

MARKET OVERVIEW

PER GLI INVESTITORI

Giugno 2023

A cura di

Carlo De Luca

Senior Portfolio Manager & Head of Asset Management

Alessio Garzone

Analyst

Gamma Capital Markets Ltd.

Succursale italiana

Via Amedei 15

20123 MILANO

Tel. +39 02 9999 00 20

info@gammamarkets.it

KEY POINTS

Nel presente report faremo un approfondimento sulle principali aree di investimento su cui **Gamma Capital Markets Ltd.** concentra la propria attenzione: **Stati Uniti, Europa e Cina**. Tratteremo delle decisioni prese dalle banche centrali durante l'ultima settimana, analizzando la "pausa da falco" della Fed, i rialzi e il continuo sforzo che dovrà compiere la BCE e infine l'allentamento monetario della Cina.

Stati Uniti e FED: pausa da falco

Come ampiamente previsto, il FOMC ha concordato di mantenere i tassi di interesse stabili al 5,00-5,25% dopo 10 aumenti consecutivi, ma ha sorpreso il mercato con una previsione di altri due aumenti da 25 bps nelle proiezioni di fine anno. Il rilascio del **dot plot**, che è l'aspettativa del singolo membro del Comitato circa i tassi dei fondi federali, è stata la sorpresa aggressiva di cui i mercati erano preoccupati. Nonostante l'aumento dei tassi del 5% negli ultimi 15 mesi, 12 su 18 policy makers hanno indicato tassi pari o superiori all'intervallo mediano compreso tra il 5,5% e il 5,75%, mostrando che la maggior parte dei membri concorda sulla necessità di un ulteriore inasprimento per contenere le pressioni sui prezzi. Nel determinare la misura in cui un ulteriore rafforzamento della politica monetaria possa essere appropriato per riportare l'inflazione al 2 per cento nel tempo, il Comitato terrà conto dell'**inasprimento cumulativo** della politica monetaria, dei **ritardi** con cui la politica monetaria influisce sull'attività economica e sull'inflazione, e degli sviluppi di politica economica e finanziaria. Powell ha ripetutamente posto l'accento sulla **riduzione dell'inflazione** e ha affermato che il comitato è rimasto sorpreso dalla straordinaria **resilienza del mercato del lavoro**.

Insieme alla dichiarazione, quattro volte all'anno, il Comitato aggiorna il *Summary of Economic Projections* (SEP). Le previsioni sul PIL e sull'inflazione sono state riviste al rialzo, mentre i tassi di disoccupazione sono stati visti al ribasso. In particolare, la crescita del PIL a un anno passa all'1,0% dallo 0,4% di marzo, con la Fed che ora prevede un'attività leggermente più lenta nei prossimi due anni. Per quanto riguarda il tasso di disoccupazione, questo è stato rivisto al ribasso al 4,1% dal 4,5% di quest'anno, con un ritorno previsto alla fascia media del 4% tra due anni. L'inflazione PCE¹ scende di 10 al 3,2% dal 3,3% con la misura core rivista al rialzo al 3,9% dal 3,6%.

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, June 2023

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	1.0	1.1	1.8	1.8	0.7-1.2	0.9-1.5	1.6-2.0	1.7-2.0	0.5-2.0	0.5-2.2	1.5-2.2	1.6-2.5
March projection	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0-0.8	1.0-1.5	1.7-2.1	1.7-2.0	-0.2-1.3	0.3-2.0	1.5-2.2	1.6-2.5
Unemployment rate	4.1	4.5	4.5	4.0	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.6	3.8-4.3	3.9-4.5	4.0-5.0	3.8-4.9	3.5-4.4
March projection	4.5	4.6	4.6	4.0	4.0-4.7	4.3-4.9	4.3-4.8	3.8-4.3	3.9-4.8	4.0-5.2	3.8-4.9	3.5-4.7
PCE inflation	3.2	2.5	2.1	2.0	3.0-3.5	2.3-2.8	2.0-2.4	2.0	2.9-4.1	2.1-3.5	2.0-3.0	2.0
March projection	3.3	2.5	2.1	2.0	3.0-3.8	2.2-2.8	2.0-2.2	2.0	2.8-4.1	2.0-3.5	2.0-3.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.9	2.6	2.2		3.7-4.2	2.5-3.1	2.0-2.4		3.6-4.5	2.2-3.6	2.0-3.0	
March projection	3.6	2.6	2.1		3.5-3.9	2.3-2.8	2.0-2.2		3.5-4.1	2.1-3.1	2.0-3.0	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	5.6	4.6	3.4	2.5	5.4-5.6	4.4-5.1	2.9-4.1	2.5-2.8	5.1-6.1	3.6-5.9	2.4-5.6	2.4-3.6
March projection	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1-5.6	3.9-5.1	2.9-3.9	2.4-2.6	4.9-5.9	3.4-5.6	2.4-5.6	2.3-3.6

Source: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcproitabl20230614.pdf>

¹ La spesa per consumi personali (PCE), nota anche come spesa al consumo

La FED rimane ancora *data dependent*: l'impatto della crisi bancaria è stato minore rispetto a quanto temuto, l'inflazione di base è ancora vischiosa e il mercato del lavoro più resiliente. Non dovremmo sorprenderci se il FOMC veda ancora la necessità di un ulteriore inasprimento al fine di arginare possibili fiammate inflazionistiche. Allo stesso tempo, mentre combatte con tutte le forze l'aumento dei prezzi, la Fed vuole evitare il **remake del 2007** e dovrà fare un lavoro strettamente chirurgico e attento per scongiurarlo, monitorando costantemente l'economia, in particolar modo il **settore bancario e immobiliare**, maggiormente sensibili alle variazioni dei tassi di interesse. Lo abbiamo sicuramente visto nel corso dell'ultimo anno e continueremo a vederlo con la diminuzione del costo delle abitazioni (shelter) - circa un terzo dei beni e dei servizi utilizzati per misurare l'inflazione - e che si muove con un certo **lag temporale**. L'effetto ritardo è in gran parte dovuto al tempo necessario affinché i contratti di locazione cambino tenor (in genere vengono rinnovati ogni 12 mesi), il che significa che le attuali dinamiche dei prezzi non si riflettono nell'immediato, ma necessitano di più tempo per essere assorbiti nell'indicatore. La Fed, inoltre, non vuole esercitare ulteriori pressioni sul settore bancario, dopo che diverse banche sono recentemente fallite.

È come essere in un film già visto. Cambiano i personaggi ma la narrativa è la stessa. Se è vero che i tempi son cambiati, è anche vero che la storia di solito insegna. I cicli di inasprimento monetario del passato hanno portato a conseguenze per l'economia, che siano esse recessioni o crisi di altro genere. Rimaniamo ancora positivi sullo scenario base di un possibile **soft landing**², confidando nel lavoro fin qui svolto dalla Fed: **crescita modesta, disinflazione graduale, utili migliori delle aspettative e un pivot lento**. Monitoreremo i fattori macroeconomici e saremo pronti a rivedere le nostre strategie in caso di cambiamenti.

Europa, BCE: ancora molto da fare

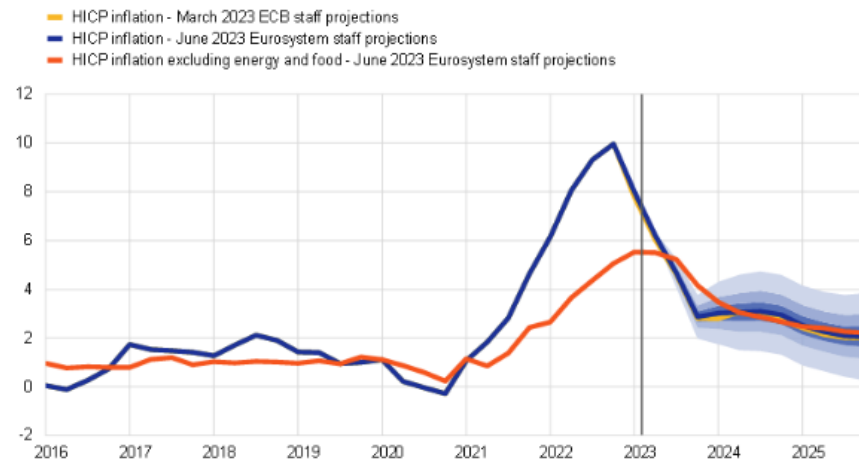
Diverso il caso della BCE, in ritardo di alcuni mesi rispetto alla sorella americana. I funzionari hanno aumentato i tassi di interesse di 25 punti base al 3,5% e hanno confermato che smetteranno di reinvestire le obbligazioni nell'ambito dei programmi di acquisto. Entrambe le decisioni sono state in linea con le aspettative. Nella conferenza stampa, Lagarde ha affermato che è "**molto probabile**" che la BCE **aumenti nuovamente i tassi a luglio e non ha iniziato a pensare a una pausa**. I responsabili politici ora vedono **l'inflazione rallentare solo al 2,2% nel 2025**, il che secondo Lagarde non è soddisfacente.

Anche qui, le **proiezioni** macroeconomiche mostrano dei cambiamenti. Riportiamo testualmente: *l'attività economica dell'area dell'euro è leggermente diminuita all'inizio dell'anno, ma è rimasta relativamente resiliente ai forti shock negativi dell'offerta che hanno colpito l'economia. [...] Inoltre, i redditi reali sono destinati a migliorare, sostenuti da un robusto mercato del lavoro, con la disoccupazione che tocca nuovi minimi storici. Anche se l'inasprimento della politica monetaria della BCE si ripercuoterà sempre più sull'economia reale, si prevede che **gli effetti frenanti delle condizioni più restrittive dell'offerta di credito saranno limitati**. Insieme al graduale ritiro del sostegno fiscale, ciò peserà sulla crescita economica nel medio termine. Nel complesso, **la crescita media annua del PIL reale dovrebbe rallentare allo 0,9% nel 2023 (dal 3,5% nel 2022)**, prima di risalire all'1,5% nel 2024 e all'1,6% nel 2025. [...] **L'inflazione, infatti, si sta rivelando più persistente di quanto previsto in precedenza**, nonostante il calo dei prezzi dell'energia e l'allentamento delle strozzature nell'offerta. [...] si prevede che l'inflazione complessiva continuerà a scendere attestandosi intorno al **3% nell'ultimo trimestre dell'anno**. [...] Nel complesso, l'inflazione complessiva dovrebbe diminuire dall'8,4% nel 2022 a una media del 5,4% nel 2023, del 3,0% nel 2024 e del **2,2% nel 2025**. Rispetto alle proiezioni di marzo 2023, l'inflazione complessiva è stata leggermente rivista al rialzo per l'intera proiezione orizzonte.*

² Consigliamo l'approfondimento dei quattro scenari previsti da Gamma Capital Markets Ltd. a Marzo 2023 https://www.gammamarkets.it/images/Marzo23_Market_Overview_Gamma_-_Soft_Hard_No_Landing.pdf

Euro area HICP inflation

(annual percentage changes)



Notes: The vertical line indicates the start of the current projection horizon. The ranges shown around the central projections for HICP inflation are based on past projection errors, after adjustment for outliers. The bands, from darkest to lightest, depict the 30%, 60% and 90% probabilities that the outcome of HICP inflation will fall within the respective intervals. For more information, see Box 6 of the March 2023 ECB staff macroeconomic projections for the euro area.

Pensiamo che la strada sia ancora lunga, data un'inflazione molto più alta di quella americana (EU 6.1% YoY vs US 4.0% YoY) è evidente che il primo pivot sarà quello della Fed. C'è ancora molto da fare, ci vorrà tempo affinché gli effetti della politica monetaria si riflettano sull'inflazione e sull'economia in generale.

CINA: ripartenza a singhiozzo

L'apertura dell'economia cinese di fine 2022 ha determinato una spinta positiva per i mercati emergenti, in particolare sui nostri temi di investimento. L'abbandono della politica **zero-covid** e il programma del governo cinese (sviluppo economico, espansione domanda interna e sostegno alle società immobiliari e società e-commerce per lo sviluppo occupazionale e competizione globale) hanno risanato la fiducia degli investitori, contribuendo ad arginare il sentiment negativo che ha segnato tutto il 2022. Tutti eravamo convinti che la seconda economia del mondo potesse fare da **motore trainante nella crescita economica per scongiurare qualsiasi recessione**.

Ciononostante, ad aprile e maggio, la situazione è diventata meno rosea di quello che ci aspettavamo. La fiducia è rimasta debole, anche dopo l'inaspettata revoca delle restrizioni Covid alla fine dello scorso anno. Gli ultimi dati economici dipingono poi un quadro sempre meno vigoroso che perde slancio. Giusto per citarne qualcuno:

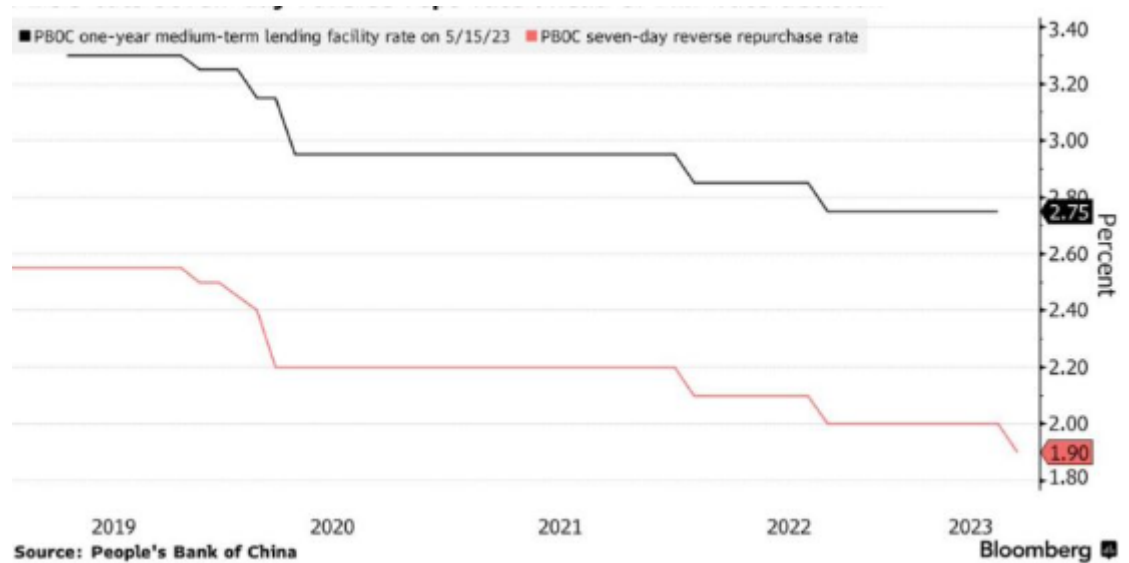
- il **settore immobiliare** (30% del PIL) è ancora teso: molti hanno acquistato appartamenti prima della costruzione degli edifici, non ricevendoli in consegna a causa del giro di vite normativo sui livelli di leva finanziaria che ha mandato in default diversi sviluppatori. Secondo il *Financial Times*, i completamenti dei progetti sono rallentati del 24% su base annua, e del 42% sul mese precedente;

- **esportazioni**: diminuite del 7,5% su base annua, dopo un aumento dell'8,5% di aprile (cifre che devono tener conto dell'effetto base, vale a dire il confronto fatto su cifre "catastrofiche" dello stesso mese del 2022, quando Shanghai era nel pieno della politica zero covid);

- **importazioni**: diminuite del 4,5% dopo essere diminuite del 7,9% il mese precedente. Il consenso era per un calo dell'8,0%;

- **disoccupazione giovanile (16-24 age)**: uno su cinque è disoccupato, con un tasso di disoccupazione giovanile record al 20,8%

Tutte queste preoccupazioni hanno incentivato gli alti funzionari ad impegnarsi per rilanciare la crescita. Abbiamo monitorato a fondo la questione aspettando il primo passo da parte di Pechino per incrementare le nostre esposizioni nei confronti della Cina. Il primo stimolo è avvenuto con il **taglio dei tassi repo a 7 giorni di 10 punti base** (dal 2% all'1,9%), dopo che le principali banche del Paese avevano già **tagliato i tassi sui depositi** la settimana precedente. Per tal motivo, siamo molto positivi sui single names ADR cinesi quotati in dollari, con focus sulla tecnologia (quindi società come Tencent, Alibaba, Baidu, ecc.). Inoltre, come parte degli sforzi di stimolo, Pechino sta valutando la possibilità di emettere circa un trilione di yuan (\$ 140 miliardi), in **buoni del tesoro speciali** per aiutare i governi locali indebitati e aumentare la fiducia delle imprese.



Anche qui, monitoreremo la situazione macro per incrementare l'esposizione o invertire la rotta, se dovesse essere necessario. Per ripristinare la fiducia e rilanciare l'economia bisogna fare di più, ma Pechino è sulla buona strada per evitare il rallentamento.

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).