

MARKET OVERVIEW

PER GLI INVESTITORI

DICEMBRE 2023

A cura di

Carlo De Luca

Senior Portfolio Manager & Head of Asset Management

Alessio Garzone

Senior Analyst

Gamma Capital Markets Ltd.

Succursale italiana

Via Amedei 15

20123 MILANO

Tel. +39 02 9999 00 20

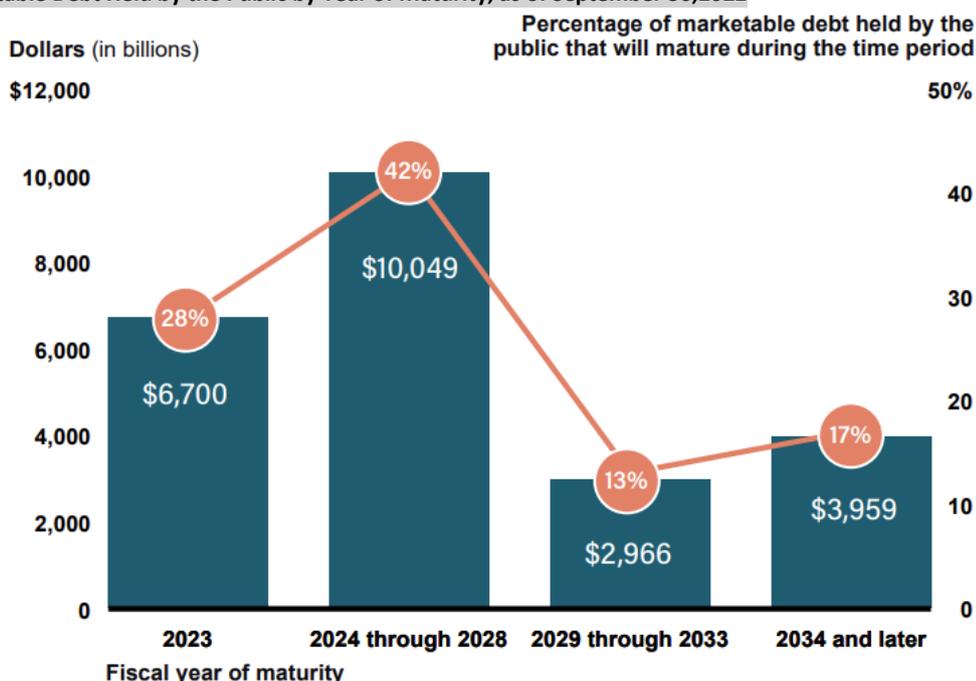
info@gammamarkets.it

(QUASI) AUGURI DI BUON NATALE

Con l'avvicinarsi della settimana che natalizia, iniziamo a tirare le somme dell'intero anno e a fare chiarezza sul contesto in cui navighiamo. È interessante il modo in cui la narrativa dei mercati abbia avuto il suo decorso durante tutto il 2023: all'inizio pensavamo di essere bloccati nella morsa di una **stagflazione in stile anni '70**, con le banche centrali che continuavano ad aumentare i tassi di interesse e il rischio sul tavolo di una recessione imminente. Poi, di tanto in tanto, il mercato cercava di **anticipare un pivot della Fed**, venendo però più volte spiazzato. Veloce fino ad oggi, gli investitori hanno ormai accantonato le preoccupazioni circa il deficit di bilancio, le guerre in medio-oriente e nell'est Europa e le altre questioni fondamentali che affliggono sia gli Stati Uniti che l'intera scena globale. Tutti vogliono festeggiare il Natale sull'onda del **rallentamento dell'inflazione**, sui **tagli della Fed** nel 2024, sugli utili e revenue delle società che hanno battuto le stime degli analisti durante l'ultima earning season e sulla **possibile ripresa economica** nella seconda metà dell'anno.

Forse è proprio quel deficit di bilancio, e forse anche le imminenti elezioni negli USA l'anno prossimo, che hanno determinato un approccio accomodante della Fed nell'ultima riunione di dicembre. In effetti, secondo l'ultimo report del *Government Accountability Office*¹(GAO), il quadro è piuttosto drammatico relativamente all'evoluzione del costo del debito USA: circa il 50% scade nel periodo 2024-2028 e tutto questo debito va a rifinanziarsi a tassi più elevati (ricordiamo che oggi siamo nella forchetta 5,25-5,50% per i *fed funds rate*). A calmierare la situazione ci ha pensato Powell: dopo aver superato il **livello psicologico del 5%** due mesi fa, il rendimento dei treasury americani a 10 anni sono scesi di oltre 100 punti base al 3,96% nel momento in cui si scrive. La drammatica inversione (più del -20%!) è stata alimentata dal crescente ottimismo della Fed e, in particolar modo, dal cambio dialettica di Powell, decisamente più accomodante nelle ultime due riunioni.

Marketable Debt Held by the Public by Year of Maturity, as of September 30, 2022



Source: GAO analysis of U.S. Department of the Treasury data

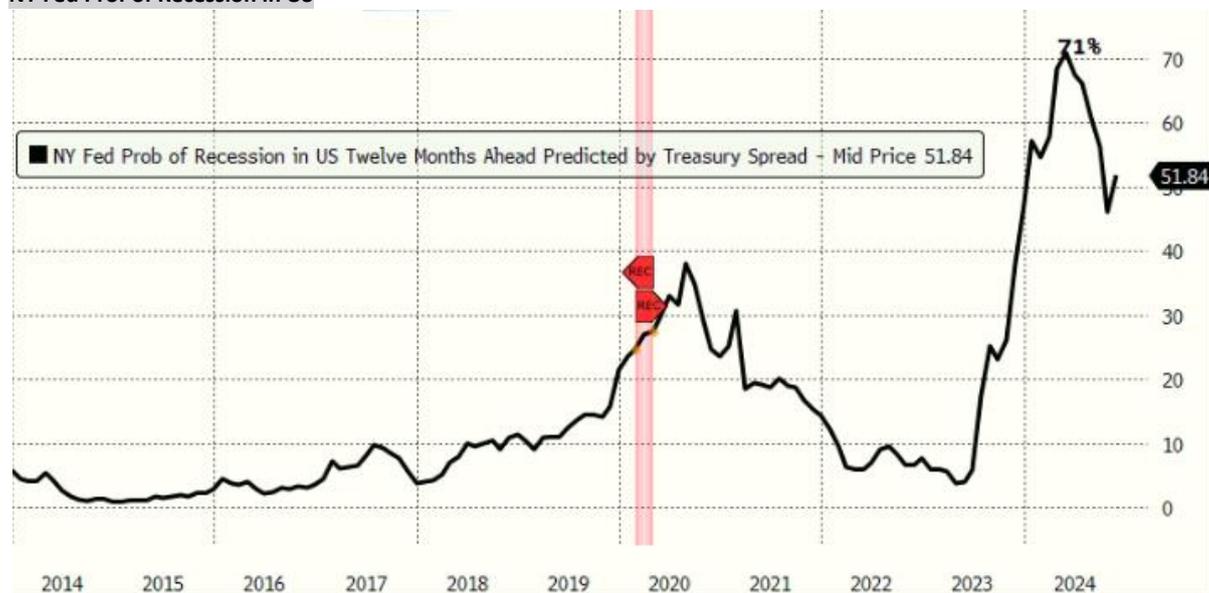
¹ www.gao.gov

Tutto questo debito è esploso durante il Covid-19 e poco dopo i tassi hanno cominciato a salire. Giusto per fare un paragone veloce, dal 1980 al 2019, il debito USA è aumentato ad un tasso medio annuo del 5,6%. Nel 2020, durante la pandemia, **il debito è aumentato del 18% rispetto all'anno precedente**, quando la spesa federale ha raggiunto il picco. In presenza di un debito così elevato e di tassi così alti, la Fed ha tirato la corda finché poteva per combattere l'inflazione, allo stesso tempo tentando una recessione e, in rapidità, riportando i tassi a un livello equo e comodo per i rifinanziamenti statali.

Arriverà la recessione?

L'idea che ci sarà una recessione nel 2024 sta iniziando man mano a svanire. Come già indicavamo nelle precedenti Market Review di ottobre e novembre, e in particolare nelle matrici di aggiornamento, vediamo più probabile uno scenario **"Goldilocks/Soft landing"** piuttosto che **"Hard Landing/Recession"** scenario. Cosa significa in sostanza per i mercati? In breve, siamo nettamente più fiduciosi sul fatto che il **mercato azionario il prossimo anno possa salire** per due ragioni principali: 1) **i tassi hanno raggiunto il picco**, e la Fed ha già preannunciato 3 tagli dei tassi (nonostante il mercato ne prezzi già 6); 2) **il 2024 è anno di elezioni** ed è raro che il presidente in carica non apra i rubinetti fiscali per stimolare l'economia in un anno elettorale.

NY Fed Prob of Recession in US



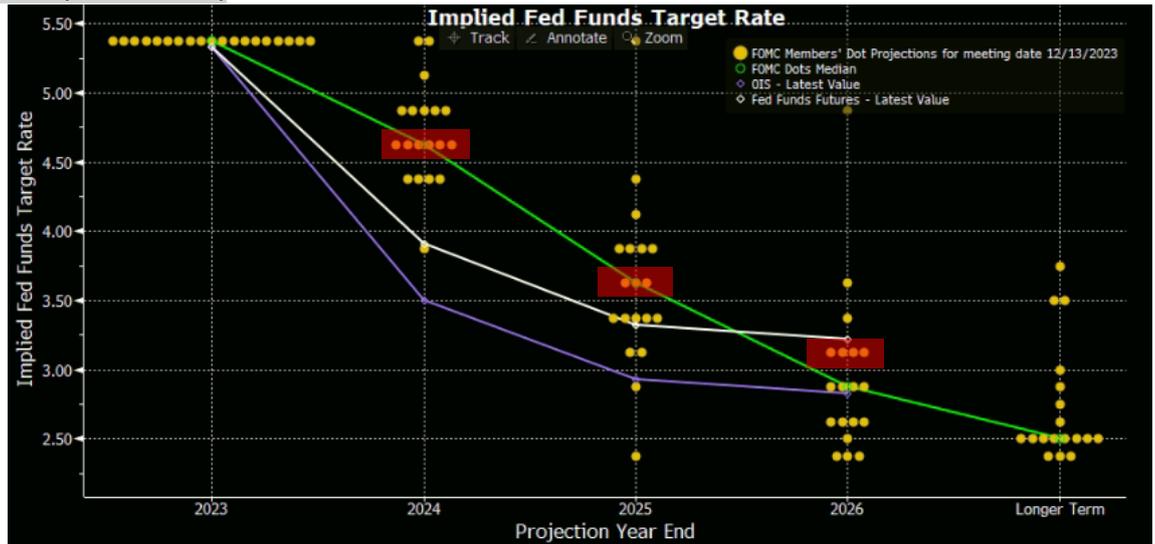
Source: elaborazione propria su dati Bloomberg

Certo è che, qualsiasi partito riuscirà a vincere le elezioni, dovrà affrontare un debito pubblico senza precedenti (10 trilioni di dollari tra il 2024 e il 2028).

FOMC

Con un po' di sorpresa (positiva per i mercati), Powell ha così segnalato che sono probabili **molteplici tagli dei tassi di interesse nel 2024**. Più precisamente, il nuovo **Dot Plot**² di dicembre mostra un dato mediano nel 2024 a 4.75%, e dunque una previsione da parte dei membri del FOMC di 3 tagli da 25 bps, nel 2025 a 3.75% e nel 2026 a 2.75% (circa la metà dagli attuali livelli).

² Il dot plot della Fed è un grafico che mostra dove ciascun membro del FOMC ritiene che saranno i tassi di interesse entro la fine dell'anno in corso, due o tre (a seconda del periodo dell'anno) anni consecutivi dopo, e il più ambiguo "lungo termine". " Ogni "punto" rappresenta la visione individuale di un membro.

Dot Plot (dicembre 2023)


Source: elaborazione propria su dati Bloomberg

Nonostante non ci fosse nulla di nuovo (il mercato ne sconta già sei di tagli nel 2024, vedi tabella successiva), il solo fatto di aver iniziato a parlare “ufficialmente” di tagli dei tassi, ha aumentato l’ottimismo degli investitori sul fatto che il peggio è ormai passato.

CME meeting probabilities

MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
31/01/2024				0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,3%	91,7%
20/03/2024	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,6%	65,0%	29,4%
01/05/2024	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,7%	54,8%	35,5%	5,1%
12/06/2024	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,4%	51,5%	36,8%	7,0%	0,3%
31/07/2024	0,0%	0,0%	0,0%	3,6%	43,9%	39,2%	11,9%	1,4%	0,1%
18/09/2024	0,0%	0,0%	3,2%	39,0%	39,7%	15,1%	2,7%	0,2%	0,0%
07/11/2024	0,0%	2,1%	26,7%	39,5%	23,6%	7,0%	1,1%	0,1%	0,0%
18/12/2024	1,6%	21,4%	36,7%	27,0%	10,6%	2,3%	0,3%	0,0%	0,0%

Source: <https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html>

OUTLOOK MERCATI FINANZIARI 2024

In tale contesto, ci aspettiamo che nel 2024 possa esserci un punto di svolta nei tassi e nella crescita degli utili tale da dipingere una **win-win situation**, sia per il comparto **obbligazionario** che per il comparto **equity growth e small cap**. In particolare, abbiamo davanti a noi due scenari principali: 1) **economia che rallenta molto** 2) **economia che non rallenta affatto**. Nel primo caso, la Fed sarà propensa a tagliare i tassi di interesse con più rapidità e con più frequenza, per scongiurare il rischio recessione e rilanciare l’economia. Nel secondo caso, in presenza di economia forte, le trimestrali potrebbero sorprendere al rialzo le stime degli analisti e in particolar modo alcuni settori sottovalutati tra cui la **tecnologia** in generale.

Il nostro portafoglio del 2024

EQUITY

- **USA:** robotica, semiconduttori, cyber security, energie rinnovabili, solare e idrogeno, small e mid cap;
- **CINA:** Tech ADR e China A-Shares;
- **INDIA;**
- **GIAPPONE;**

BOND

- **EUROPA:** Corporate, maturity max 5 anni;
- **EM:** hard and local currency;

COMMODITY

- **Oro, coperto dal cambio**

VALUTE

- secondo la nostra view, il **dollaro** subirà una forte svalutazione durante il 2024, per cui, dove sarà possibile, copriremo il cambio;

I pesi dipenderanno dai profili di rischio.

Matrici di probabilità Gamma Capital Markets (dicembre 2023)

SCENARIO	PROBABILITÀ	MACRO DATA		FED DECISION	MARKET REACTION	
		ECONOMIA	INFLAZIONE	TASSI	EUR/USD	EQUITY
1 Soft Landing	55%	↓	↓	↓	↑	↑
2 Hard Landing	30%	↓↓	↓↓	↓↓	↑↑	↑↑
3 No Landing	15%	↔	↔	↓	↑	↑

Elaborazione propria, Gamma Capital Markets

DISCLAIMER

Questo documento è stato redatto esclusivamente a scopo informativo e ad uso del destinatario; pertanto, nessuna delle informazioni pubblicate costituisce un invito, un'offerta o una raccomandazione per acquistare o vendere strumenti d'investimento, effettuare una transazione o concludere operazioni legali o di qualsiasi altro tipo. In particolare, esso non costituisce un'offerta o una sollecitazione in tutte le giurisdizioni ove ciò sia illecito o dove la persona che effettua l'offerta o sollecitazione non sia qualificata a farlo o dove il destinatario non possa legalmente ricevere tale offerta o sollecitazione. È responsabilità di ogni persona in possesso di questo documento di informarsi e di osservare tutte le leggi e i regolamenti delle giurisdizioni interessate. Le informazioni sono provenienti da fonti ritenute attendibili ma non si fornisce alcuna garanzia in merito all'accuratezza, alla completezza e all'affidabilità delle stesse. Inoltre, nonostante la nostra professionalità, non possiamo escludere il rischio che le cifre vengano trasmesse o riportate erroneamente. Questa pubblicazione non ha quindi pretese di totale correttezza. Nessuna responsabilità può essere accettata per eventuali perdite derivanti da tali informazioni.

Gamma Capital Markets Ltd – Succursale Italiana è un gestore di FIA UE (GEFIA UE) iscritta nella sezione deputata dell'apposito elenco allegato all'Albo di cui all'art. 35 TUF tenuto dalla Banca d'Italia (Aut. N. 23684) ed è autorizzata alla gestione di portafogli, alla ricezione e trasmissione ordini, alla consulenza in materia di investimenti e alla commercializzazione di OICR.

Gamma Capital Markets Ltd è un Investment Management Company fondata nel 2010 e regolamentata dalla Malta Financial Services Authority (MFSA) con Licenza N° IS/51103 (Cat.2).