

# The Globe

---

**Scenario 2024**

La view d'investimento  
di Eurizon

**16 gennaio 2024**

# Scenario di riferimento

Il 2024 si presenta come un anno di prosecuzione del ciclo economico globale, con un *mix* crescita-inflazione finalmente normalizzato, dopo le turbolenze post Covid.

Le Banche Centrali manterranno i tassi fermi per i primi mesi dell'anno, ma li dovrebbero abbassare a partire dal secondo semestre, in considerazione di una inflazione ormai stabilizzata.

Nello scenario centrale l'attività economica è prevista debole, ma positiva, ad inizio anno. Per la seconda metà d'anno è ipotizzata una graduale riaccelerazione, sostenuta dal calo dell'inflazione e dal tendenziale allentamento delle condizioni finanziarie.

Lo scenario di rischio da considerare è un'eventuale frenata più brusca del previsto per l'economia, come effetto ritardato della politica monetaria restrittiva.

Tra gli elementi all'attenzione dei mercati vi è un **fitto calendario geopolitico**. In Europa a giugno si voterà per **rinnovare il Parlamento Europeo**. A novembre sono in programma le **elezioni presidenziali americane**. Un calendario elettorale che si somma **alla guerra in Ucraina e alle tensioni in Medioriente**.

I mercati obbligazionari *core* appaiono interessanti in termini di rendimento a scadenza e potrebbero realizzare guadagni in conto capitale grazie al ribasso dei tassi ufficiali. Ancora più interessanti i mercati a *spread* (credito), che sommano al flusso cedolare la possibile restrizione degli *spread*. Per i mercati azionari, dopo il recupero del 2023, le valutazioni sono meno interessanti rispetto ad un anno fa, ma il movimento rialzista può proseguire sostenuto dalla crescita degli utili.

**ME**

## Macro Economy

- Nel 2024 l'inflazione dovrebbe completare il rientro verso gli obiettivi delle Banche Centrali e la crescita economica mantenersi positiva, ad un ritmo moderato di espansione.
- I *futures* sui tassi monetari scontano che Fed e BCE terranno i tassi fermi nei primi mesi, per poi abbassarli gradualmente a partire dai mesi centrali dell'anno.

**AA**

## Asset Allocation

- La combinazione di inflazione stabilizzata, crescita positiva e allentamento dei tassi prefigura un contesto favorevole ai mercati finanziari.
- I mercati obbligazionari presentano tassi cedolari e *spread* interessanti. Le azioni hanno valutazioni meno interessanti rispetto ad un anno fa, ma possono salire in linea con gli utili.

**FI**

## Fixed Income

- Si conferma il sovrappeso di titoli governativi di USA e Germania, che presentano tassi a scadenza interessanti e sono sostenuti da attese di tagli dei tassi nel 2024.
- La fine della restrizione monetaria è notizia positiva per le obbligazioni a *spread*, che presentano tassi a scadenza e *spread* storicamente interessanti.

**E**

## Equity

- Il recupero del 2023 già sconta, in parte, l'evoluzione positiva del contesto macro dopo lo *shock* di inflazione, ma gli utili aziendali possono continuare a crescere, fornendo un solido sostegno alle quotazioni azionarie.
- A livello geografico si esprime una preferenza relativa per gli USA e per l'Europa.

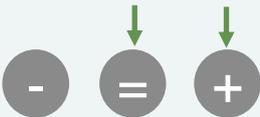
**C**

## Currencies

- La forza dell'economia USA a fronte del rallentamento in Europa, può essere motivo di sostegno per il dollaro, compensato però da una Fed, in questo momento, meno severa della BCE.

# View d'investimento

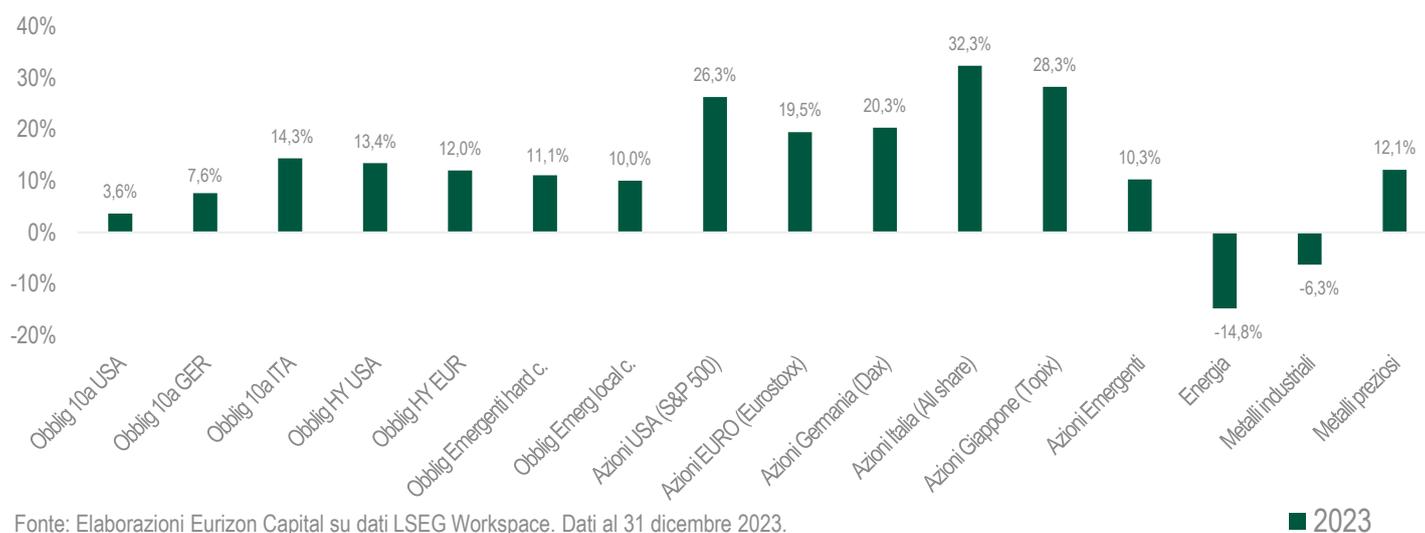
Lo scenario di riferimento combina inflazione in avvicinamento agli obiettivi delle Banche Centrali ad attività economica in rallentamento in Eurozona, ma non in USA. Le Banche Centrali hanno terminato il rialzo dei tassi e li potrebbero tagliare una volta che la discesa dell'inflazione sarà consolidata. Le tensioni geopolitiche, in Medio Oriente e in Ucraina, stanno mostrando un impatto modesto sui mercati. Si esprime positività sulla *duration*, sui mercati a *spread* e sulle azioni. L'esposizione al dollaro è neutrale, lo yen in sovrappeso.

ASSET CLASS	GIUDIZIO	
<b>FIXED INCOME</b> Global Government	 <b>POSITIVO USA</b> <b>POSITIVO GER</b>	Giudizio positivo sulla <i>duration</i> di USA e Germania.
	 <b>POSITIVI PERIFERICI</b>	Giudizio positivo sui titoli governativi periferici dell'Eurozona.
<b>FIXED INCOME</b> Credit Spread	 <b>POSITIVO</b>	Giudizio positivo sulle obbligazioni a <i>spread</i> . Il giudizio positivo riguarda tutte le componenti ( <i>Investment Grade</i> , <i>High Yield</i> e Mercati Emergenti).
<b>EQUITY</b>	 <b>POSITIVO</b>	<b>Giudizio positivo sulle azioni.</b> A livello geografico l'ordine di preferenza relativa è: (1) USA, Europa, (2) Giappone, (3) Mercati Emergenti, Pacifico ex Giappone.
<b>CURRENCIES</b>	 <b>POSITIVO YEN</b> <b>NEUTRALE DOLLARO</b> <b>NEUTRALI ALTRE VALUTE</b>	Giudizio positivo sullo yen, neutrale sul dollaro e sulle altre valute.

# Asset Class a confronto

Bilancio decisamente positivo per i mercati finanziari nel 2023, con un significativo recupero per i mercati azionari e un saldo molto positivo per le obbligazioni a *spread*, grazie a tassi sottostanti fermi sull'anno e *spread* in calo. *Performance* dell'anno positiva anche per i mercati obbligazionari *core*, in un contesto molto volatile. Dollaro in indebolimento nel saldo annuale, volatile tra 1,05 e 1,13 nel periodo.

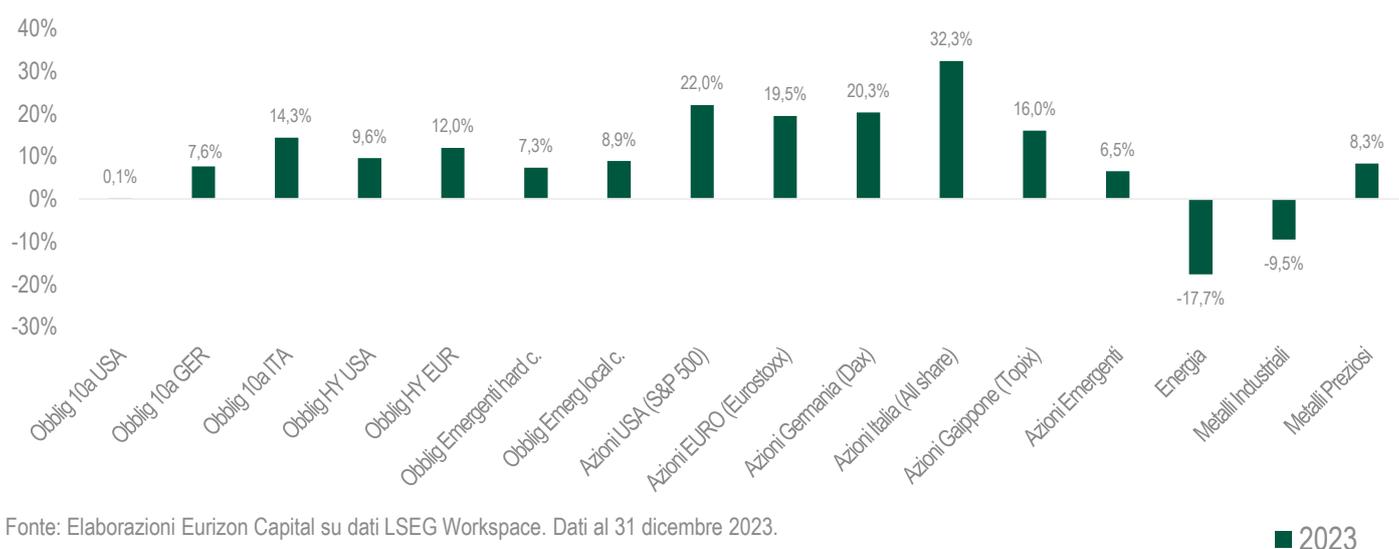
## Mercati a confronto Valuta locale



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace. Dati al 31 dicembre 2023.

■ 2023

## Mercati a confronto Euro



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace. Dati al 31 dicembre 2023.

■ 2023

# Scenario 2024

- Covid, ripartenza, inflazione, rialzo tassi: i primi quattro anni del ciclo post Covid sono stati decisamente turbolenti.

- Il 2024 è il quinto anno di questo ciclo. Può essere il primo non turbolento? Il primo normale? Scaramanticamente certe domande non andrebbero poste. Ma noi siamo scienza, e non superstizione.

- Si può quindi affermare che, almeno in partenza, il 2024 si presenta come un anno di prosecuzione del ciclo globale, con un mix crescita – inflazione finalmente stabilizzato.

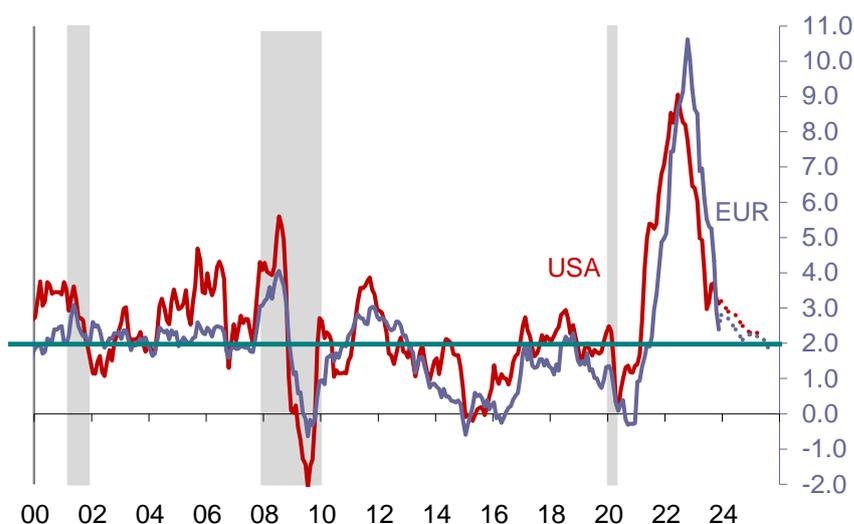
- L'inflazione, che nella parte finale del 2023 ha accelerato verso il basso, è attesa proseguire la convergenza verso il 2% (obiettivo delle Banche Centrali).

- I prezzi delle materie prime si sono stabilizzati da diversi mesi e non hanno risentito delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente.

- L'attenzione sarà sulla velocità di discesa dell'inflazione core, tutt'ora attestata tra il 3,5% e il 4% in USA ed Eurozona, ma prevista dal consenso attorno al 2,5% a metà del 2024. Questa ipotesi appare condivisibile, mentre il rischio di un'inflazione più alta delle attese appare modesto, considerando l'assenza di pressioni sui prezzi all'origine e un andamento dell'attività economica ancora positivo, ma ad un ritmo decisamente moderato rispetto agli eccessi del 2021 e 2022.

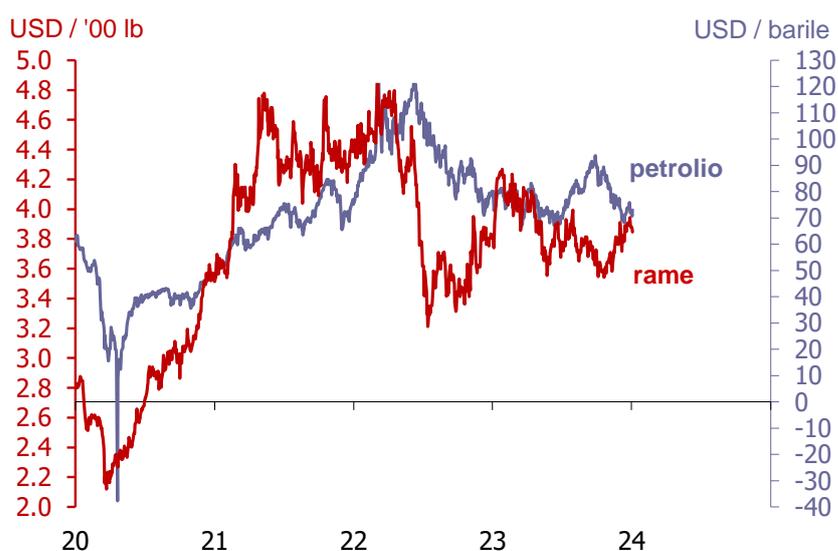
## 2024, un anno normale

### L'inflazione in USA ed Eurozona



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace

### Prezzo del petrolio e del rame



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace

# Scenario 2024 (segue)

- La crescita economica è prevista, nei numeri di consenso, rallentare negli USA dal 2,4% all'1,3% e in Eurozona confermare la debole crescita del 2023, pari a 0,5%.

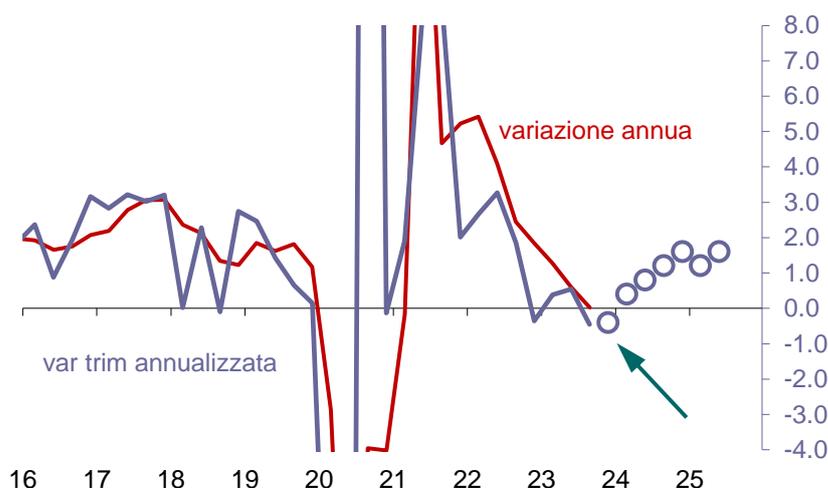
- Interessante, però, il profilo temporale che compone le stime annue. L'attività economica è infatti prevista debole ad inizio anno, quando l'impatto della politica monetaria restrittiva e di un'inflazione ancora alta dovrebbe frenare l'attività economica.

- Per la seconda metà d'anno è invece ipotizzata una graduale riaccelerazione verso i livelli di crescita potenziale, attorno al 2% per gli USA e all'1,5% per l'Eurozona. La riaccelerazione sarebbe sostenuta dal calo dell'inflazione, che andrebbe a restituire potere d'acquisto ai consumatori, e dal tendenziale allentamento delle condizioni finanziarie, data la fine della restrizione monetaria.

- Lo scenario raffigurato dai numeri di consenso appare condivisibile e prefigurerebbe la normalizzazione del ciclo economico, dopo le forti turbolenze macroeconomiche generate dal Covid e dall'uscita post Covid.

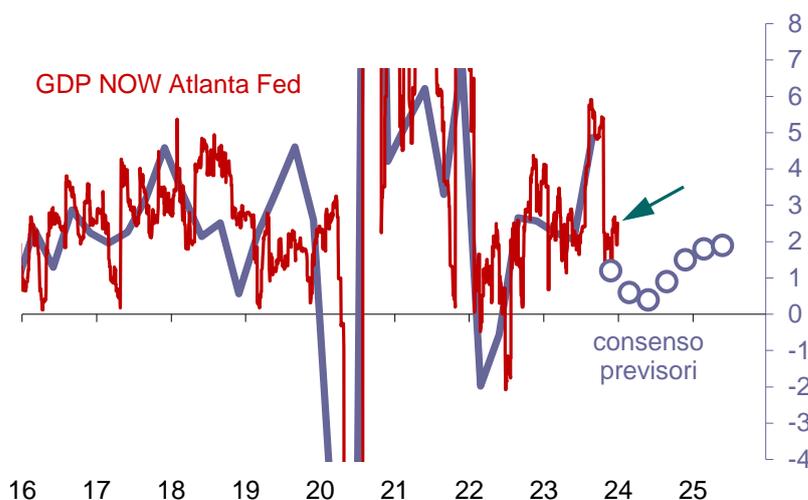
- Come scenario di rischio andrà, però, posta attenzione sull'eventualità di una frenata più brusca del previsto per l'economia globale, per effetto ritardato della politica monetaria restrittiva degli ultimi due anni. Da questo punto di vista sarà utile monitorare gli aggregati di credito e gli indici di *default*, mentre la variabile macro segnaletica più importante sarà il mercato del lavoro USA, la cui forza ha finora smentito le previsioni di *hard landing*.

## Eurozona: crescita del PIL – storico e stime di consenso



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace

## USA: crescita del PIL – storico e stime di consenso (variazione trimestrale annualizzata)



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace

# Scenario 2024 (segue)

- In tale contesto, nel corso del 2024 le Banche Centrali avranno spazio per allentare le condizioni di politica monetaria.

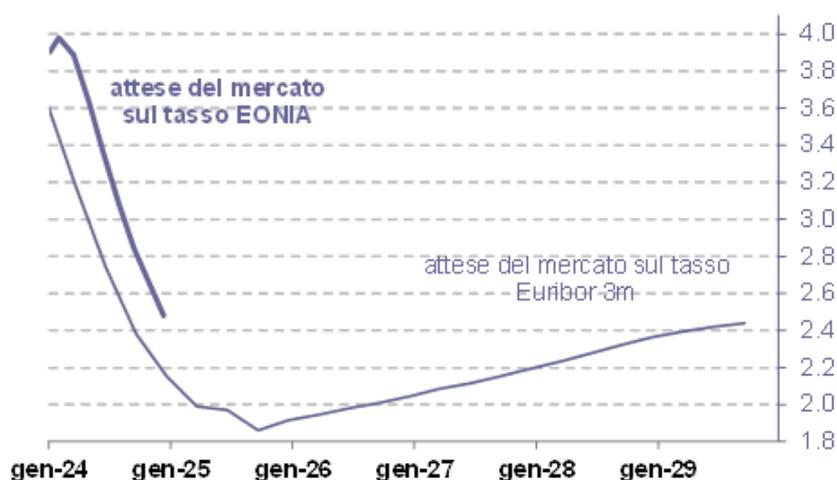
- Sarebbe un ciclo di taglio dei tassi diverso dai precedenti in cui i tassi di interesse venivano abbassati in modo rapido per fronteggiare la caduta in recessione dell'economia globale. Questa è una eventualità che potrebbe realizzarsi nello scenario di rischio (frenata brusca dell'economia), ma appare al momento poco probabile.

- Nell'ipotesi centrale, invece, le Banche Centrali manterranno i tassi ai livelli attuali per la prima parte del 2024, in modo da consolidare la stabilizzazione dell'inflazione.

- Attorno a metà anno, però, sia la Fed sia la BCE potrebbero abbassare i loro tassi di politica monetaria, ora al 5,5% in USA e al 4,5% in Eurozona, in considerazione di un'inflazione ormai scesa in zona 2,5%.

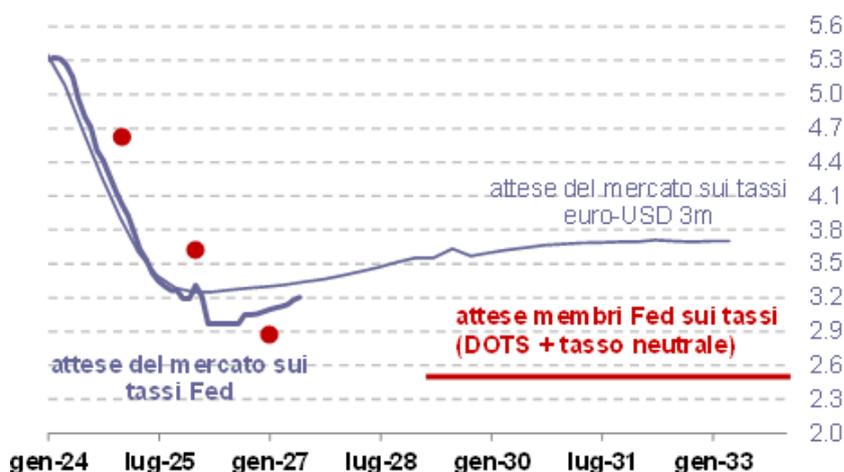
- In questo caso i tassi potrebbero scendere nell'ordine dei 100 punti base nella seconda metà del 2024 e il percorso di normalizzazione proseguirebbe nella prima parte del 2025 con obiettivo il 3% - 3,5% per la Fed e il 2% - 2,5% per la BCE.

## Forward su EONIA e future su EUR 3m



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace

## Future sui Fed Funds e su euro-USD 3m



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace

# Scenario 2024 (segue)

- Tra gli altri temi di attenzione vi è certamente la Cina che nel 2023 ha deluso le attese di una forte ripartenza post Covid, ma ha comunque centrato l'obiettivo del 5% di crescita fissato dal Governo.

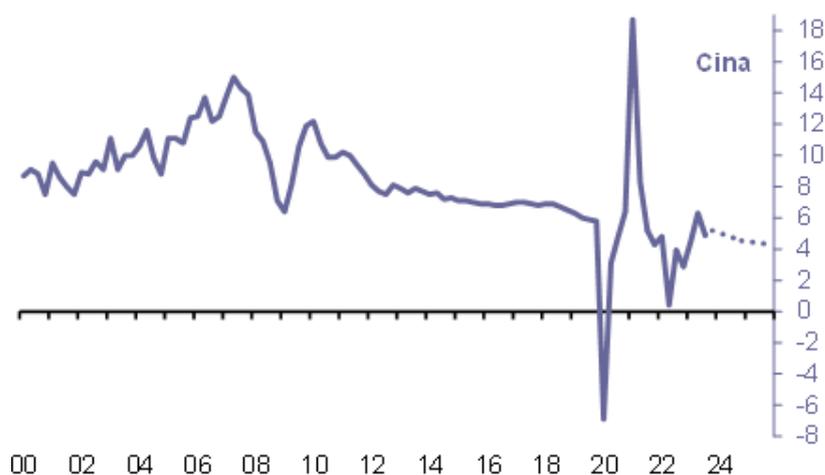
- Per il 2024 le attese di consenso prevedono la prosecuzione su un sentiero di crescita stabile per la Cina, ma moderata rispetto ai ritmi del ciclo pre Covid. La stima puntuale di crescita media annua è pari al 4,5%. Anche questo, se confermato, sarebbe un ingrediente di stabilizzazione non inflazionistica per il ciclo economico globale.

- Il 2024 presenta un calendario politico piuttosto intenso. In Europa a inizio giugno si voterà per rinnovare il Parlamento Europeo. Ma l'appuntamento che attirerà maggiore attenzione saranno le elezioni Presidenziali americane di novembre.

- Biden si presenta all'evento con un indice di popolarità piuttosto basso, che in passato non è stato sufficiente per la rielezione. Se lo sfidante sarà Trump, sarà la prima volta per la ricandidatura di un ex Presidente. Una combinazione che potrebbe rendere poco utili le previsioni basate sulle esperienze storiche. Questo sarà il tema di attenzione principale per la seconda metà dell'anno.

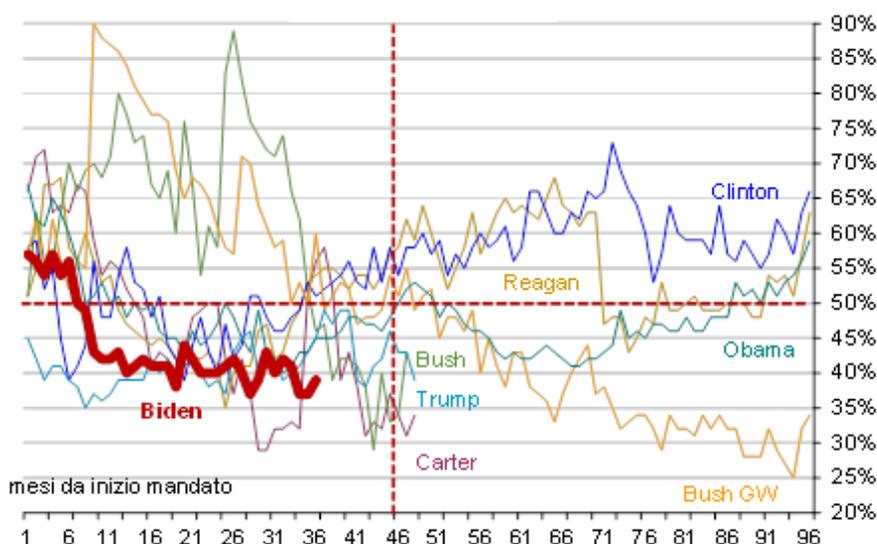
- Tali eventi si sommano alla guerra in Ucraina, tutt'ora in corso, e alle tensioni in Medioriente, ancora non risolte. In un anno che potrebbe vedere una normalizzazione delle variabili macroeconomiche, gli eventi geopolitici potrebbero invece confermarsi fonte di volatilità.

## Cina – crescita annua del PIL



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace

## Indice di popolarità del Presidente USA

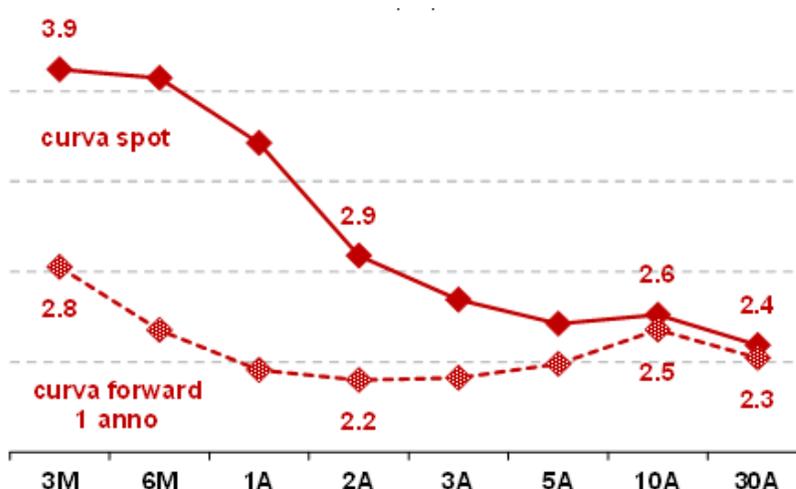


Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati Gallup

# Scenario 2024 (segue)

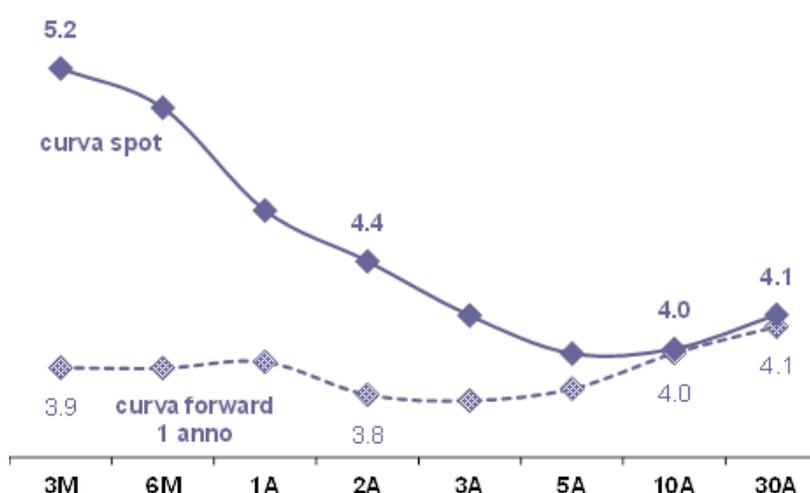
- Per quanto riguarda i mercati finanziari, lo scenario centrale, che combina stabilizzazione del *mix* crescita-inflazione e allentamento dei tassi di interesse, prefigura un contesto favorevole.
- Partendo dai mercati obbligazionari *core* va notato che già nel 2023 hanno incassato un rendimento assoluto positivo, ma la volatilità è stata, per il secondo anno consecutivo, ben superiore alle caratteristiche tipiche di queste attività.
- È auspicabile, e anche probabile, che l'assessamento dell'inflazione e della crescita economica previsto per il 2024 riporti la volatilità dei mercati obbligazionari ai livelli normali.
- Il nostro posizionamento sulla *duration* governativa USA ed EUR è di sovrappeso. Consideriamo interessanti le strategie di irripidimento delle curve, tutt'ora invertite, che alla fine della normalizzazione dei tassi di politica monetaria dovrebbero ritrovare una inclinazione positiva.
- Sono le indicazioni che si riscontrano nelle curve *forward*, con tassi a breve previsti tra un anno in calo, grazie ai tagli delle Banche Centrali, e tassi a lunga poco mossi, a riflettere attese di un ciclo economico che prosegue, evitando la recessione anche nel 2024.
- Sono attese che permetterebbero agli investitori di incassare il flusso cedolare offerto dai mercati obbligazionari, di realizzare guadagni in conto capitale derivanti dal calo dei tassi sulle scadenze brevi/medie e di essere protetti in caso di frenata brusca dell'economia sulle scadenze lunghe.

## EUR: curva tassi *swap spot* e *forward* a 1 anno



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace

## USA: curva governativa *spot* e *forward* a 1 anno

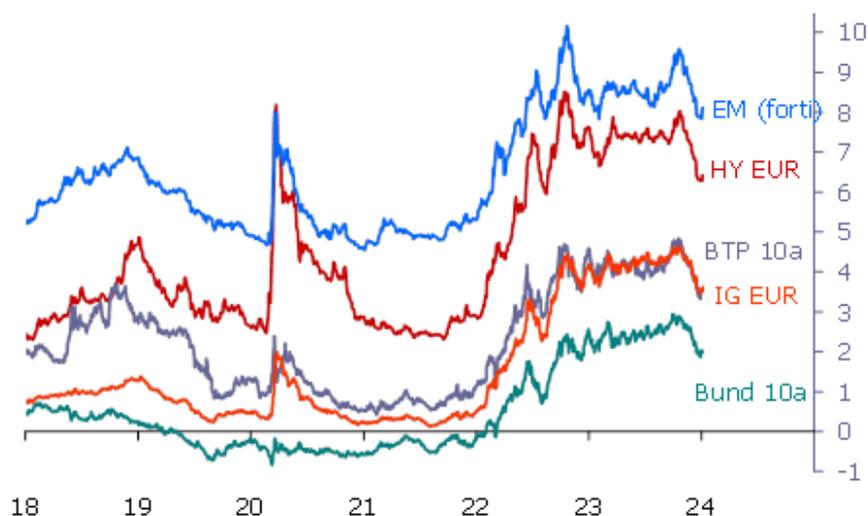


Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace

# Scenario 2024 (segue)

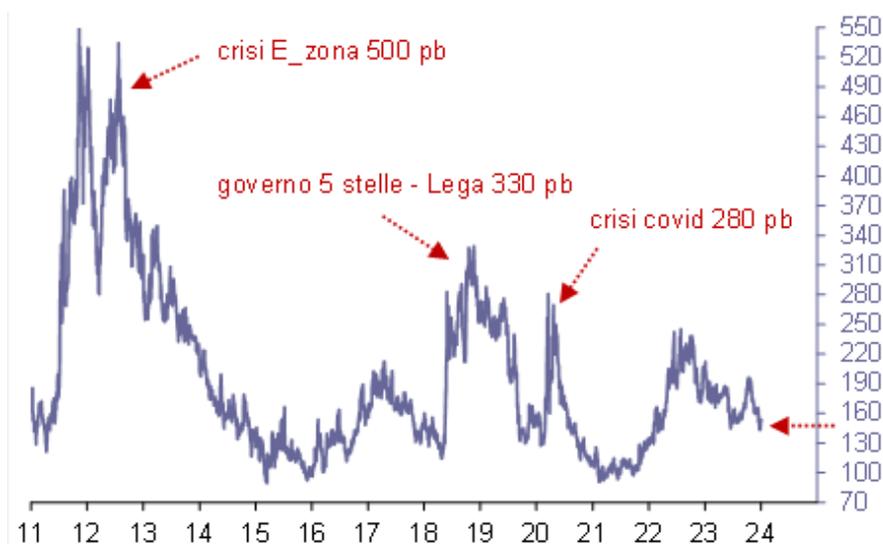
- Per quanto riguarda i mercati obbligazionari a *spread*, i ritorni assoluti del 2023 sono risultati decisamente positivi, pur in un contesto di alta volatilità importata dai tassi governativi sottostanti, ma d'altro lato protetti da *spread* che nel 2022 erano saliti in modo pronunciato.
- I tassi a scadenza delle componenti più rischiose, *High Yield* e mercati emergenti, non hanno segnato nuovi massimi rispetto ai livelli toccati nel 2022, perché il rialzo dei tassi governativi sottostanti è stato più che compensato dal calo degli *spread*, grazie alla tenuta migliore del previsto dell'attività economica.
- Pur considerando il calo già avvenuto nel 2023, gli *spread* offerti dalle obbligazioni *Investment Grade*, *High Yield* e dei mercati emergenti risultano tutt'ora superiori ai livelli tipici di fine ciclo e questo li rende interessanti in ottica 2024.
- Il 2023 è stato molto volatile, ma con rendimento assoluto positivo anche per i titoli obbligazionari italiani. A 170 punti base lo *spread* è a metà del corridoio, 100–250, in cui si sta muovendo nel ciclo post Covid e che marca gli estremi dell'ottimismo/pessimismo degli investitori sull'Italia e sulla periferia Eurozona in generale. Il fatto di avere incassato la conferma del *rating* a fine 2023 e di avere già chiuso gli accordi sul nuovo Patto di Stabilità rende, nello scenario centrale, gli *spread* dell'Italia e della periferia interessanti, seppure non estremi.

## Titoli «a spread» a confronto (rendimenti a scadenza)



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace

## Spread Italia-Germania, tassi a 10 anni

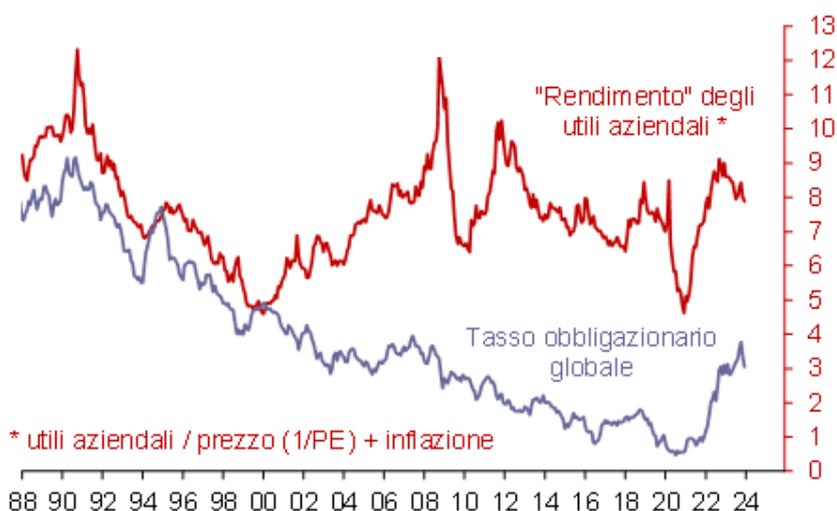


Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace

# Scenario 2024 (segue)

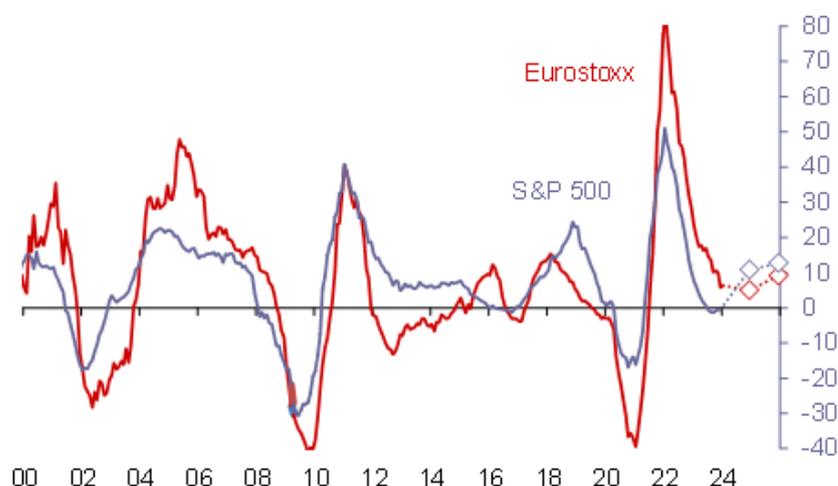
- Andamento decisamente positivo per i mercati azionari nel 2023.
- Gli indici aggregati di USA ed Eurozona hanno recuperato quasi integralmente le perdite del 2022. Bilancio più modesto per i mercati emergenti, a causa soprattutto della debole Borsa cinese.
- Per gli USA e per l'Eurozona il recupero è stato concentrato soprattutto nel settore tecnologico, ma hanno fatto bene anche i consumi discrezionali e gli industriali, mostrando aspettative positive sul proseguimento del ciclo economico globale. In Eurozona buono anche l'andamento del settore finanziario, grazie al ritorno in territorio abbondantemente positivo dei tassi di interesse.
- La risalita delle quotazioni azionarie è avvenuta a fronte di utili fermi negli USA e in crescita modesta in Europa. Le valutazioni sono quindi meno interessanti rispetto ad un anno fa, soprattutto per gli USA che rimangono il mercato guida.
- Ma in un contesto di prosecuzione del ciclo economico, con allentamento delle condizioni monetarie, **gli utili aziendali possono continuare a crescere in linea con la crescita media di lungo periodo (8%-10% su base annua) e questo rimane un solido sostegno per le quotazioni azionarie.**

## Tasso obbligazionario vs «rendimento» utili aziendali\* (JP Morgan Global bond vs MSCI World)



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace

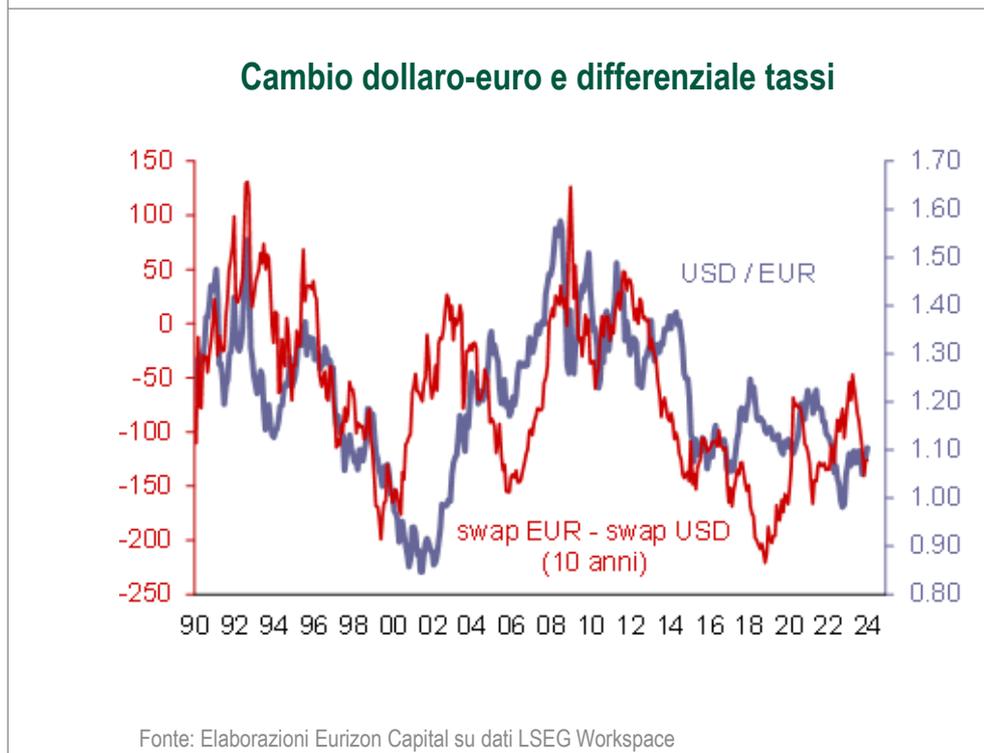
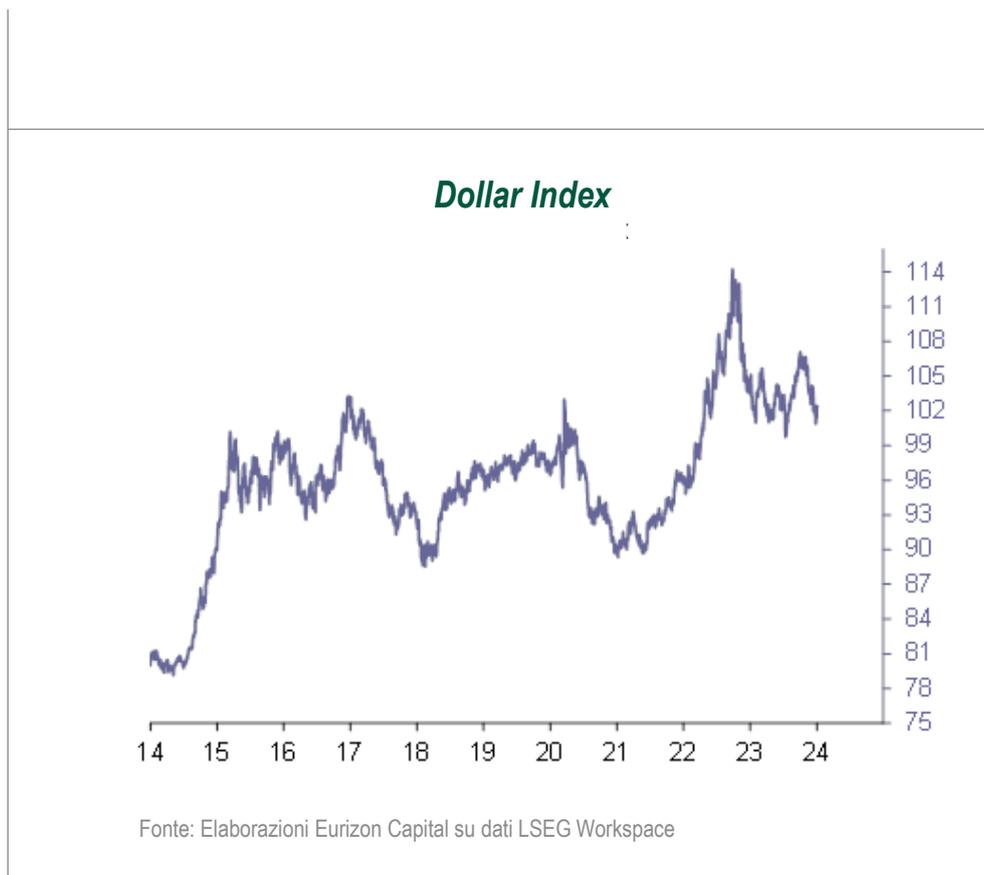
## Crescita % annua utili S&P 500 ed Eurostoxx



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace

# Scenario 2024 (segue)

- **Dollaro volatile**, senza una precisa direzione nel 2023; **contro euro** l'oscillazione è stata tra 1,05 e 1,13.
- Anche il 2024 potrebbe risultare poco direzionale per le valute, con un dollaro sottoposto a due tendenze che si compensano.
- L'economia USA è prevista crescere di più rispetto alle altre economie sviluppate e questo è un elemento di sostegno al dollaro. D'altro lato, la prosecuzione del ciclo economico globale, in un contesto di riduzione degli elementi di incertezza, **tende solitamente a favorire le valute diverse dal dollaro**.
- Si esprime un giudizio neutrale sul dollaro, pur mantenendo un **sovrappeso di yen**, che appare sottovalutato e offrirebbe protezione ai portafogli in caso di sorprese negative dallo scenario globale. Inoltre, in un anno in cui la Fed e la BCE sono attese abbassare i tassi, la BoJ potrebbe decidere di ridurre gradualmente l'accomodamento monetario in considerazione di un ciclo dell'inflazione in ritardo rispetto alle altre aree.



DOCUMENTO AD USO ESCLUSIVO DEI COLLOCATORI E DEI CLIENTI PROFESSIONALI E/O QUALIFICATI. È VIETATA LA DIFFUSIONE AL PUBBLICO. La presente pubblicazione non è destinata alla diffusione al pubblico, ma è diretta a fini informativi ai collocatori e ai clienti professionali e/o qualificati della società di gestione Eurizon Capital SGR, la quale non si assume alcuna responsabilità per l'uso personale o professionale delle informazioni in essa contenute. L'intero documento, le singole parti, le informazioni e i dati in esso riportati non costituiscono una sollecitazione o un suggerimento ad effettuare operazioni in strumenti finanziari o alla sottoscrizione di fondi e non possono essere oggetto di consegna o comunicazione agli investitori, per i quali sono disponibili a fini informativi il rendiconto annuale e la relazione semestrale dei fondi, nonché specifiche pubblicazioni. L'unico strumento diretto all'offerta di fondi è il KID (Informazioni Chiave) che deve essere consegnato agli investitori prima dell'adesione. Si ricorda che la diffusione di notizie, dati e performance relativi ai fondi è soggetta a specifiche disposizioni normative. Il contenuto del documento riporta dati puntuali ed elaborazioni effettuate alla data di emissione dello stesso.

Ulteriori informazioni sull'andamento dei mercati finanziari sono disponibili in formato video nel sito [www.eurizoncapital.com](http://www.eurizoncapital.com)

**Eurizon Capital SGR S.p.A.**

Sede Legale: Via Melchiorre Gioia, 22 - 20124 Milano - Italia

Capitale sociale euro 99.000.000,00 i. v. - Codice Fiscale e Iscrizione Registro Imprese di Milano n. 04550250015 - Società partecipante al Gruppo IVA "Intesa Sanpaolo", Partita IVA 11991500015 (IT11991500015) - Iscritta all'Albo delle SGR, al n. 3 nella Sezione Gestori di OICVM e al n. 2 nella Sezione Gestori di FIA - Società soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. ed appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari. Socio Unico: Intesa Sanpaolo S.p.A. - Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia



**EURIZON**  
ASSET MANAGEMENT