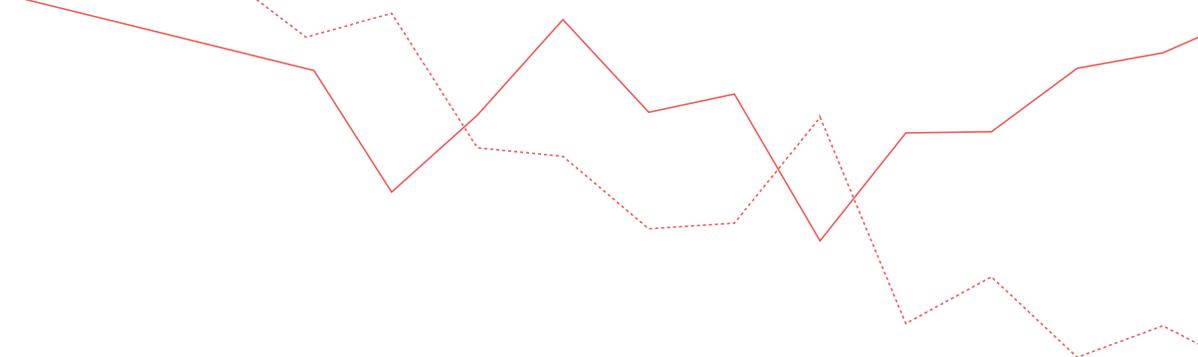


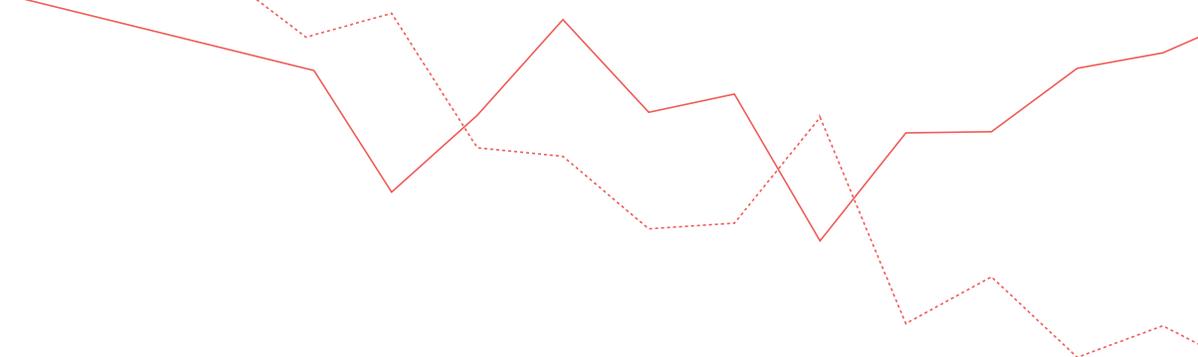


Scenario macroeconomic e previsioni sui mercati finanziari

Aprile 2024

BOLOGNA, APRILE 2024

- 
- **Cos'è cambiato nell'ultimo mese**
 - **Tassi di politica monetaria e tassi a lunga**
 - **Performance delle asset class a marzo**
 - **Linee guida di Asset Allocation**

- 
- **Cos'è cambiato nell'ultimo mese**
 - Tassi di politica monetaria e tassi a lunga
 - Performance delle asset class a marzo
 - Linee guida di Asset Allocation

Marzo 2024

Cos'è successo sui mercati

Asset Class	2023 yoy	Variaz. total return in val. loc. fino al 29-feb-24		Volatilità (annualizz.)
		YtD	Da	29-feb-24
liquidità (euribor 3m)	3.5%	0.9%	0.2%	0.1%
bond gov. Germania	5.1%	-2.2%	0.1%	4.1%
bond gov. Italia	9.0%	0.6%	1.1%	4.5%
bond gov. USA	3.9%	-1.5%	0.0%	4.4%
bond gov. Uk	3.6%	-2.4%	1.2%	6.0%
bond gov. Emergenti (u\$)	10.3%	0.7%	1.6%	4.2%
Inflation-Linked Gov. UEM	5.4%	-1.0%	0.5%	3.7%
Inflation-Linked Gov. USA	3.7%	-0.1%	0.3%	3.8%
bond corporate IG UEM	8.0%	-0.1%	0.7%	2.5%
bond corporate IG USA	8.4%	-0.6%	0.6%	3.8%
bond corporate HY UEM	12.0%	1.6%	0.4%	1.6%
bond corporate HY USA	13.4%	1.4%	1.0%	2.0%
equity UEM	19.7%	9.4%	3.6%	7.7%
equity Italia	34.1%	15.0%	6.1%	8.2%
equity Europa escl. UEM	10.5%	6.0%	4.2%	9.0%
equity USA	27.1%	10.1%	2.9%	10.9%
equity Giappone	29.0%	19.7%	4.6%	17.2%
equity Emergenti (u\$)	10.3%	2.8%	2.9%	12.1%
Brent (u\$)	-10.3%	11.3%	2.6%	19.0%
Oro (u\$)	13.8%	5.4%	6.4%	12.0%
fx \$/€	-3.4%	1.7%	-0.4%	3.8%
fx £/€	2.4%	1.1%	-0.2%	3.3%
fx ¥/€	-9.6%	-5.5%	-1.6%	7.2%

→ A marzo l'appetito per il rischio è aumentato, riportandosi sopra il livello considerato di «euforia» ma non raggiungendo i picchi di fine 2023; in rialzo i prezzi obbligazionari e azionari, con un ridimensionamento delle volatilità.

→ **Economia reale:** revisione al rialzo della crescita economica globale attesa, ma per la migliore congiuntura USA; confermata la stagnazione UEM, ma con dati che non si stanno più rivelando peggior delle attese.

→ **Governativo:** prezzi stabili per i titoli di USA e Germania, con i rendimenti dei rispettivi decennali intorno a 4.30% e 2.40%; prezzi in rialzo di oltre l'1% per Italia, UK e i Paesi emergenti; lo spread BTP-Bund è calato assestandosi intorno al 130pb. Prezzi dei titoli inflation-linked in lieve rialzo.

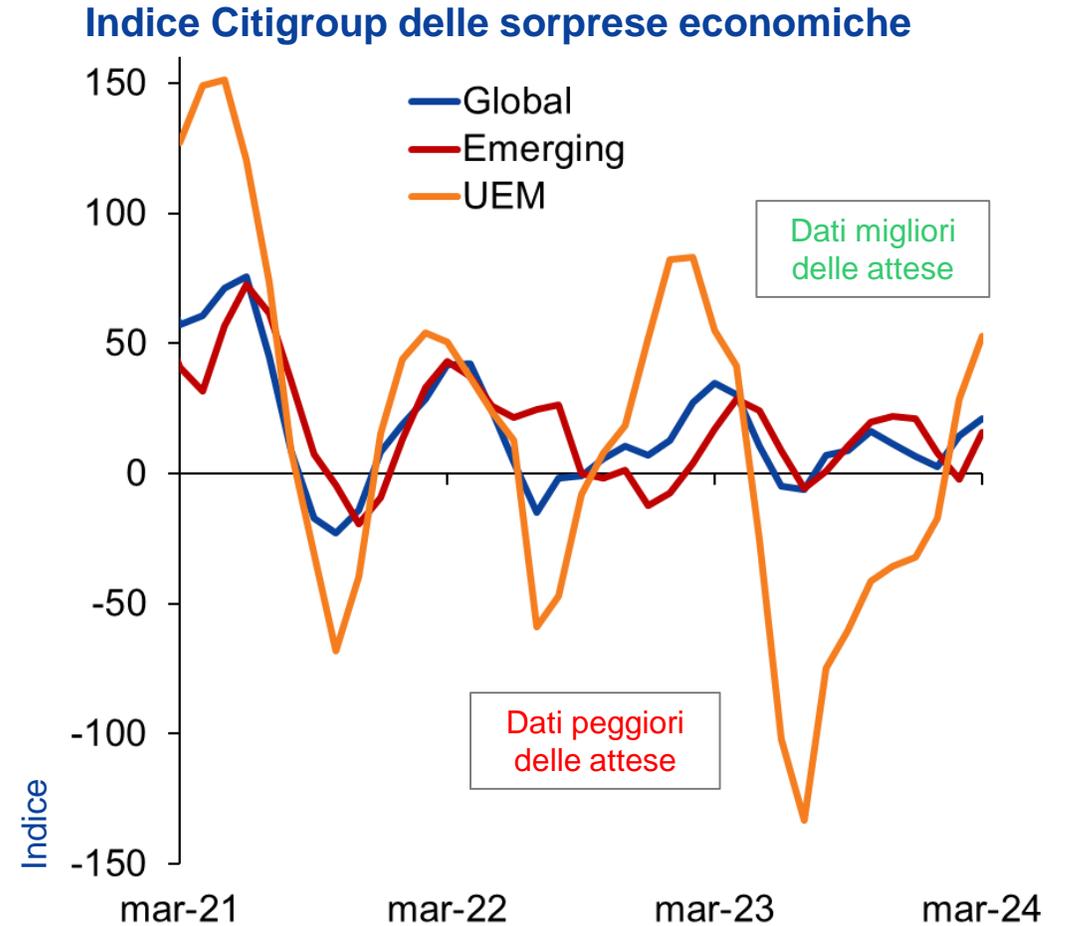
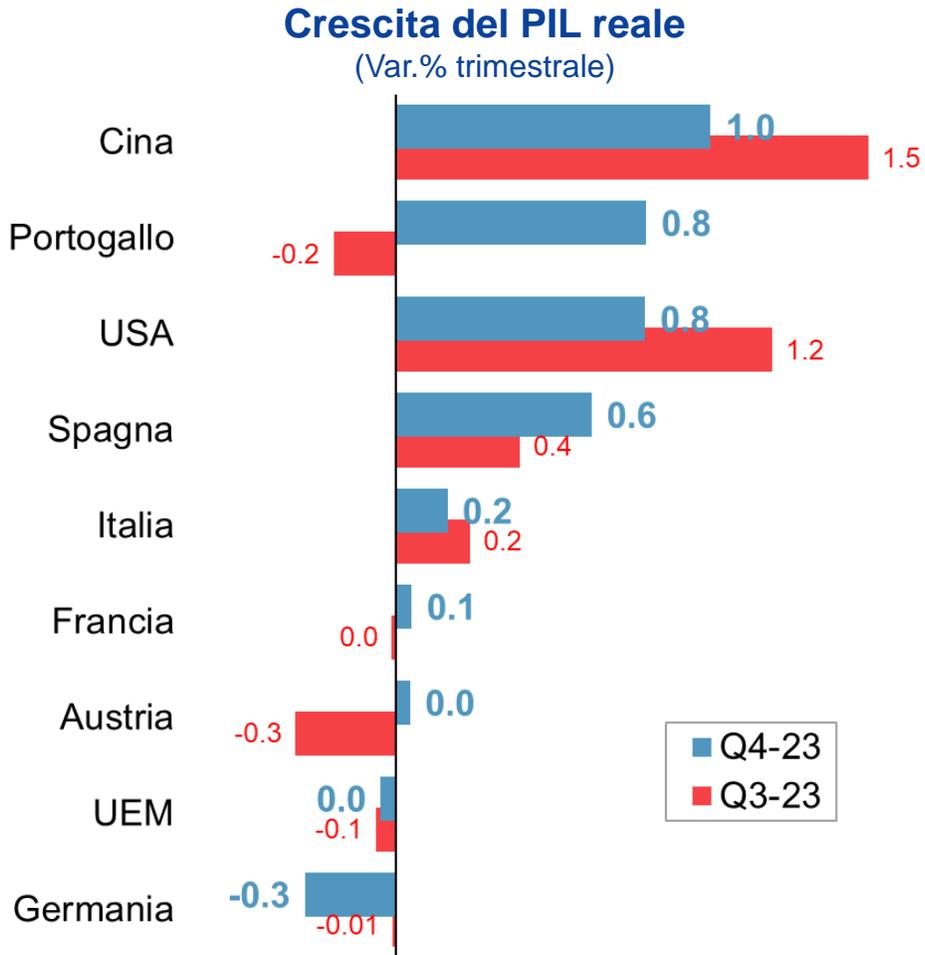
→ **Corporate:** prezzi in rialzo e rischio di credito in generale, seppur lieve, ridimensionamento; dinamica più accentuata per l'High Yield USA.

→ **Azionario:** quotazioni in ulteriore rialzo, con l'appetito al rischio che ha compensato la revisione al ribasso degli utili attesi; rialzo più marcato per l'Italia; a livello settoriale, crescono soprattutto Energia, Materie Prime e Finanziari.

→ **Cambi:** euro lievemente più forte sul dollaro (cambio a 1.08) e sulla sterlina; maggiore forza nei confronti dello yen.

La congiuntura internazionale

PIL Q4-23: confermate forte crescita USA, stagnazione UEM e recessione tecnica in Germania; nuovi dati macro sopra le attese

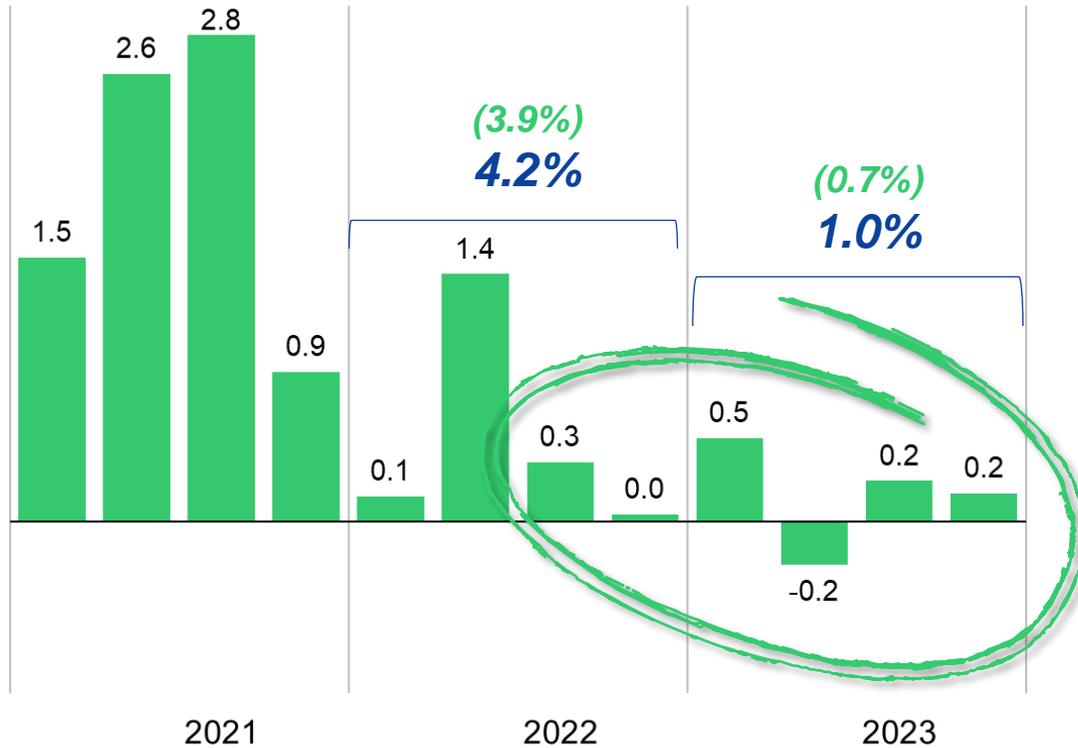


PIL italiano in altalena da un anno e mezzo

Confermata +0.2% la crescita trimestrale nel Q4-23, ma crescita annuale più robusta dopo la revisione dei dati (1% da 0.7%)

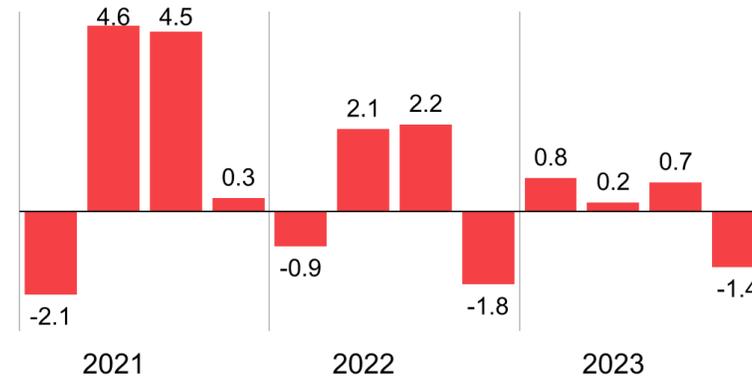
PIL reale, Italia

Var.% trimestrale



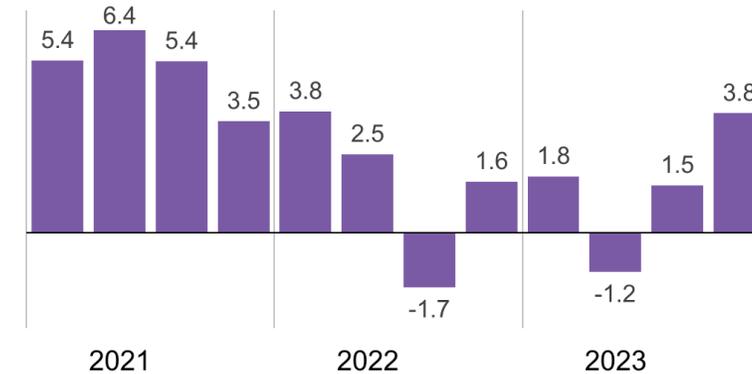
Spesa delle famiglie, Italia

Var.% trimestrale



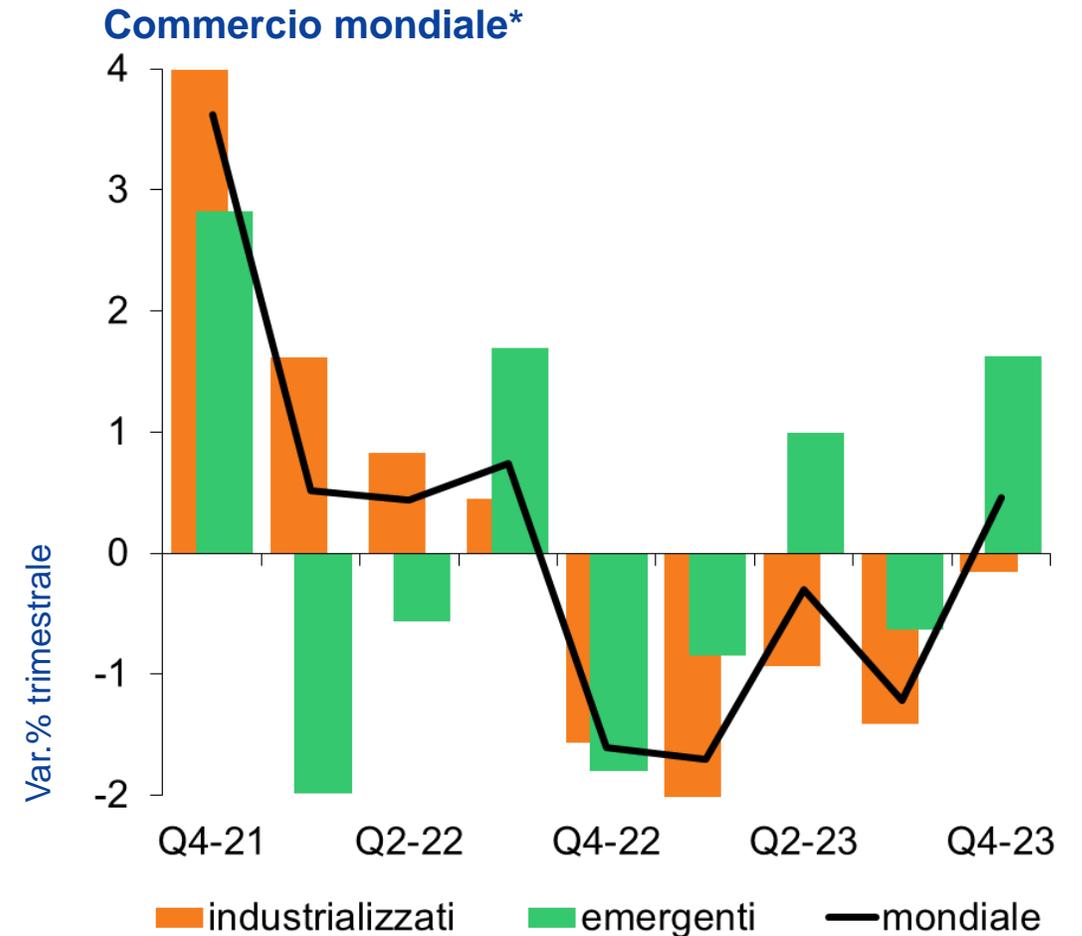
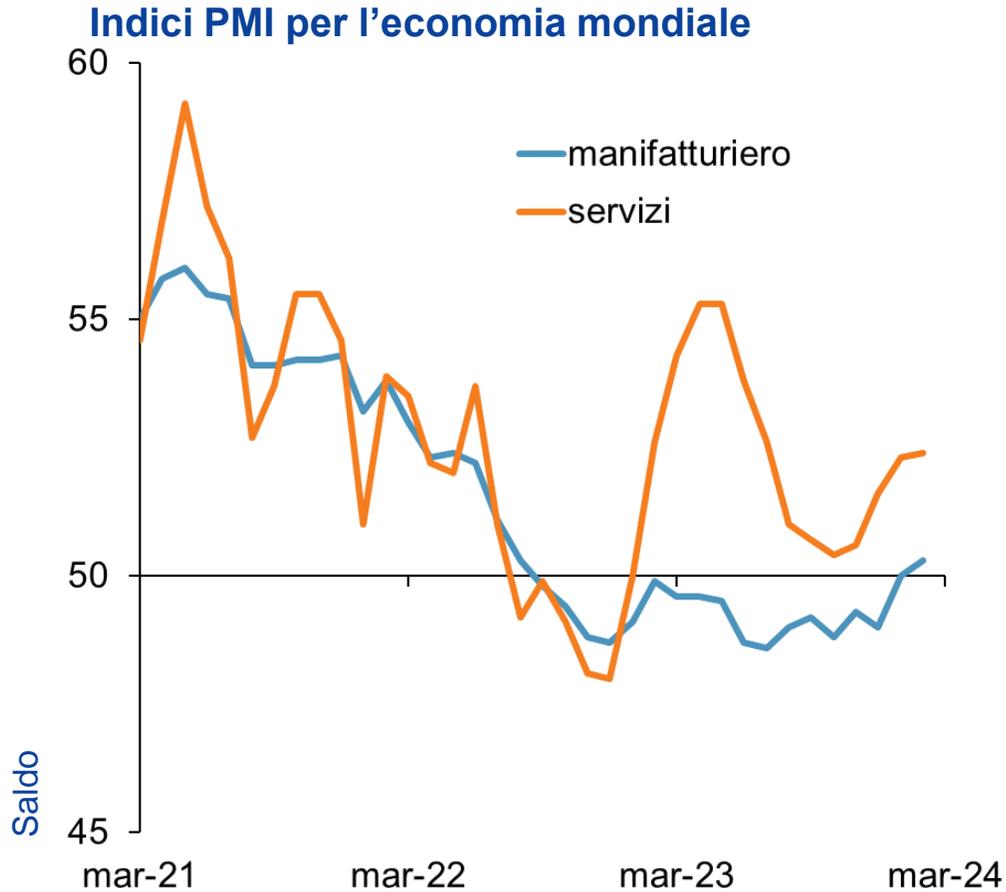
Investimenti in costruzioni, Italia

Var.% trimestrale



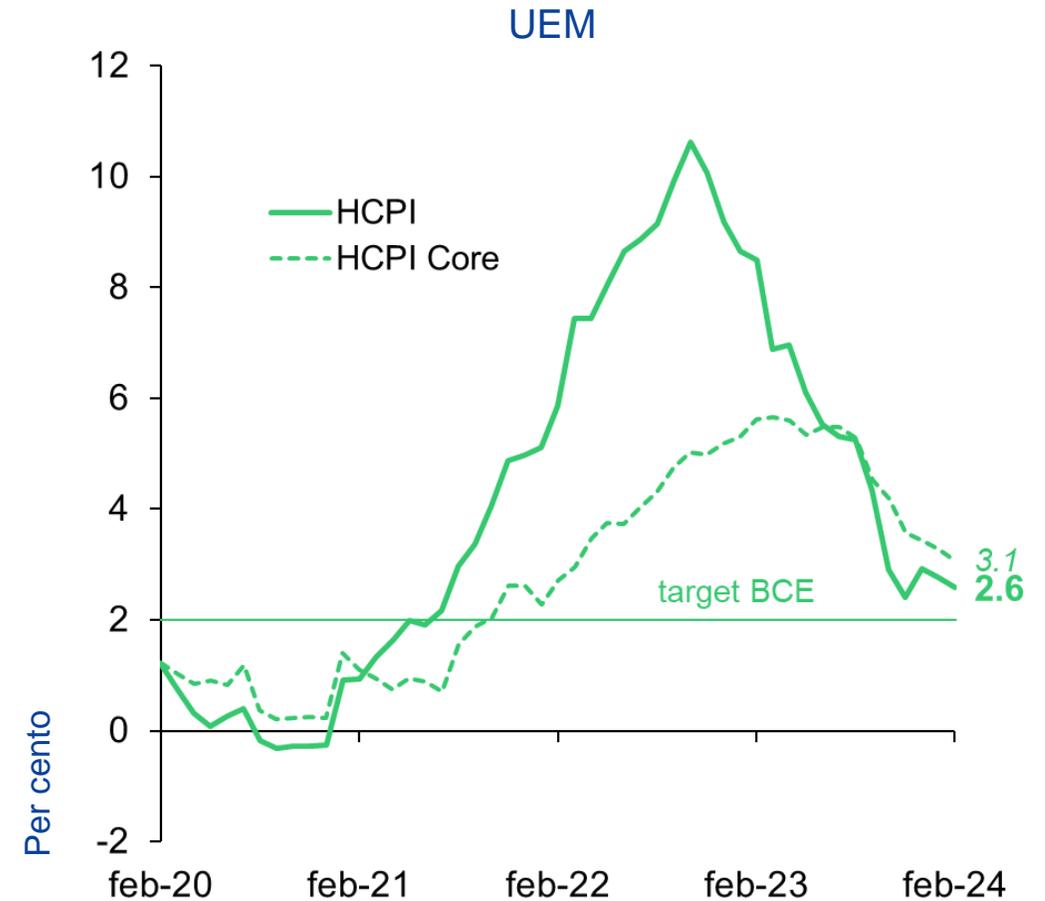
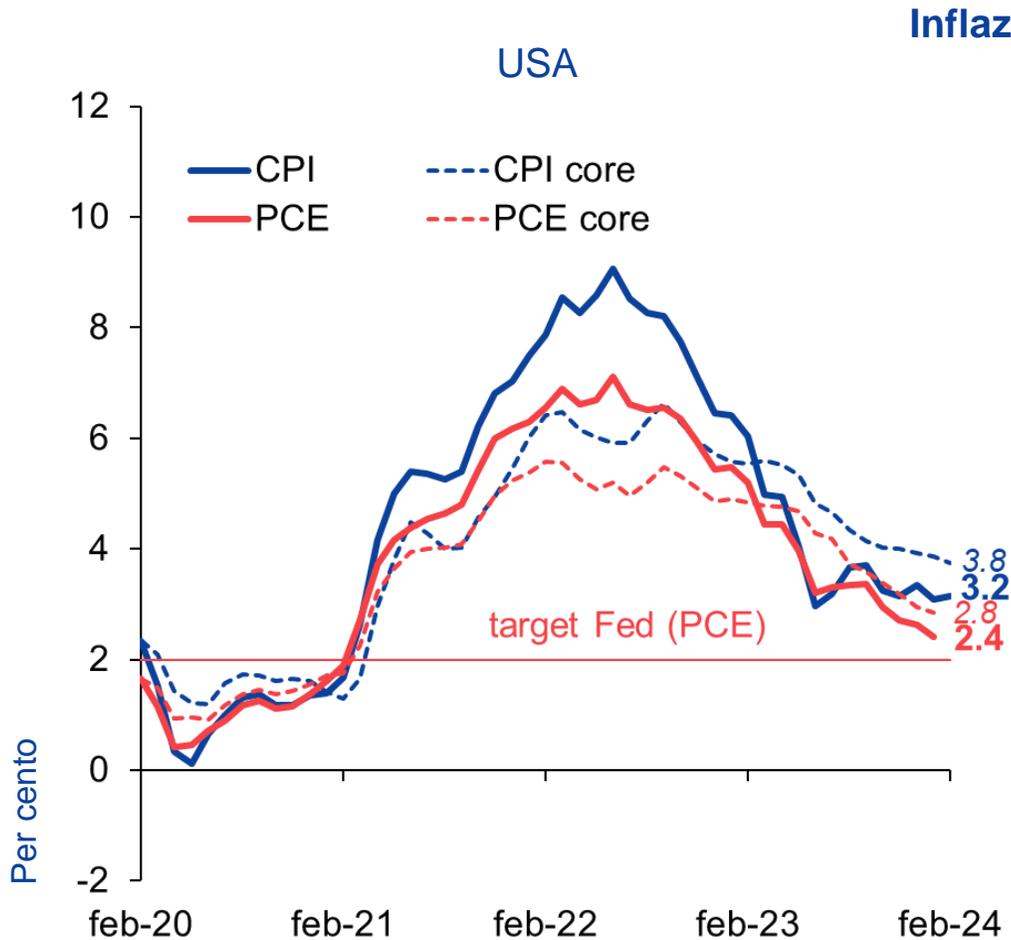
La congiuntura internazionale

Indicazioni di ripresa da fine 2023



Inflazione

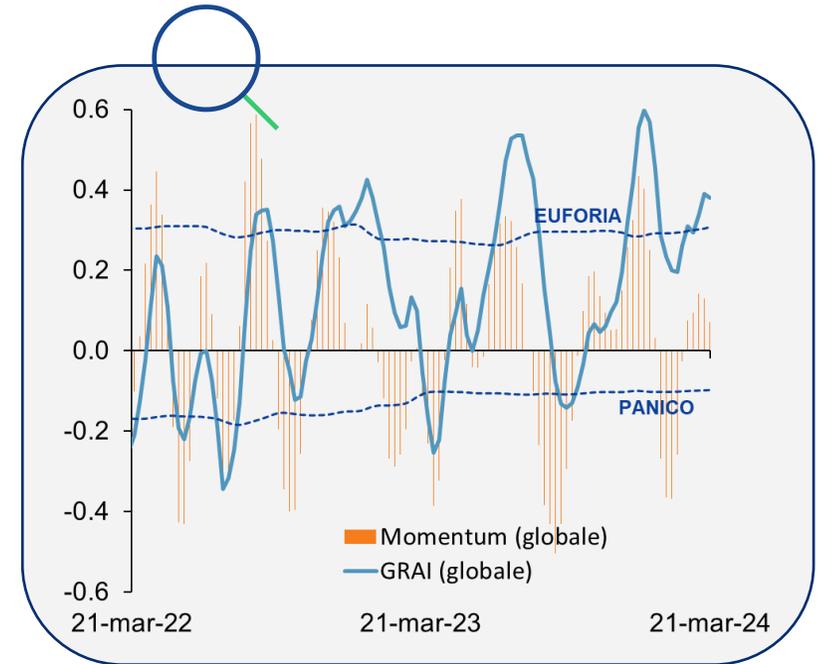
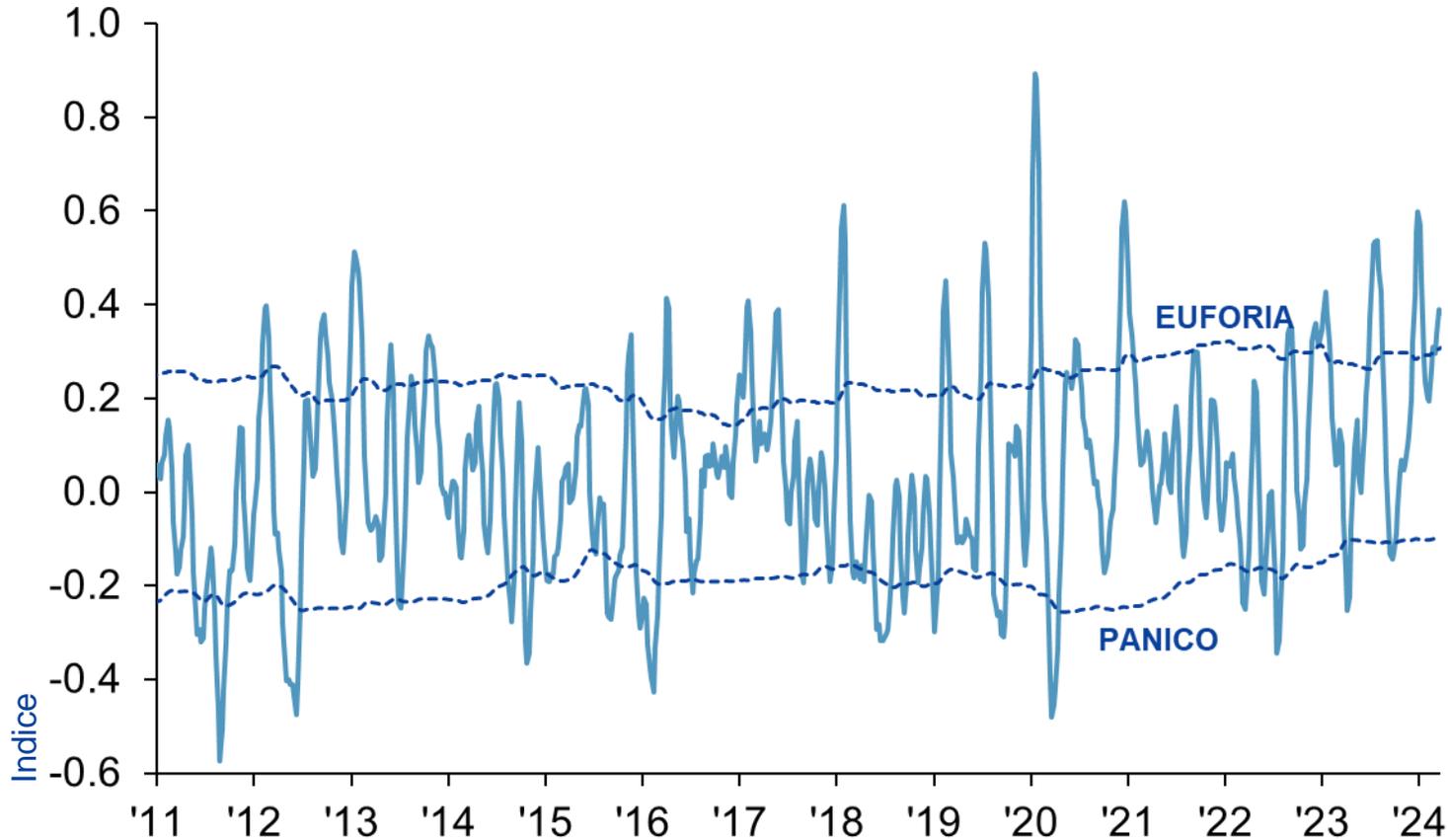
A febbraio, l'inflazione «headline» USA sorprende con un nuovo rialzo; l'inflazione cala nell'UEM, ma meno delle attese



Mercati finanziari

Appetito al rischio globale di nuovo sopra la soglia di «euforia», ma sotto i picchi di fine 2023

Indice di appetito al rischio globale*



Central Bank Watch

Banche centrali in pausa, tranne la BoJ che ha rivisto la sua politica ultra-accomodante

RBA. A marzo la Reserve Bank of Australia **ha lasciato il tasso di riferimento al 4.35%** per la terza volta dopo la pausa di dicembre. La RBA ha ribadito che potrebbe essere necessario del tempo prima che l'inflazione torni stabilmente nel range prefissato e **ha lasciato la porta aperta alla possibilità di tornare a rialzare i tassi.**

BoJ. A marzo la Bank of Japan **ha cessato la politica dei tassi di interesse negativi** (in essere dal 2016), in linea con le attese, portando il tasso di riferimento da -0.1% al range 0-0.1%; la BoJ ha anche **terminato la politica di controllo della curva dei rendimenti** dei titoli a 10 anni e ha annunciato **minori acquisti di asset rischiosi**; la BoJ ha comunque precisato che **la politica monetaria resterà accomodante per sostenere la crescita economica**

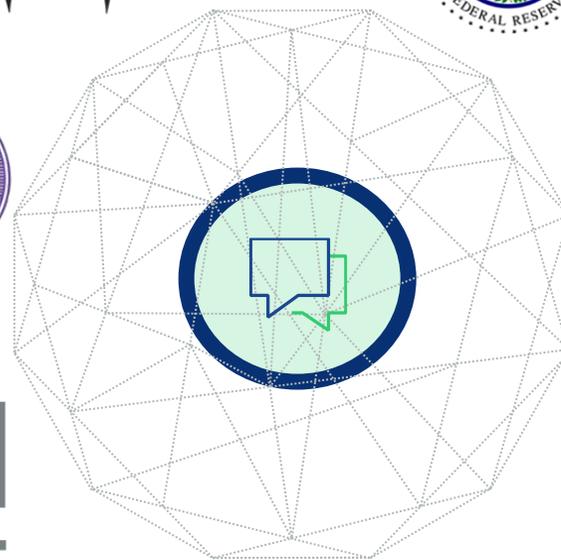
BoC. La Bank of Canada a marzo **ha mantenuto il tasso di riferimento invariato al 5%**, la quinta pausa consecutiva. La BoC ha affermato che è **troppo presto per pensare a un taglio**. Le proiezioni sull'inflazione sono vicine al 3% fino alla metà dell'anno, dopo è previsto un leggero rallentamento.

PBC. La **People's Bank of China** a marzo **ha lasciato invariati i tassi sui mutui (LPR) a 1 anno e 5 anni rispettivamente al 3.45% e 3.95%** (dopo aver tagliato il tasso LPR a 5 anni di 25pb a febbraio: si è trattato del primo taglio da giugno 2023 ed il più grande da quando il tasso è stato introdotto nel 2019). La PBC sta intensificando gli sforzi per stimolare la domanda di credito e investire la flessione del settore immobiliare.

Fed. A marzo la Federal Reserve ha mantenuto per la quinta volta i **tassi d'interesse stabili al 5.25-5.5%**. La maggior parte dei governatori **continua ad aspettarsi 3 tagli da 25pb quest'anno** (ma meno tagli sul 2025-26), nonostante siano state riviste al rialzo le previsioni su crescita e inflazione PCE core del 2024. **Powell ha ribadito che i tassi dovrebbero essere al «picco».** Non sono stati decisi cambiamenti alla politica di riduzione del bilancio.

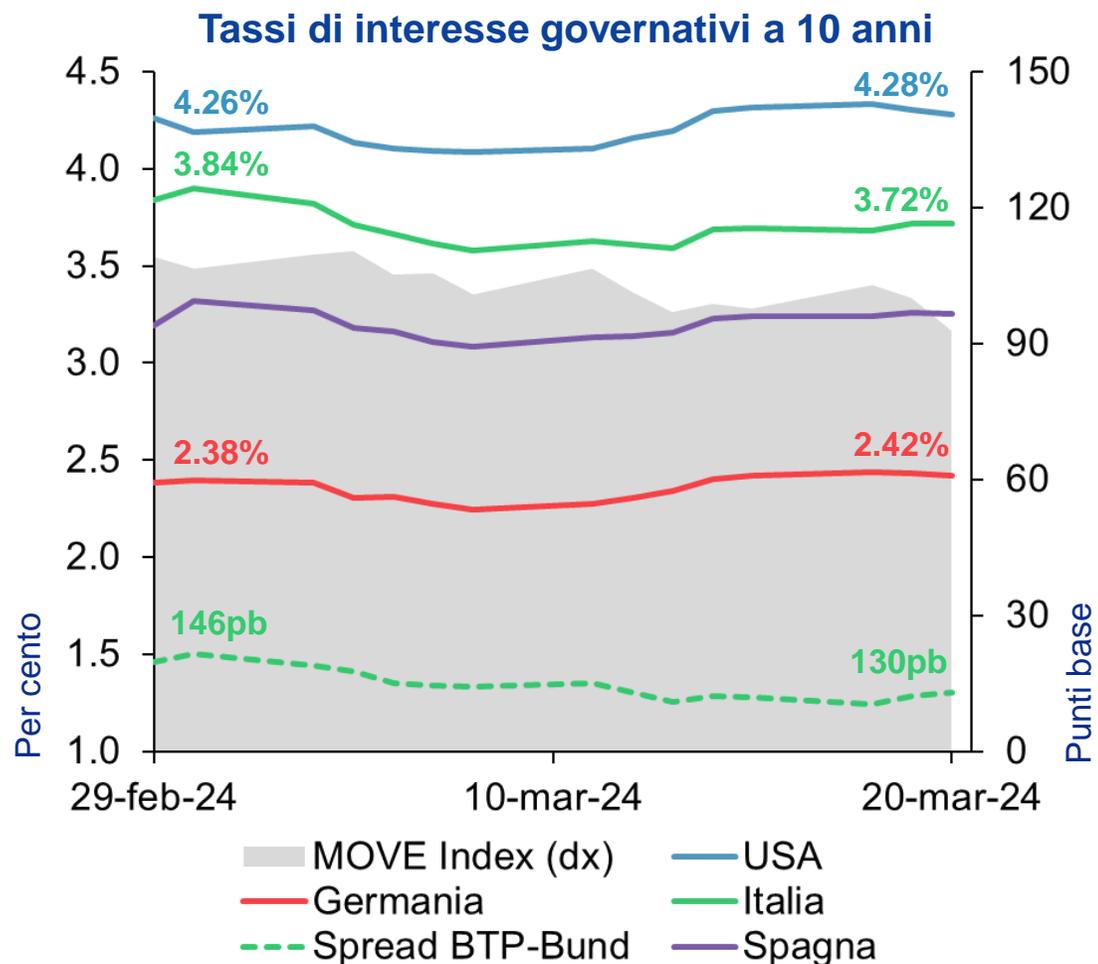
BCE. Nel meeting di marzo la Banca Centrale Europea ha lasciato per la quarta volta consecutiva i **3 tassi di riferimento invariati, con il Refi ora al 4.5%** La BCE **non ha discusso l'ipotesi di un taglio**, e ha affermato che ad aprile i nuovi dati saranno ancora troppo pochi per prendere una decisione, ma a giugno saranno molti di più. Le proiezioni sull'inflazione sono state riviste al ribasso principalmente per il contributo dell'energia.

BoE. La Bank of England a marzo **ha lasciato i tassi di interesse invariati al 5.25%** per la quinta volta consecutiva. Il governatore Bailey ha dichiarato che **la BoE non è ancora nella fase in cui può tagliare i tassi**, sebbene l'economia britannica stia muovendo in una «direzione favorevole»; pertanto, la **politica monetaria dovrà rimanere restrittiva per un periodo sufficientemente lungo**



Tassi di interesse

Tassi decennali poco mossi, con spread BTP-Bund sotto i 140pb; tassi e spread corporate in calo, tranne per i bond B e CCC €



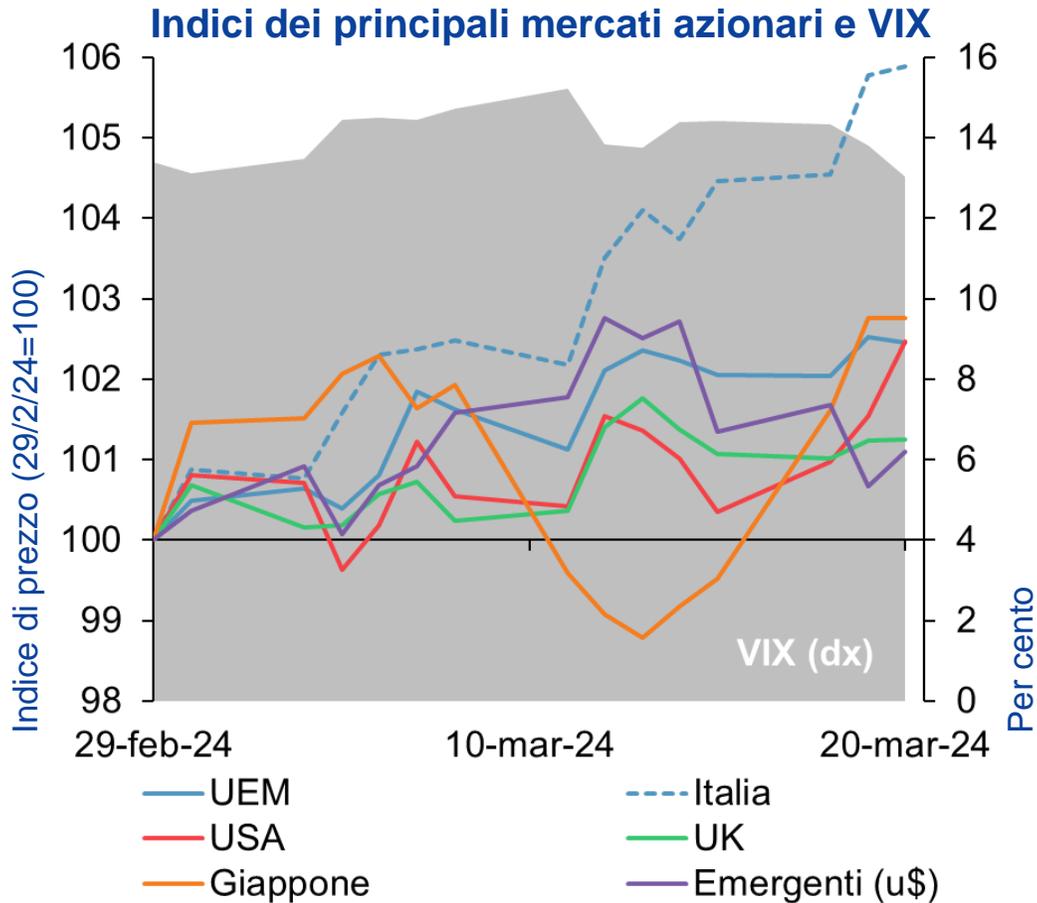
Mercati corporate* (variazioni dal 29/2 al 20/3 2024)

	Rating	DM (y)	RY (%)	ΔRY (bps)	Spread (bps)	Δ Spread (bps)
Euro	IG	4.4	3.9	-6	125	-8
	AAA	5.2	3.2	-4	53	-6
	AA	4.9	3.4	-6	77	-7
	A	4.6	3.7	-6	112	-8
	BBB	4.2	4.1	-7	145	-8
	HY	3.1	6.6	-3	395	-5
	BB	3.1	5.3	-13	271	-15
	B	3.2	7.3	22	469	20
CCC	2.6	21.6	28	1892	27	
Dollari	IG	6.6	5.4	-7	116	-9
	AAA	9.3	4.8	-3	57	-5
	AA	7.1	5.0	-5	71	-7
	A	6.6	5.3	-6	103	-8
	BBB	6.5	5.6	-8	136	-10
	HY	3.8	7.9	-13	362	-13
	BB	4.1	6.6	-16	231	-17
	B	3.6	8.0	-13	371	-14
CCC	3.28	13.23	2	896	1	

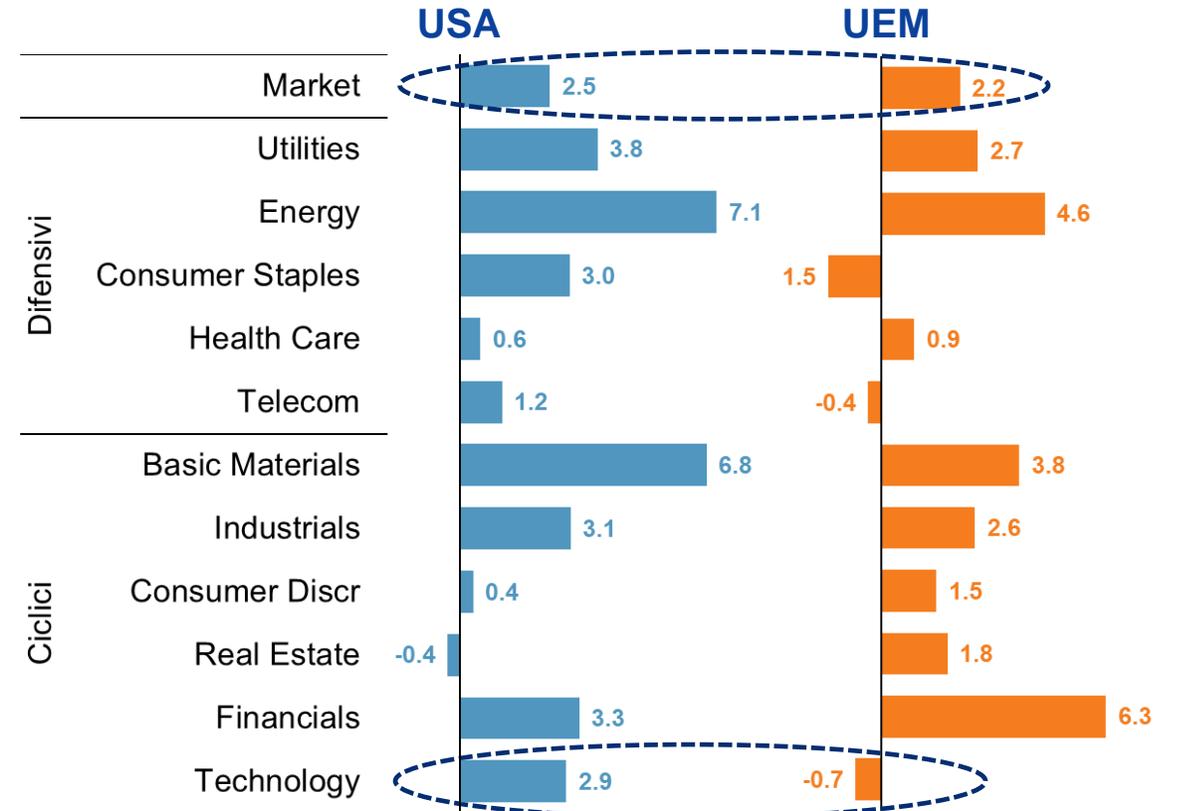
Internal use only - all rights reserved

Mercati azionari

Indici azionari in rialzo (di più l'Italia); in USA e UEM, crescono soprattutto Energia, Materie Prime e Finanziari; non brilla il Tech

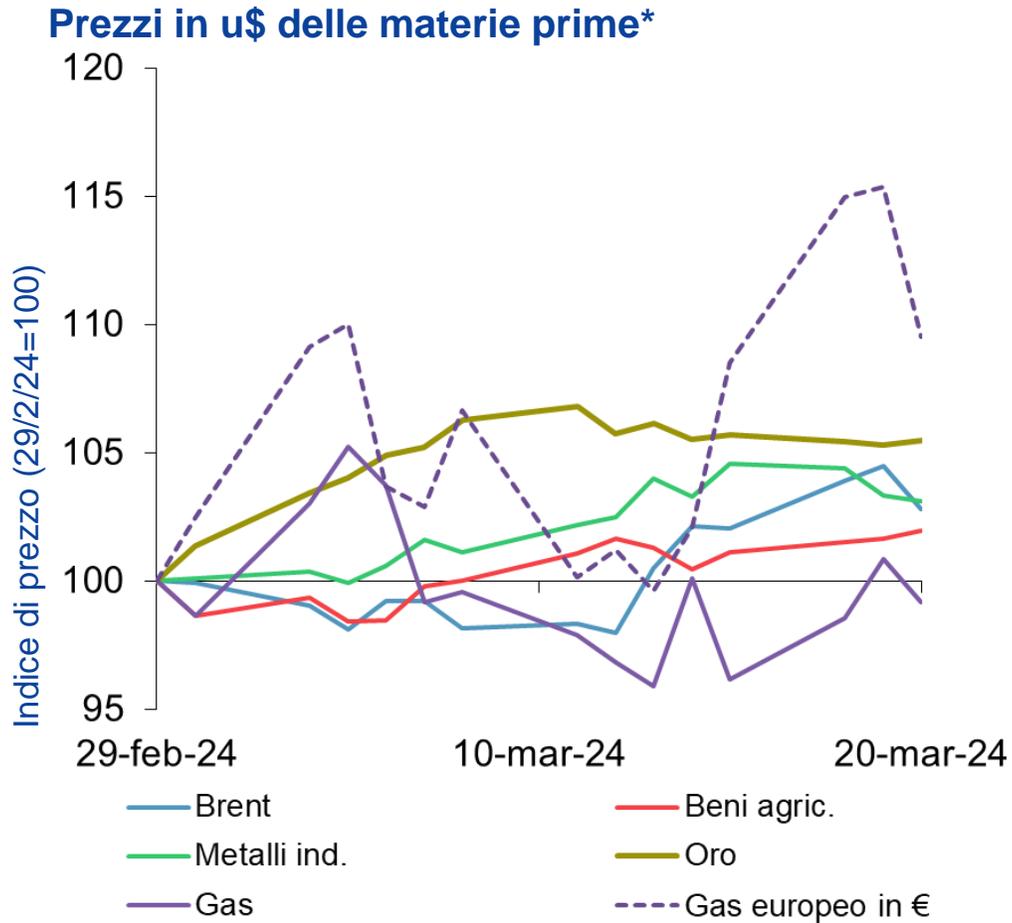


Performance assolute dei settori, USA e UEM (var.% dal 29/2/24 al 20/3/24)



Materie prime

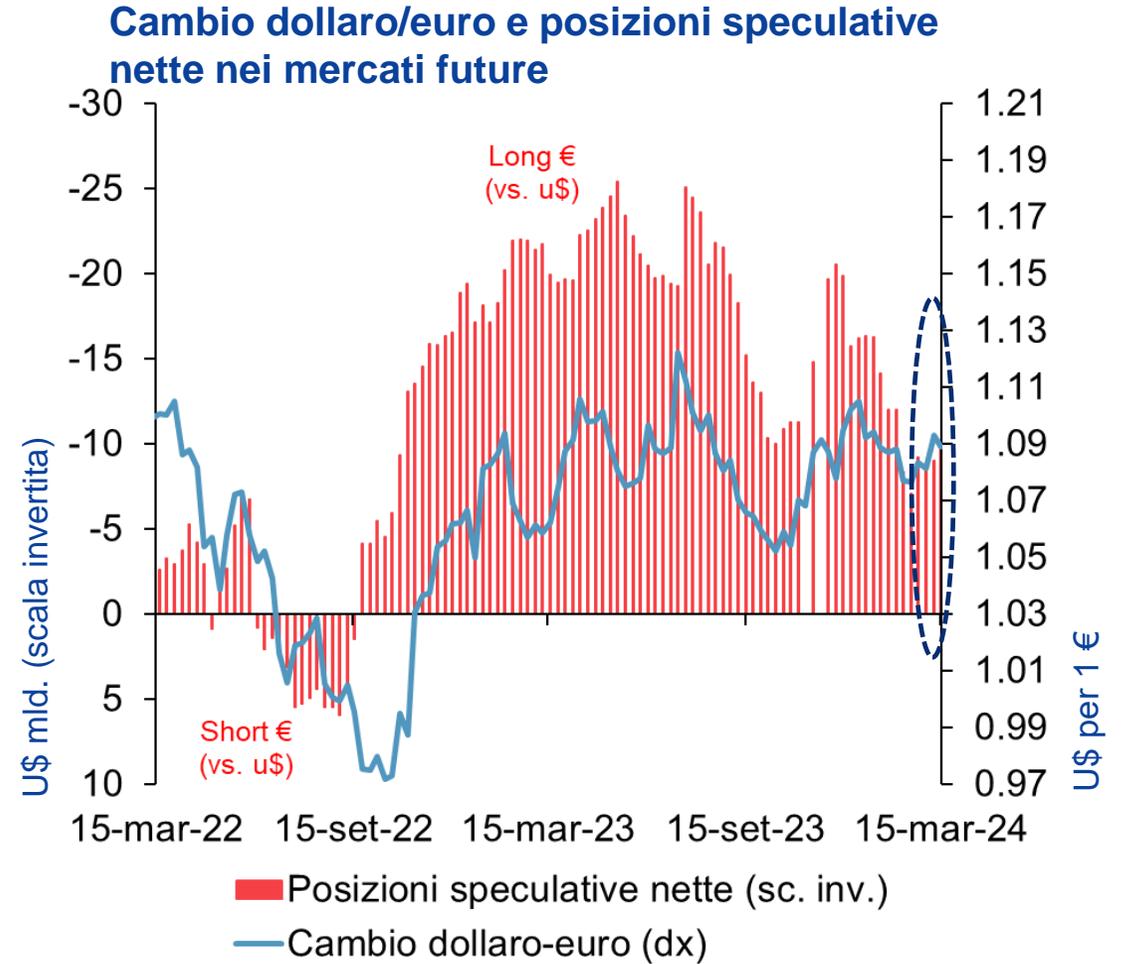
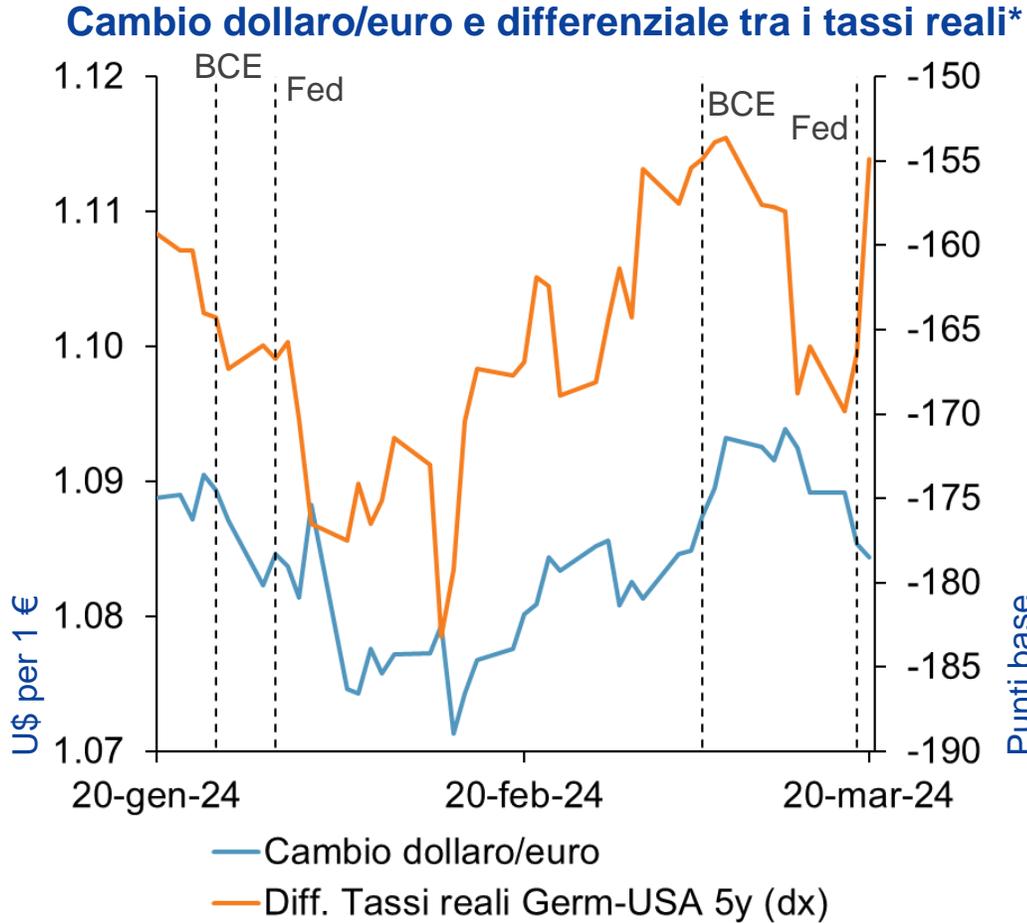
Prezzi delle materie prime in generale aumento sul mese, sostenuti in parte dalle tensioni geopolitiche



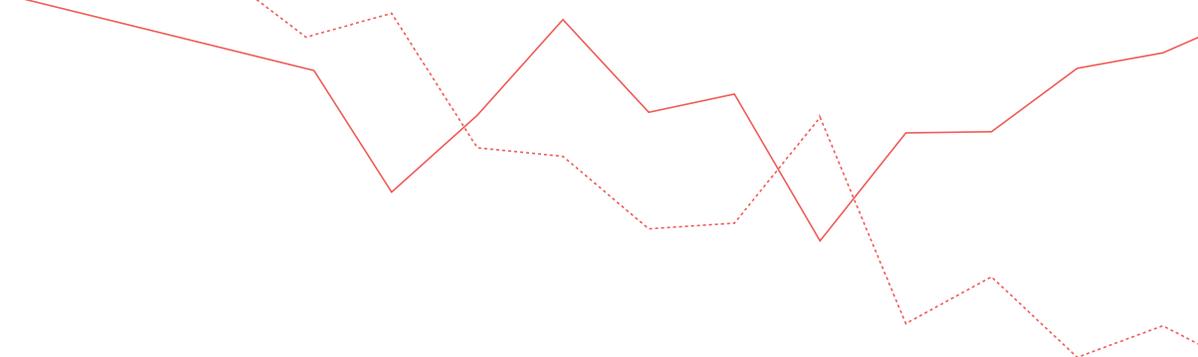
- **Prezzo del Brent in rialzo da metà mese sopra gli 85 u\$/bbl**, per fattori geopolitici (attacchi ucraini alle raffinerie russe) e attese di maggiore domanda globale di petrolio nel 2024 (previsioni EIA riviste al rialzo). A inizio marzo l'OPEC+ ha esteso i tagli volontari al Q2-24.
- **Prezzo dell'Oro in forte rialzo sopra i 2100 u\$/oncia** per fattori speculativi e per la minor concorrenza dei tassi governativi.
- **Prezzo del Gas naturale europeo poco sotto i 30 €/MWh** per interruzioni temporanee di fornitura e per le tensioni geopolitiche.

Cambi

€ poco mosso sul u\$ a marzo; in rialzo i tassi reali tedeschi, in lieve calo quelli USA; posizioni nette sull'€ lunghe e in ripresa



Fonte: LSEG, CME, elaborazioni Prometeia; dati giornalieri al 20/3/24 e settimanali al 15/3/24 per le posizioni speculative nette
* Differenziale tra tassi nominali e break-even inflation.

- 
- Cos'è cambiato nell'ultimo mese
 - **Tassi di politica monetaria e tassi a lunga**
 - Performance delle asset class a marzo
 - Linee guida di Asset Allocation

Meeting delle Banche centrali di marzo 2024

Tassi invariati, come atteso, e possibile primo taglio della BCE a giugno

Banca Centrale Europea

- **La BCE ha lasciato, come previsto, i tassi invariati** nella riunione del 7 marzo. **La decisione è stata unanime e l'ipotesi di un taglio non è stata discussa.**
- Le proiezioni dell'inflazione sono state riviste al ribasso, grazie ad un minore contributo della componente energetica e Lagarde ha dichiarato **che a giugno il Consiglio sarà in grado di fare una valutazione per comprendere l'efficacia della politica monetaria**, lasciando intendere quindi che in questo meeting potrebbe avvenire il primo taglio.

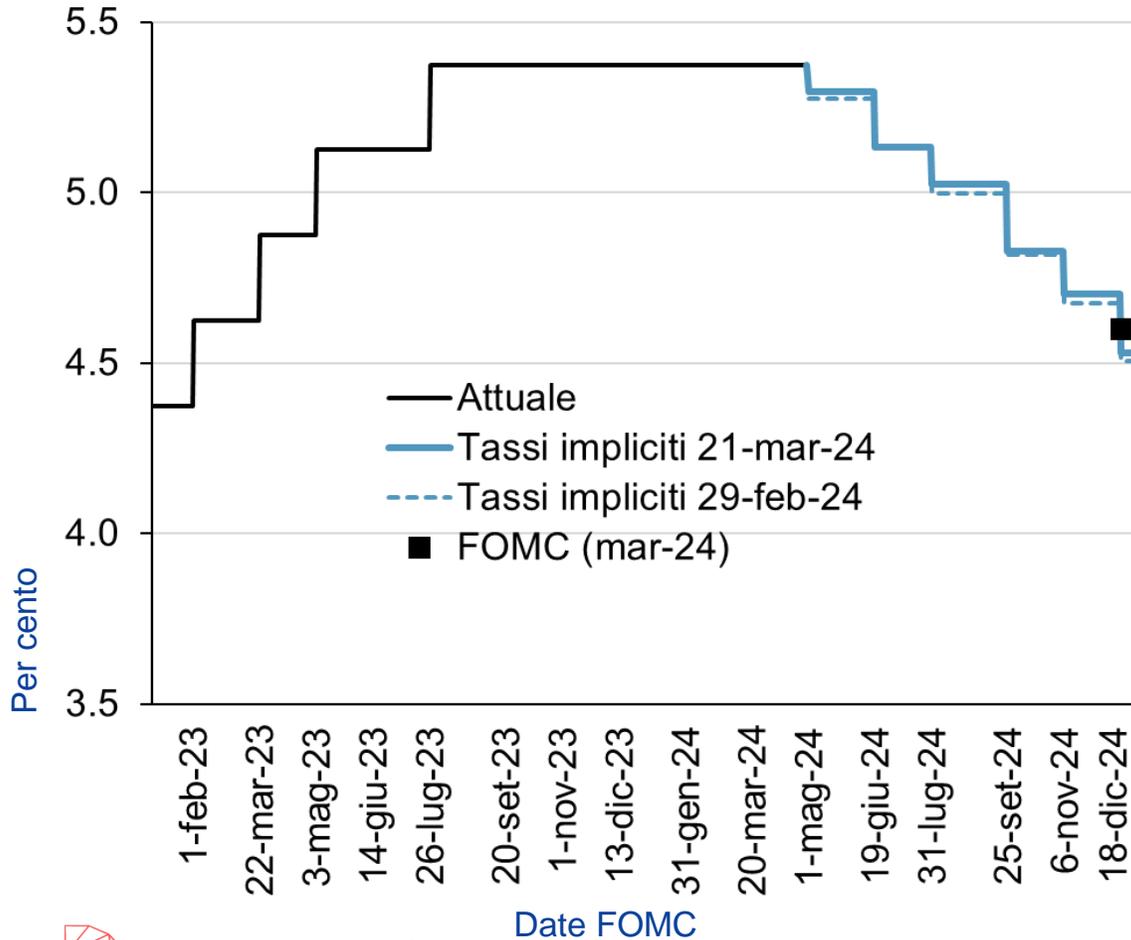
Federal Reserve

- Al FOMC del 19-20 marzo, **la Fed ha lasciato i tassi invariati e mantenuto la previsione di tre tagli quest'anno.** Secondo Powell, la tempistica delle riduzioni dipenderà dall'effettiva convergenza dell'inflazione sull'obiettivo, in un'economia che continua a superare le aspettative.
- Il dato sull'inflazione CPI di febbraio non ha intaccato per ora l'outlook di fondo di un lento rallentamento dei prezzi, ma la Fed necessita di ulteriori dati a conferma che quanto avvenuto il mese scorso non si ripeta nei mesi a venire.
- **Nelle proiezioni del FOMC è stata confermato l'allentamento di 75pb per quest'anno e previsto un taglio in meno nel 2025-26** (150pb dai 175pb di dicembre); i policymaker hanno **incrementato nettamente la stima di crescita economica per il 2024 (2.1% da 1.4%) e previsto un miglioramento meno rapido sul fronte prezzi** (l'indice PCE core è visto al 2.6% a fine anno dal 2.4% ipotizzato a dicembre).

Federal Reserve

Primo taglio atteso tra giugno e luglio dai mercati e -75pb di riduzione nel 2024

Attese per il tasso sul Fed funds (medio range) ai FOMC*



N. interventi annuali tasso sui Fed funds, da 0.25%

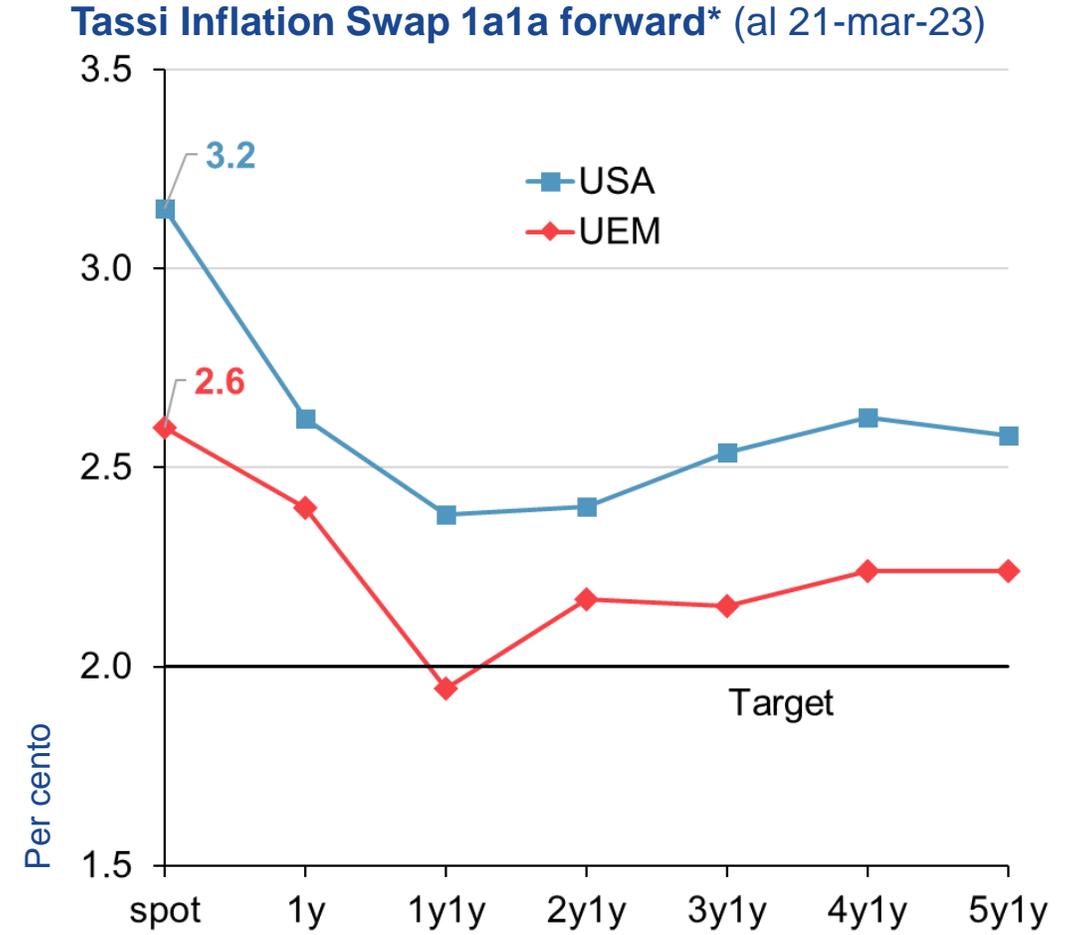
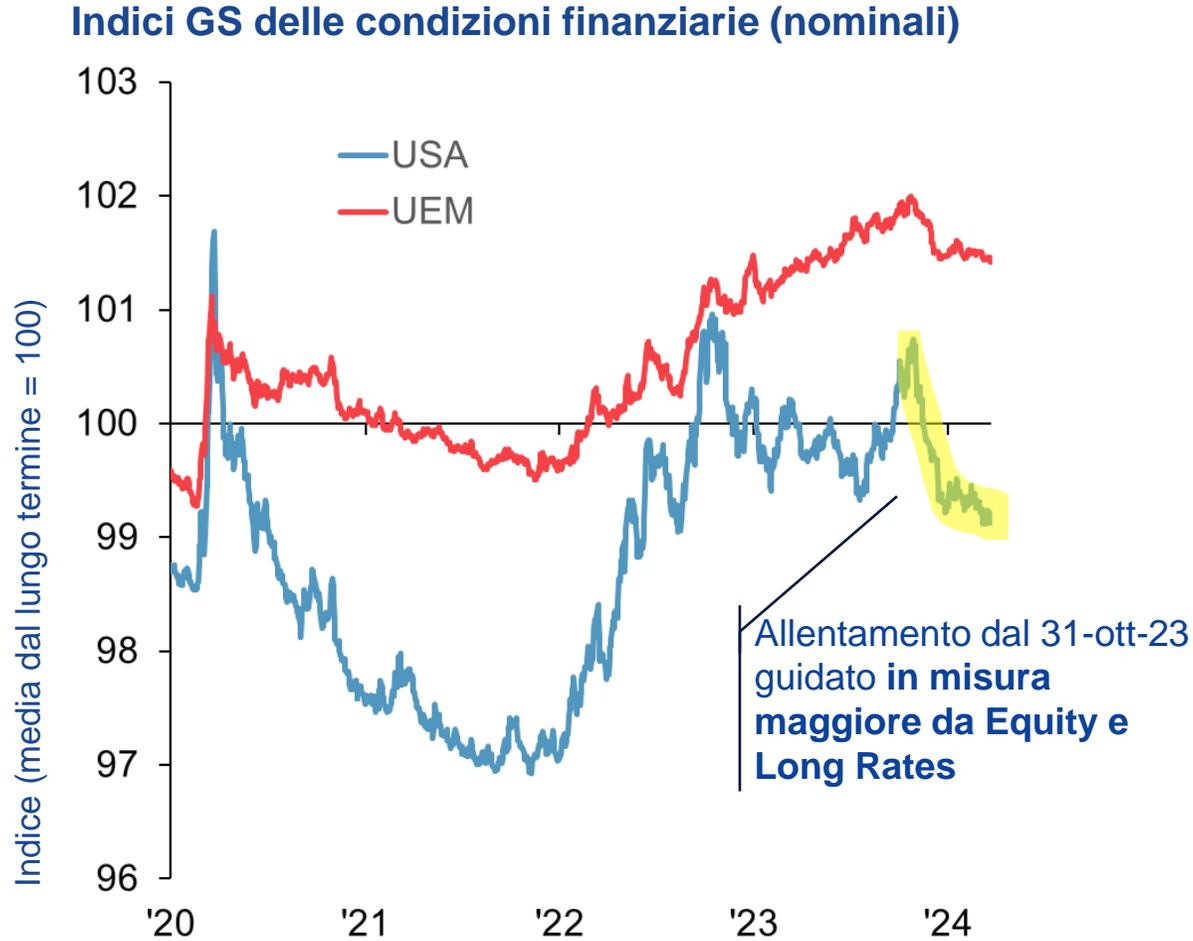
	Survey Reuters (20/2/24)	Tassi impliciti (29/2/24)	Tassi impliciti (21/3/24)
2024	-4	-3	-3
2025	-3 (1H)	-3	-3

Quando inizieranno i tagli?

- Attese dei mercati:
 - Giu-24 (probabilità del ~70%)
 - Lug-24 (probabilità del ~85%)
- Survey Reuters: Q2-24 (Giu-24)

La Fed potrebbe ritardare l'avvio dei tagli?

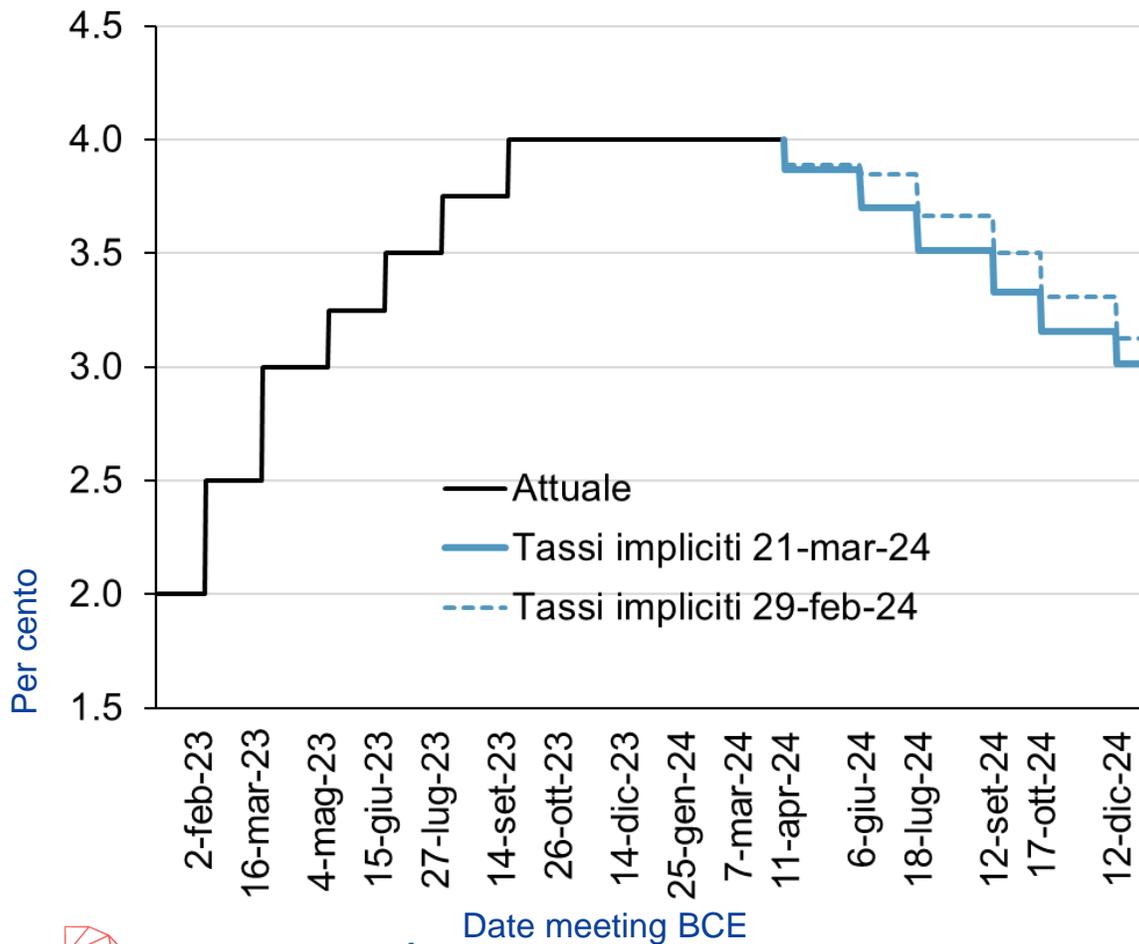
Condizioni finanziarie divenute già più espansive, inflazione ancora sopra il target e crescita economica vivace



Banca Centrale Europea

Primo taglio atteso a giugno, con una riduzione complessiva di 100pb nel 2024

Attese per il tasso sui depositi ai meeting BCE*



N. interventi annuali tasso sui depositi BCE (da 0.25%)

	Survey Reuters (29/2/24)	Tassi impliciti (29/2/24)	Tassi impliciti (21/3/24)
2024	-4	-4	-4
2025	-2 (1H)	-3	-3

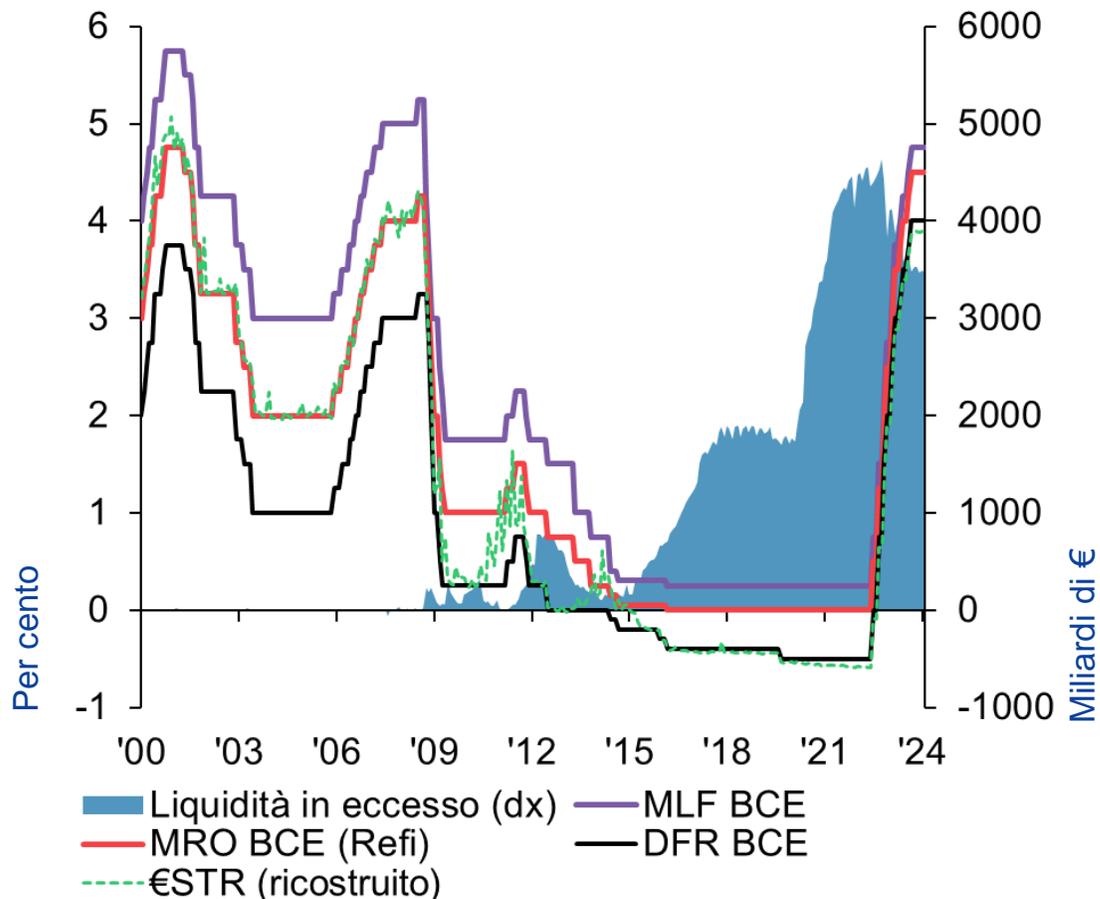
Quando inizieranno i tagli?

- Attese dei mercati: Giu-24/Lug-24
- Survey Reuters: Q2-24 (Giu-24)

Banca Centrale Europea

Revisione del quadro operativo BCE: il corridoio di politica monetaria si restringe attorno al DFR

Liquidità in eccesso nell'Eurosistema e tassi BCE

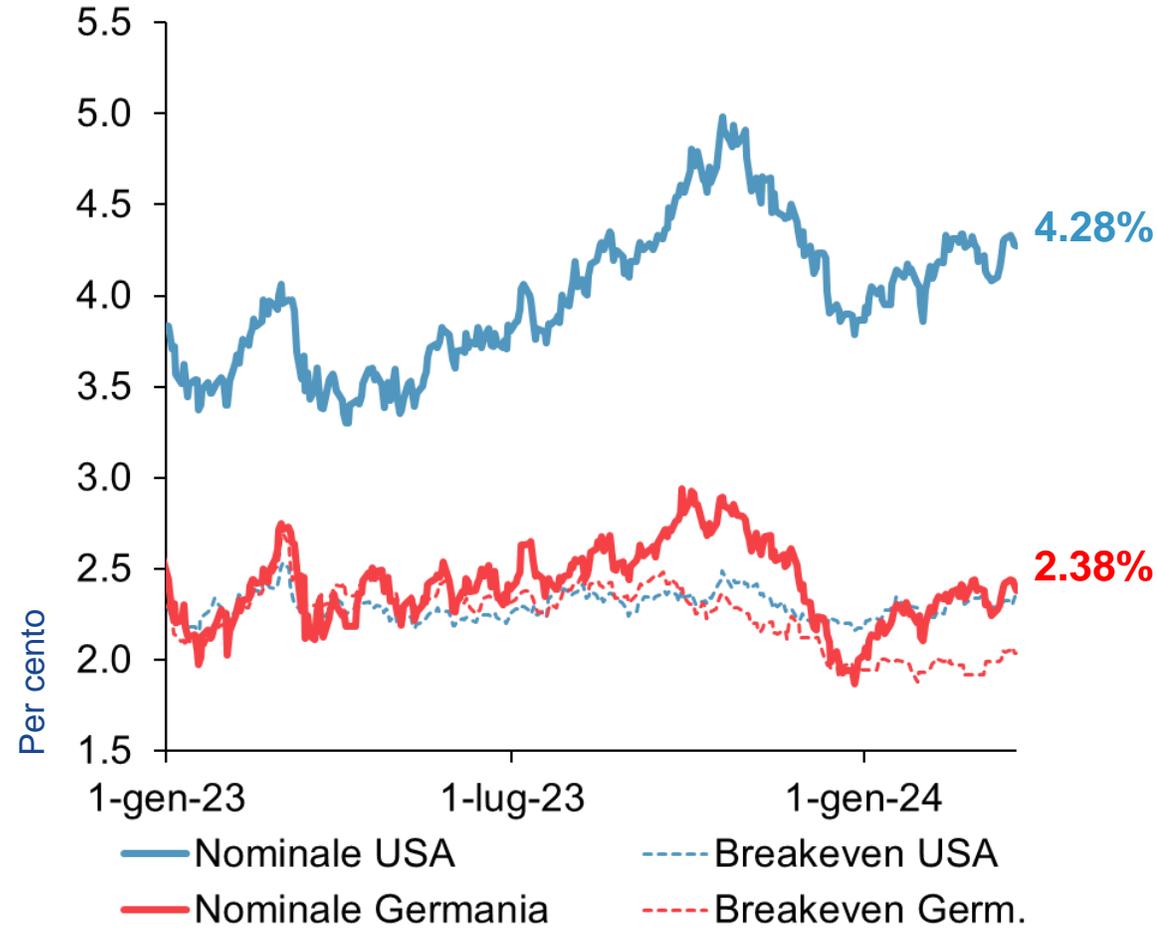


- Il 13 marzo è stato annunciato l'atteso **nuovo «operational framework» della BCE.**
- La novità principale è che **la BCE ha deciso di ridurre lo spread tra il Refi (MRO) e il tasso sui depositi (DFR) da 50 a 15pb**, mentre il tasso sulla facility dei prestiti overnight (MLF) rimarrà di **25pb superiore al MRO**. La decisione, che sarà efficace dal **18 settembre 2024**, implica un **restringimento del corridoio di politica monetaria intorno al «floor», appunto il DFR.**
- Come spiega la BCE, lo spread più stretto tra MRO e DFR **«incentiverà il ricorso alle operazioni di rifinanziamento settimanali e farà sì che i tassi di breve termine sul mercato monetario possano evolvere in prossimità del DFR»**, come già avviene da molti anni per effetto dell'eccesso di liquidità causato dalle politiche non convenzionali.
- Per il resto, l'Eurosistema continuerà a **fornire liquidità alle banche** in modo flessibile, **principalmente mediante MRO, ma anche LTRO a 3 mesi.**
 - **Le operazioni di rifinanziamento di più lungo termine e un portafoglio «strutturale» di titoli verranno reintrodotti solo in uno «stadio successivo»**, in quanto la BCE intende continuare la dismissione dei portafogli APP e PEPP (QT).
- **Non sono state fatte modifiche al MRR (1%) né alla remunerazione (0%).**

Tassi a lunga

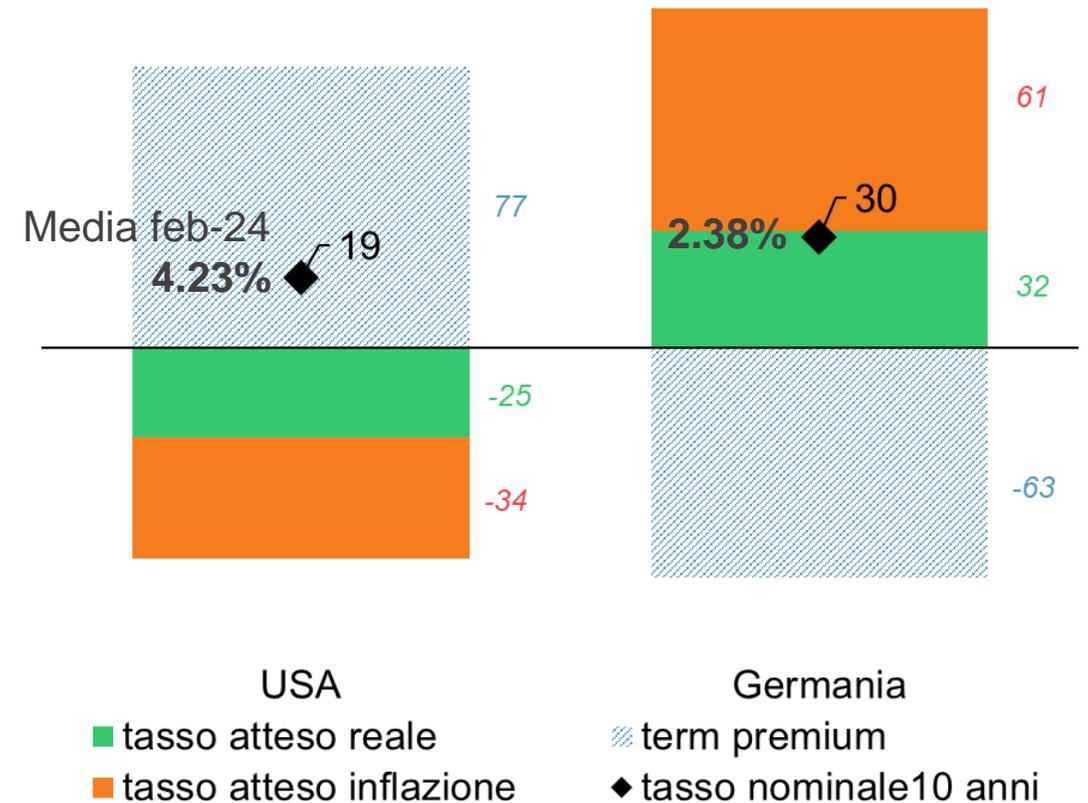
Tornati in rialzo nel 2024; a marzo altalenanti ma ora tornati sugli stessi livelli di fine febbraio

Andamento dei tassi governativi decennali



Scomposizione dei tassi governativi a 10 anni

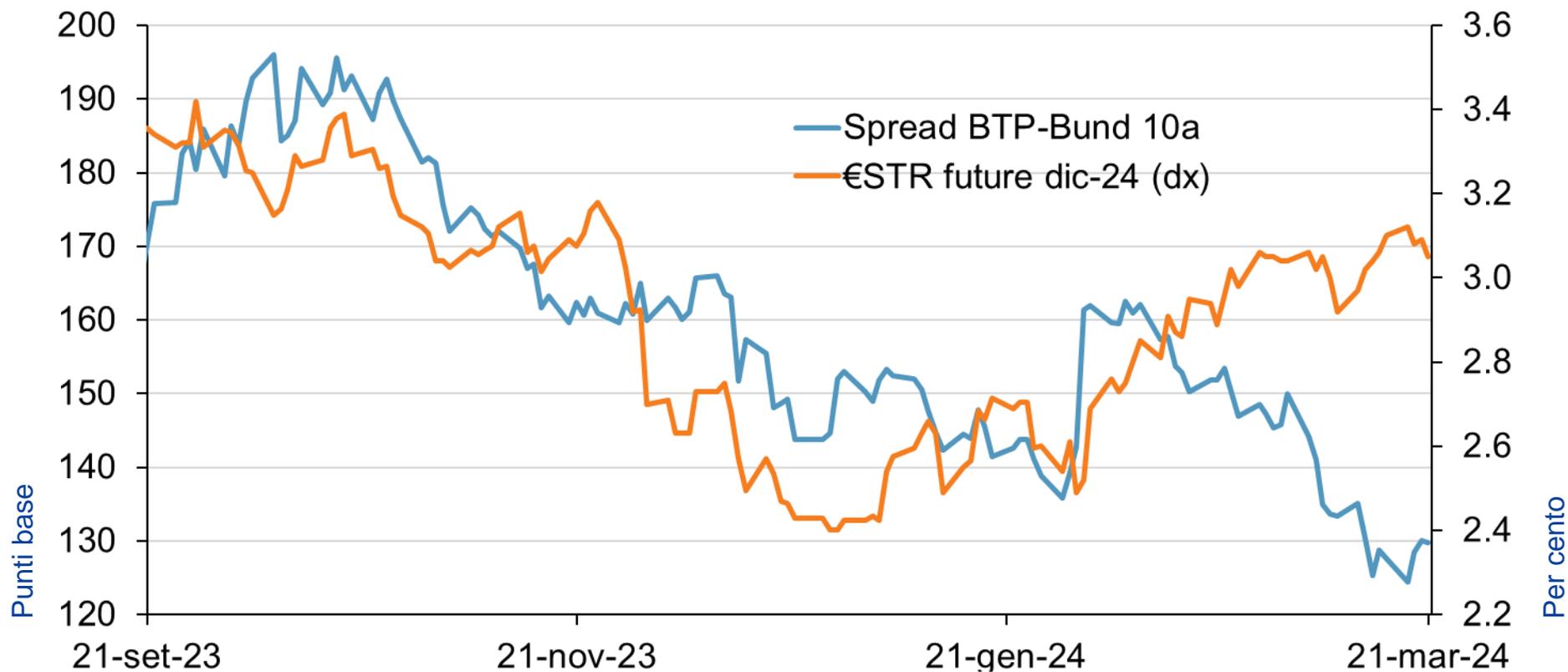
Var. in pb media da dic-23 a feb-24



Spread BTP-Bund

Lo spread continua a scendere (intorno a 130pb), nonostante le attese di minori tagli della BCE

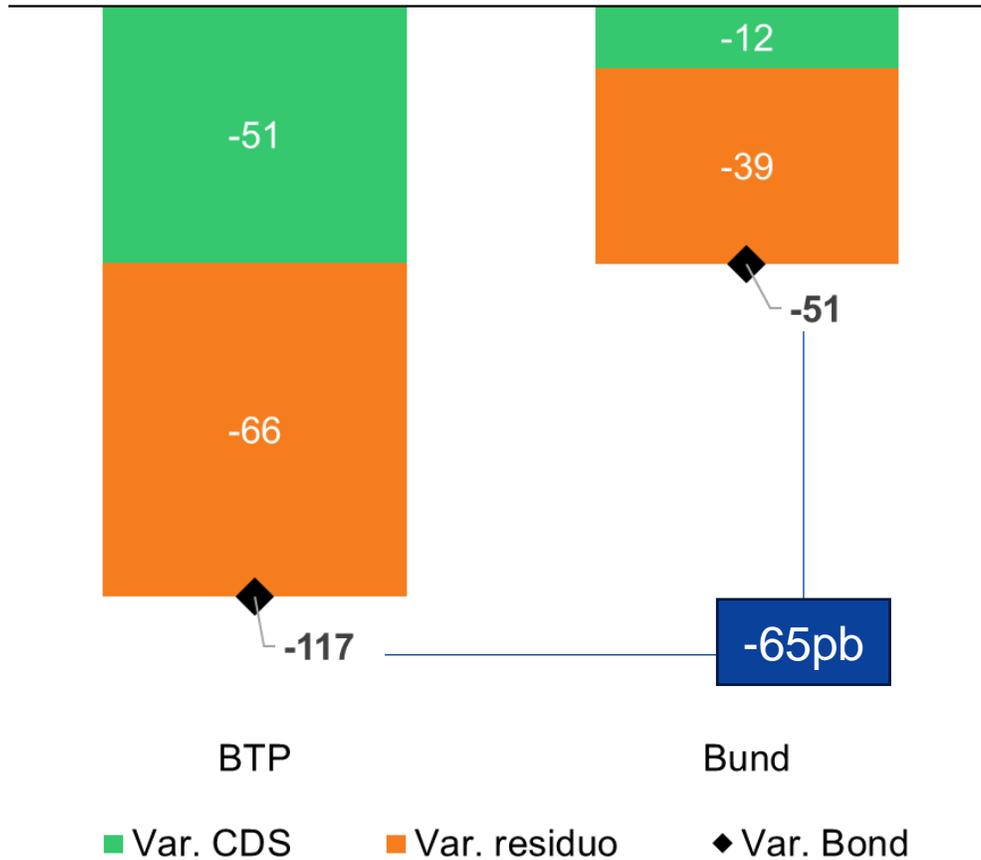
Spread BTP-Bund 10a e aspettative di politica monetaria



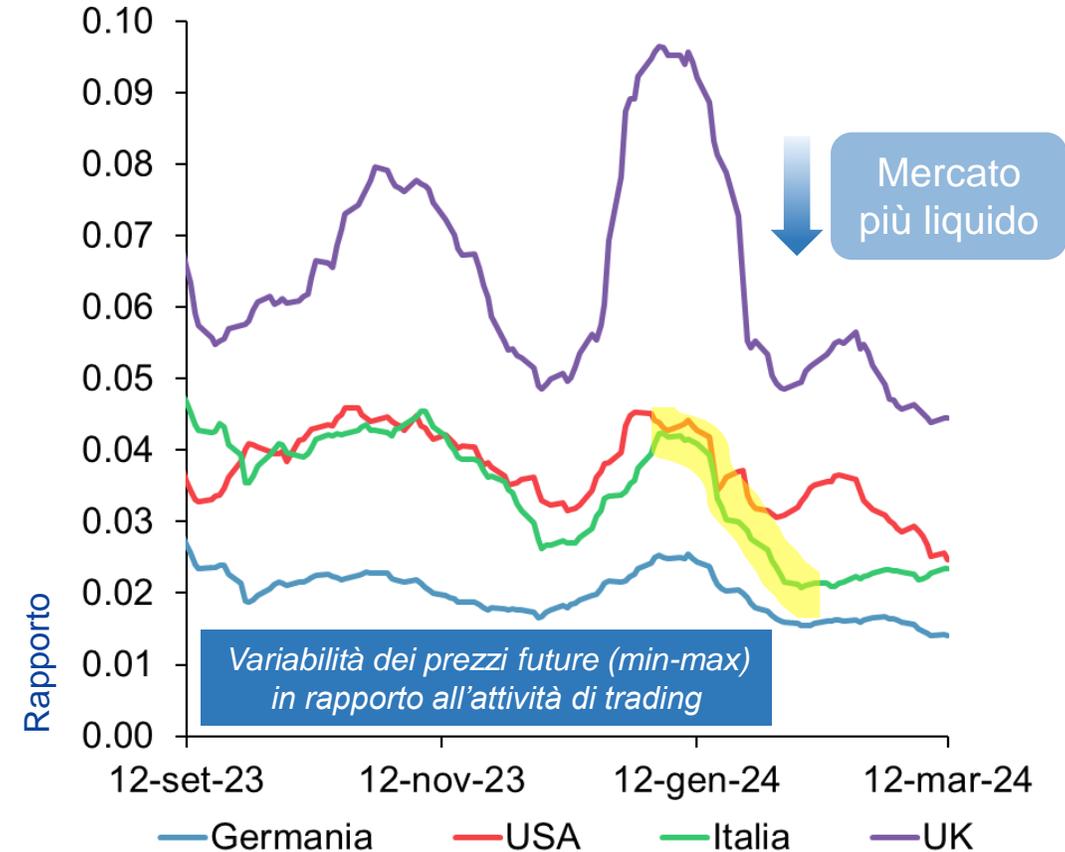
Spread BTP-Bund

Miglioramento della liquidità più marcato per il BTP

Variazioni di Tassi e CDS a 10a dal 18-ott-23
(Punti base)



Indicatore di liquidità di Hui-Heubel* per il mercato obbligazionario governativo



Takeaway

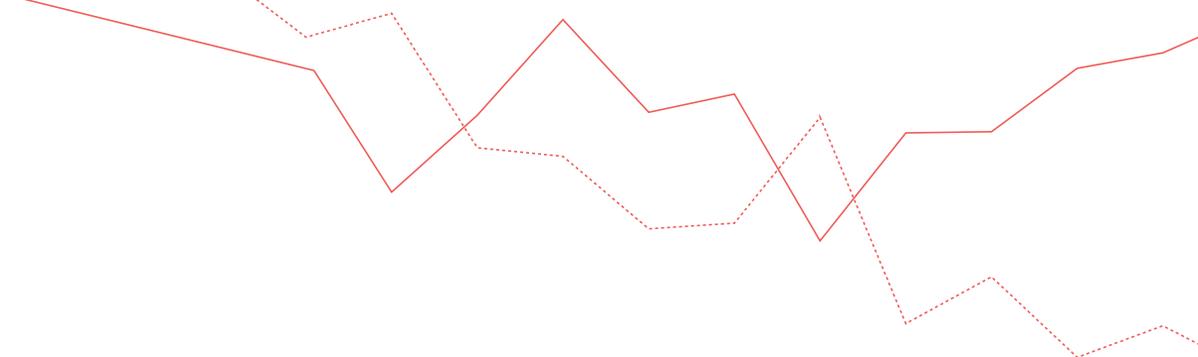
Tassi di politica monetaria e tassi a lunga

Tassi di politica monetaria

- **Posticipiamo a settembre il primo taglio della Fed**, in un quadro di rientro lento dell'inflazione e con il rischio di nuovi aumenti dei prezzi in alcune voci di spesa, alimentati dal dinamismo della domanda interna.
- Ci attendiamo 3 tagli (da 25pb ciascuno) nel 2024, in linea con i mercati e il FOMC; **per il 2025-26 ci attendiamo complessivamente 5 tagli, con una maggiore cautela rispetto al FOMC** (6 tagli).
- **Ci attendiamo che la BCE inizi a ridurre i tassi di policy a giugno**, come implicito nelle dichiarazioni di Lagarde e coerentemente con una crescita moderata che imprime spinte al ribasso sull'inflazione.
- Riteniamo quindi vi sia lo spazio per 4 tagli dei tassi di policy in corso d'anno, ognuno di 25pb, oltre al riallineamento degli spread tra i tassi di policy annunciato per settembre; **il tasso sui depositi dovrebbe poi scendere di altri 50pb nel 2025 (su un livello poco più alto di quanto atteso dal mercato).**

Tassi a lunga

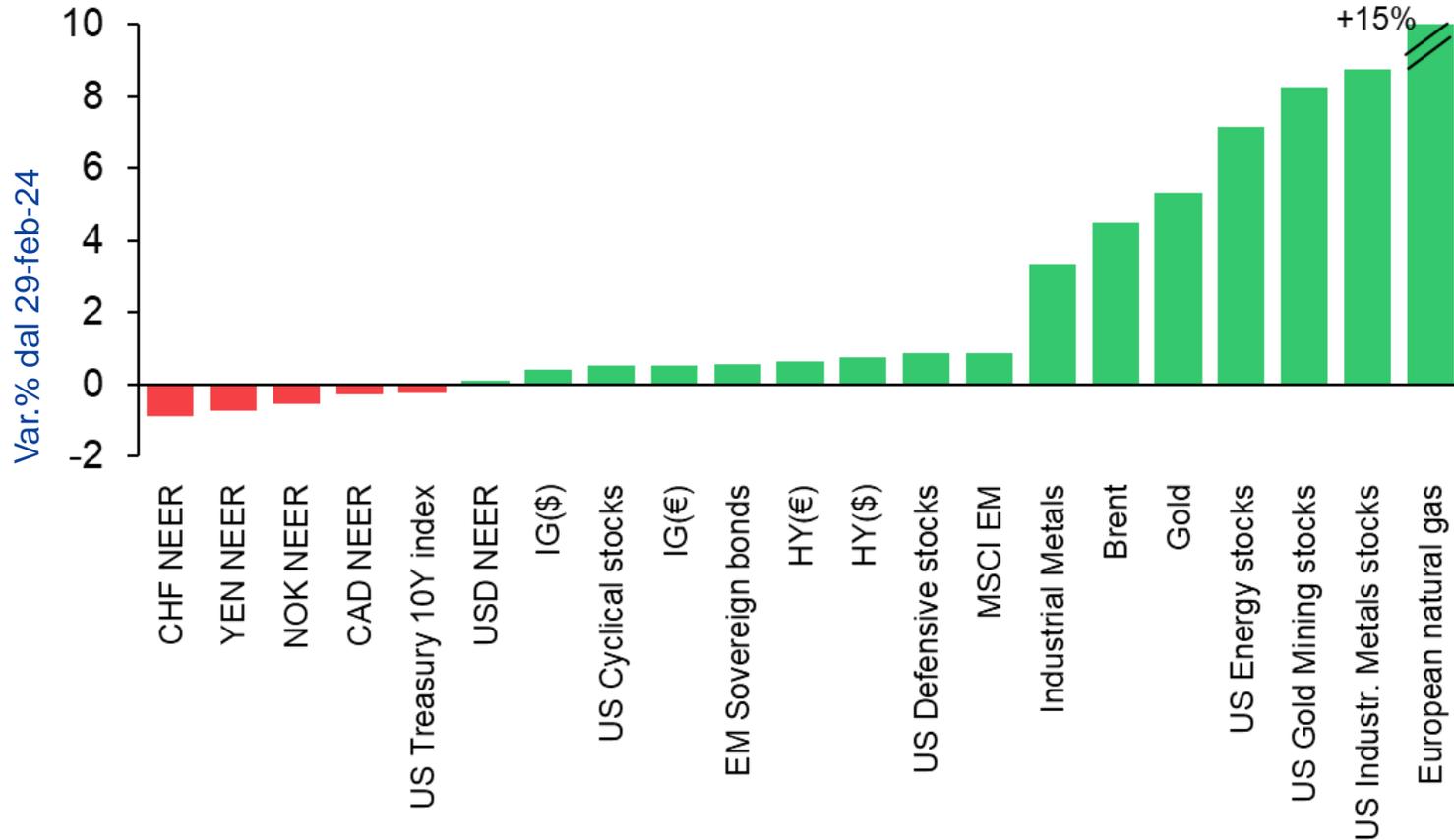
- **La Fed continuerà a ridurre i titoli governativi nel suo portafoglio fino al Q2-25**, anche se a un ritmo inferiore già da prima dell'estate. **Anche la BCE proseguirà a ridurre il bilancio**, per la restituzione TLTRO-III e la prosecuzione del mancato rinnovo di titoli in scadenza dell'APP e, dalla seconda metà di quest'anno, del PEPP.
- **I tassi decennali sono attesi stabili poco sopra i valori attuali fino ai primi mesi del 2025 e successivamente in aumento per il previsto graduale avvicinamento del term premium ai valori storici pre-pandemia.** Le curve per scadenze (10a-3m) manterranno un'inclinazione negativa sino all'inizio del 2025.
- Al calo dello spread BTP-Bund ha contribuito la debolezza dell'economia tedesca ma anche un miglioramento delle condizioni di liquidità dei titoli italiani. Tuttavia i vincoli strutturali dell'economia italiana e le incertezze legate all'implementazione del PNRR rappresentano un **elemento di rischio che contribuirà a non far calare ulteriormente lo spread.**

- 
- Cos'è cambiato nell'ultimo mese
 - Tassi di politica monetaria e tassi a lunga
 - **Performance delle asset class a marzo**
 - Linee guida di Asset Allocation

A marzo le materie prime hanno realizzato le performance migliori

In rialzo l'Oro (unico tra i «safe heaven asset») e l'Energia; bene anche altri risky asset; in lieve calo il Treasury e le valute

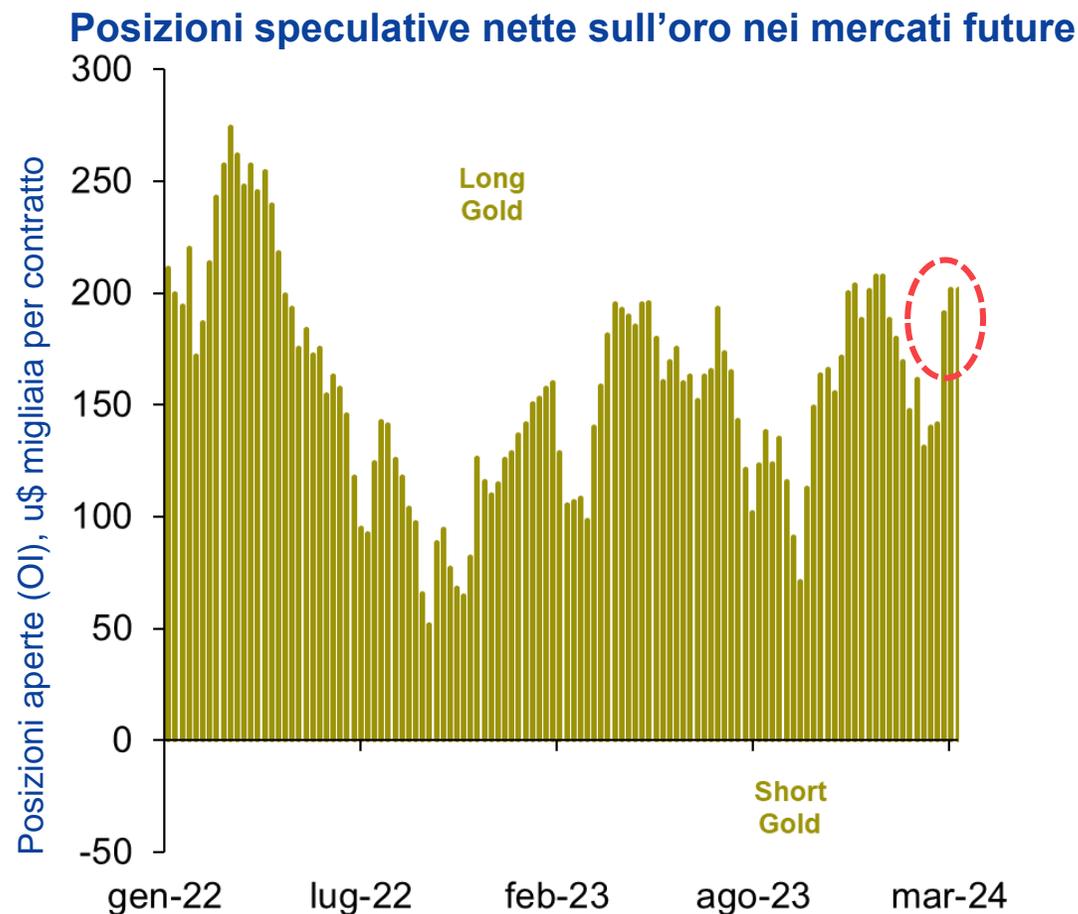
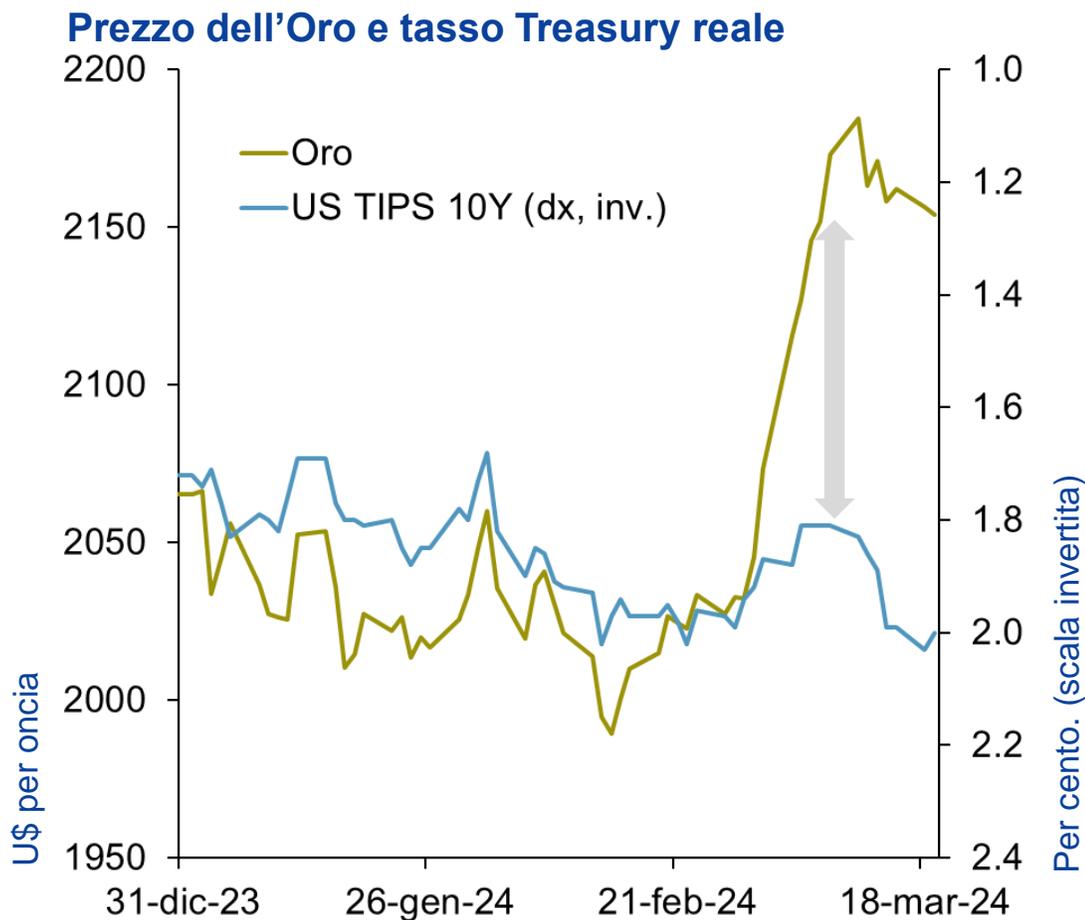
Performance delle asset class nel mese di marzo (dal 29/2 al 19/3 2024)



Fonte: LSEG, indici azionari Datastream e MSCI; elaborazioni Prometeia; dati giornalieri al 19/3/24
* Indici Total Return per stock e bond, indici di prezzo per le materie prime: future a 1 mese per Brent e Gas europeo; prezzi spot per Oro; indici S&P GSCI Spot per metalli industriali e gas; indici dei cambi effettivi nominali per le valute (NEER).

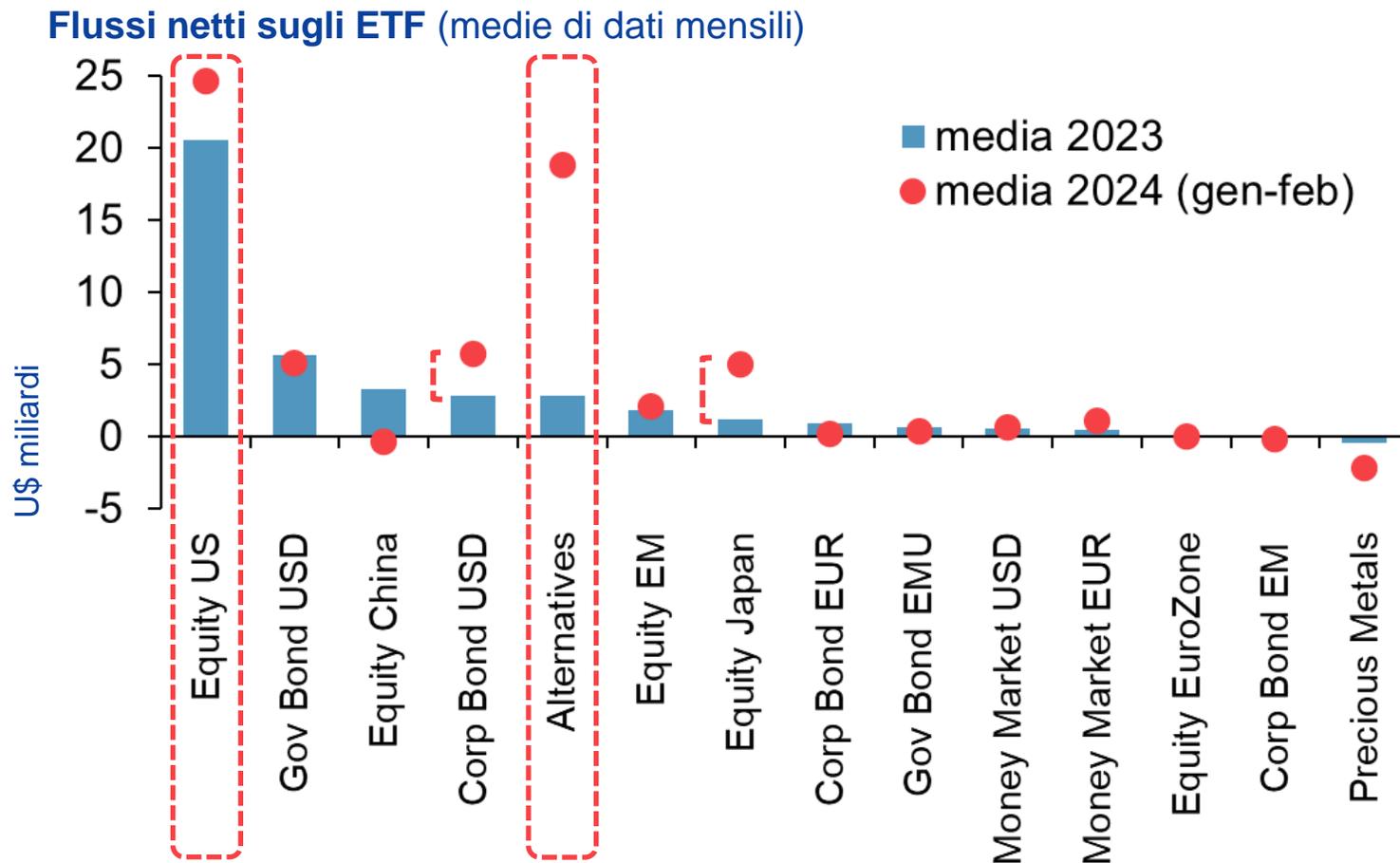
Prezzo dell'oro favorito non solo dal calo dei tassi

I fattori speculativi contribuiscono a spiegare la performance molto elevata dell'oro



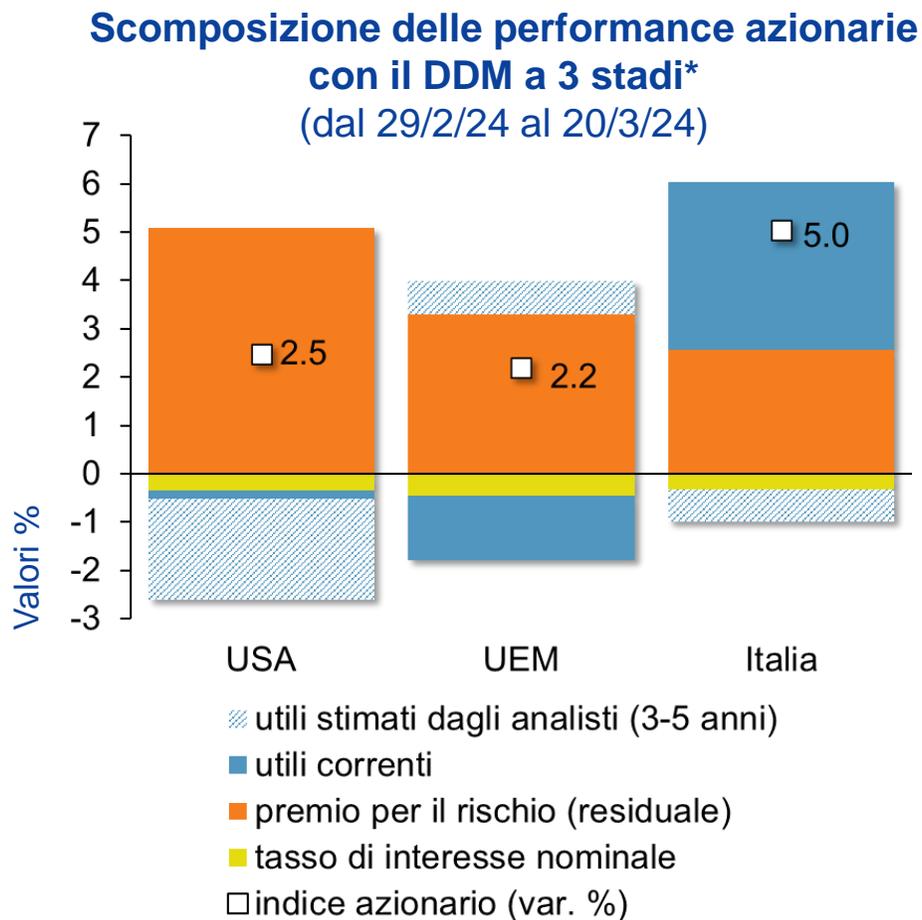
ETF: da inizio anno maggiori afflussi verso Equity USA e Alternativi

Crescono anche le preferenze per Corp Bond \$, Equity Japan e Money Market; deflussi da Equity China e Metalli Preziosi

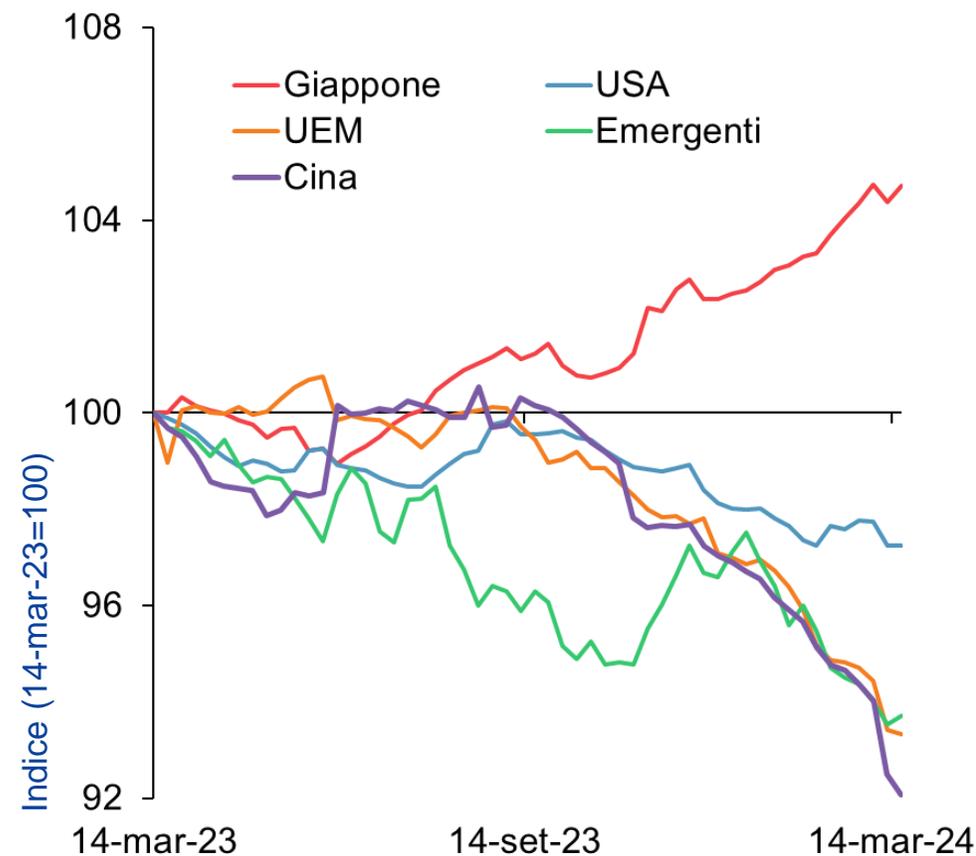


Mercati azionari favoriti dall'appetito al rischio

Rialzi di marzo sostenuti da appetito al rischio (e utili correnti in Italia); revisione al ribasso degli utili 2024, tranne in Giappone



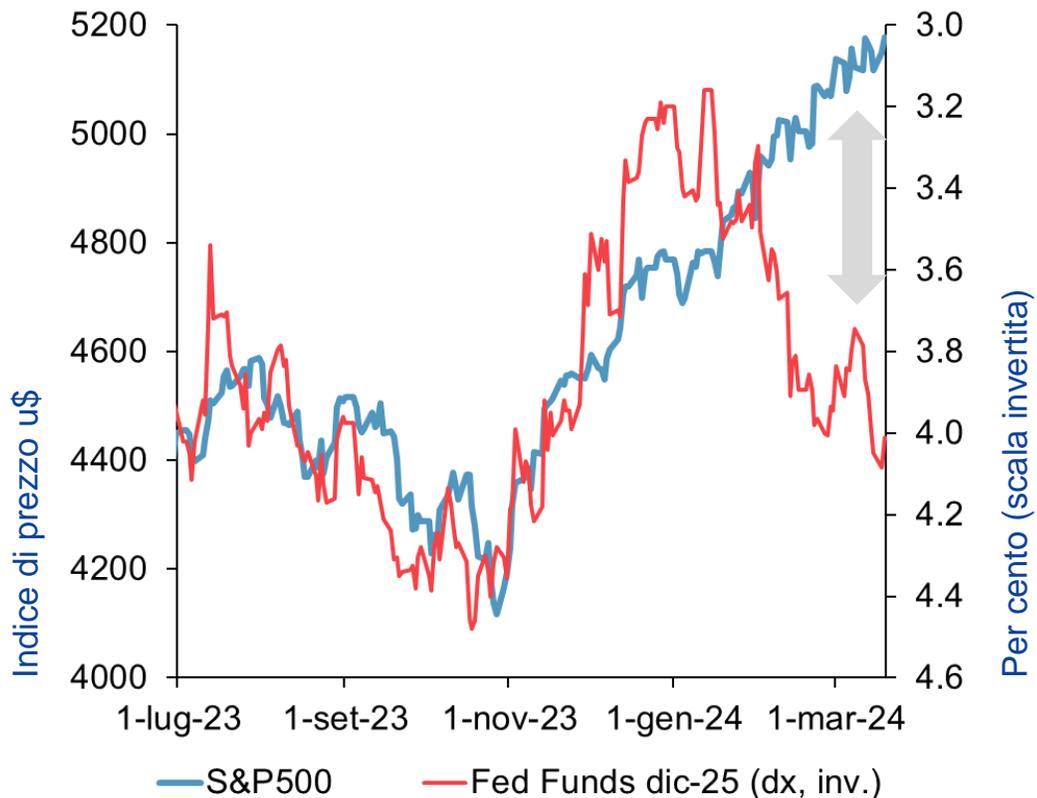
Evoluzione delle attese degli analisti su utili 2024*



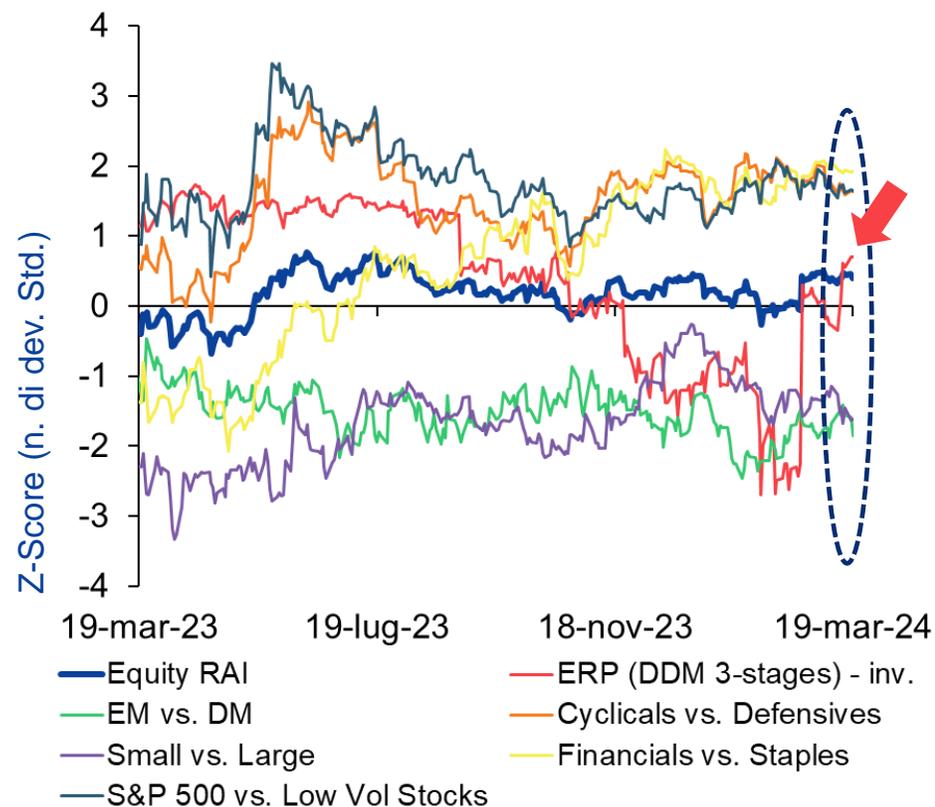
Mercati azionari favoriti dall'appetito al rischio

S&P500 in rialzo nonostante le attese di minori tagli dei tassi Fed, grazie al supporto dell'appetito al rischio

Andamento dell'S&P500 e attese per il tasso sul Fed funds (medio range) a dic-25*



Componenti dell'Indicatore di appetito al rischio per il mercato azionario (Equity RAI)°, globale



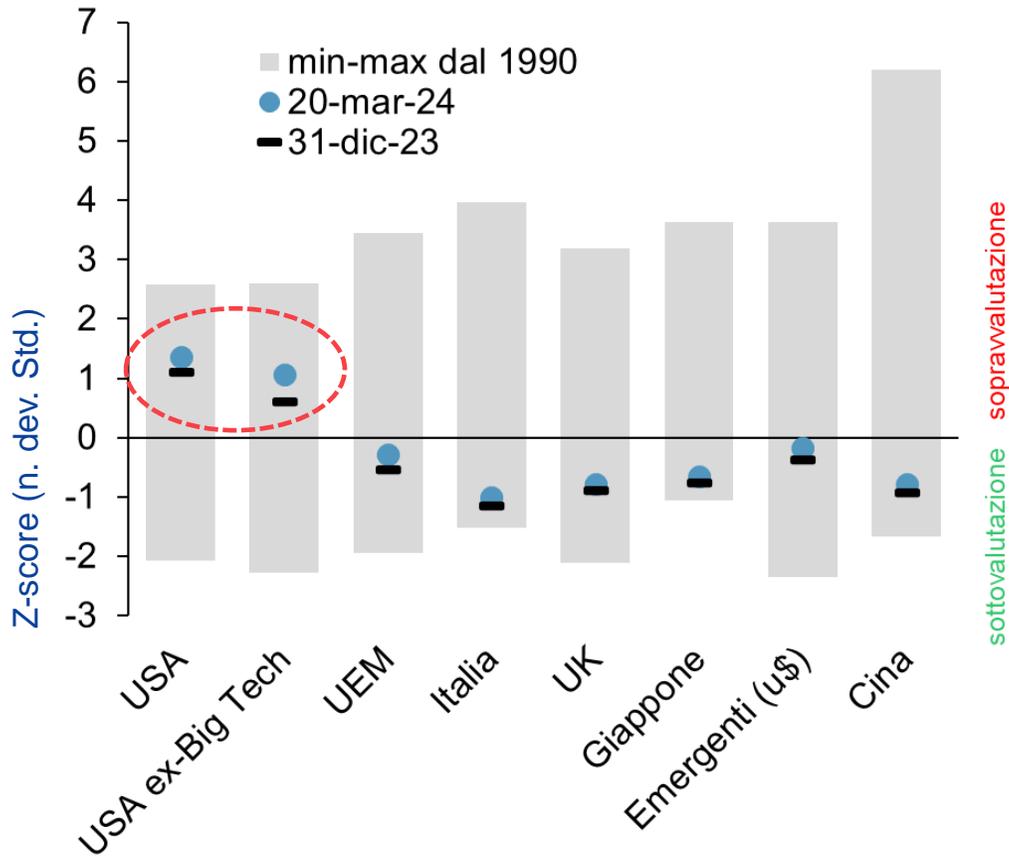
Fonte: LSEG, elaborazioni Prometeia; dati giornalieri al 19/3/24.

* Tassi di mercato estratti dai prezzi dei futures. ° Indice costruito secondo la metodologia sviluppata da Goldman Sachs: "Disentangling Risk Appetite" (Mueller-Glissmann C., Rizzi A., Wright I., Oppenheimer P., 2019. Global Strategy Paper n°33). Media semplice di z-score rolling a 1 anno di alcuni fattori di rischio che riflettono l'appetito al rischio degli investitori nel comparto azionario; Momentum calcolato come differenza a 3 mesi rolling.

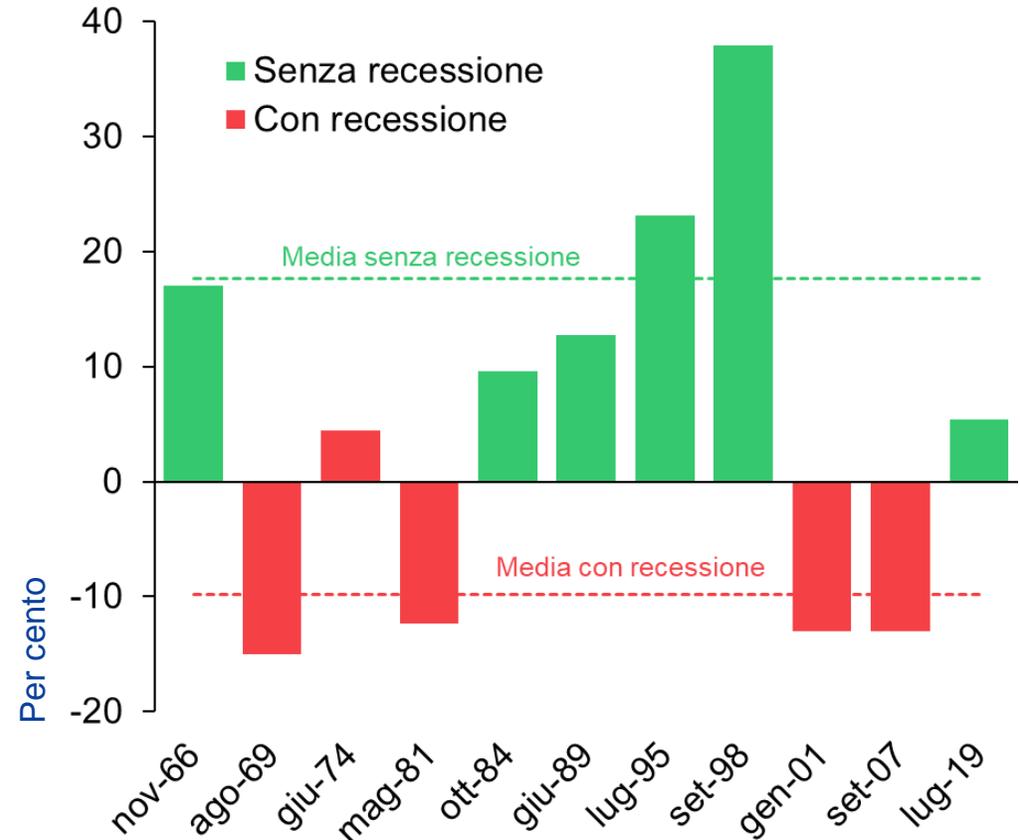
Mercati azionari in prospettiva

Quotazioni USA sempre più sopravvalutate, ma possibili effetti positivi da ciclo economico robusto e fase espansiva della Fed

Sopra/sotto valutazione degli indici azionari: price/earnings 12m forward*

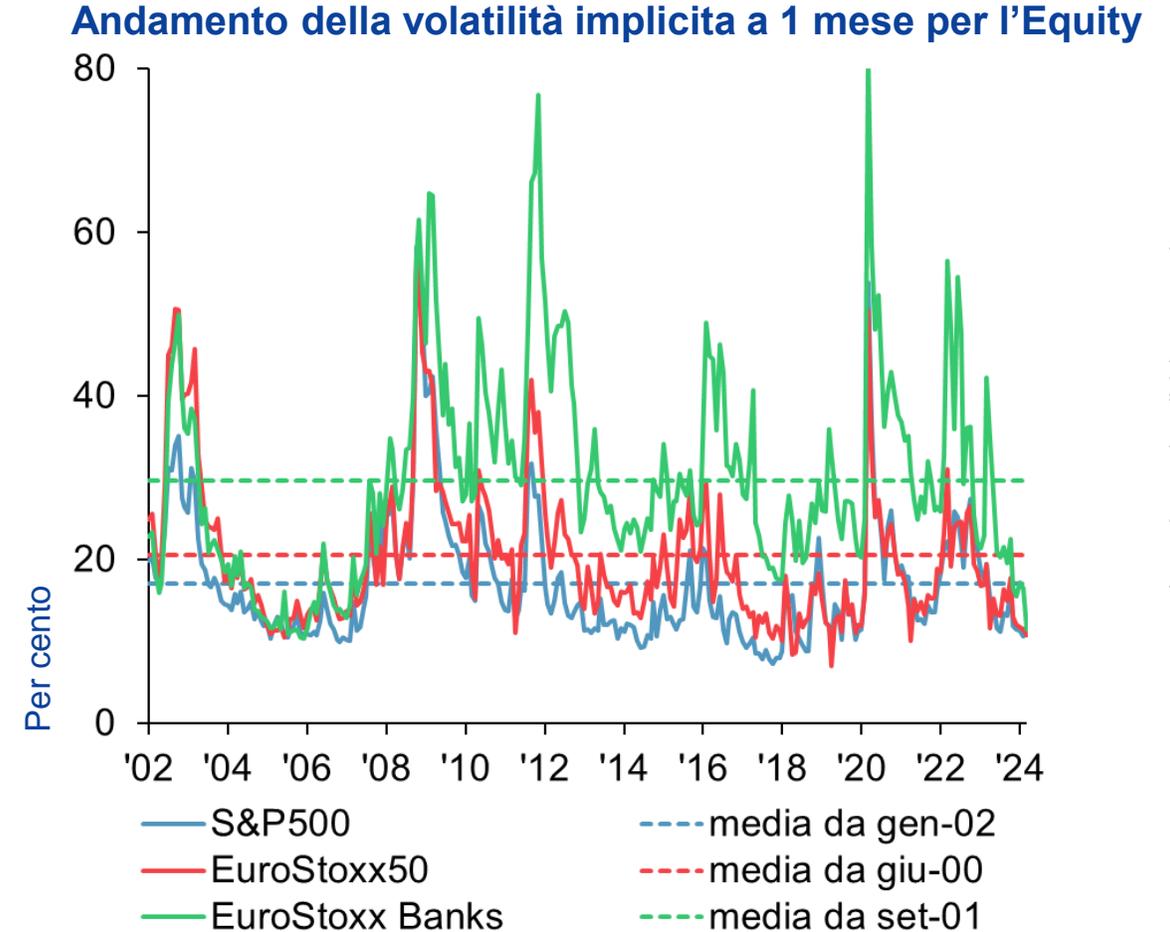
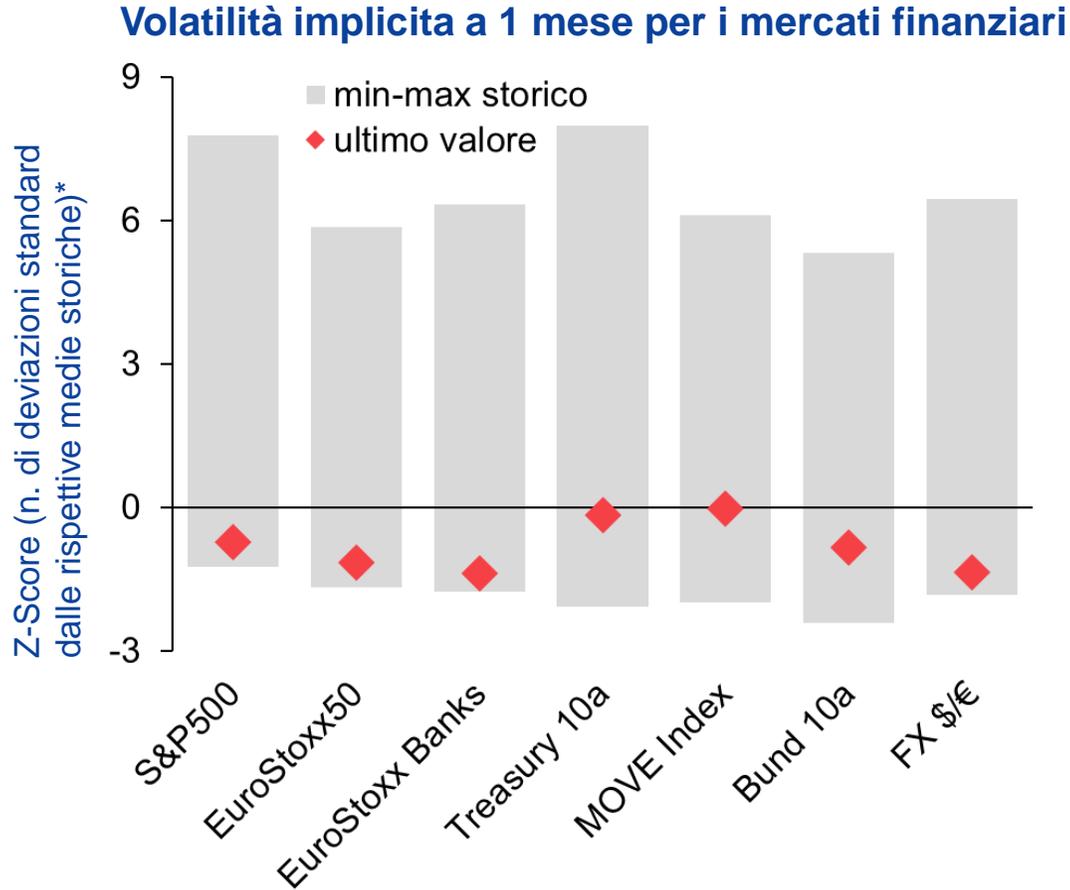


Variazioni dello S&P500 dopo 12 mesi dall'avvio delle fasi monetarie espansive (dal 1964)



La volatilità sui mercati azionari è troppo bassa?

La volatilità sui mercati finanziari è generalmente contenuta; volatilità azionaria più bassa rispetto a quella dei tassi



La volatilità sui mercati azionari è troppo bassa?

Cosa potrebbe spiegare i valori contenuti del VIX?

La BIS (Bank of International Settlements) ritiene che la ragione sia l'aumento dei **Prodotti Strutturati (PS)**, come ad esempio le **Covered Call***.

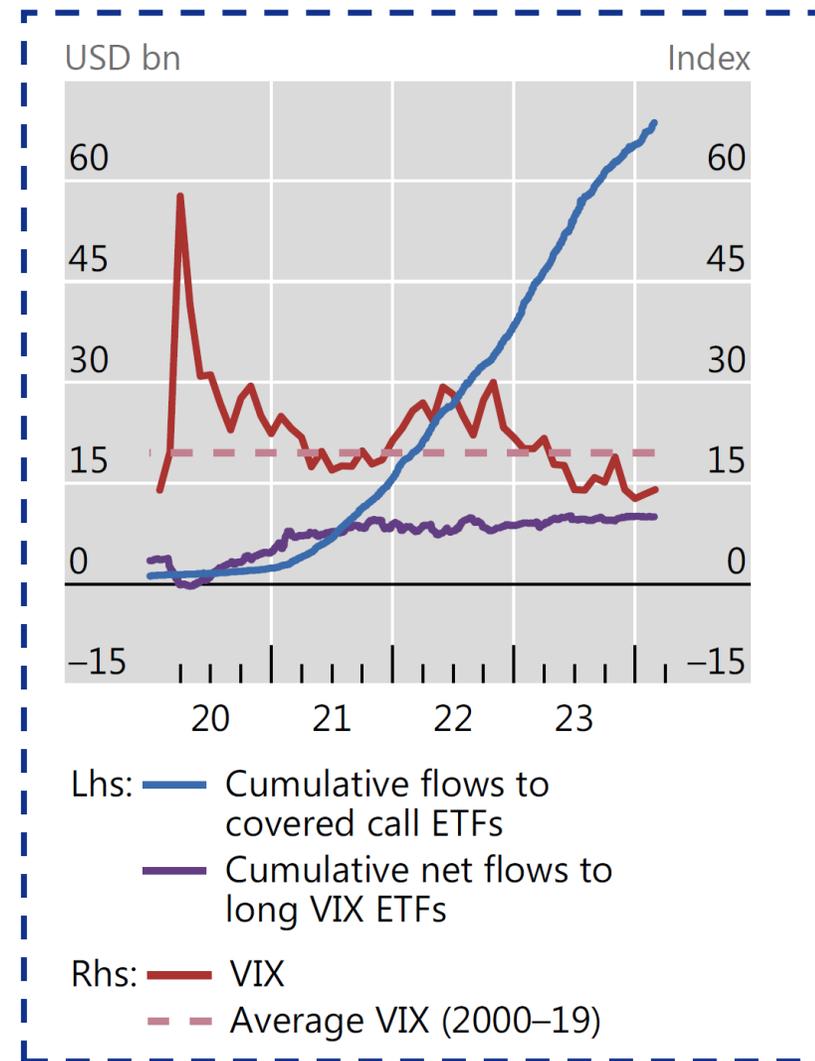
Gli **operatori** che vendono questi PS adottano una "**copertura dinamica**" per gestire il rischio di perdite dovute all'opzione venduta:

- **Vendita di opzione call e acquisto dell'attività sottostante** (e.g. ETF dello S&P 500) **quando il suo prezzo scende** (e vendita quando sale).

Questa **negoziatura in direzione contraria** per coprire i propri PS potrebbe «**smorzare**» la **volatilità del mercato**, e quindi il costo di assicurarsi da questa volatilità (il costo dell'opzione) che quindi scende, portando a **comprimere il VIX anche in periodi di incertezza**.

Dalla figura emerge che l'aumento di questi PS ad alto rendimento sembra coincidere con il recente calo del VIX.

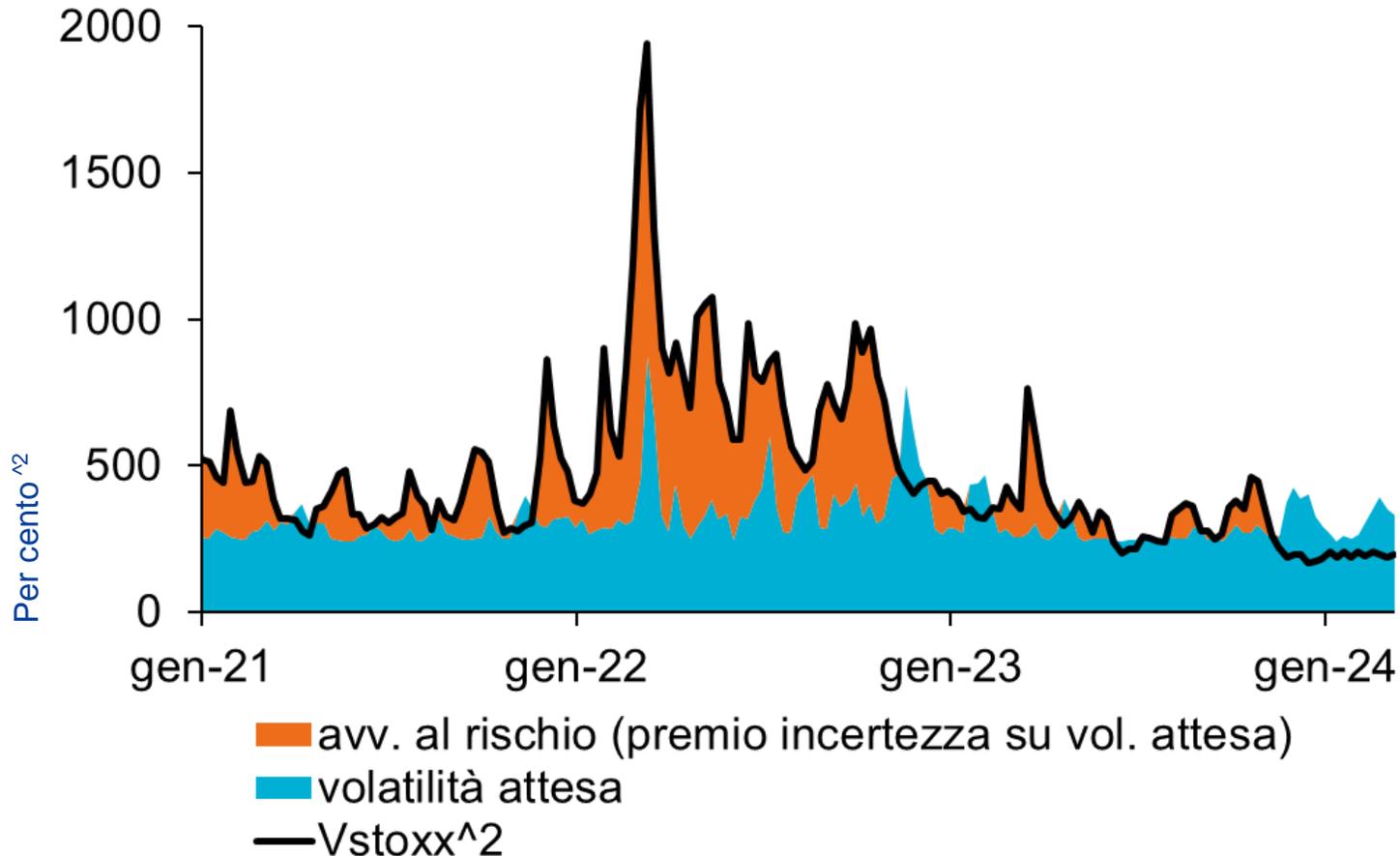
* **Covered Call**: vendita di un'opzione call a 1 mese sull'indice e acquisto simultaneo dell'indice S&P 500 (viceversa, la Covered Put è una strategia che prevede la vendita di un'opzione put a fronte di una posizione corta su un titolo azionario).



La volatilità sui mercati azionari è troppo bassa?

I livelli attuali di VSTOXX non sembrano compensare l'attuale volatilità attesa, probabilmente per fattori tecnici

Scomposizione del VSTOXX² in volatilità attesa e avversione al rischio*



Takeaway

Implicazioni per lo scenario

- **A marzo le materie prime hanno realizzato le performance migliori.** Tra i «safe heaven asset» rialzo solo dell'oro, probabilmente anche a riflesso di fattori speculativi. **Oro comunque favorito in un contesto di attese di riduzione dei tassi** (poiché non ci sono effetti su cedole).
- **Flussi ETF:** da inizio anno **marcati afflussi verso Equity USA e Alternativi**; lievi deflussi da Equity China e Metalli Preziosi. Rispetto alla media del 2023, **sono cresciute le preferenze in particolare per Corporate USA e Equity Japan** (ma anche Money Markets).
- **I mercati azionari sono andati bene nel Q1-24 ma guidati principalmente dall'appetito al rischio**, che è su livelli molto elevati a livello globale. I tassi governativi sono invece lievemente aumentati e gli utili stimati dagli analisti sono stati rivisti al ribasso (escl. Giappone).

Prospettive

- **Mercati azionari favoriti da uno scenario di economia senza recessione** (anche se debole) e dalla riduzione dei tassi di policy.
 - **Effetti positivi probabilmente già prezzati e crescita delle quotazioni più moderata rispetto al Q1-24.**
 - **Equity USA sopravvalutato**, ma lo è da molto tempo e ormai non è più una motivazione per escludere che le quotazioni possano continuare a salire. **Il sentiment di mercato sul settore tecnologico si è ridimensionato** (calo delle posizioni speculative lunghe sull'indice tecnologico Nasdaq100 nei mercati future), ma **l'indice S&P500 è sempre cresciuto nell'anno successivo all'avvio della fase di riduzione dei tassi di policy quando non c'è stata recessione economica.**
- **La volatilità di mercato è molto bassa, ma in parte a causa di fattori tecnici** e quindi non segnala necessariamente un contesto privo di fattori di incertezza tale da escludere fasi di maggiore volatilità.

- Cos'è cambiato nell'ultimo mese
- Tassi di politica monetaria e tassi a lunga
- Performance delle asset class a marzo
- **Linee guida di Asset Allocation**

I fattori di rischio

Aprile 2024

- **Rischio di escalation della guerra in Medio Oriente (mentre continua la guerra in Ucraina) con impatti su economia e mercati.**
- **Cina: il paese rimane esposto a problemi strutturali** (crisi dell'immobiliare e insolvenze nel settore bancario ombra; debito pubblico in aumento; disoccupazione giovanile) **e al rallentamento della domanda globale.**
- **Rischi per l'azionario nel breve termine.**
 - **Minor supporto dal comparto tecnologico** (eccessivo ottimismo, tensioni USA-Cina sui chip per l'IA, speculazione, prese di profitto: a marzo **le posizioni speculative nette lunghe sul Nasdaq100 sono calate**).
 - **Maggiore volatilità sui mercati finanziari**, attualmente compressa anche da fattori tecnici.
- **Possibili sorprese di politica monetaria ed effetti sui tassi a lunga.**
 - **Possibili tagli meno marcati da parte della Fed**, in virtù di crescita più vivace e allentamento delle condizioni finanziarie via altri fattori
- **Diversi fattori di rischio vincolano una discesa più marcata dello spread BTP-Bund**, tra cui: rinnovo scadenze a tassi più elevati, crescita debole, interventi sulla manovra di bilancio, ratifica MES, rischio downgrade (per ora non prezzato dai mercati), rischio volatilità legato alla maggior presenza di investitori stranieri.
- **Rischi per il debito pubblico USA legato sia alle dimensioni del debito che alle prospettive politiche.**
- **Rischi per il settore bancario globale** (maggiori costi di finanziamento, credit crunch, default sui prestiti, esposizione al real estate).
 - Negli USA è aumentato il numero di «banche problematiche» (+18% nel Q4-23 secondo la FDIC, da 44 a 52 banche) e l'11/3 si è concluso Bank Term Funding Program (BFTP), con cui la Fed ha elargito liquidità al settore bancario all'indomani della crisi di SVB.
 - In Eurozona, le banche francesi e tedesche sono le più esposte verso il Commercial Real Estate, in difficoltà sia in UEM che in USA.

Calendario macroeconomico

Gli appuntamenti più rilevanti del mese di aprile 2024

	paese	indicatore	periodo	unità	polls	precedente
	Giappone	S&P/Jibun Bank PMI - manifatturiero	Mar-24			48.2
	Cina	S&P/Caixin PMI - manifatturiero	Mar-24		50.9	50.9
	USA	S&P PMI - manifatturiero	Mar-24		48.0	47.8
2-apr-24	Italia	HCOB PMI - manifatturiero	Mar-24			48.7
	Germania	HCOB PMI - manifatturiero	Mar-24			41.6
	UEM	HCOB PMI - manifatturiero	Mar-24			45.7
	UK	S&P PMI - manifatturiero	Mar-24			49.9
3-apr-24	UEM	Tasso di disoccupazione	Feb-24	%		6.4
5-apr-24	USA	Tasso di disoccupazione	Mar-24	%	3.9	3.9
7-apr-24	Cina	Riserve valutarie	Mar-24	tln		3.2
10-apr-24	USA	Inflazione (m/m)	Mar-24	%		0.4
11-apr-24	Cina	Inflazione (m/m)	Mar-24	%		1.0
	UEM	Meeting BCE	Apr-24	%		4.0
12-apr-24	Germania	Inflazione (m/m)	Mar-24	%		
16-apr-24	Cina	Pil (a/a)	I-24	%		5.2
	Italia	Inflazione (m/m)	Mar-24	%		
	Germania	Indice ZEW, Economic Sentiment	Apr-24			31.7
17-apr-24	UK	Inflazione (m/m)	Mar-24	%		0.6
	UEM	Inflazione (m/m)	Mar-24	%		0.6
19-apr-24	Giappone	Inflazione (m/m)	Mar-24	%		2.8
24-apr-24	Germania	Indice IFO, Fiducia imprese	Apr-24			87.8
25-apr-24	Germania	GFK Fiducia dei consumatori	Mag-24			
	USA	Pil (a/a)	I-24	%		
26-apr-24	Giappone	Meeting BoJ	Apr-24	%		
29-apr-24	UEM	Economic Sentiment	Apr-24	%		
30-apr-24	Cina	S&P/Caixin PMI - manifatturiero	Apr-24			
	Germania	Pil (a/a)	I-24	%		
	Italia	Pil (a/a)	I-24	%		0.6
	UEM	Pil (a/a)	I-24	%		

Linee guida di asset allocation

Aprile 2024

Il contesto economico sta mostrando indicazioni lievemente migliori delle aspettative sostenendo l'appetito al rischio, che ha raggiunto l'area considerata di euforia.

- Le attese sull'evoluzione della politica monetaria collocano intorno a metà anno l'inizio della fase espansiva; in tale prospettiva si conferma l'indicazione di proseguire nell'allungamento della duration nel segmento governativo, valutando anche una maggiore diversificazione geografica oltre l'Europa.
- In merito al rischio di credito, invece, si suggerisce una maggiore prudenza; il segmento Investment Grade presenta rendimenti piuttosto compressi suggerendo un atteggiamento neutrale, non accumulando quindi ulteriori posizioni rinnovando al limite le scadenze; per il segmento High Yield i rendimenti sono più interessanti nei casi in cui tale fattori di rischio risulti sottopesato; in questa fase si suggerisce invece maggiore prudenza su subordinati e convertibili.
- I mercati azionari hanno proseguito anche in questo primo trimestre la fase di rialzo, raggiungendo in alcuni casi nuovi massimi storici; pur in un clima di fiducia che resta relativamente positivo, le attuali quotazioni potrebbero aver incorporato buona parte del miglioramento del contesto economico attuale e prospettico, per cui si suggerisce un atteggiamento maggiormente prudente rispetto ai mesi scorsi, prendendo tatticamente beneficio in presenza di plusvalenze interessanti in attesa di possibili correzioni, ovvero implementando laddove possibile strategie di yield enhancement o hedging delle posizioni nei casi di proseguimento della fase di allineamento al benchmark.

Confidentiality

Questo documento è la base per una presentazione orale, senza la quale ha quindi limitata significatività e può dar luogo a fraintendimenti.

Sono proibite riproduzioni, anche parziali, del contenuto di questo documento senza la previa autorizzazione scritta di Prometeia.

Copyright © 2024 Prometeia