

VIEW 2024



Tra previsioni e metodo di Andrea Facchini



In un piccolo ufficio con vista sulla città, Marco, un analista finanziario, era immerso nei grafici e nei dati economici nella vigilia di Capodanno, preparando le sue previsioni per l'anno nuovo. Ogni dettaglio nei grafici rappresentava per lui un indizio sul futuro. Contemporaneamente, Luisa, appassionata di astrologia, in un accogliente salotto, interpretava configurazioni planetarie e movimenti stellari per gli oroscopi dell'anno nuovo. Sebbene lavorassero in settori diversi, entrambi credevano che le previsioni potessero in qualche modo influenzare il futuro.

Marco considerava le previsioni di borsa uno strumento razionale per guidare i suoi clienti, mentre Luisa vedeva negli oroscopi un mezzo di introspezione e speranza. Le loro attività rappresentavano tentativi di navigare nell'incertezza della vita, fornendo una direzione per il nuovo anno. Con lo scoccare della mezzanotte, tuttavia, si resero conto che, nonostante gli sforzi, la vita mantiene sempre elementi di sorpresa, una caratteristica che rende ogni nuovo inizio affascinante.

Nel 2023, le previsioni errate delle case di investimento hanno sottolineato l'importanza di una riflessione critica sull'utilizzo di tali proiezioni. Nonostante la loro imperfezione, queste previsioni offrono ancora orientamento e stimolano la pianificazione in un mondo in costante evoluzione, aiutando a identificare i fattori chiave da considerare durante l'anno.

indicano che, sebbene il giudice possa essere più severo della media nella valutazione generale, potrebbe essere più indulgente nei confronti di specifiche categorie di persone (es. quando giudica un anziano). L'errore occasionale (occasional noise), infine, suggerisce che influenze esterne, come vincite sportive, possono alterare temporaneamente le decisioni del giudice.

Questi errori hanno un impatto significativo, poiché il giudice, con il potere di decidere sulla vita delle persone, potrebbe emettere sentenze notevolmente diverse per gli stessi casi. Studi presentati nel libro, dimostrano come 200 giudici, esaminando gli stessi casi, abbiano emesso sentenze che variano da 6 mesi a 10 anni di reclusione con una variabile e un impatto estremi. Ciò evidenzia come gli esseri umani, con i loro bias e errori, possano generare valutazioni distorte, trasformandole in "loro verità" indipendentemente dalla realtà. E affezionandosi alle stesse.

Il medesimo ragionamento può essere esteso al campo finanziario: un investitore potrebbe inclinarsi verso un ottimismo o pessimismo mediamente costante (level noise), ma mostrare un approccio totalmente differente quando si tratta di azioni bancarie italiane (pattern noise). Allo stesso modo, potrebbe essere incline a investire in un determinato momento grazie a eventi personali, come la vittoria della sua squadra nel derby (occasional noise), generando un ottimismo temporaneo per un mercato al rialzo. Tutti questi sono giudizi soggettivi estranei alla realtà oggettiva.

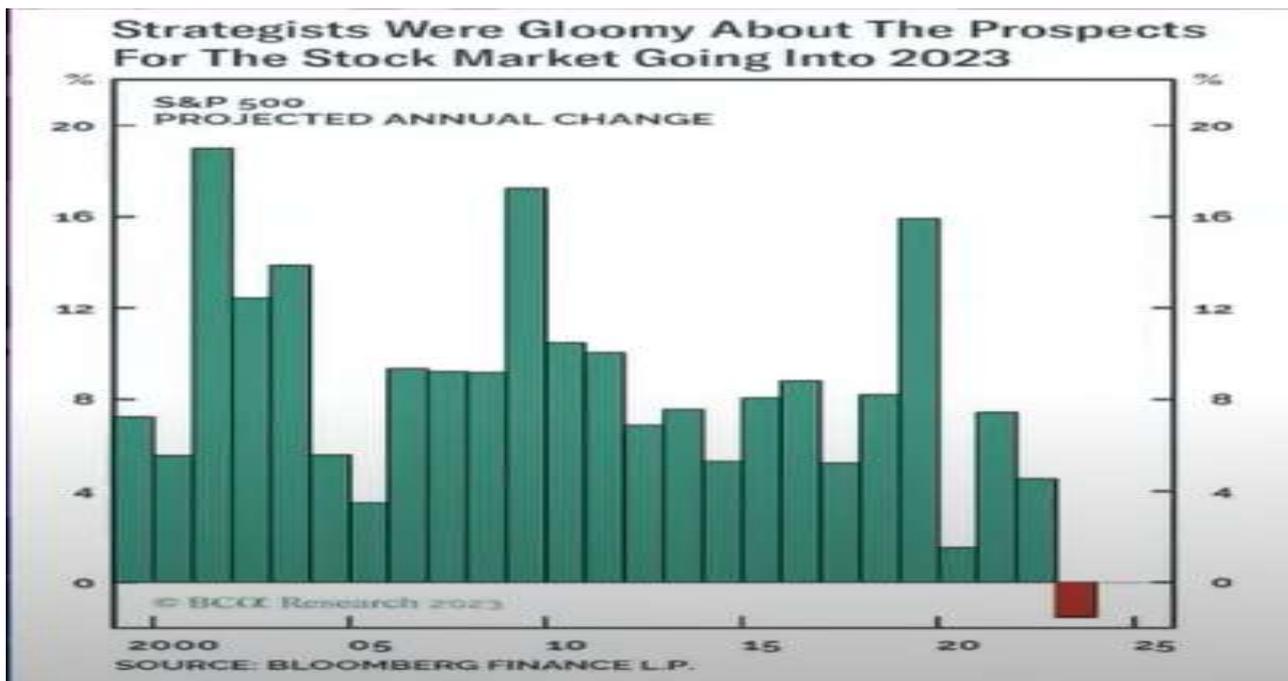
Per questo motivo, sottolineiamo l'importanza di adottare un approccio metodologico. La comprovata validità scientifica (come spiegato nel libro) dimostra che un metodo seguito con costanza produce risultati notevolmente superiori rispetto a decisioni prese in modo spontaneo da un individuo. Questo non denigra le capacità umane, ma evidenzia come un metodo regolare, proprio per la sua stabilità e assenza di volatilità, superi il giudizio umano, spesso influenzato da bias e rumore, nel lungo periodo.

È per questo che preferiamo affidarci ai nostri screening metodologici e ai nostri sistemi di trading rispetto a valutazioni qualitative.

Pur non ignorando quest'ultime, che comunque riteniamo utili e sono considerate uno degli strumenti a nostra disposizione per navigare nell'oceano dei mercati,

non sono le uniche. Oggi nessuno si affiderebbe unicamente alla propria conoscenza dei fondali per guidare una nave: tutti utilizzano radar, sonar e altre tecnologie. Per noi, il metodo rappresenta questi strumenti, e nel corso del 2023, è emerso in modo ancora più evidente come ci abbiano aiutato a ottenere performance positive e individuare opportunità di valore.

Cosa dicevamo a inizio 2023? di Andrea Facchini



In un anno in cui le previsioni medie delle principali case di investimento erano fra le più negative dal 2000 a inizio 2023 le nostre considerazioni erano le seguenti:



"Nel grafico in alto a sinistra viene descritto l'andamento medio delle probabilità di recessione negli Stati Uniti, secondo le principali banche di affari. Come possiamo vedere le aspettative si stanno avvicinando speditamente ai massimi toccati nel 2001, 2009 e 2020.

Generalmente, quando tali probabilità medie, superano la soglia del 20%, vi è un aumento verticale verso livelli ben più elevati, cosa che sta accadendo anche questa volta. Questo è dovuto al fatto che molti istituti si accodano celermente a quello che è il pensiero delle case di investimento più importanti. Pertanto non ci dovremmo meravigliare se tra pochi mesi questo indicatore sarà già sui precedenti massimi.

La storia insegna che seguire un rialzo netto di questo indicatore per diminuire l'esposizione azionaria non è una mossa azzeccata, in quanto potremmo trovarci di fronte alla coda finale del ribasso. Del resto quando le probabilità di recessione sono ai massimi significa che i grossi investitori hanno smobilizzato da tempo le posizioni e che quindi di potenziali venditori ce ne sono sempre meno.

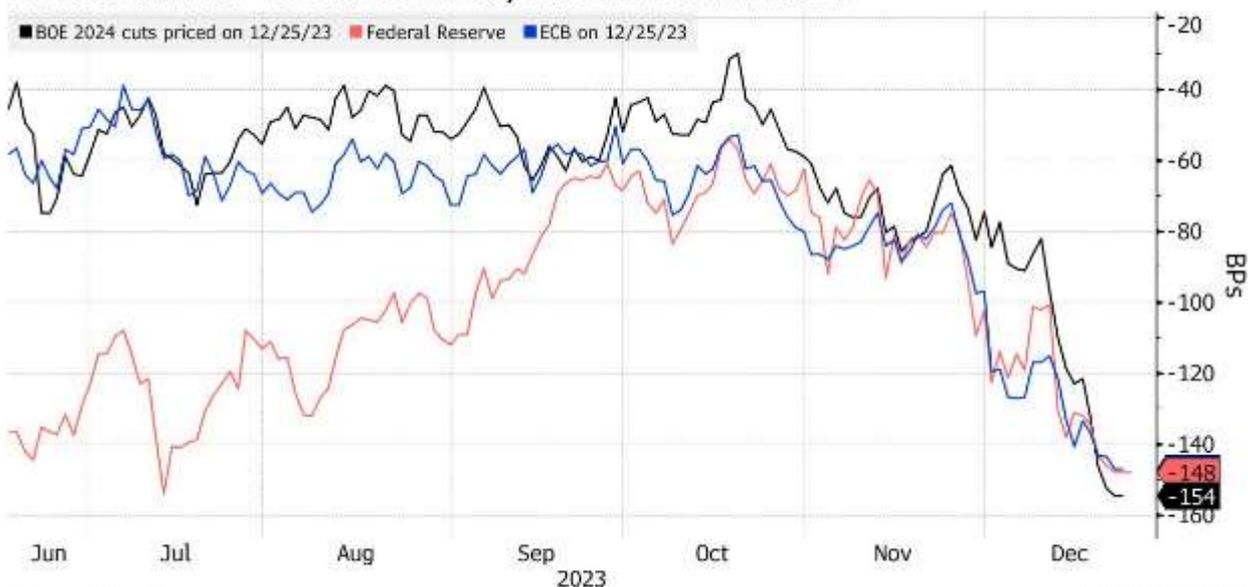
Allo stesso tempo l'economia si sta dimostrando molto resiliente, rimandando il collasso degli utili atteso da molti investitori. Questo aumenta fortemente le probabilità che il calo degli utili sarà lento, frustrando coloro che hanno un'impostazione bearish sul mercato. Il tutto, abbinato ad un rientro dell'inflazione e a probabili fattori positivi sul fronte geopolitico e non solo, dovrebbe costituire un mix favorevole ad una ripresa dei mercati azionari".

Diciamo che questa era la nostra previsione principale dopo aver esaminato attentamente tutti gli indicatori principali.

E' stata proprio la resilienza dell'economia, soprattutto quella americana, a smentire gran parte delle previsioni formulate dalle principali case di investimento. A questo si è aggiunto il ridimensionamento dell'inflazione (da noi previsto), ritornata su livelli ottimali per credere in un'inversione dei tassi Fed. Oggi addirittura le previsioni si sbilanciano per un ribasso di 150 bps entro fine 2024 da parte di FED, BCE e BOE.

Next Year Is Looking Dovish

Markets look for ~5 cuts from Fed, ECB and BOE in 2024



Source: Bloomberg

Bloomberg

Dal grafico possiamo vedere come nell'ultimo mese siano decisamente aumentate le aspettative di ribasso dei tassi.

Sul **fronte geopolitico** invece la situazione non sembra affatto migliorata se guardiamo a quanto accaduto dopo l'attacco del 7 ottobre da parte di Hamas a Israele. Questo ha dato inizio ad un'escalation senza precedenti, che potrebbe portare a sorprese negative sul fronte Mediorientale e non solo. Gli attacchi di Israele nella striscia di Gaza hanno provocato circa 21 mila morti dal giorno dell'attentato. Molti parlano di genocidio, mentre l'esercito israeliano fa sapere che questa operazione durerà ancora per molti mesi. Ebbene nel 2024 non ci aspettiamo notizie positive.

Parallelamente il **conflitto tra Ucraina e Russia** sembra vedere quest'ultima prevalere e questo sicuramente non sarà un elemento che giocherà a favore dell'Europa.

La situazione del conflitto tra Russia e Ucraina è complessa e ha molteplici implicazioni a livello geopolitico ed economico. In un ipotetico scenario in cui la Russia emergesse vittoriosa, ci sarebbero diverse conseguenze da considerare:

Ristrutturazione Geopolitica: Una vittoria russa potrebbe ridefinire gli equilibri geopolitici in Europa e oltre. Potrebbe portare a un riorientamento delle alleanze e delle politiche di sicurezza, specialmente per i paesi vicini alla Russia e all'Ucraina.

Impatto sull'Unione Europea: L'UE potrebbe dover affrontare sfide significative, tra cui la gestione delle relazioni con la Russia, il rafforzamento della sua politica estera e di difesa comune, e l'adattamento alla nuova realtà geopolitica. Potrebbero esserci tensioni interne sull'approccio da adottare nei confronti della Russia.

Economia e Risorse: Il conflitto ha già avuto un impatto economico significativo, in termini di risorse impiegate per aiuti militari, supporto ai rifugiati e sanzioni. Una vittoria russa potrebbe intensificare questi costi, in particolare se le sanzioni dovessero essere mantenute o intensificate.

Sicurezza Energetica: L'Europa sta già affrontando sfide in termini di sicurezza energetica, in particolare per quanto riguarda la dipendenza dal gas russo. Una vittoria russa potrebbe complicare ulteriormente la situazione.

Diritti Umani e Legalità Internazionale: Ci sarebbero anche questioni legate al rispetto dei diritti umani e delle norme internazionali. Una vittoria russa potrebbe essere vista come un precedente per altri conflitti territoriali.

Ripercussioni Globali: Le tensioni tra potenze globali potrebbero intensificarsi, influenzando relazioni internazionali, commercio e cooperazione globale.

Tornando alle nostre previsioni di un anno fa:

Un altro aspetto interessante è stata la nostra convinzione che, le BIG-FIVE (che poi sono diventate sette, grazie all'ingresso di Tesla e soprattutto di Nvidia) possedessero caratteristiche che le predisponessero a un rendimento inferiore rispetto al resto del mercato. Le previsioni, eh?

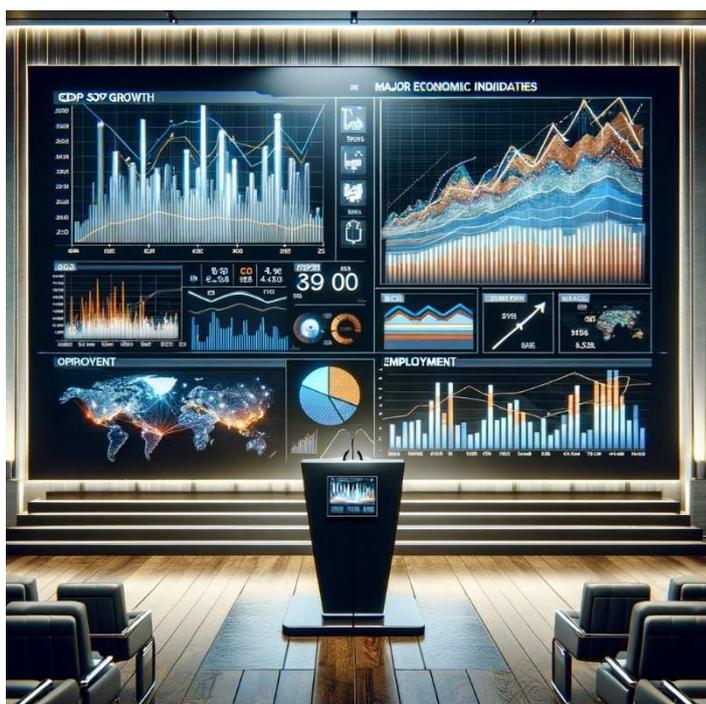
Fortunatamente, grazie ai nostri metodi di screening, già da fine febbraio 2023, siamo stati in grado di individuare tempestivamente l'importanza crescente dell'intelligenza artificiale. Questa consapevolezza è stata la chiave che ha permesso un cambiamento di strategia a favore delle società con maggiore capitalizzazione, in grado di sfruttare al meglio le opportunità offerte dall'IA.

Anche guardando all'analisi tecnica, avvalendosi della teoria di Elliott-Fibonacci le nostre previsioni erano le seguenti:

"Lo scorso anno l'analisi tecnica è stata essenziale al fine di comprendere i pericoli situati a 4750/4800 dell'indice in questione (SP500). Del resto affidarsi alle sensazioni o all'analisi fondamentale quasi sempre si finisce per non avere la giusta percezione nel leggere al meglio il mercato.

A quota 4750/4800 erano situati esattamente gli obiettivi del ciclo di lunghissimo e quello di lungo periodo. Il primo derivava dall'estensione ciclica del rialzo partito nel 2009. Il secondo invece costituiva un target non secondario del ciclo partito nel marzo del 2020. Ebbene da quei livelli l'indice SP500 ha intrapreso una correzione violenta fino a rompere un supporto intermedio a 4000 per poi raggiungere alla perfezione il target indicato dal ciclo di lungo (linea tratteggiata verde) situato a 3530. Ben evidente quindi come il supporto primario di 3350 (target ciclo lunghissimo) non sia stato mai messo in discussione.

Nel corso del 2022 pertanto, la borsa americana ha finito per ridimensionare il p/e elevato di un anno fa, portandolo a circa 19, ossia poco sopra la media storica di 16. Tuttavia, agire sulla base di questo parametro non sempre ha dato risultati ottimali. Nel caso si presentasse una recessione importante nei prossimi mesi, il mercato avrebbe anche un potenziale di discesa del 20%, ma oggi ci dobbiamo domandare del perché non accada questo. Dobbiamo infatti ricordare che le azioni, nel lungo periodo, rappresentano l'asset che maggiormente difende dall'inflazione, in quanto le società più solide e più all'avanguardia, riescono ad adeguarsi meglio all'aumento dei prezzi, a differenza di un bond. Questo dovrebbe far riflettere sul potenziale di crescita degli utili nel caso l'economia ritornasse ad una pseudo normalità, dopo aver visto nel corso del 2022 fatti eccezionali che hanno messo a dura prova la finanza e l'economia".



Fatta questa lunga premessa vediamo adesso come sono andati i principali indicatori economici e i mercati stessi.

Come sono andati gli asset nel 2023

ASSET PRINCIPALI	PERFORMANCE 2023
Bitcoin - BTC/USD	155,16
Ethereum - ETH/USD	92,06
NASDAQ100 Index	53,81
NASDAQ Composite Index	43,42
Amundi FTSE MIB UCITS ETF-A	34,399
XTRACKERS MSCI MEXICO UCITS ETF	34,054
LYXOR MSCI BRAZIL UCITS ETF A	28,859
Nikkei 225	28,24
FTSE MIB40 Index	28,03
S&P500 Index	24,23
IBEX35 Index	22,76
ISHARES MSCI WORLD EUR HDG UCITS ACC	20,89
DAX40 Perf Index	20,31
ESTOXX50 PRICE EUR INDEX	19,19
ISHARES MSCI WORLD UCITS ETF USD DIST	18,7
CAC40 Index	16,52
ISHARES MSCI KOREA UCITS ETF USD DIST	16,323
ISHARES RUSSELL 2000 ETF	15,86
Amundi MSCI India II UCITS ETF	15,603
AEX25 Index	14,2
DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE	13,7
Spot GBP/JPY	13,34
Ounce Gold USD	13,01
Long-Term Euro BTP Full0324	12,08
PSI20 Index	11,71
Spot EUR/JPY	10,91
Amundi FTSE 100 UCITS ETF Acc	9,818
Spot USD/JPY	7,55
Spot AUD/JPY	7,5
WISDOMTREE GOLD	7,469
Amd Eur H Rtd Mcro-Wgh Gvn Bd UCITS ET	5,8
Spot GBP/AUD	5,4481
Spot GBP/USD	5,4088
ISHARES MSCI EM UCITS ETF DIST	5,283
ISHARES HIGH YLD CORP UCITS ETF DIST	5,22
Euro Bund Full0324 8:00-22:00	4,76
Amundi AU S&P/ASX 200 UCITS ETF	3,906
SMI20 Index	3,81
Spot EUR/USD	3,1495
Spot EUR/AUD	3,1443
XTRACKERS MSCI INDONESIA SWAP UCITS ET	2,716
XTRACKERS II GL INFL-LINKED UCITS 5C	1,896
BEL20 Index	0,18
Spot AUD/USD	-0,0147
Ounce Silver USD	-0,71
10Y TNote Full0324	-1,40556
Spot EUR/GBP	-2,0565
Spot USD/CAD	-2,1201
WISDOMTREE WTI CRUDE OIL	-3,547
Soybean Full0324	-6,11
Spot EUR/CHF	-6,1806
LYXOR MSCI TURKEY UCITS ETF A	-8,306
Mini Crude Oil Full0224	-8,929
Spot USD/MXN	-13,0234
Amndi Bloom Eq-wgh Cmd ex-Agr UCITS ET	-15,123
ISHARES CHINA LARGE CAP UCITS ETF DIST	-15,97

Come è stata la crescita nel 2023

PAESE	PIL 1 ANNO FA	PREV Q4	PREV Q1	PREV Q2	PREV Q3	PAESE	OGGI	differenza prev	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	variazione px 12 mesi
Argentina	6,90	4,00	3,30	2,90	2,50	Argentina	-0,80	-3,30	1,6	0,6	1,6	2,60	3,40
Australia	5,90	3,40	3,00	2,30	3,00	Australia	2,10	-0,90	1,2	1,1	1,00	0,80	-1,30
Brazil	3,60	0,80	0,30	0,40	1,10	Brazil	2,00	0,90	1,5	0,8	1,2	1,60	-0,40
Canada	3,90	1,80	1,30	0,80	1,00	Canada	0,47	-0,53	0,8	1,2	0,6	0,50	0,03
China	3,90	1,50	3,20	5,00	5,00	China	4,90	-0,10	5,2	5,00	4,9	4,70	-0,20
Euro Area	2,30	0,30	-2,30	-1,80	-0,50	Euro Area	0,00	0,50	0,4	0,5	0,7	1,00	1,00
France	1,00	2,70	1,40	0,80	0,40	France	0,60	0,20	0,8	1,2	0,8	0,70	0,10
Germany	1,30	-0,20	-1,20	-0,60	-0,30	Germany	-0,40	-0,10	0,1	0,4	0,6	1,20	1,60
India	6,30	4,10	4,00	4,60	5,90	India	7,60	1,70	6,7	5,6	7,4	5,50	-2,10
Indonesia	5,72	5,20	4,20	4,10	4,20	Indonesia	4,94	0,74	4,3	4,4	4,5	5,00	0,06
Italy	2,60	0,40	1,40	2,00	2,20	Italy	0,14	-2,06	0,5	0,2	0,9	1,20	1,06
Japan	1,50	1,50	1,30	0,60	1,00	Japan	1,50	0,50	1,1	1,2	1,2	1,50	0,00
Mexico	4,30	2,30	1,70	1,30	1,40	Mexico	3,30	1,90	2,7	2,3	2,00	1,40	-1,90
Netherlands	3,10	2,50	1,10	0,50	0,70	Netherlands	0,60	-0,10	-0,8	0,5	1,00	1,20	0,60
Russia	-4,00	-7,00	-3,50	-1,00	0,50	Russia	5,50	5,00	1,5	-1,00	0,3	0,80	-4,70
Saudi Arabia	8,80	8,50	4,70	3,70	3,40	Saudi Arabia	-4,40	-7,80	0,5	2,5	3,00	4,00	8,40
Singapore	4,10	3,10	2,70	2,50	2,50	Singapore	1,10	-1,40	0,9	1,1	1,00	2,50	1,40
South Africa	4,10	1,80	1,30	1,50	1,30	South Africa	-0,70	-2,00	0,8	1,00	0,8	1,30	2,00
South Korea	3,10	2,60	2,40	2,40	2,00	South Korea	1,40	-0,60	1,6	2,2	2,6	2,50	1,10
Spain	3,80	1,80	2,50	3,50	3,50	Spain	1,80	-1,70	1,6	1,5	1,5	1,70	-0,10
Switzerland	0,50	0,70	0,90	1,20	1,00	Switzerland	0,30	-0,70	0,9	0,7	1,4	1,60	1,30
Turkey	3,90	4,40	3,60	3,60	3,60	Turkey	5,90	2,30	4,4	3,4	3,6	3,60	-2,30
United Kingdom	2,40	0,10	-1,00	-1,50	-2,10	United Kingdom	0,60	2,70	0,1	0,5	0,9	1,20	0,60
United States	1,90	0,90	1,10	1,20	1,40	United States	3,00	1,60	2,4	1,3	0,8	1,20	-1,80

In questa tabella possiamo osservare nella sezione di sinistra, a che punto era la crescita un anno fa e quali fossero le previsioni. Nella sezione di destra invece viene riportato il tasso di crescita attuale, la differenza rispetto a quelle che erano le previsioni a dicembre 2022 e le proiezioni per il prossimo anno.

Dal confronto tra le previsioni e i dati di oggi risultano alcune differenze marcate, come ad esempio UK e USA che hanno mostrato una maggior resilienza.

Sorprende inoltre la Russia per quanto ovviamente siano attendibili i dati, mentre l'Europa rispetta fedelmente o quasi le previsioni di un anno fa. La differenza più marcata in questo caso è da ricercare nell'Italia che chiude il terzo quarto con una crescita annua vicina allo zero contro previsioni di +2,20. Questa forse è la delusione maggiore fra i paesi avanzati.

La Cina continua invece a crescere ad un ritmo del 5% in linea con quello che si prospettava un anno fa. In questo caso tuttavia dobbiamo sempre prendere con le molle questo dato, in quanto la trasparenza non è di casa.

Guardando al prossimo anno le variazioni maggiormente positive rispetto al Pil corrente dovrebbero interessare l'area Euro in particolare la Germania.

Gli Stati Uniti al contrario secondo le previsioni vedranno un rallentamento della crescita dal 3 attuale all'1,20 allineandosi così al ritmo del Vecchio Continente.

Ritmi di crescita minori inoltre per paesi come l'India, il Messico e la Turchia dopo un 2023 decisamente al di sopra delle aspettative.

A parte la Cina e l'India il resto dell'Asia dovrebbe vedere un'accelerazione della crescita con Korea e Singapore che dovrebbero vedere un Pil a +2,5.

Come è andata l'inflazione e come sarà

PAESE	Inflazione 2022	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	PAESE	Inflazione 2023	Diff. Previsioni	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	variazione px 12 mesi
Argentina	88,00	97,40	101,00	93,70	69,90	Argentina	160,90	91,00	175,00	160,00	140,00	135,00	-25,90
Australia	7,30	7,60	6,40	5,20	4,80	Australia	5,40	0,60	4,60	4,10	3,80	3,60	-1,80
Brazil	5,90	6,01	4,45	4,09	3,98	Brazil	4,68	0,70	4,35	3,80	3,50	3,60	-1,08
Canada	6,90	6,40	5,30	3,30	3,10	Canada	3,10	0,00	3,00	2,70	2,50	2,40	-0,70
China	1,60	1,70	2,50	2,00	2,60	China	-0,50	-3,10	0,20	1,30	2,20	2,10	2,60
Euro Area	10,00	11,40	9,20	5,40	3,20	Euro Area	2,40	-0,80	2,50	2,70	2,40	2,20	-0,20
France	6,20	6,50	5,50	4,50	4,30	France	3,50	-0,80	3,40	3,10	2,50	2,10	-1,40
Germany	10,00	8,50	8,00	7,50	7,00	Germany	3,20	-3,80	3,00	2,80	2,50	2,60	-0,60
India	6,77	6,70	5,70	4,90	5,10	India	5,55	0,45	5,70	5,20	5,20	4,10	-1,45
Indonesia	5,42	5,60	5,50	5,00	4,00	Indonesia	2,86	-1,14	2,90	3,20	3,00	3,10	0,24
Italy	11,80	10,80	8,70	5,00	3,70	Italy	0,67	-3,03	0,60	1,20	2,80	3,10	2,43
Japan	3,70	3,90	3,00	2,60	2,20	Japan	3,30	1,10	3,00	2,70	2,30	2,10	-1,20
Mexico	7,80	7,80	6,33	4,25	3,10	Mexico	4,32	1,22	4,00	3,80	3,60	3,50	-0,82
Netherlands	9,90	14,00	9,90	7,20	4,50	Netherlands	1,60	-2,90	1,20	2,10	1,70	1,40	-0,20
Russia	12,00	11,60	8,70	5,50	5,50	Russia	7,50	2,00	7,90	6,80	5,50	5,30	-2,20
Saudi Arabia	3,00	2,90	1,90	1,70	1,50	Saudi Arabia	1,70	0,20	1,50	1,90	1,50	1,50	-0,20
Singapore	6,70	7,50	6,90	5,50	4,80	Singapore	4,70	-0,10	4,50	4,20	3,50	3,00	-1,70
South Africa	7,60	7,50	6,80	6,00	4,40	South Africa	5,50	1,10	4,50	4,20	4,10	4,00	-1,50
South Korea	5,00	6,00	5,60	5,00	4,50	South Korea	3,30	-1,20	3,10	2,80	2,70	2,60	-0,70
Spain	6,80	7,70	6,00	5,10	4,80	Spain	3,20	-1,60	3,00	2,40	2,20	3,00	-0,20
Switzerland	3,00	3,70	3,40	2,90	2,50	Switzerland	1,40	-1,10	1,50	1,40	1,30	1,20	-0,20
Turkey	84,39	90,00	60,00	42,00	36,80	Turkey	61,98	25,18	65,00	60,00	51,00	44,00	-17,98
United Kingdom	11,10	11,50	10,90	9,00	6,00	United Kingdom	3,90	-2,10	3,90	3,70	3,40	3,00	-0,90
United States	7,70	7,40	6,90	5,40	4,00	United States	3,10	-0,90	3,00	2,80	2,60	2,30	-0,80

E' sempre interessante osservare quello che veniva predetto un anno fa e come sono andate le cose nella realtà. L'inflazione nel 2023 è andata meglio rispetto alle aspettative. Nell'apposita colonna infatti possiamo constatare quanto si siano discostate le previsioni rispetto ai dati finali ufficiali.

In particolare in Europa il calo dell'inflazione è stato fra i più sorprendenti, mentre negli Usa le previsioni che vedevano un 4% non si sono poi tanto discostate da un +3,10 che comunque sono sempre 90 bps di differenza.

Sorprende inoltre a distanza di un anno la forte contrazione dell'inflazione cinese scesa addirittura in territorio negativo, rispecchiando le difficoltà economiche che il paese sta attraversando.

Per l'anno a venire le previsioni vedono un ulteriore ridimensionamento dell'inflazione, tale da ritornare molto vicini agli obiettivi delle banche centrali.

Questo, pertanto dovrebbe contribuire ad un calo dei tassi e ciò è confermato anche da come stanno scommettendo i mercati.

A favorire il calo dell'inflazione sarà senza dubbio una domanda più cauta dei consumatori, ben supportata da un'offerta al momento ritornata a livelli ottimali, dopo le problematiche legate alla supply chain.

Le bilance commerciali dei G20 in rapporto al Pil

PAESE	Bil.Commerciale 12 mesi fa	PAESE	Bil.Commerciale oggi	diff a/a
Argentina	0,80	Argentina	-0,60	-1,40
Australia	0,50	Australia	3,00	2,50
Brazil	-1,50	Brazil	-2,04	-0,54
Canada	-0,70	Canada	-0,70	0,00
China	0,90	China	1,20	0,30
Euro Area	3,40	Euro Area	2,50	-0,90
France	-0,70	France	-0,50	0,20
Germany	7,20	Germany	6,00	-1,20
India	-2,60	India	-2,20	0,40
Indonesia	-2,00	Indonesia	-0,30	1,70
Italy	3,50	Italy	0,80	-2,70
Japan	3,00	Japan	3,00	0,00
Mexico	0,50	Mexico	-1,27	-1,77
Netherlands	7,80	Netherlands	9,20	1,40
Russia	3,10	Russia	9,50	6,40
Saudi Arabia	0,50	Saudi Arabia	6,00	5,50
Singapore	14,00	Singapore	16,60	2,60
South Africa	-1,80	South Africa	-1,30	0,50
South Korea	4,00	South Korea	3,50	-0,50
Spain	1,80	Spain	2,00	0,20
Switzerland	4,00	Switzerland	6,80	2,80
Turkey	-3,00	Turkey	-4,20	-1,20
United Kingdom	-3,20	United Kingdom	-4,80	-1,60
United States	-3,20	United States	-2,80	0,40

Come ogni anno non disprezziamo uno sguardo alle bilance commerciali dei singoli paesi al fine di comprendere la situazione in termini di competitività. I peggioramenti più consistenti in termini di bilancia commerciale derivano dall'Italia, il Regno Unito e la Germania a conferma di come l'Europa stia risentendo decisamente del rallentamento cinese. Sorprende anche il peggioramento del Messico essendo ormai diventato una delle principali alternative alla Cina in termini di manodopera. Questo la dice lunga su come l'economia stia effettivamente rallentando. Migliora leggermente la bilancia commerciale degli Stati Uniti che si attesta ad un passivo del 2,8 rispetto al Pil. Molto bene la Svizzera il cui surplus è oggi al 6,8 del Pil. Da ciò possiamo dedurre come il Franco Svizzero continui a rappresentare la valuta rifugio più sicura in caso di aumento di avversione al rischio.

Percezione di ricchezza di Andrea Tironi



In Italia, la percezione della ricchezza rispetto al periodo precedente alla pandemia è migliorata per diversi motivi che continueranno parzialmente nel corso del 2024. Vediamo quali sono.

L'Italia si posiziona come il principale beneficiario del Fondo di Ripresa Europeo, tradotto nel Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), con un totale di 192 miliardi su 750 miliardi complessivi: 69 in sovvenzioni e 123 in prestiti. Per mettere in prospettiva, la Spagna si

colloca al secondo posto con 70 miliardi di sovvenzioni e 84 miliardi di prestiti richiesti solo nell'aprile 2023, mentre la Francia si trova al terzo posto con 41 miliardi di sovvenzioni. Tuttavia, questi numeri raccontano solo una parte della storia. Benché tutti i paesi abbiano accettato le sovvenzioni, visto che rappresentano fondi gratuiti, solo dieci di essi hanno deciso di richiedere anche i prestiti. Tra questi, solo Grecia e Romania, insieme all'Italia, hanno optato per la somma massima disponibile. Si tratta di circa sette manovre economiche, considerando che l'ultima manovra economica è stata di 24 miliardi.

Grazie al superbonus, l'Italia ha introdotto nell'economia 140 miliardi, che, sebbene abbiano favorito chi già aveva disponibilità finanziarie, hanno comunque stimolato l'intero settore dell'edilizia. Parliamo qui di circa 5 manovre economiche, considerando che l'ultima manovra è stata di 24 miliardi.

Durante la pandemia, le persone hanno risparmiato più del solito a causa delle restrizioni agli acquisti fisici. Anche se, secondo le case di investimento, il picco del risparmio è avvenuto nel 2023, potrebbe comunque essere parzialmente disponibile, generando così una sensazione di maggiore ricchezza.

Oltre alle capacità degli investitori individuali, probabilmente il 90% degli italiani ha investito negli ultimi 12-18 mesi in Bot o BTP, con tassi di interesse variabili

tra 3 e 5%, o in conti deposito sempre con rendimenti simili. Questo ha generato flussi cedolari che non erano presenti nel periodo pre-pandemico, quando il debito pubblico mondiale era per venti trilioni con tassi a zero o inferiori allo zero. Aggiungendo i guadagni in conto capitale derivanti dalle prospettive di rialzo dei tassi per chi ha investito principalmente intorno a settembre-ottobre, possiamo comprendere come il 2023 sia stato un anno eccellente anche per i Bot o BTP.

L'essere umano valuta mediamente la propria situazione attuale in base alla situazione recente piuttosto che allo storico, un fenomeno noto come Effetto Illusorio di Recency. Ad esempio, considerando le bollette del 2022 rispetto a quelle del 2023, la percezione è di avere più soldi in tasca a causa della riduzione dei costi dell'energia, tornati approssimativamente ai livelli del 2021. In realtà, il 2022 è stato un anno di picco, e stiamo spendendo esattamente come nel 2021. Tuttavia, l'effetto psicologico è quello di percepire maggiori risorse finanziarie poiché spendiamo meno rispetto al recente passato.

Per gli italiani che hanno investito in azioni, il 2023 potrebbe essere stato un anno favorevole, considerando il rialzo degli indici azionari globali dopo un periodo di volatilità. Questo aumento potrebbe aver contribuito a incrementare il loro patrimonio complessivo. Anche limitandoci al nostro FTSE MIB, la performance è stata più che eccellente. Quindi, persino chi ha investito in aziende arcinote come le banche italiane ha registrato risultati positivi nel 2023.

Parlando del superbonus, coloro che hanno investito grazie a questa opportunità hanno visto un aumento della valutazione dei propri immobili, generando così una percezione di incremento del patrimonio personale. Questo aspetto va al di là dei dati effettivi, poiché la realtà potrebbe essere diversa, ad esempio nel caso in cui la casa non possa essere rivenduta facilmente. Nonostante il desiderio diffuso degli italiani di possedere una casa, il calo demografico potrebbe causare una progressiva diminuzione del valore delle abitazioni nei prossimi anni, rendendole potenzialmente invendibili e costituendo un patrimonio non liquido.

Per quanto riguarda il lavoro, chiunque abbia cercato o dovuto assumere personale si è reso conto della saturazione del mercato dal lato dell'offerta e della ricchezza di opportunità dal lato della domanda, grazie al superbonus e al Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza. Attualmente, trovare lavoro non risulta particolarmente difficile, e in alcuni settori è persino possibile richiedere stipendi superiori alla media storica. Questa situazione contribuisce a una percezione di maggiore ricchezza, poiché siamo in grado di valorizzare meglio le nostre competenze professionali e ottenere compensazioni più elevate.

Nel 2024 Inoltre qualche soldino ci arriverà sia del taglio del cuneo fiscale da mezzo ha un punto in base al reddito, sia dalla rivisitazione delle aliquote IRPEF che passano da 4 a 3.

In conclusione, non possediamo una sfera di cristallo che ci consenta di predire il futuro con certezza. Tuttavia, è possibile ipotizzare che un potenziale ribasso dei tassi potrebbe generare nuovi guadagni in conto capitale, mentre i flussi cedolari dovrebbero rimanere stabili a meno di ulteriori investimenti o un continuo trasferimento dalla liquidità a titoli di stato italiani. Il destino del superbonus dipenderà dall'attuale manovra di bilancio (che sembra chiuderlo) e le bollette energetiche dovrebbero mantenersi stabili a meno di sviluppi imprevisti. I risparmi accumulati durante la pandemia, al contrario, dovrebbero esaurirsi totalmente nel 2024 se non già finiti.

Nonostante questi fattori, la percezione generale nel periodo post-pandemia sembra orientata verso una filosofia di vivere il presente senza preoccuparsi eccessivamente del futuro. Questa mentalità, in parte ispirata al modello americano di indebitamento, si traduce in una propensione a risparmiare meno e a spendere di più. Il mondo post-pandemia ha subito significativi cambiamenti, con una crescente voglia di viaggiare, festeggiare e godere della vita, superando le preoccupazioni legate all'economia reale, ai tassi, all'inflazione e alle questioni politiche e macroeconomiche, che sembrano diventare secondarie per la maggior parte delle persone.

La paura del Covid e le sue conseguenze globali hanno profondamente influenzato le persone, trasformando anche piccoli "sfizi" precedentemente considerati superflui in esperienze positive. Da un ottimismo generale di "andrà tutto bene", sembra che ci si sia spostati verso un atteggiamento più pragmatico del tipo "poi si vedrà".

Alcuni comportamenti apparentemente inspiegabili, come il cambiamento di abitudini di spesa di coloro che in passato avevano difficoltà a far quadrare i conti, possono richiamare alla memoria l'atteggiamento degli americani prima della crisi legata ai mutui subprime. Aumenti continui del valore delle case e indebitamento proporzionale sembrano essersi trasformati in una somiglianza, ricordandoci che, alla fine, i conti vanno sempre saldati e i pasti gratuiti non esistono. In questo scenario, il valore immobiliare, una volta crollato, ha lasciato dietro di sé solo debiti reali.

Rinoceronti, cigni e struzzi di Andrea Tironi



Esistono eventi molto più significativi dei cigni neri che sono eventi che abbiamo imparato a riconoscere grazie agli scritti di Nicolas Nassim Taleb: i rinoceronti grigi. Questi eventi, con un impatto significativo e altamente probabili, spesso sfuggono alla nostra capacità di affrontarli. Michele Wucker affronta questo concetto nel suo libro "Il Rinoceronte Grigio", dove spiega come prevedere e fronteggiare i pericoli evidenti, ma spesso trascurati, definiti appunto come rinoceronti grigi.

In modo semplificato, il cigno nero rappresenta un evento altamente improbabile ad alto impatto, simile a un animale che appare improvvisamente durante una tranquilla passeggiata. La preparazione in questi casi è limitata, ma può essere affrontata con assicurazioni o altre forme di protezione, poiché tali eventi sono estremamente rari, come ad esempio una pandemia che si verifica una volta ogni cent'anni.

Il rinoceronte, d'altro canto, è un animale che si impara a osservare attentamente nella savana. Inizialmente, potrebbe sfuggire alla nostra attenzione, ma con il tempo acquisiamo la capacità di individuarlo da lontano e analizzarne i comportamenti. Osservarlo quando sta tranquillamente brucando nell'erba potrebbe sembrare innocuo, ma avvicinarsi senza precauzioni potrebbe portare a reazioni minacciose, culminando in un attacco.

Le cinque fasi che caratterizzano un rinoceronte grigio, inteso come un evento probabile ad alto impatto, sono le seguenti:

1. ****Negazione:**** Iniziale rifiuto dell'esistenza del rinoceronte, diventando pericolosa quando coinvolge dinamiche di gruppo (come nel caso delle banche centrali che negano l'aumento dell'inflazione).
2. ****Temporeggiamento:**** Tentativo di rimandare l'azione per risolvere il problema in un futuro indefinito. Questo è tipico di esempio di tutte le strutture politiche. meglio non fare niente che fare qualcosa sbagliando.
3. ****Assunzione del controllo:**** Sforzo di assumere il controllo della situazione, simile a una fase di contrattazione. Anche qui non viene fatto molto, tipicamente

si inizia ad analizzare il problema e a prendere atto che effettivamente c'è bisogno di trovare delle soluzioni.

4. ****Panico:**** *La fase in cui i leader si muovono, e la reazione dipende dalla preparazione, dall'esperienza passata e dalla capacità di immaginare opzioni.*

5. ****Azione o Sopraffazione:**** *La fase in cui si passa rapidamente dal panico all'azione o, talvolta, alla sopraffazione.*

Riassumendo: quando ci troviamo di fronte a una minaccia classificabile come il rinoceronte grigio, tendiamo a negare o minimizzare l'esistenza del pericolo. Successivamente, anziché agire con decisione, tergiversiamo e cerchiamo soluzioni mentre facciamo scaricabarile. Entriamo in stato di allerta e ci lasciamo prendere dal panico quando il rinoceronte sta per attaccare, spesso senza avere gli strumenti necessari per agire saggiamente. Infine, agiamo a volte solo quando è troppo tardi, spendendo dieci volte i fondi necessari.

Questo comportamento si verifica perché percepiamo il problema come troppo difficile da risolvere o da comprendere, evitando di affrontare la sfida e seguendo l'esempio dell'approccio dell'amico del rinoceronte grigio, ovvero lo struzzo che infila la testa nella sabbia.

Prima di occuparci dei cigni neri, dovremmo focalizzarci sui rinoceronti grigi, di cui esistono diverse specie sia nella natura che nell'ambito del libro da cui abbiamo tratto ispirazione.

Per affrontare i rinoceronti grigi, è essenziale creare sistemi in grado di bypassare le decisioni umane durante le fasi critiche, come la negazione e il panico delle montagne russe. Questi sistemi devono operare in due modi: creare abitudini e sistemi solidi che rendono la reazione tempestiva una seconda natura e innescare trigger automatici che rendono difficile ignorare il pericolo imminente.

Tornando al concetto di metodo, nell'ambito degli investimenti, avere un metodo significa analizzare tempestivamente il mercato attraverso screening e sistemi di trading. Questo consente di individuare in anticipo i rinoceronti grigi, agendo di conseguenza senza cadere nella negazione o finire nel panico quando gli eventi si verificano.

Quali sono le previsioni per il 2024? di Andrea Facchini



La linea rossa orizzontale indica la media delle previsioni per l'anno 2024. Ogni barra blu rappresenta la previsione di un diverso analista o casa di investimento, con un'unica barra verde che denota l'attuale indice S&P 500.

La linea media rossa può essere vista come un consenso generale, dando un'indicazione su dove la maggior parte degli analisti si aspetta che l'indice si stabilizzi alla fine dell'anno.

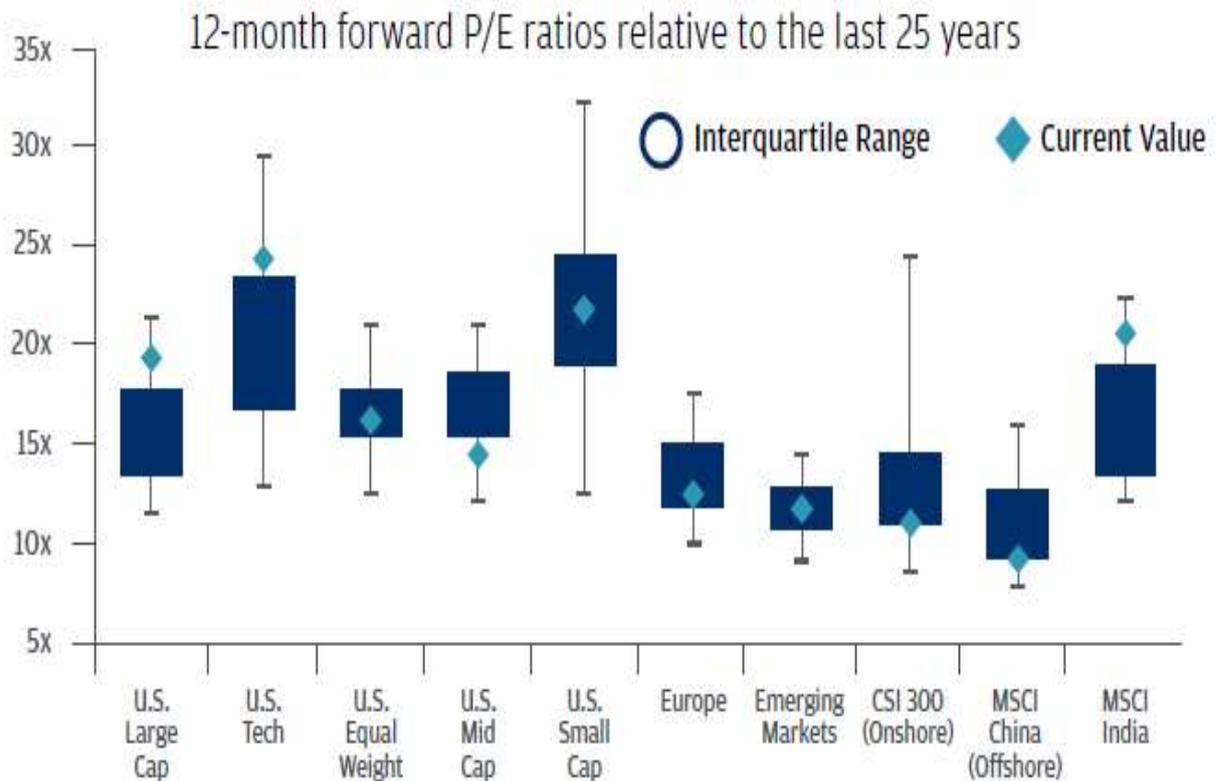
La distanza tra la linea rossa e la barra verde ad oggi è minima, segno che la gran parte dei grandi investitori nutre ancora una certa prudenza. Del resto se da una parte ci sono forti aspettative sulla discesa dei tassi, dall'altra fattori quali il ciclo economico e il clima geopolitico non giocano a favore.

Particolarmente interessante la divergenza tra Yardeni Reserch e JP Morgan, pari a circa un 30% dell'indice. Il primo infatti prevede uno SP500 a 5400 per la fine del 2024, contro un 4200 di JP Morgan.

E' importante ricordare che le previsioni sono spesso soggette a revisioni e possono essere influenzate da eventi economici imprevisti.

Come sono valutati oggi i mercati azionari?

DESPITE HIGHER INTEREST RATES, VALUATIONS SEEM REASONABLE ACROSS GLOBAL MARKETS



Source: Bloomberg Finance L.P. Data as of November 17, 2023.

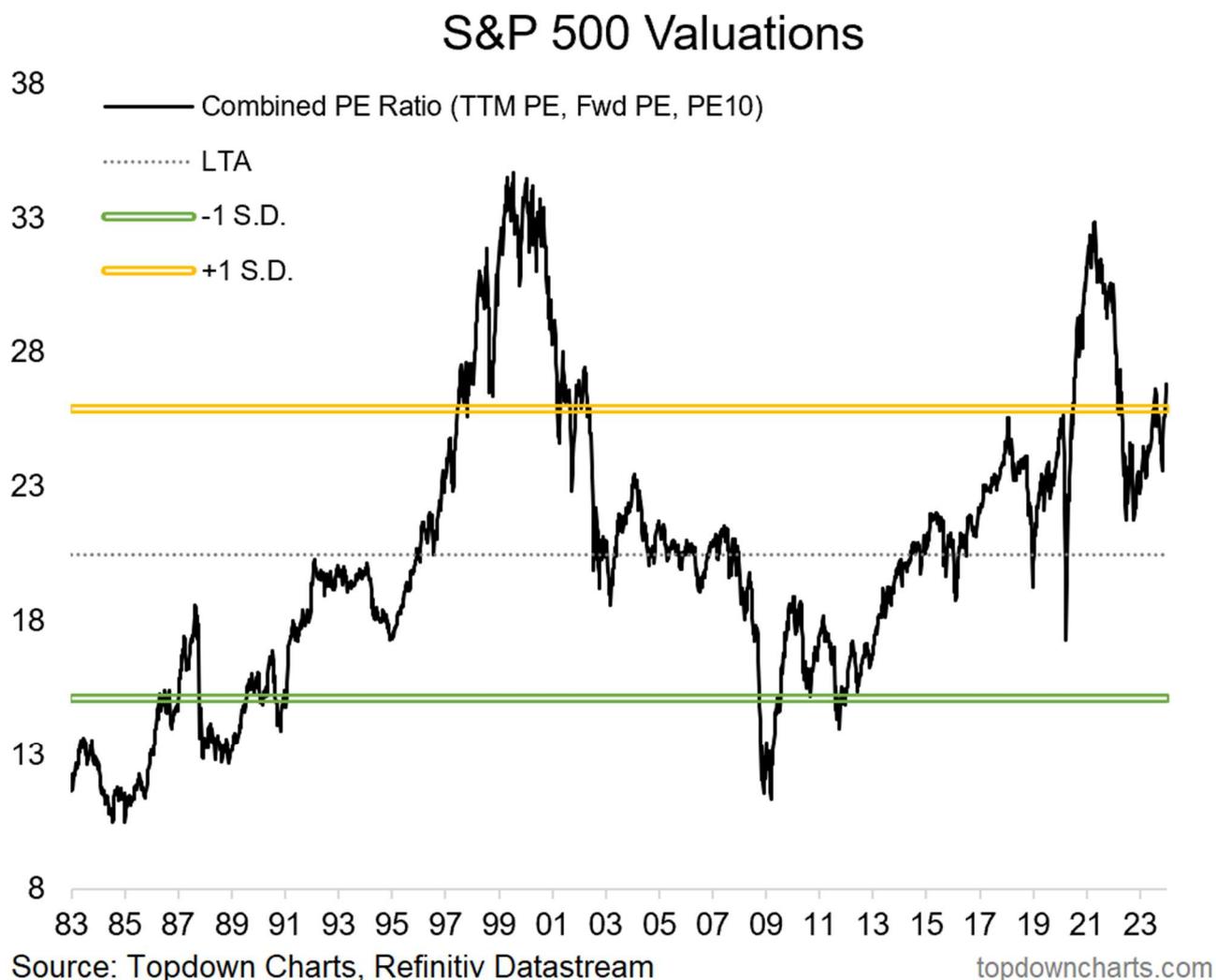
Past performance is no guarantee of future results. It is not possible to invest directly in an index.

In questo grafico possiamo osservare quanto i rispettivi asset siano distaccati dal loro range di P/E medio previsto a 12 mesi. Forti sopravvalutazioni sono presenti tra le large cap, settore tech e India.

Decisamente sottovalutati mercati quali Europa, Cina e Mid Cap Usa. In linea Emergenti e Small Cap.

Ciò dovrebbe essere maggiormente considerato in un contesto di diversificazione ottimale di portafoglio.

Come è valutato il mercato USA



Questo grafico mostra le valutazioni dell'S&P 500 nel tempo, misurate dal rapporto prezzo/utigli combinato (Price-Earnings Ratio, PE), che include il PE basato sui trailing twelve months (TTM), il PE forward (Fwd PE), e il PE10, noto anche come CAPE (Cyclically Adjusted Price Earnings) ratio di Shiller.

La linea nera rappresenta il valore combinato del PE ratio dell'S&P 500 nel tempo.

La linea tratteggiata indica la media a lungo termine (LTA) di questo rapporto.

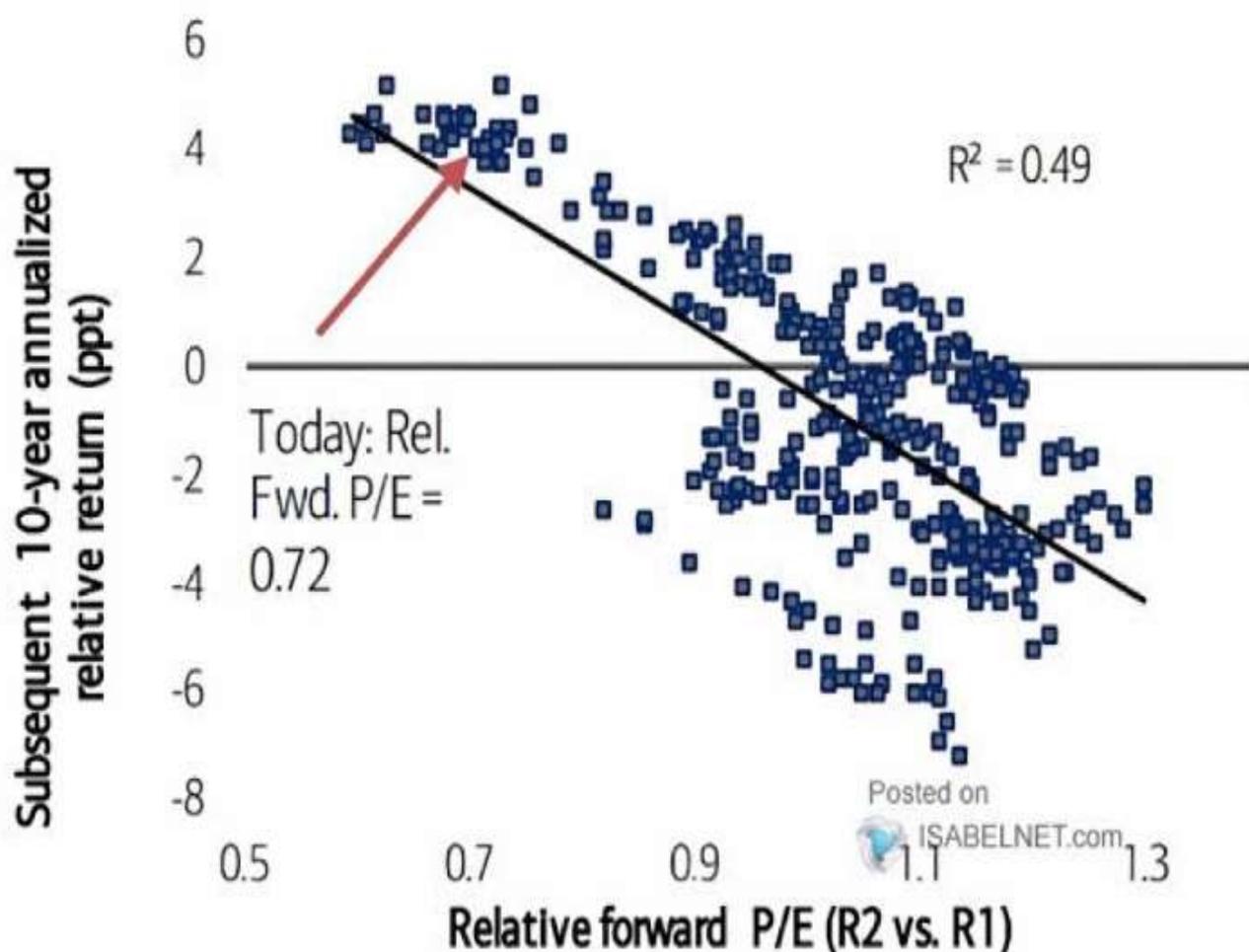
Le linee orizzontali verde e gialla rappresentano rispettivamente una deviazione standard sotto (-1 S.D.) e sopra (+1 S.D.) la media a lungo termine.

Ad oggi il valore corrente del rapporto PE si trova al di sopra della linea gialla, ciò suggerisce che l'S&P 500 è valutato più in alto della media storica più una

deviazione standard. **Questo può essere interpretato come un mercato che è potenzialmente sopravvalutato.**

Nel 2000 e nel 2021 abbiamo avuto un forte scostamento verso l'alto dal quale è seguita una forte correzione. Al momento non registriamo un forte eccesso, ma ciò induce ad un atteggiamento alquanto prudente. Togliendo da tale indicatore le prime 7 società dell'indice avremmo senza dubbio una situazione decisamente diversa, forse vicina ad un livello di sottovalutazione. Per questo nel 2024 sarà più opportuno considerare titoli con capitalizzazione medio bassa.

Più small o large?



Questo grafico mostra la relazione tra il rapporto prezzo/utili (P/E) relativo previsto per Russell 2000 rispetto a Russell 1000 e i rendimenti annualizzati relativi successivi su un periodo di 10 anni, dal 1985 fino al 30 novembre 2023.

Ecco cosa significano i vari elementi del grafico:

Asse delle ascisse (orizzontale): Mostra il "Relativo forward P/E (R2 vs. R1)", che è il rapporto prezzo/utili previsto per il Russell 2000 diviso il rapporto prezzo/utili previsto per il Russell 1000. Questo valore è una misura di valutazione relativa tra piccole aziende (small caps, rappresentate dall'indice Russell 2000) e grandi aziende (large caps, rappresentate dall'indice Russell 1000).

Asse delle ordinate (verticale): Mostra i "Subsequent 10-year annualized relative return" che sono i rendimenti relativi annualizzati successivi su un periodo di 10 anni, espressi in punti percentuali. Questo valore indica quanto le piccole aziende hanno superato o sotto-performato rispetto alle grandi aziende in termini di rendimento.

Punti dati (blu): Ogni punto rappresenta un'osservazione del rapporto P/E relativo e il rendimento relativo annualizzato successivo di 10 anni. Questi dati sono stati raccolti dal 1985 al 2023.

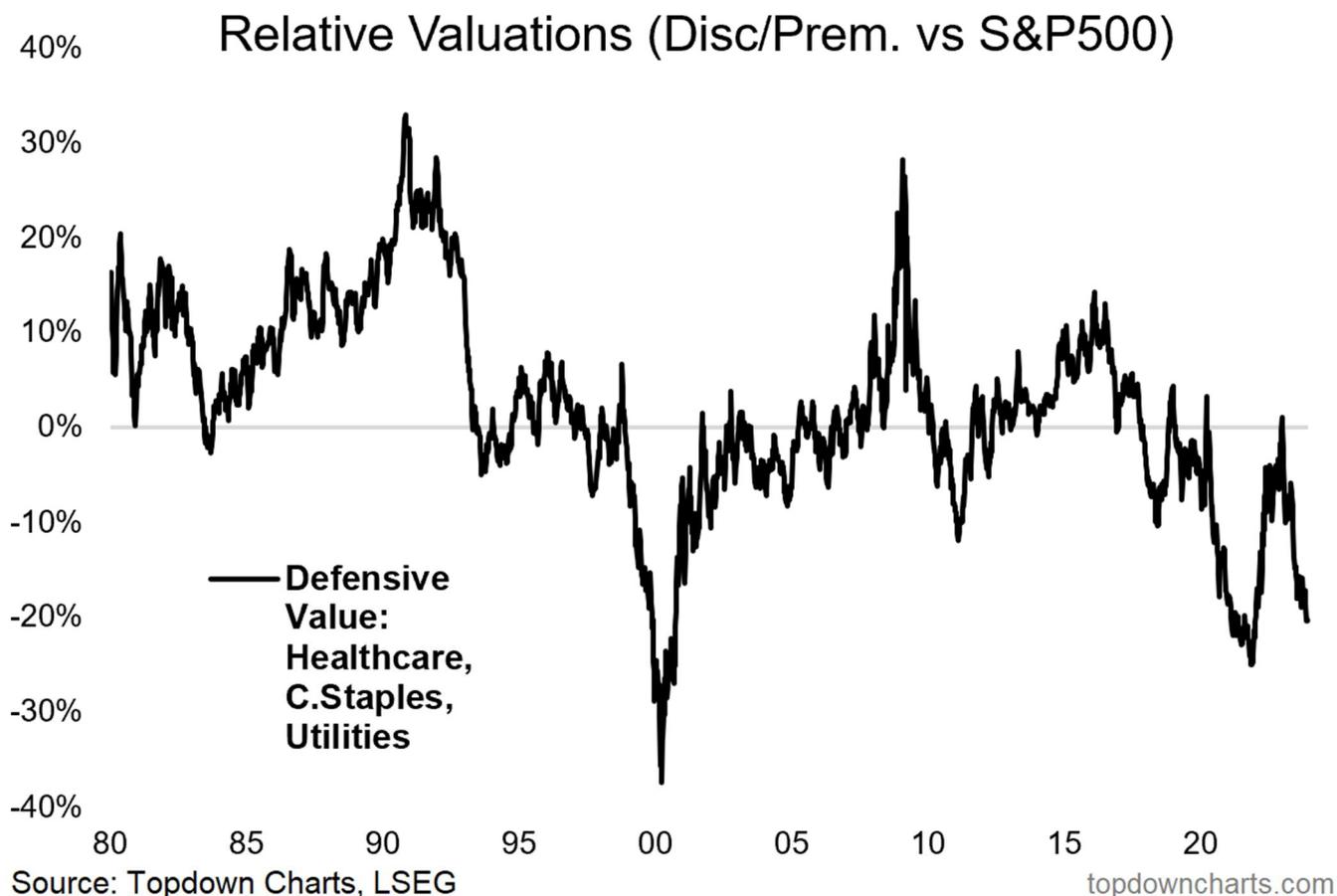
Linea di regressione (nera): Questa linea rappresenta la tendenza generale tra il rapporto P/E relativo e i rendimenti annualizzati successivi. La pendenza della linea indica che generalmente un rapporto P/E relativo più basso è associato a rendimenti relativi più alti nel periodo successivo di 10 anni.

$R^2 = 0.49$: Questo è il coefficiente di determinazione che misura quanto i rendimenti relativi possono essere predetti dal rapporto P/E relativo. Un valore di 0.49 suggerisce che circa il 49% della varianza dei rendimenti relativi è spiegata dalla varianza nel rapporto P/E relativo.

Freccia rossa: Indica **la posizione attuale del rapporto P/E relativo ("Today: Rel. Fwd. P/E = 0.72")**, suggerendo che basato su questo rapporto P/E, le piccole aziende potrebbero avere rendimenti migliori rispetto alle grandi aziende nei prossimi dieci anni.

In sostanza, il grafico suggerisce che storicamente, quando il rapporto P/E relativo è basso, come indicato oggi, ci si potrebbe aspettare che le aziende più piccole (small caps) abbiano prestazioni migliori rispetto alle aziende più grandi (large caps) nel decennio successivo.

Titoli difensivi a sconto



Il grafico mostra le valutazioni relative dei settori difensivi rispetto all'intero indice S&P 500. I settori difensivi includono settori come l'assistenza sanitaria, i beni di consumo essenziali (Consumer Staples), e le utility. Questi settori sono considerati "difensivi" perché tendono a essere meno sensibili ai cicli economici e possono offrire una certa protezione durante i periodi di recessione o di volatilità del mercato.

La linea nera rappresenta la differenza percentuale tra la valutazione dei settori difensivi e quella dell'S&P 500, che può essere interpretata come un premio o uno sconto relativo.

Ecco come interpretare il grafico:

Valori Positivi (+): Quando la linea è sopra lo 0%, significa che i settori difensivi sono valutati a un premio rispetto all'S&P 500. Ciò suggerisce che gli investitori

potrebbero essere disposti a pagare di più per queste azioni, forse a causa della ricerca di sicurezza o perché prevedono tempi economici difficili.

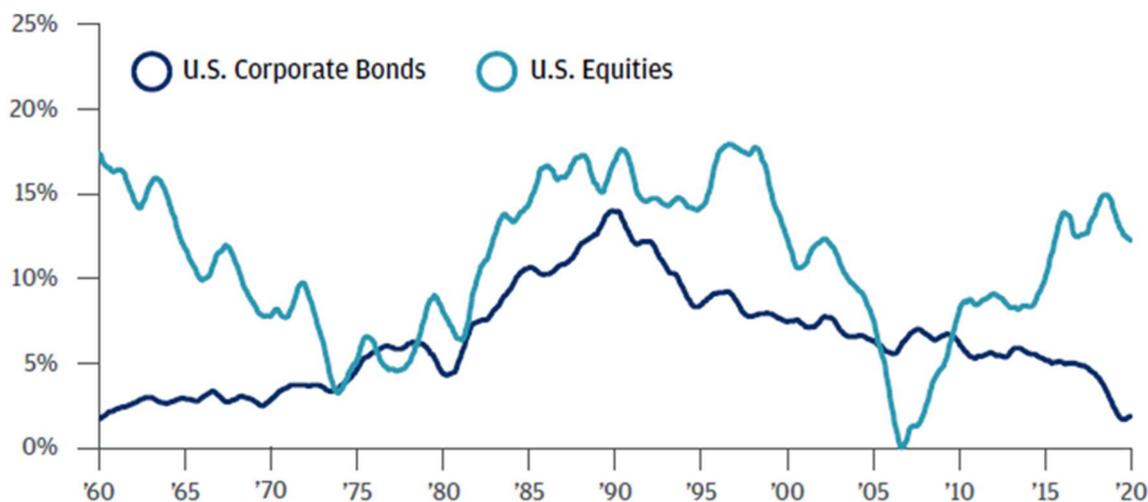
Valori Negativi (-): Quando la linea è sotto lo 0%, significa che i settori difensivi sono valutati a uno sconto rispetto all'S&P 500. Ciò può indicare che gli investitori sono meno interessati a questi settori, forse a causa di aspettative di un'economia più forte o di una maggiore propensione al rischio.

Oggi assistiamo ad una forte sottovalutazione di questi titoli che mal si concilia con il ciclo economico che stiamo attraversando. Per questo crediamo che all'interno di un portafoglio ben diversificato debba essere rafforzata la parte difensiva, con settori quali Health Care, Food e anche Utility.

Più azioni o obbligazioni?

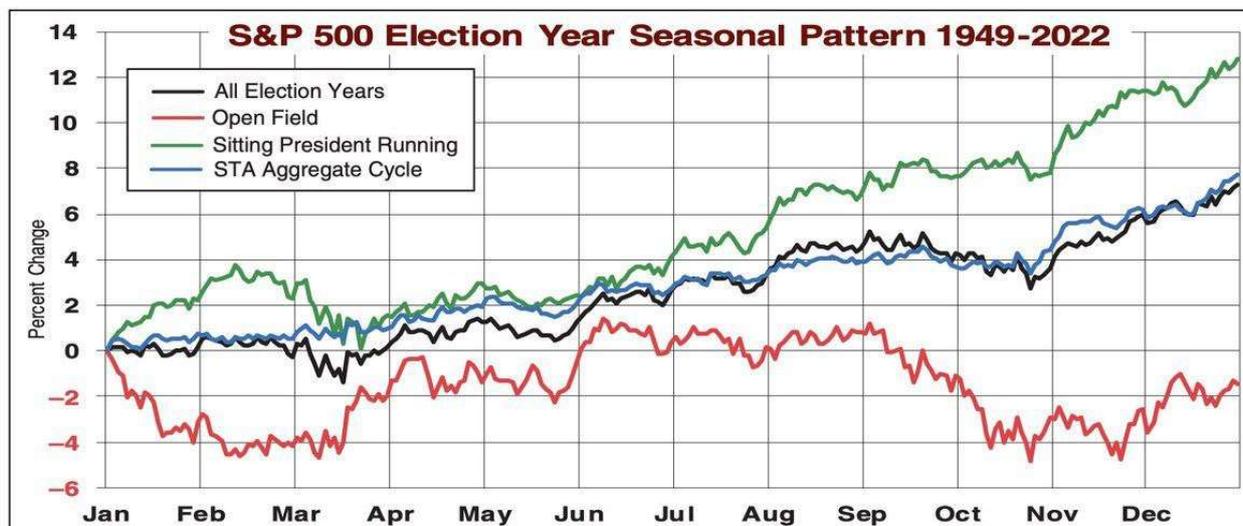
**STOCKS TYPICALLY OUTPERFORM BONDS,
BUT THE MAGNITUDE VARIES WIDELY**

10-year rolling total return, % annualized



Come possiamo vedere dal grafico, ad oggi, la componente azionaria ha fornito rendimenti annui a 10 anni ben più interessanti rispetto a quella obbligazionaria. In realtà i bond non hanno mai reso così poco se guardiamo gli ultimi 60 anni di storia, mentre le azioni addirittura si trovano a ridosso del rendimento medio più elevato, ben al di sopra del 10%. Questo dovrebbe farci riflettere sulle prospettive future, in quanto il mercato azionario in passato ci ha abituato a forti variazioni in termini di rendimento medio annuo a 10 anni. Probabile che in futuro le due linee tendano a convergere. In pratica oggi ci troviamo in una situazione ottimale per considerare la parte bond in ottica di lungo periodo, all'interno di un portafoglio ben diversificato.

La dinamica del mercato nel periodo elettorale



In questo grafico vediamo quale è stato il comportamento medio dell'indice SP500 in base alla situazione elettorale attraversata:

Tutti gli Anni Elettorali (linea nera): Il rendimento complessivo dell'S&P 500 mostra una tendenza generalmente positiva negli anni elettorali, con alcune fluttuazioni. C'è una tendenza a una crescita costante che inizia approssimativamente a metà anno e continua fino alla fine dell'anno.

Open field (linea rossa): Nei cosiddetti "anni di campo aperto", dove non c'è un presidente uscente in corsa per la rielezione, si osserva un andamento più volatile e generalmente inferiore rispetto alla media degli anni elettorali. Questa situazione potrebbe riflettere una maggiore incertezza tra gli investitori a causa dell'incognita rappresentata dai candidati alla presidenza e dalle loro potenziali politiche.

Sitting President Running (linea verde): Quando il presidente in carica si candida per la rielezione, l'S&P 500 tende a seguire un modello più stabile e prevedibile, con una crescita sostenuta e ben superiore alla media di tutti gli anni elettorali.

Ciclo Aggregato STA (linea blu): Questa linea rappresenta una sorta di ciclo aggregato o medio a lungo termine per il mercato azionario, basato sui dati storici. Si nota che questo tende a mostrare una crescita positiva costante lungo l'intero anno, indicando che, indipendentemente dalle fluttuazioni a breve

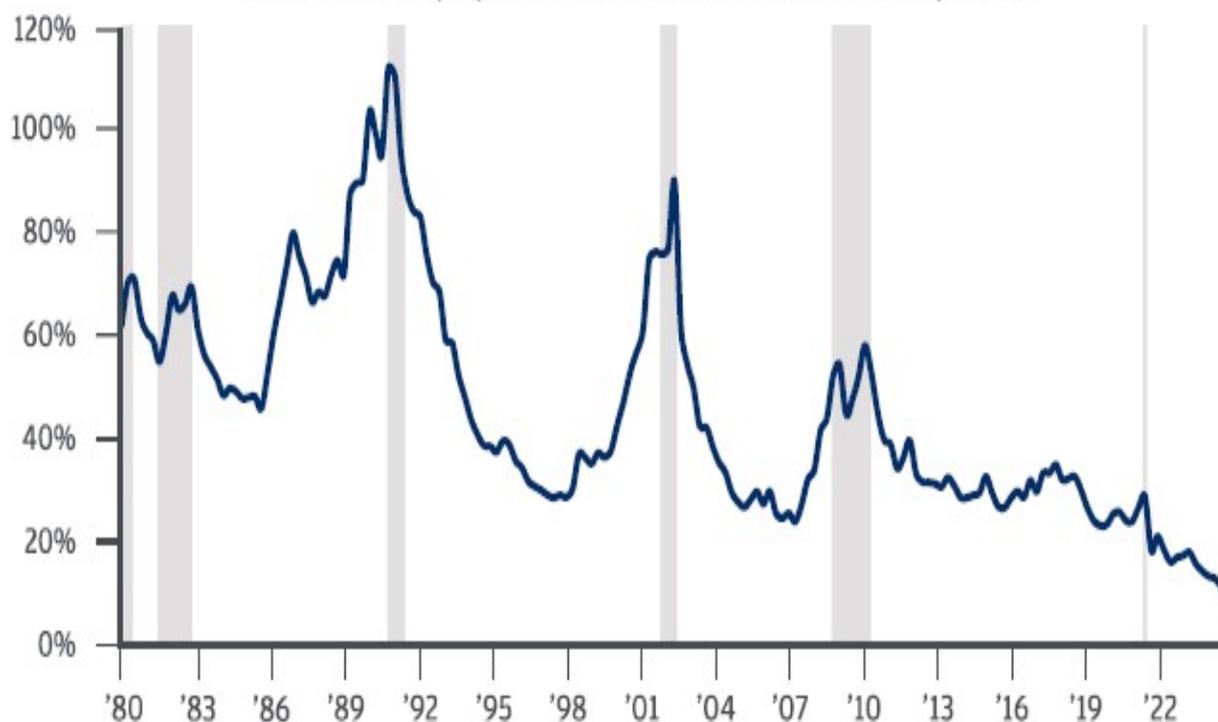
termine legate agli eventi elettorali, il mercato ha una tendenza intrinseca alla crescita nel tempo.

La candidatura di Biden sembra legata a Trump. Se quest'ultimo sarà il candidato repubblicano, Biden potrebbe correre per una rielezione. Pertanto ad oggi non è ancora chiaro quali saranno i candidati ufficiali.

Il problema tassi sulle aziende

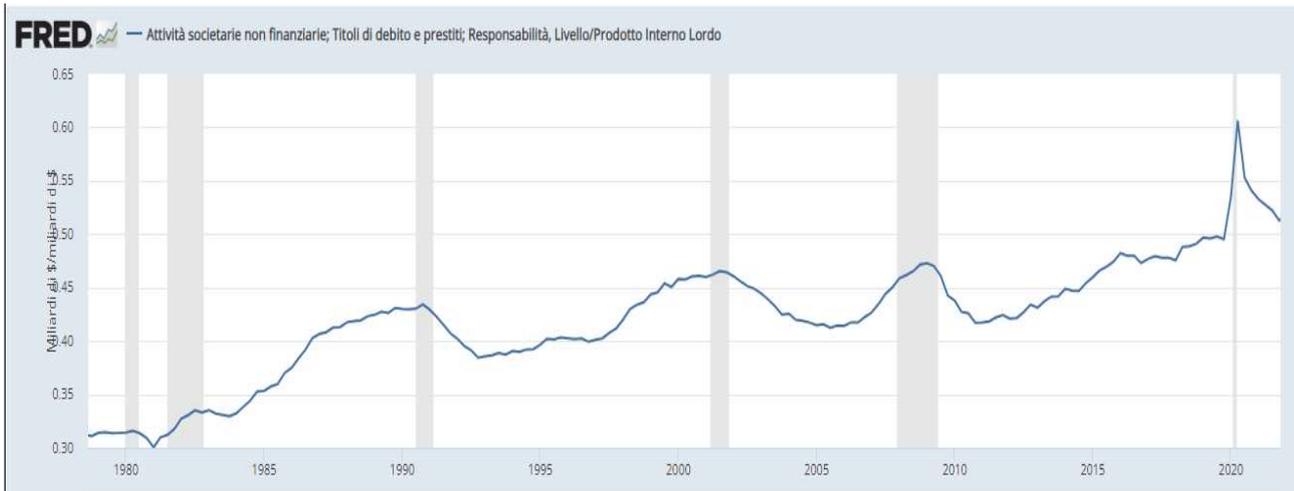
ALL CLEANED UP: CORPORATE BALANCE SHEETS SHOW INTEREST BURDENS AT HISTORIC LOWS

Net interest payments as a share of after-tax profits



Sources: Haver Analytics, U.S Department of Commerce. Data as of June 30, 2023.

Nel 2023, le aziende non finanziarie hanno registrato il più basso rapporto tra interesse passivo pagato e utile di esercizio nella storia. Guardando ai dati, si potrebbe erroneamente pensare che queste società abbiano eliminato il loro debito, ma non è così.



In realtà, il rapporto tra il debito delle aziende non finanziarie e il PIL degli Stati Uniti è attualmente ai massimi storici, ad eccezione del picco registrato nel 2020. Questo picco è stato principalmente causato da un aumento del debito durante la pandemia di COVID-19, contratto a tassi di interesse molto vantaggiosi. Questo debito aggiuntivo ha aiutato le aziende a sopravvivere all'aumento dei tassi di interesse della Federal Reserve.

Tuttavia, la capacità di resistere a tassi di interesse elevati non è illimitata. Recentemente, abbiamo notato una riduzione della leva finanziaria, poiché molte aziende hanno scelto di non contrarre nuovi debiti, preferendo l'autofinanziamento. Questo spiega perché il rapporto tra oneri finanziari e utili è ai minimi storici.

Nel futuro prossimo, affronteremo un periodo critico se i tassi di interesse non diminuiranno in modo significativo. La situazione attuale è delicata e potrebbe richiedere un intervento da parte della Federal Reserve per essere stabilizzata.

Al momento, il mercato, basandosi sulle ultime previsioni, anticipa una riduzione dei tassi di interesse fino a 150 punti base. Nei mesi a venire, gli investitori saranno particolarmente attenti e sensibili a qualsiasi notizia che suggerisca un rallentamento nella diminuzione dei tassi di interesse, che ancora non ha preso il via. Questo atteggiamento potrebbe influenzare negativamente la percezione del mercato.

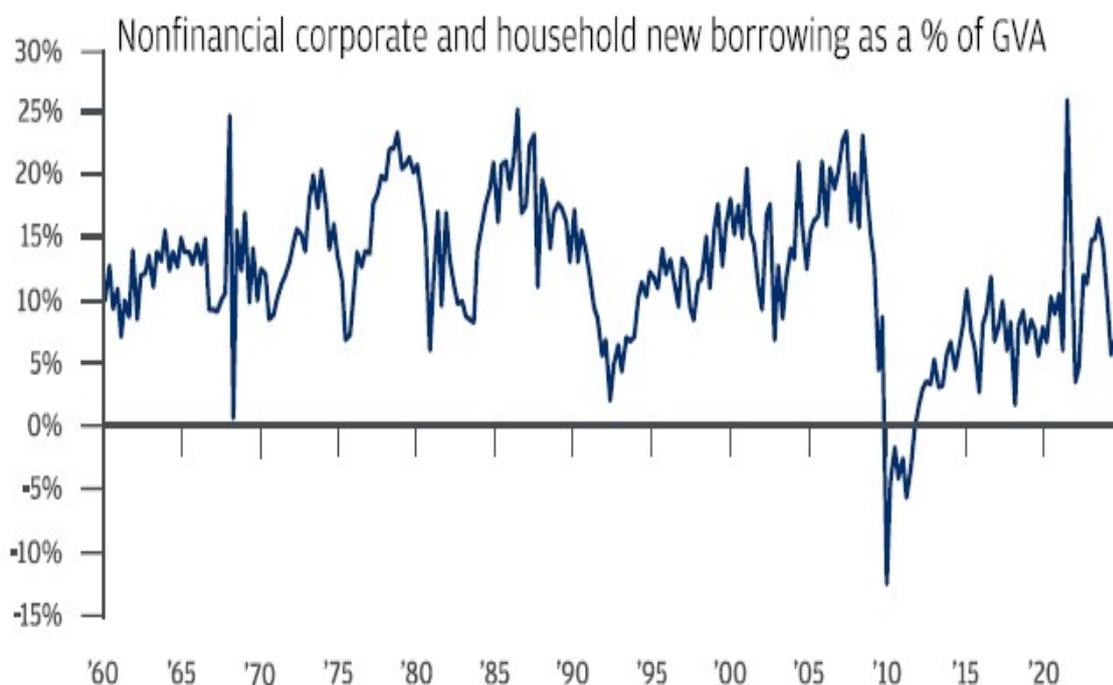
La situazione attuale spiega perché la politica restrittiva attuata dalla Fed potrebbe richiedere più tempo del previsto per produrre effetti tangibili. Al momento, non è ancora chiaro se il livello attuale dei tassi di interesse sia eccessivo. Solo il tempo ci dirà se le misure adottate saranno state adeguate o troppo drastiche.

Nel 2024, optare per società ricche di disponibilità liquide come strategia d'investimento potrebbe realmente contribuire a ridurre i rischi, specialmente in un contesto in cui le previsioni di una diminuzione dei tassi di interesse non si realizzassero appieno. Questo approccio si fonda sull'idea che le aziende con

solide riserve di liquidità tendono a essere più resistenti in periodi di incertezza economica o di instabilità dei mercati. Prevediamo che questi due fattori saranno particolarmente rilevanti, soprattutto a partire dal secondo trimestre dell'anno.

Il deleveraging continua

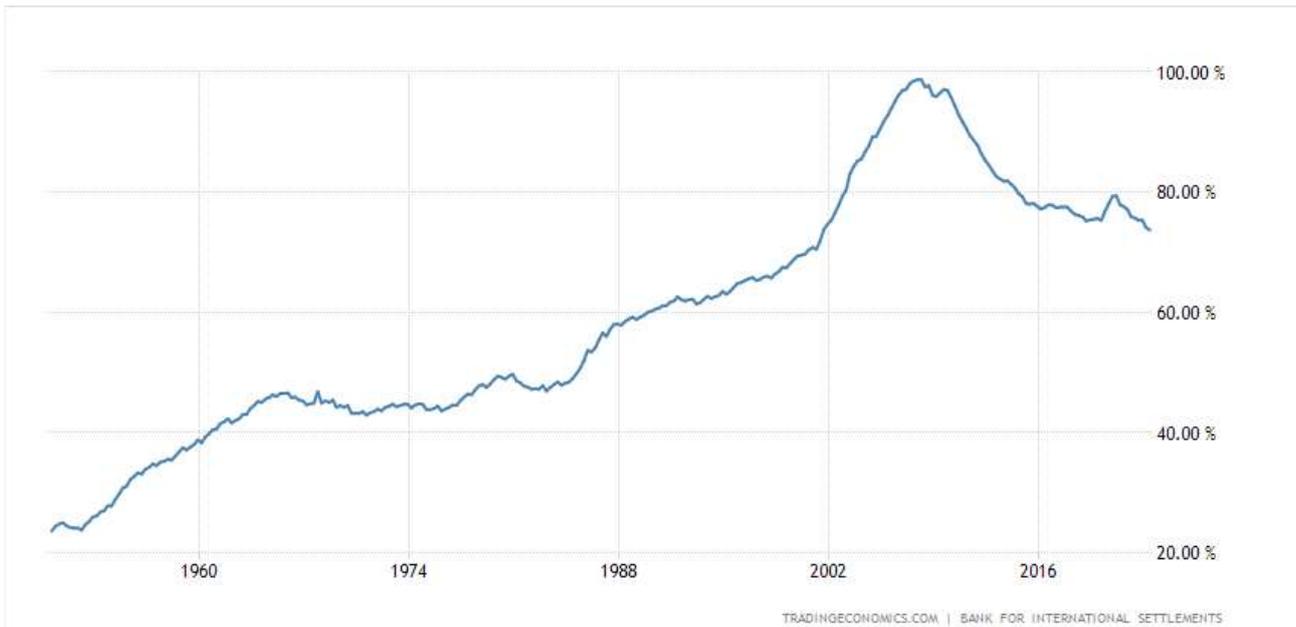
TODAY'S CREDIT GROWTH RECALLS THE 2010s, A DECADE OF POST-GFC DELEVERAGING



Source: Haver Analytics. Data as of April 2023.

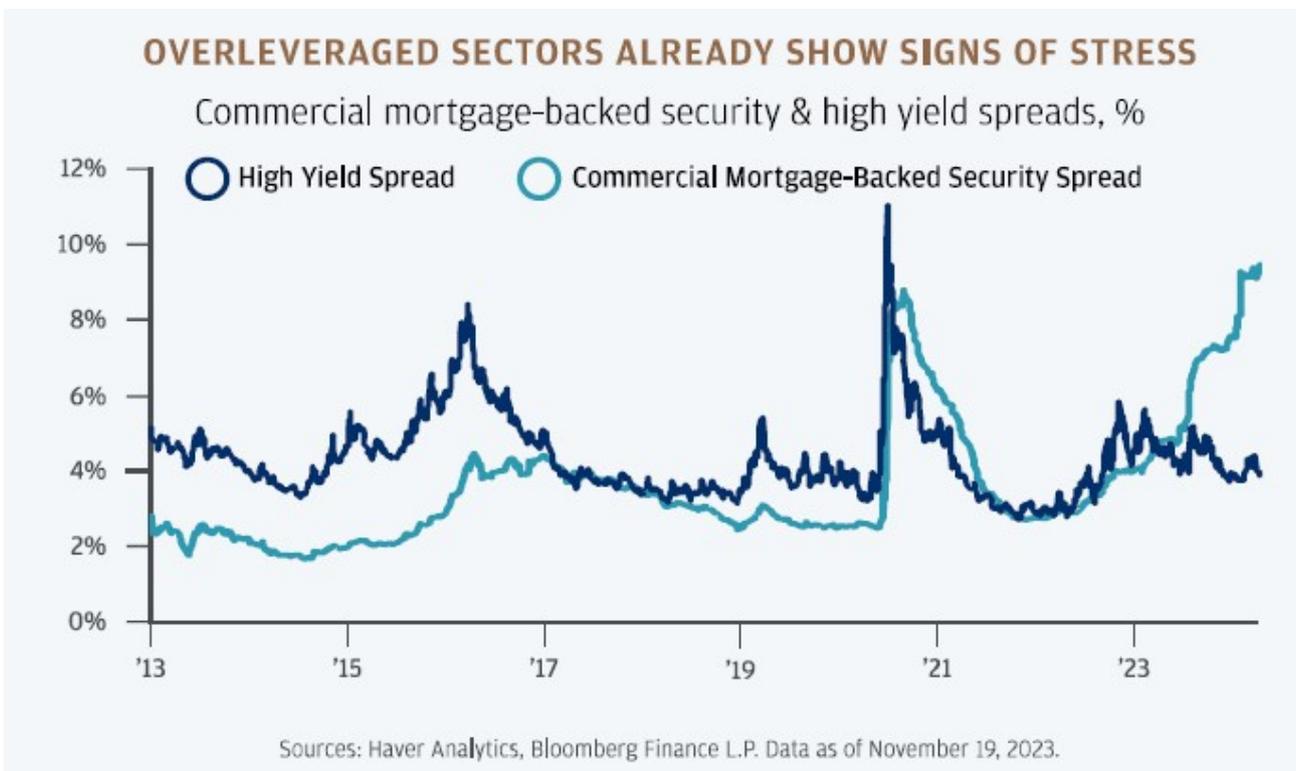
Il grafico illustra l'andamento della nuova attività di prestito nel periodo 1960-2023, espressa come percentuale del Valore Aggiunto Lordo (GVA), un indicatore della produzione economica che considera il valore dei beni e servizi prodotti, al netto delle tasse e dei sussidi. Questa metrica è stata applicata sia alle imprese non finanziarie che ai nuclei familiari, fornendo una visione dell'evoluzione del credito nel contesto economico più ampio.

Come possiamo osservare attualmente la crescita del credito è su livelli storicamente bassi e questo non rappresenta certo un segnale di espansione economica in corso.



Un Pil in forte rialzo nel tempo, soprattutto dal punto di vista nominale e tassi di crescita anemici sul credito, contribuiscono a diminuire costantemente il rapporto tra debiti privati/Pil. Attualmente il debito delle famiglie ammonta al 73,70% del Pil. L'avvicinamento alla media storica situata al 60% rappresenta una situazione decisamente più resiliente per il consumatore, rispetto al picco del 98% visto nel 2007. In pratica non sembrano esserci all'orizzonte perturbazioni derivanti da un eccesso di debito privato.

Commercial Real Estate e High Yield



In questo caso il grafico mostra l'andamento dello spread, ossia la differenza di rendimento, tra i titoli ad alto rendimento (high yield spread) e i titoli garantiti da ipoteche commerciali (commercial mortgage-backed security spread, o CMBS spread), dal 2013 al 2023.

Da un'analisi visiva, possiamo notare che:

Entrambi gli spread hanno mostrato picchi e cali nel corso del tempo, riflettendo vari gradi di stress nel settore finanziario.

C'è stato un picco significativo intorno al 2020, dovuto alla pandemia di COVID-19 e alle sue ripercussioni sui mercati finanziari.

Dopo il picco del 2020, gli spread si sono ridotti, ma da fine 2021 sembra che ci sia una tendenza al rialzo per entrambi, con una marcata volatilità.

A fine 2023, lo spread per i CMBS è aumentato in modo considerevole, indicando potenziali preoccupazioni riguardo alla capacità di pagamento degli emittenti di questi titoli. In pratica oggi lo spread sta ritoccano i massimi del 2020.

Lo spread dei titoli ad alto rendimento ha anch'esso mostrato un incremento, il che può suggerire che gli investitori richiedono un premio di rischio maggiore per detenere questi titoli più rischiosi, forse a causa di preoccupazioni economiche generali o specifiche del settore. Tuttavia quest'ultimo ha mostrato maggior resilienza.

Gli indicatori di mercato attuali suggeriscono una crescente pressione finanziaria nei settori caratterizzati da un elevato indebitamento, in particolare nel settore immobiliare commerciale. Questo potrebbe preludere a sfide per le imprese che potrebbero trovarsi in difficoltà nel rimborso del debito. È importante notare che i titoli garantiti da ipoteche commerciali (CMBS) sono strutturati in modo tale che, per la durata del debito, si pagano soltanto gli interessi e il rimborso del capitale avviene al termine con un unico pagamento.

Nel 2024, è previsto un calendario di scadenze denso per i CMBS, il che potrebbe portare a scoperte finanziarie inattese nel settore. Tuttavia, in questo scenario si potrebbero anche nascondere potenziali opportunità di investimento. Con un'accurata selezione, eventualmente facilitata da fondi specializzati, gli investitori potrebbero capitalizzare su situazioni di mercato favorevoli. Consideriamo questa strategia decisamente marginale, in quanto il quadro economico di fondo potrebbe deludere, per le ragioni precedentemente citate riguardo alla tempistica dell'effetto tassi.

SCENARI TECNICI di Andrea Facchini**SP500 INDEX**

A distanza di due anni ci troviamo ancora una volta a confrontarci con la formidabile resistenza/obiettivo di quota 4800. Questa è rappresentata da due obiettivi di differenti cicli Elliott-Fibonacci. Il primo è da considerarsi ultra decennale, iniziato nel 2009, mentre il secondo risale a quello partito nel 2020 ossia dopo la dose da cavallo delle banche centrali durante la pandemia. Il fatto che questi due obiettivi coincidano tra di loro non fa altro che rafforzare l'importanza del livello dei 4800 punti.

Riuscirà l'indice SP500 nel corso del 2024 a superare questo livello?

Come abbiamo visto precedentemente la previsione media delle case di investimento coincide o quasi con quota 4800, a conferma che in pochi si sbilanciano in favore di uno scenario ben preciso.

Un dato oggettivo certo è che l'indice ha chiuso il 2023 proprio a ridosso di quota 4800 in presenza di un quadro di indicatori decisamente in eccesso.

Osservando la teoria ciclica di Gann, in data 11 dicembre abbiamo assistito ad un'accelerazione in coincidenza del set-up di lungo periodo. Il prossimo lo

troviamo in data 10 luglio. Ci sono valide ragioni per pensare che inversioni importanti non arriveranno prima di quel periodo. Le probabilità di tale scenario sono oggi rafforzate da un quadro delle medie mobili chiaramente rialzista che sottolineano importanti supporti a quota 4450 e 4350.

Detto questo e considerato il livello di forte ipercomprato, riteniamo improbabile la rottura di 4800 senza prima aver assistito ad una correzione, che potrebbe realizzarsi nelle prime tre settimane dell'anno a causa di ribilanciamenti da parte di investitori istituzionali importanti, come ad esempio i fondi pensioni.

In caso di rottura confermata di quota 4800 il target andrebbe situato a 5480/5500. In assenza di tale segnale troviamo oggi inutile aumentare il rischio per puntare su detto target.

Il mercato americano negli ultimi anni ha decisamente allargato il gap con le altre piazze, grazie ai principali 7 titoli che oggi quotano multipli ben superiori alla media. Il buon senso ci dice che il 2024 potrebbe essere un anno di consolidamento per l'indice, con convergenza rispetto ai titoli e alle borse rimaste più indietro.

NASDAQ



Anche il Nasdaq chiude il 2024 a ridosso dell'obiettivo di lungo periodo (in questo caso iniziato nel 2019) con precisione millimetrica e situato a 16828.

In questo caso abbiamo assistito ad un tentativo di rottura del massimo di fine 2021, senza particolari conseguenze.

Il quadro della forza comparativa è ancora ben superiore all'indice SP500. Per la precisione questo rapporto è addirittura maggiore rispetto al periodo della bolla delle dot.com avvenuta nel 2000 e ciò la dice lunga su quanto abbia tirato.

Scontata la presenza di forte ipercomprato, prima di assistere ad una rottura marcata della resistenza di lungo periodo non sono escluse correzioni in area 15890 sul quale muove il supporto più importante nel breve.

Segnali di rilievo arriverebbero alla rottura dei 17050 punti, dove addirittura troviamo un obiettivo del ciclo di lunghissimo periodo iniziato nel 2003.

Questo per dire che ci troviamo in una situazione estremamente delicata, nella quale non possiamo assolutamente trascurare la fascia di resistenza 16828/17050. Inutile in queste fasi spingere sul rischio.

RUSSELL 2000 (ETF IWM)



Rispetto agli altri due indici è rimasto decisamente indietro, ma osserviamo importanti segnali di inversione in termini di forza comparativa nei confronti dello SP500.

Al momento sta affrontando un set-up molto importante in presenza di medie che stanno girando al rialzo. Ciò potrebbe accompagnare il trend fino ai primi di giugno. Resistenze di lungo 215 e 225. Buone probabilità di sovraperformare.

Supporto 180.

DAX INDEX



Dato che stiamo facendo un'analisi prospettica per tutto il 2024, in questo caso abbiamo considerato un ciclo di lunghissimo (linee marroni) iniziato dal minimo del 2003, un altro di lungo (linee verdi) partito nel 2020 e in ultimo un ciclo di breve (linee rosse) che considera il minimo di ottobre 2022.

Questo ci serve per comprendere meglio i punti determinanti.

Uno di questi è il livello/obiettivo a 16650 che coincide sia con il ciclo di breve che di lungo, sul quale l'indice muove da giorni.

La rottura di questa fascia se confermata darebbe luogo ad un target di lunghissimo periodo a 19200, un livello questo, del quale abbiamo parlato più volte in passato.

Il quadro delle medie al momento sta girando chiaramente al rialzo, costituendo a 15700 il supporto più importante.

In data 15 dicembre abbiamo avuto un set-up sul quale si è formato per adesso il massimo storico. Nel brevissimo il supporto può essere indicato a quota 16000.

In termini di forza comparativa il Dax appare abbastanza allineato all'indice SP500, ma negativo nei confronti del Nasdaq.

Questo ci invita ad attendere una rottura più decisa della resistenza di 16650, prima di considerare un aumento del rischio.

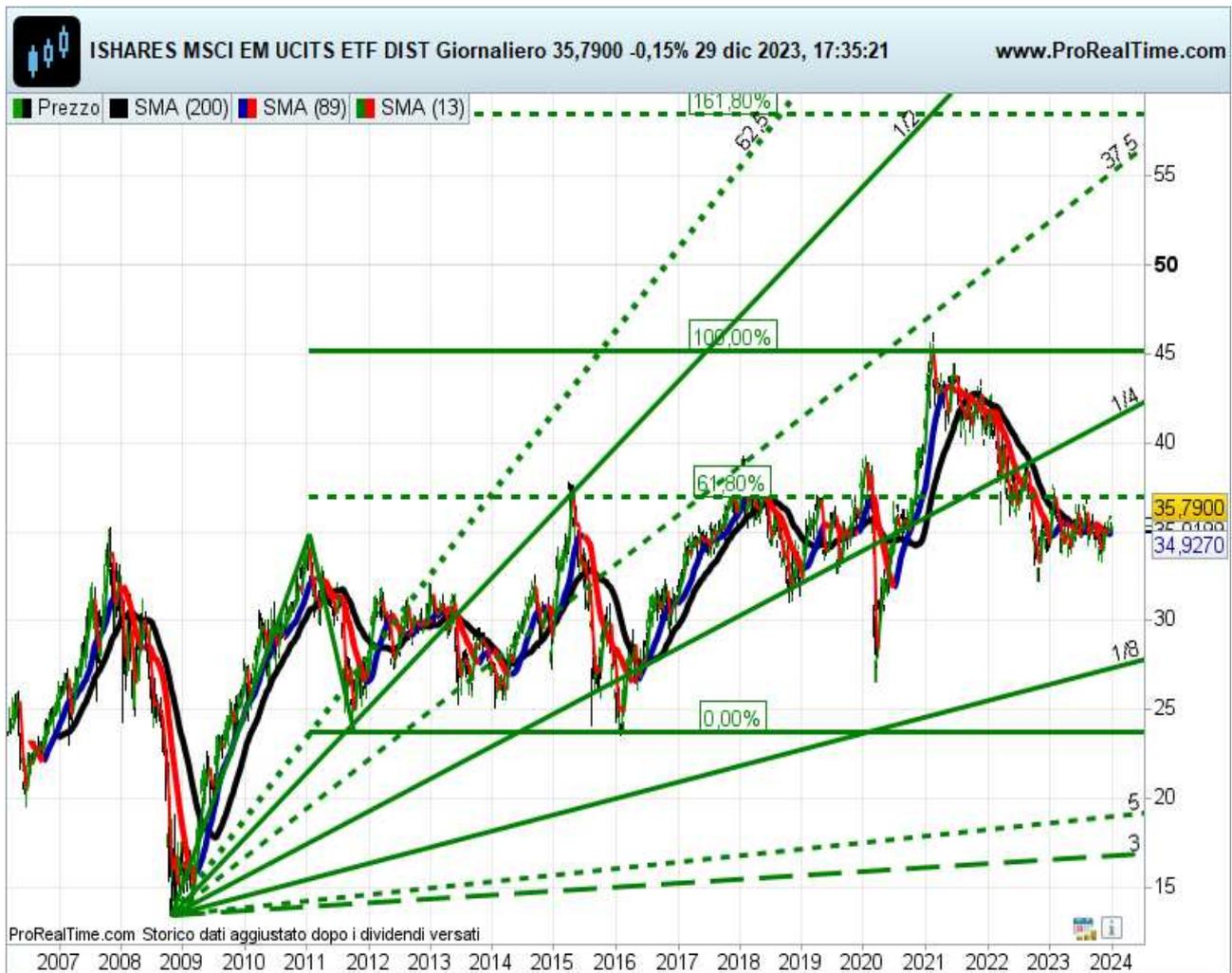
Il prossimo set-up da considerare maggiormente lo troviamo per il 12 di aprile. Considerando il grafico settimanale, possiamo considerare la fascia che va dal 12 di aprile al 10 di maggio estremamente vitale. Non è da escludere la formazione di un importante massimo per quel periodo.

Il quadro degli indicatori presenta una situazione di eccesso che difficilmente invita ad assumere rischi ulteriori. La definizione di tendenza non è mai stata così elevata negli ultimi tre anni, segno questo che è necessaria una fase di consolidamento.



In questo grafico possiamo constatare la perdita di forza subita dalla borsa tedesca negli ultimi 10 anni rispetto al Nasdaq. Monitoriamo questo indicatore nel caso assistessimo ad una rottura della trendline indicata.

EMERGING MARKET



Investire nei mercati emergenti non è stato un esercizio facile negli ultimi 10 anni, complice soprattutto la sottoperformance della Cina.

In questo caso abbiamo considerato l'etf IEEM che raggruppa tutta l'area emergente e dove la Cina ha un peso rilevante.

Per cavalcare questi mercati è meglio affidarsi ad un fondo specializzato.

Al momento da un punto di vista tecnico possiamo osservare un ciclo rialzista di lungo dove 37 rappresenta la resistenza più importante, al superamento della quale attendiamo un nuovo test in area 45. Avventurarsi prima di segnali chiari

non è prudente, in quanto il quadro delle medie rimane fortemente congestionato, rappresentando a quota 34,90 il supporto da considerare.

Nel complesso i mercati emergenti rappresentano l'area maggiormente sottovalutata, penalizzata ovviamente dagli alti tassi applicati dai paesi più evoluti.

Con molta probabilità uno scenario più confortevole da un punto di vista di politiche monetarie dovrebbe favorire maggiormente i paesi emergenti.



In questo grafico possiamo vedere il confronto dal 2009 in termini di performance dei principali mercati emergenti.

India e Korea sono i mercati che più hanno performato, mentre fanalino di coda è la Cina.

Come abbiamo visto precedentemente l'India oggi risulta fra i mercati più sopravvalutati del globo, contrariamente alla Cina, la quale però sta affrontando una fase estremamente difficile da un punto di vista economico.

A proposito di Cina il mercato sembra ben ripulito, in quanto molti investitori si sono allontanati dal mercato azionario per posizionarsi su prodotti a basso rischio come bond o certificati di deposito.

L'area emergente comprende una popolazione di circa 6 miliardi, ragione per la quale non può essere trascurata, soprattutto se guardiamo al lungo periodo.

Approdare attraverso fondi specializzati significa affidarsi a gestori che lavorano direttamente sul posto, potendo cogliere valide opportunità se guardiamo soprattutto a piccole e medie società che generalmente sono quotate su piazze locali.

Sicuramente per gli emerging market il rapporto rischio/rendimento si fa interessante.

BOND USA A 10Y



Nonostante il forte recupero degli ultimi due mesi, il T-Bond Usa a 10 anni chiude l'anno in negativo dell'1,4%.

Come possiamo vedere dal grafico, ad oggi, le quotazioni non hanno ancora raggiunto nemmeno il 33% di percorso del ribasso subito negli ultimi tre anni. Detta soglia è situata a 116,60, ossia circa un 4% dai livelli attuali.

Nelle ultime settimane del 2023 il T-Bond future a 10y ha intaccato la trendline ribassista di lungo e la media a 200 gg che sta per essere superata dalla media

a 13 gg. Questo rappresenta un rafforzativo in favore di una probabile inversione quantomeno di medio periodo.

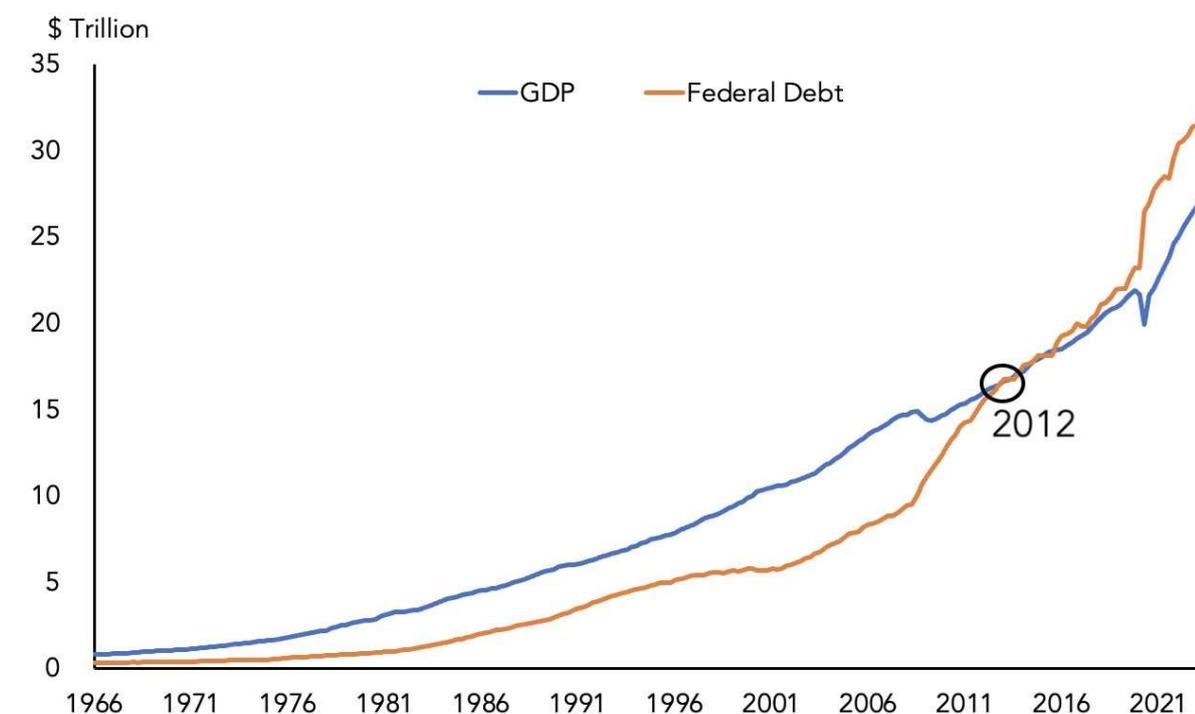
Ad oggi il tasso espresso dai bond a 10 anni Usa è di circa il 3,85 percento, pari ad un tasso reale dell'1,65%, calcolato sulla base dell'inflazione media attesa a 10 anni. Questo è un livello storicamente ancora elevato.

Rispetto ad un anno fa inoltre, il differenziale tra tassi a 2 e tassi a 10 anni rimane ancora chiaramente negativo, ma è risalito decisamente dai minimi di -100 bps. Storicamente questo differenziale esprime valori positivi ragione per la quale i bond a lunga duration sembrano possedere buoni margini di rivalutazione nel caso l'inflazione non riservi sorprese.

Total Public Debt and GDP



U.S Federal Government Debt and GDP



Dates: 1966 Through Q3 2023.

Source: U.S. Department of the Treasury, Fiscal Service, U.S. Bureau of Economic Analysis, Game of Trades.

Data for federal debt is through Q2 2023.

Questo grafico rende l'idea di come stia accelerando il debito pubblico USA rispetto al Pil. Dal 2012 abbiamo assistito al superamento del debito sul Pil e ciò ha coinciso con un'era di tassi sempre più bassi, fino sfiorare la zona negativa.

Gli Usa, come del resto ormai la gran parte dei paesi evoluti non può reggere i tassi attuali per lungo tempo.

L'esempio più lampante è il Giappone che con un debito del 260 percento sul Pil non ha minimamente accennato a risollevarne i tassi dallo zero nonostante un'inflazione al 3%.

Pensiamo quindi che la politica monetaria restrittiva della Fed sia stata esclusivamente un'azione dimostrativa fine a se stessa, destinata a rientrare molto velocemente.

Per questo riteniamo che la parte bond di lungo periodo sia quella ad avere le carte più in regola per il 2024. Altra cosa sarà gestire il rischio cambio, ma anche in questo caso ci dobbiamo scontrare con le realtà che ci circondano. Euro o Sterlina hanno carte migliori rispetto al Dollaro? Proprio no. Il debito pubblico in Europa rimane alto comunque e oltretutto non supportato da crescita. Non vediamo pertanto un rischio dollaro.

EURUSD



Nel 2023 il Dollaro ha perso circa il 3,5% nei confronti dell'Euro. Questa perdita si è materializzata soprattutto nella parte finale dell'anno grazie al cambiamento di aspettative sui tassi Usa.

Oggi il quadro tecnico è sempre favorevole all'Euro, se guardiamo alle medie mobili. Il tutto è supportato anche da un indicatore di direzionalità in deciso aumento che conferma la presenza di trend definito.

A livello di lungo periodo si osserva sempre una forte resistenza posta a 1,1250, oltre la quale potremmo assistere ad un rialzo fino a quota 1,16.

Ad oggi le aspettative di ribasso dei tassi coinvolgono alla stessa maniera sia la Fed che la Bce, ragione per la quale rimane presente un differenziale tassi che poco incoraggia l'investimento in Euro.

Se guardiamo alla dinamica delle bilance commerciali, la zona Euro, ha subito una decisa riduzione del surplus. Questo rappresentava una delle poche certezze in favore della Moneta Unica.

Le difficoltà economiche presenti in Cina e il perdurare di una situazione geopolitica per lo meno incerta, rendono l'Euro una moneta non priva di rischi.

EURCHF



Nella view 2023 la valuta sulla quale puntavamo maggiormente era il Franco Svizzero. I motivi erano soprattutto da ricercare nella dinamica della bilancia commerciale e nel fatto che tale moneta rappresenta uno dei migliori beni rifugio.

Da un punto di vista tecnico oggi sono presenti conferme di rottura del target/supporto di 0,9350. Il quadro delle medie rimane sempre favorevole al CHF, mentre le resistenze sono da indicare nelle trendline ribassiste situate a 0,9650 e 1,03.

ORO



Il prezzo reale dell'oro ad oggi si aggira intorno ai 1730 dollari l'oncia, ragione per la quale dobbiamo parlare di una sopravvalutazione di circa il 20%, al netto del fatto che non produce interessi.

Nella storia l'oro si è spinto fino ad una sopravvalutazione massima del 30% per poi ripiegare.

In presenza di un'inflazione in discesa verrebbe meno la necessità di difendersi mediante l'acquisto di metalli preziosi. Al contempo, tassi più bassi dovrebbero attenuare eventuali venti contrari.

Da un punto di vista tecnico possiamo osservare come da circa tre anni le quotazioni siano state respinte più volte dalla fascia di resistenza posta tra 2070 e 2100. Una rottura di quest'ultimo livello aprirebbe la strada in favore di rialzi per target 2400/2500. Uno scenario simile può essere giustificato solo da un peggioramento della situazione geopolitica, fattore questo che non deve essere assolutamente scartato.

Consideriamo pertanto tale asset esclusivamente una protezione dal risk-off.

PETROLIO



Il WTI chiude il 2023 con un calo di circa il 7% contribuendo a raffreddare l'inflazione.

Oggi le quotazioni si stanno muovendo a ridosso dell'importante supporto dei 70 dollari, all'interno di un quadro ribassista di medio-lungo periodo.

In ottica di lungo periodo la domanda è destinata a rimanere anemica, se consideriamo il rallentamento dell'economia mondiale e soprattutto l'incidenza delle fonti rinnovabili. A questo si contrappone il taglio dell'offerta, che interessa soprattutto l'Arabia Saudita. Un gioco forza questo che difficilmente può essere sostenuto a lungo.

Da un punto di vista tecnico la rottura dei 70 dollari dovrebbe dare alla luce un target di 55 dollari, che a nostro parere è il prezzo più congruo, tenuto conto del ciclo economico attuale.

Riteniamo in ogni caso imprudente anticipare in assenza di rotture, in quanto catalizzatori favorevoli al petrolio sarebbero da ricercare in un deterioramento della situazione geopolitica. Resistenza di lungo 85 dollari.

Buon 2024!!!