

# MARKET OVERVIEW

## PER GLI INVESTITORI

Marzo 2023

A cura di

**Carlo De Luca**

*Senior Portfolio Manager & Head of Asset Management*

**Alessio Garzone**

*Analyst & Investor Advisor*

**Gamma Capital Markets Ltd.**

**Succursale italiana**

Via Amedei 15

20123 MILANO

Tel. +39 02 9999 00 20

[info@gammamarkets.it](mailto:info@gammamarkets.it)

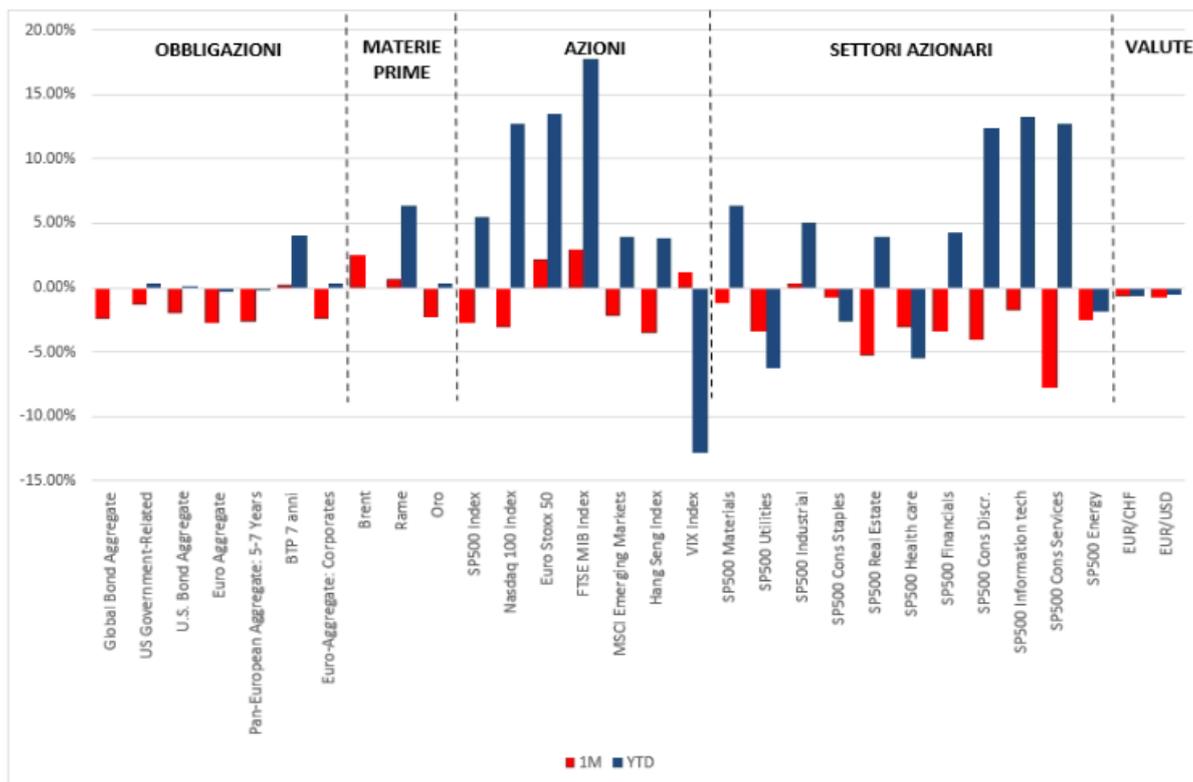
# SOFT, HARD, NO LANDING

## “HIGHER FOR LONGER”

In questo documento, dopo una breve **panoramica dei mercati**, tratteremo la tematica relativa agli aumenti dei tassi di interesse negli Stati Uniti e alla recessione.

Dopo un ottimo inizio 2023, favorito dall'allentamento delle aspettative della Fed, i dati economici di **febbraio** hanno portato ad un **aumento vertiginoso dei rendimenti obbligazionari e a un calo dei mercati azionari**. L'indice obbligazionario globale ha registrato un calo del 3.32% nel mese, mentre l'S&P 500 Index ha perso il 2.61%. A livello di settore, i peggiori sono stati l'*energy* (-7.10%), i *REITs* (-6.20%) e le *utilities* (-5.90%) mentre l'unico positivo nel mese è stato il settore *technology* (+0.40%). Lo spread **2-10 anni** ha continuato la sua inversione, chiudendo il mese a -89 bps.

### Market Valuation



Source: elaborazione propria su dati Bloomberg

Il fattore chiave è stato sicuramente il **sentiment meno ottimista dato dalle aspettative sui tassi di interesse**: se a fine gennaio si scontavano ancora **tre rialzi da 25 punti base (tasso terminale 5.25%)** e **due tagli di tassi di interesse entro la fine del 2023**, a febbraio gli investitori hanno iniziato a scontare **quattro rialzi di tassi da 25 punti base (tasso terminale 5.50%)** e **nessun taglio entro la fine dell'anno**, visto che la strada per raggiungere il target dell'inflazione prefissato dalla Fed è ancora lunga.

Nel versante macroeconomico, il **mercato del lavoro** resta **molto teso e complesso**: il dato sulle variazioni del *Nonfarm Payrolls* è stato pari a +517.000, superiore alle attese di +180.000 e altresì

superiore al precedente (pari a +260.000 rivisto al rialzo), l'*Average Hourly Earnings YoY%* è stato pari a 4.40%, superiore alle attese di 4.30% ma inferiore al dato precedente pari a 4.80%. I dati sull'**inflazione** sono stati superiori alle aspettative: il *CPI Index* è cresciuto del +6.40% rispetto al +6.20% delle aspettative, mentre il dato *core* (ex food and energy) è cresciuto del +5.60%, superiore alle aspettative di 5.50%.

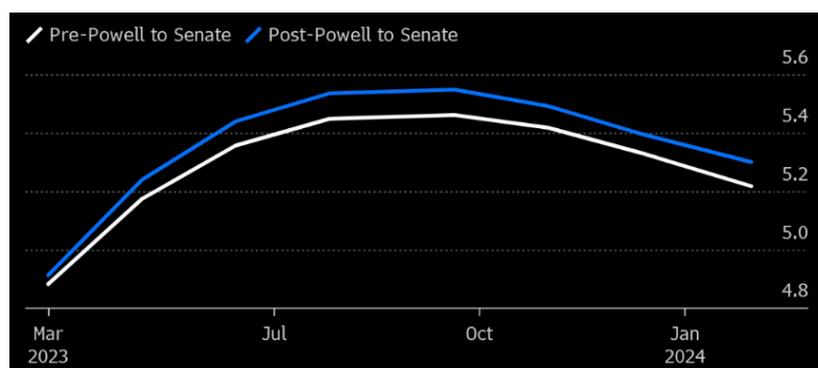
La **produzione statunitense** si è ulteriormente contratta: il **PMI manifatturiero** di febbraio si attesta a 47,7%, ovvero 0,3 punti percentuali in più rispetto al 47,4% registrato a gennaio (Manufacturing Business Survey Committee dell'*Institute for Supply Management (ISM)*). Tuttavia, per quanto riguarda l'economia nel suo complesso, **questo valore mostra il terzo mese di contrazione dopo un periodo di espansione di 30 mesi**. Negli ultimi due mesi, il PMI manifatturiero è stato ai livelli più bassi da maggio 2020, quando ha registrato il 43,5%. L'**Indice dei New Orders** è rimasto in territorio di contrazione al 47%, ovvero solo 4,5 punti percentuali in più rispetto al 42,5% registrato a gennaio. Il **settore dei servizi statunitense** è cresciuto a un ritmo costante a febbraio, con l'**ISM Services PMI** che ha registrato il 55,1% cioè solo 0,1 punti percentuali in meno rispetto alla lettura di gennaio del 55,2%. L'indice ha indicato una crescita a febbraio per il secondo mese consecutivo dopo una lettura del 49,2% a dicembre, la prima contrazione da maggio 2020 (45,4%).

In termini di **Earning Season**, quasi tutte le aziende dello S&P 500 hanno riportato gli utili del quarto trimestre: secondo *Factset*, la crescita degli utili è stata guidata dai titoli del settore *energy*, *consumer staples* e *consumer discretionary*, mentre i cali maggiori si sono registrati nel settore *industrial*. Citando qualche numero, per il quarto trimestre 2022, le società dello S&P 500 stanno segnalando un **calo degli utili anno su anno del -4.8%** e **una crescita dei ricavi del 5.4%**. Dopo i primi due trimestri con utili in calo rispettivamente del -5.7% e del -3.7%, gli analisti prevedono una ripresa già dal terzo trimestre, che orienta la crescita degli utili finali nel 2023 del +2.1% e una crescita dei ricavi del +2.0%.

Nell'ultimo speech tenuto al Senato (07/03/2023), Powell ha evidenziato come gli ultimi dati economici siano risultati più forti del previsto, **suggerendo un maggior inasprimento e quindi un livello dei tassi terminale più elevato rispetto alle precedenti stime**. Traducendo letteralmente parte del suo discorso: "[...] *l'inflazione è leggermente diminuita dalla metà dello scorso anno, ma rimane ben al di sopra dell'obiettivo a lungo termine del FOMC del 2% [...]. Detto questo, finora vi sono pochi segni di disinflazione nella categoria dei servizi di base esclusi gli alloggi, che rappresenta più della metà delle spese dei consumatori principali.*"

Le osservazioni del Presidente della Federal Reserve sottolineano dunque l'importanza dei prossimi dati in arrivo sul mercato del lavoro, sull'inflazione e sulla spesa dei consumatori. La reazione dei mercati è stata immediata: le **aspettative sui tassi terminali** sono passate da un 5.50% a un 5.60%.

#### Faster Path



Source: Bloomberg

Per i prossimi meeting ad oggi sono stimati un aumento di **50 bps nella riunione del 22 marzo**, un aumento di **25 bps a maggio** e un ulteriore **aumento di 25 bps nella riunione di giugno** che porterebbe il **tasso terminale a quota 550-575**.

#### Meeting probabilities

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600	600-625	625-650
22/03/2023	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	29,5%	70,5%	0,0%	0,0%	0,0%		
03/05/2023	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	21,6%	59,6%	18,8%	0,0%	0,0%	0,0%
14/06/2023	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%	23,9%	57,2%	17,7%	0,0%	0,0%
28/07/2023	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%	15,5%	44,8%	32,4%	6,6%	0,0%
20/09/2023	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,7%	14,3%	42,4%	33,4%	8,6%	0,5%
01/11/2023	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	3,4%	19,9%	40,6%	28,5%	7,0%	0,4%
13/12/2023	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%	8,3%	26,0%	37,0%	22,1%	5,1%	0,3%
31/01/2024	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	4,5%	16,5%	31,1%	30,1%	14,2%	2,9%	0,2%
20/03/2024	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	3,1%	12,4%	28,2%	30,5%	19,6%	6,7%	1,1%	0,1%
01/05/2024	0,0%	0,0%	0,4%	3,3%	12,7%	28,3%	30,2%	19,3%	6,6%	1,1%	0,1%	0,0%
19/06/2024	0,0%	0,3%	2,1%	8,7%	20,5%	28,5%	24,0%	12,1%	3,4%	0,5%	0,0%	0,0%
31/07/2024	0,2%	1,8%	7,8%	18,9%	27,5%	24,6%	13,6%	4,6%	0,9%	0,1%	0,0%	0,0%

Source: CME Group

**Nessun taglio è previsto entro il 2023**, come invece precedentemente stimato a febbraio (vedi Market Overview *“Tra falchi e colombe”*, Febbraio 2023). Più inasprimento significa **un’inversione della curva più profonda e maggior rischio recessione**. In effetti, attualmente la curva dei rendimenti dei Treasury americani 2-10 anni ha raggiunto quota -100 bps (quindi negativa), con il rendimento dei bond a 2 anni che ha raggiunto il 5.00% e il rendimento del 10 anni che è sceso al 3.94%. Di solito le curve dei rendimenti tendono verso l'alto perché gli investitori richiedono naturalmente un rendimento più elevato nel vincolare il loro capitale per lunghi periodi. In tal caso si parla di **irripidimento della curva**, mentre in caso contrario, ovvero quando i tassi a breve valgono più di quelli a lungo, sono indicazione di timori nell’economia. In quest’ultimo caso si parla di **inversione della curva**.

La testimonianza al Senato del presidente Powell ha avuto un’impostazione **decisamente aggressiva**, sottolineando la possibilità di tenere i tassi più alti e più a lungo (in gergo tecnico, **higher for longer**) sulla base dei prossimi dati economici. Sebbene sia possibile che i prossimi rapporti sul mercato del lavoro mostrino ancora scarsi segnali di indebolimento, è bene ricordare che le letture negative tardano solitamente ad arrivare, dato che l’occupazione è spesso **l’ultimo indicatore economico a vacillare**: le aziende, infatti, intraprenderanno altre azioni di riduzione dei costi prima di iniziare a licenziare dipendenti (un esempio potrebbe essere la riduzione di nuovi ordini, come mostrato dagli ultimi dati dell’ISM).

Tornando al tema **recessione**, secondo la nostra view, gli scenari attualmente possibili sono quattro:

#### Soft, hard and no landing scenario

SCENARIO	GROWTH	INFLATION	FED POLICY	RISK METRICS ON EQUITY	USD
<b>SOFT LANDING</b>	crescita bassa/modesta	disinflazione graduale	pivot lento (taglio dei tassi graduale)	positivo sostenuto dalla "non recessione" e da una politica monetaria accomodante	deprezzamento sostenuto dal pivot della FED (tassi più bassi)
<b>HARD LANDING</b>	recessione	stagflazione	pivot rapido (taglio dei tassi repentino)	doppio scenario, prima negativo poi positivo - negativo sostenuto da rischi di una recessione (utili in diminuzione) - positivo sostenuto da pivot rapido della FED	forte deprezzamento per il pivot rapido della FED
<b>NO LANDING (CON RIDUZIONE DELL'INFLAZIONE)</b>	crescita stabile/modesta	disinflazione lenta	data dependent	doppio scenario, prima positivo e poi negativo - positivo sostenuto da una crescita resiliente dell'economia - negativo sostenuto da potenziali rialzi dei tassi	neutrale
<b>NO LANDING (CON AUMENTO DELL'INFLAZIONE)</b>	stagnazione	inflazione in aumento	aumento repentino dei tassi	negativo sostenuto da ulteriori rialzi dei tassi	apprezzamento del dollaro per repentino aumento dei tassi e maggior avversione al rischio

Source: elaborazione propria, Gamma Capital Markets

È evidente che per i mercati azionari gli **scenari migliori** sono quelli del **soft landing** e del **no landing (con diminuzione dell'inflazione)**. In effetti, nel primo caso, la crescita dell'economia risulterebbe lenta e/o modesta con una conseguente disinflazione graduale verso l'obiettivo del 2% prefissato dalla Fed. Una volta raggiunto il risultato senza troppe verticalizzazioni sull'economia, il FOMC potrebbe iniziare a deliberare un taglio dei tassi, graduale. In questo caso, il lavoro della Fed risulterebbe perfetto e senza intoppi. Nel secondo caso – *no landing* (con diminuzione dell'inflazione) – la crescita resterebbe stabile, la disinflazione avrebbe un ritmo più lento e le azioni della Fed resterebbero più dipendenti dai prossimi dati. È sì uno scenario di incertezza, ma di certo il male minore.

Al contrario, gli scenari peggiori sono l'**hard landing**, dove l'economia entra in recessione segnando un possibile arco temporale di stagflazione: in questo caso, la Fed sarebbe costretta ad intervenire con tempestività effettuando un taglio repentino dei tassi. Se dapprima lo scenario potrebbe sembrare negativo con ripercussioni sugli asset rischiosi, successivamente, a seguito di un pivot rapido della Fed (per esempio taglio dei tassi e politica monetaria che passa da *hawkish* a *dovish*), i mercati potrebbero riprendere la loro spinta sostenuti da una Fed più accomodante ed espansiva. L'ultimo scenario, il peggiore, è il **no landing (con aumento dell'inflazione)**. In questo caso, l'economia rimane inizialmente stabile, ma fattori endogeni (mercato del lavoro ancora teso, per esempio) e fattori esogeni (apertura dell'economia cinese, per esempio) porterebbero a spinte inflazionistiche più elevate tali da costringere la Fed ad alzare i tassi di interesse ancora più in alto da provocare una recessione in grado di ridurre con decisione l'inflazione e raffreddare l'economia. Gli utili e le valutazioni ne risentirebbero, registrando una significativa diminuzione con conseguenze negative sui mercati azionari.

Sotto la nostra **lente d'attenzione** restano dunque le prossime pubblicazioni dei dati economici che guideranno le scelte più o meno aggressive delle banche centrali che, a loro volta, imprimeranno una direzione ai mercati finanziari.

 CONCLUSIONE

## DATA SOURCE

---

- Bloomberg
  - Financial Times
  - Infront Terminal
  - CMEGroup
  - The Wall Street Journal
  - CNBC
  - Other
- 

## 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).