a misconception relating to that trend»

(George Soros)

L'analisi dei vari modelli teorici di bolla fisica e economica ci ha illustrato un quadro più chiaro di cosa stesse accadendo sul mercato azionario USA.

L'assenza delle caratteristiche di una bolla speculativa ha rinforzato la nostra convinzione nel risk on.

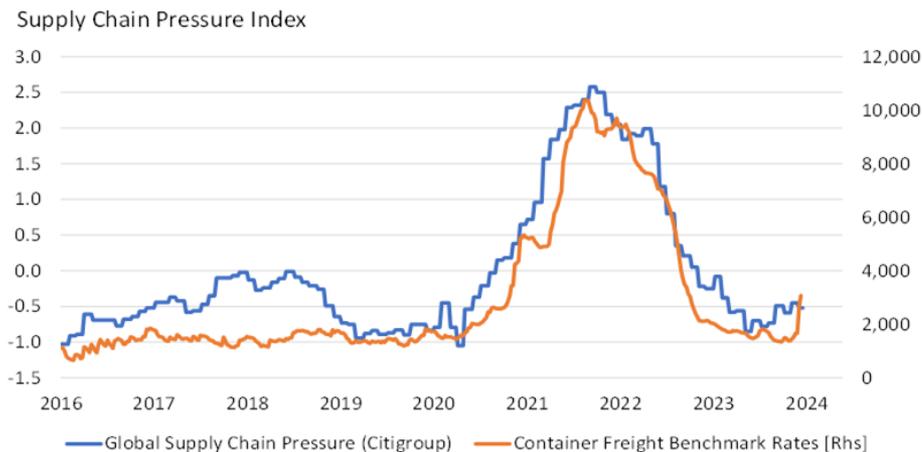
Source: AXA IM

Bufala #2

«Supply pressure» (16 gennaio 2024) → Voto 3

Pressione sui costi del trasporto marittimo

La supply chain globale fa affidamento sul trasporto marittimo



Source: AXA IM, Bloomberg

Source: AXA IM

*«The first panacea for a mismanaged nation is inflation, the second is war. Both bring temporary prosperity; both permanent ruin»
(Ernest Hemingway)*

Le criticità sulla rotta attraverso il canale di Suez aveva brevemente riaperto lo spettro di pressioni sul lato dell'offerta e quindi di una nuova fiammata di inflazione.

Ho commesso il classico errore di «anchoring», sopravvalutando l'informazione dei prezzi dei containers.

Call vincente #2

«Perché mi piace l'high yield» (9 aprile 2024) → Voto 8

Rendimento atteso

Il mercato HY «protegge» rispetto a shock negativi di duration e di spread



«Know what you own and know why you own it»
(Peter Lynch)

Sia l'analisi bottom up che quella top down ci hanno confermato la solidità dello strumento high yield nel contesto congiunturale del 2024 (e probabilmente anche in quello del 2025).

Dopo un anno a doppia cifra per il global high yield non era scontato rimanere lunghi con un forte livello di convinzione.

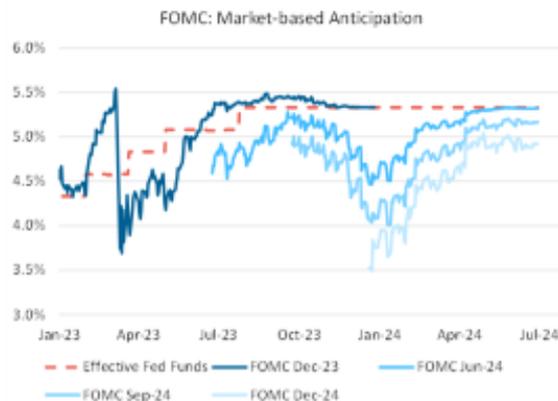
Source: AXA IM

Bufala #3

«Outlook H2 2024» (2 luglio 2024) → Voto 5

Banche centrali

La «normalizzazione» continua anche nel 2025



Source: AAA IM, Bloomberg

Expectations	
Fed	
End 2024 (OIS)	4.80%
End 2025 (OIS)	3.90%
End 2024 (AXA IM)	4.75% - 5.00%
End 2025 (AXA IM)	3.75% - 4.00%
ECB	
End 2024 (OIS)	3.35%
End 2025 (OIS)	2.70%
End 2024 (AXA IM)	3.25%
End 2025 (AXA IM)	2.50%

Source: AXA IM

«The central bank needs to be able to make policy without short term political concerns»
(Ben Bernanke)

Qui non si tratta di una call sbagliata, ma piuttosto di essersi fatti trasportare dalla speranza di un ciclo congiunturale in eurozona in ripresa rispetto al consenso.

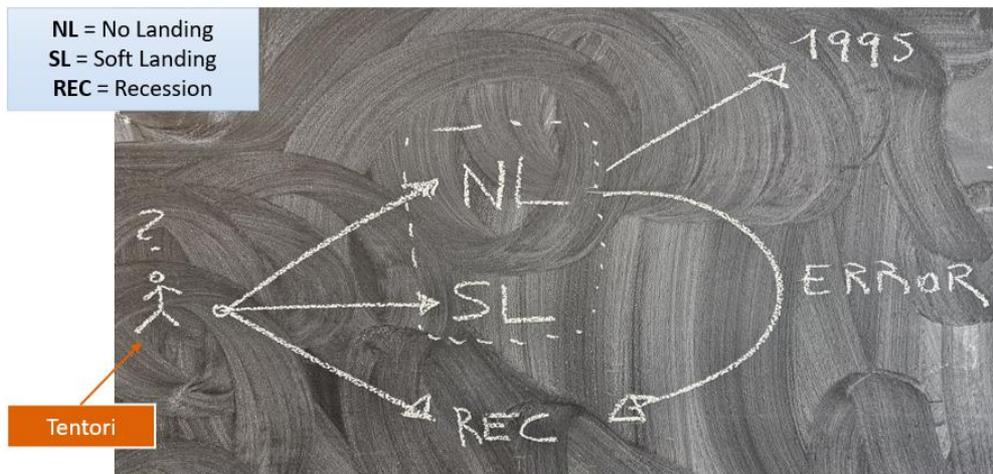
Recentemente abbiamo rivisto la stima per il tasso depositi della BCE a fine 2025 a 1.5%...-100bp rispetto alla forecast di metà anno.

Call vincente #3

«Banche centrali rinviate a settembre» (7 maggio 2024) → Voto 6

Vi invito nel nostro ufficio

Come semplificare il futuro dal punto di vista di un investitore?



Source: AXA IM

Source: AXA IM

«The power to determine the quantity of money is too important, too pervasive to be exercised by a few people»
(Milton Friedman)

A fine 2023, le attese del mercato erano parecchio sbilanciate sulla possibilità di un taglio dei tassi nella prima metà del 2024. In alcuni casi, si parlava di tagli nel primo trimestre.

La nostra view generale è stata confermata: Il ciclo di normalizzazione sarebbe partito senza fretta!

Grazie per averci seguito nel 2024.

Buon Natale e buon 2025!

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.