

FIXED INCOME VIEW PER IL PRIMO TRIMESTRE 2025

Le prime tre settimane dell'anno hanno già mostrato quello che potrebbe essere il fattore di maggior impatto per la prima parte dell'anno, cioè l'incertezza dovuta alle scelte delle maggiori banche centrali. La volatilità osservata soprattutto nei governativi sembra essere destinata a rimanere presente, in particolare sulle curve dove vi è maggiore resilienza da parte dell'Economia e quindi minor incentivo all'azione della relativa Banca Centrale, cioè in particolare i Treasury Americani.

L'unico modo per affrontare tale situazione rimane quello di provare a cogliere ed interpretare i cosiddetti momenti di "overshooting", alternativamente nelle fasi di mercato dal pricing troppo "tight" (pochi tagli prezzati) e quelle di eccessiva "dovishness" (troppi tagli prezzati). La nostra view, date le informazioni presenti in questo momento, propende per 2 tagli da parte della FED e 4 dall'ECB nel corso dell'anno come scenario centrale. Per tale motivo, qualora vi fosse il mercato monetario che prezzi 0 o 1 taglio, saremmo di fronte ad un'opportunità d'ingresso, mentre qualora si superino i 3 tagli prezzati, avremmo un'opportunità di vendita.

La previsione è dunque di tassi in discesa con un percorso che presenterà probabilmente molte incognite.

Partendo proprio dai governativi, i livelli dei rendimenti ad ogni scadenza e in particolare sulla parte lunga, rimangono compresi tra il 70esimo e il 90esimo percentile negli ultimi 20 anni a testimonianza della loro estrema attrattività in questa fase.

	3Y		5Y		10Y		20Y		VALUATION	VALUATION (-WEIGHT ON LONG END)
	Yield	Spread	Yield	Spread	Yield	Spread	Yield	Spread		
RATES										
USGG2YR Index	56%		71%		85%		87%		CHEAP	CHEAP
USGG10YR Index	97%		98%		99%		96%		CHEAP	CHEAP
USGG30YR Index	98%		99%		99%		97%		CHEAP	CHEAP
GTDEM2YR Corp	49%		66%		83%		78%		NEUTRAL/CHEAP	CHEAP
GTDEM10YR Corp	85%		90%		95%		72%		CHEAP	CHEAP
GTDEM30YR Corp	93%		95%		98%		71%		CHEAP	CHEAP
GTITL2YR Corp	39%		60%		79%		67%		NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/CHEAP
GTITL10YR Corp	44%		63%		81%		49%		NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/CHEAP
GTITL30YR Corp	58%		73%		86%		52%		NEUTRAL/CHEAP	CHEAP

Parlando di US, soprattutto per chi dovesse allocare una parte del portafoglio in USD, il segmento 2-5 anni risulta essere forse quello più a sconto dell'intero panorama fixed income. Allo stesso tempo si ritiene opportuno aumentare gradualmente la duration sulla parte 10-30 anni con l'avvicinarsi della soglia del 5%.

Il nostro modello prevede un GDP in crescita del 2.5% e un CPI che raggiunge la soglia del 2% tra il secondo e il terzo trimestre dell'anno, motivo per il quale la FED nella seconda parte dell'anno potrebbe sorprendere con tagli maggiori del previsto.

Venendo all'Europa invece, la situazione risulta essere completamente diversa, con una Germania che dovrà affrontare delle sfide non indifferenti nel primo semestre frutto di una recessione di fatto in corso. Le elezioni del 23 febbraio inoltre ostacolano temporaneamente l'attività politica a sostegno dell'industria pesante e dell'auto. Per tali motivi l'obiettivo dell'1% di crescita che l'ECB ha posto come scenario centrale appare non semplice da raggiungere in quanto il primo trimestre molto probabilmente vedrà

sia la Germania che la Francia (60% del GDP EU) vicino a 0%. ECB potrebbe dunque essere spinta a tagliare più aggressivamente della FED. Il Bund a questi livelli mantiene una correlazione positiva con il Treasury Americano, ma dal punto di vista fondamentale il Fair Value appare essere 30/40 bps sotto. Su tale curva quindi, al pari di quella US, si valuta molto positivamente la componente 2-5 anni e allo stesso tempo si ritiene opportuno iniziare ad aumentare la parte medio lunga fino a 15 anni.

Questi sono i *fair value* di medio periodo che derivano dai nostri modelli su Bund e UST:

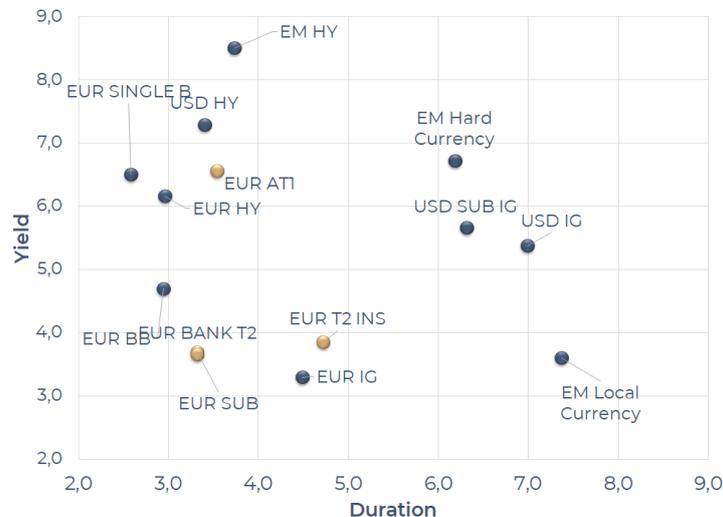
Model	2y	5y	10y
Actual	2.2	2.3	2.51
31.01.2025	2.08	2.10	2.46
28.02.2025	2.08	2.05	2.45
31.03.2025	2.02	2.00	2.47
30.04.2025	1.95	1.95	2.35
31.05.2025	1.92	1.90	2.24
30.06.2025	1.90	1.95	2.25

Model	2y	5y	10y
Actual	4.25	4.38	4.55
31.01.2025	4.16	4.29	4.33
28.02.2025	4.06	4.19	4.31
31.03.2025	4.04	4.10	4.33
30.04.2025	3.90	4.00	4.31
31.05.2025	3.90	3.90	4.32
30.06.2025	3.90	4.00	4.31

Venendo al mercato del credito, è innegabile che gli spread siano molto “tight” (per molti mercati addirittura nei primi dieci percentili di sempre), ma nonostante ciò riteniamo i livelli di alcuni comparti ancora molto attraenti:

Cmn	Average	3Y		5Y		10Y		20Y		VALUATION		VALUATION (>WEIGHT ON LONG END)	
		Yield	Spread	Yield	Spread	Yield	Spread	Yield	Spread	Yield	Spread	Yield	Spread
USD	US IG	79%	2%	79%	3%	69%	5%	78%	1%	CHEAP	RICH	CHEAP	RICH
	US HY	31%	2%	51%	1%	66%	1%	54%	2%	NEUTRAL/CHEAP	RICH	NEUTRAL/CHEAP	RICH
EUR	EUR IG	50%	12%	61%	23%	80%	27%	58%	21%	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/RICH	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/RICH
	EUR HY	36%	9%	49%	13%	73%	18%	48%	17%	NEUTRAL/CHEAP	RICH	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/RICH
	EUR INS	34%	8%	56%	8%	75%	4%	45%	9%	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/RICH	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/RICH
	EUR COCO	52%	22%	48%	27%	59%	26%	59%	26%	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/RICH	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/RICH
	EUR TI	63%	65%	59%	51%	59%	51%	58%	66%	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/RICH
EM	EUR HYBRID	27%	0%	43%	1%	43%	3%	43%	3%	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/RICH	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/RICH
	EUR SUB	31%	10%	55%	11%	71%	10%	71%	10%	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/RICH	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/RICH
	EM USD HC	48%	35%	57%	36%	78%	2%	79%	1%	NEUTRAL/CHEAP	RICH	NEUTRAL/CHEAP	RICH
GBP	EM LATAM	49%	2%	57%	8%	74%	7%	80%	7%	NEUTRAL/CHEAP	RICH	NEUTRAL/CHEAP	RICH
	EM LOCAL CNRCY LATAM	96%	75%	98%	75%	99%	1%	96%	5%	CHEAP	NEUTRAL/CHEAP	CHEAP	RICH
	EM LOCAL ASIA	20%	30%	2%	6%	1%	40%	1%	25%	RICH	RICH	NEUTRAL/CHEAP	RICH
GBP	GBP IG	65%	2%	2%	6%	1%	40%	72%	5%	NEUTRAL/CHEAP	RICH	NEUTRAL/CHEAP	RICH
	GBP HY	29%	75%	49%	75%	66%	75%	66%	70%	NEUTRAL/CHEAP	RICH	NEUTRAL/CHEAP	RICH
	GBP TI	66%	75%	78%	75%	83%		83%		CHEAP	0	CHEAP	NEUTRAL/RICH

Questo è il riassunto del mercato del credito, con una *richness* diffusa a livello globale e una *cheapness* per quanto concerne i rendimenti.



I livelli di spread in questa fase risultano essere coerenti con la crescita degli utili attesi, con la riduzione della leva media (sia per quanto concerne il mercato IG che HY) e con il livello atteso dei default (visto in leggera decrescita nel corso dell'anno).

All'interno del mercato del credito la nostra preferenza ricade sugli AT1 in EUR con duration compresa tra i 3-5 anni e USD long duration (7-10 anni), sugli RT1 assicurativi high quality Investment Grade e sugli Hybrids con spread superiore ai 150 bps di spread vs il senior di riferimento. Nel mercato dei t2 bancari siamo OW sulla periferia vs Core Europe. I fondamentali bancari e assicurativi sono nella migliore situazione dal 2007 dal punto di vista patrimoniale, di redditività e di asset quality. Per tali motivi appare coerente avere un forte OW su tali settori.

Mentre per quanto concerne il mercato HY, vi è una forte preferenza per il mercato EUR vs USD con un'allocation sulla parte corta 1-3 anni. A livello di EM, il mercato IG appare molto caro vs il corrispettivo HY ("frontiers").

Il mercato IG Europeo appare interessante per quanto concerne i livelli dei rendimenti in particolare sulla parte 4-6 anni con una preferenza particolare per le utilities vs i senior financials mentre quello US appare troppo tight in termini di spread.

In sintesi, manteniamo un forte OW sull'obbligazionario in quanto il percorso del ribasso dei tassi è segnato. In aggiunta il livello dei rendimenti è fortemente attraente, motivo per il quale il 2025 potrebbe rivelarsi un anno da carry trade sul credito con una prima parte dell'anno molto volatile mentre la seconda parte potrebbe essere più positiva per i governativi.

DISCLAIMER

Le presenti informazioni sono state elaborate da Valori Asset Management SA (Svizzera), autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari FINMA.

Questo materiale viene fornito da Valori Asset Management SA (Svizzera) esclusivamente a scopo informativo, è destinato esclusivamente al vostro uso e non costituisce un'offerta o un impegno, una sollecitazione di un'offerta o di un impegno, né un consiglio o una raccomandazione a effettuare o concludere alcuna transazione (alle condizioni indicative indicate o in altro modo).

Questo materiale è stato elaborato da Valori Asset Management SA (Svizzera) sulla base di ipotesi e parametri determinati in buona fede. Le ipotesi e i parametri utilizzati non sono gli unici che potrebbero essere utilizzati e pertanto non si garantisce l'accuratezza, la completezza o la ragionevolezza di tali quotazioni, divulgazioni o analisi. Una serie di ulteriori ipotesi o parametri, o altri fattori di mercato e altre considerazioni, potrebbero portare a differenti analisi o valutazioni in buona fede delle transazioni sopra descritte. I risultati passati non devono essere considerati come un'indicazione o una garanzia dei risultati futuri e non viene fornita alcuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, in merito ai risultati futuri. Le opinioni e le stime possono essere modificate senza preavviso. Le informazioni sopra riportate sono state ottenute o basate su fonti ritenute affidabili da Valori Asset Management SA (Svizzera), ma Valori Asset Management SA (Svizzera) non ne dichiara né garantisce l'accuratezza o la completezza. Questo materiale non ha la pretesa di contenere tutte le informazioni che un soggetto interessato potrebbe desiderare. In ogni caso, le parti interessate dovrebbero condurre le proprie indagini e analisi delle transazioni descritte in questo materiale e dei dati in esso contenuti.

Valori Asset Management SA (Svizzera) può, di volta in volta, partecipare o investire in altre operazioni di finanziamento con gli emittenti dei titoli citati nel presente documento, prestare servizi per tali emittenti o sollecitarne l'attività, e/o avere una posizione o effettuare operazioni sui titoli o sui loro derivati.