

6 FEBBRAIO 2023

Consulenza Evoluta

Panoramica settimanale
sui mercati



STRATEGIE SU MISURA
DEL CLIENTE



PARTECIPAZIONE ATTIVA
ALLE SCELTE



DECISIONI STRATEGICHE
E TATTICHE



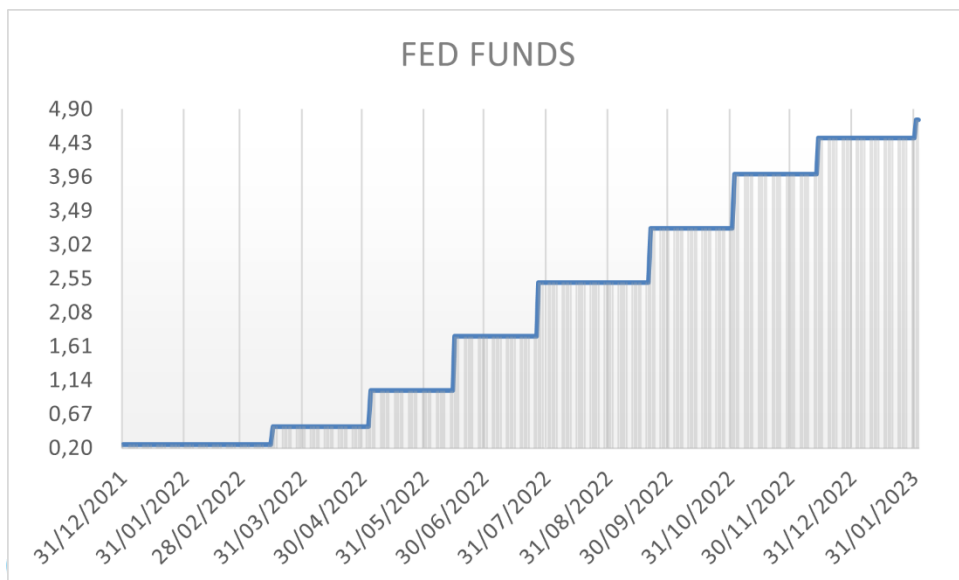
MONITORAGGIO
CONTINUO

LUNEDÌ 6 FEBBRAIO 2023

La Fed veste i panni del pragmatismo

Come atteso, la Fed ha annunciato 25 bp di rialzo dell'intervallo obiettivo per il tasso dei Fed fund, portandolo al 4.50-4.75%. Si tratta di un evidente rallentamento del ritmo di restrizione, soprattutto se confrontato con i 50 bp di rialzo di dicembre e i ripetuti rialzi da 75 bp che hanno caratterizzato il 2022.

Non ha sorpreso neppure il mantenimento di un orientamento restrittivo per i prossimi incontri, sulla scia di persistenti preoccupazioni da parte del FOMC in merito al livello di inflazione: Powell ha, infatti, segnalato un'estensione dei rialzi dei tassi da 25 bp nei prossimi mesi (in occasione dei meeting di marzo e maggio), mosse che porterebbero il tasso di policy a 5-5.25%. Questa sembra la nuova e giusta dimensione dell'entità dei rialzi da qui in avanti (già un motivo di sollievo). I membri della Fed hanno necessità di segnali più evidenti che l'inflazione sia su un percorso di discesa "sostenibile" e il mercato del lavoro ancora estremamente tirato (e che non ha ancora risentito dei rialzi, effetto che deve ancora materializzarsi) continua a rappresentare una fonte di rischio verso l'alto per l'inflazione. L'unico messaggio potenzialmente aggressivo da parte di Powell all'interno di una performance tutto sommato compiacente e pragmatica è arrivato dalla dichiarazione che le aspettative della Fed vedono possibili tagli dei tassi nel corso del 2023 ancora come inappropriati, allontanandosi dal percorso disegnato dal mercato da settimane.



E allora perché il mercato ha accolto così bene la riunione della Fed? I listini di Wall Street sono saliti di slancio e i rendimenti dei Treasury sono scesi di parecchi punti base, portandosi sui minimi delle ultime settimane.

La prima interpretazione è che la Fed ha riconosciuto e ammesso che vi sono segnali incoraggianti su inflazione e salari e i rischi sull'outlook per l'inflazione stessa sono divenuti più "bilanciati". Inoltre, Powell ha stressato sull'incertezza che avvolge il quadro previsivo macroeconomico, ma, fattore più importante, non ha contrastato con forza il quadro più "dovish" sui tassi prezzato dai mercati (che li vedono già in discesa nel quarto trimestre del 2023), cosa che aveva invece fatto regolarmente nei precedenti incontri per contrastare aggressivamente l'eccessivo allentamento delle condizioni finanziarie che ne scaturiva.

In sostanza i mercati hanno compreso che l'approccio della Fed è "pragmatico" (quindi i vecchi propositi di combattere l'inflazione ad ogni costo possono essere accantonati) e che il ciclo di restrizione monetaria si sta avvicinando alla sua fine. Questa compiacenza della Fed è stata sufficiente per proseguire con l'ottimismo che l'obiettivo di addomesticare l'inflazione possa essere raggiunto senza causare violente contrazioni dell'attività economica (recessioni profonde): lo scenario di "atterraggio morbido" riceve ulteriore impulso.

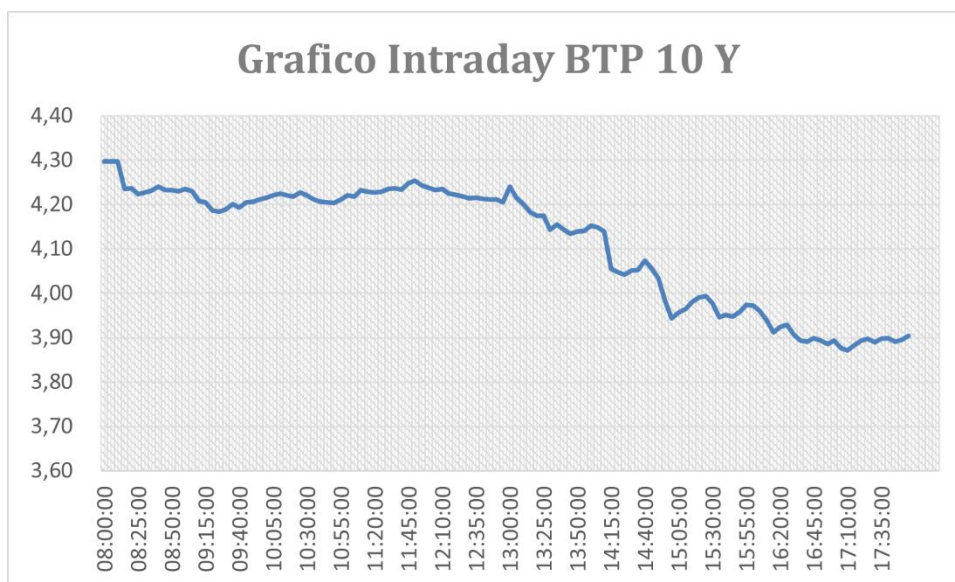
Riunione Bce e reazione euforica dei mercati

Spostando lo sguardo a Francoforte, giovedì la Bce ha portato i tassi all'insù di 50 bp come largamente atteso. Partiamo col dire che Christine Lagarde ha ribadito la determinazione dell'istituto nella lotta ai prezzi e ha annunciato di voler procedere anche a marzo ad un altro rialzo di 50 bp. Ha suscitato molto interesse la puntualizzazione che questa "intenzione" non è un impegno al 100%: ovvero, in altre parole, l'idea è per 50 bp ma si potrebbe anche agire con 25 bp se entro la prossima riunione i dati sull'inflazione

dovessero rallentare in maniera vistosa. Dopo marzo si valuterà quale sarà il successivo percorso della politica monetaria.

La Lagarde ha poi dichiarato di voler tenere i tassi fermi in territorio restrittivo per un certo tempo, dove per territorio restrittivo si indica un tasso dei depositi in area 3% o poco sopra.

La presidente della Bce ha anche segnalato che i rischi per le prospettive inflazionistiche sono diventati più "equilibrati", soprattutto nel breve periodo, facendo capire che la Bce sta cogliendo i primi segnali di inversione del trend (anche se non vi è un inizio della fase disinflattiva nell'area euro a differenza degli USA dove questa è già avviata).

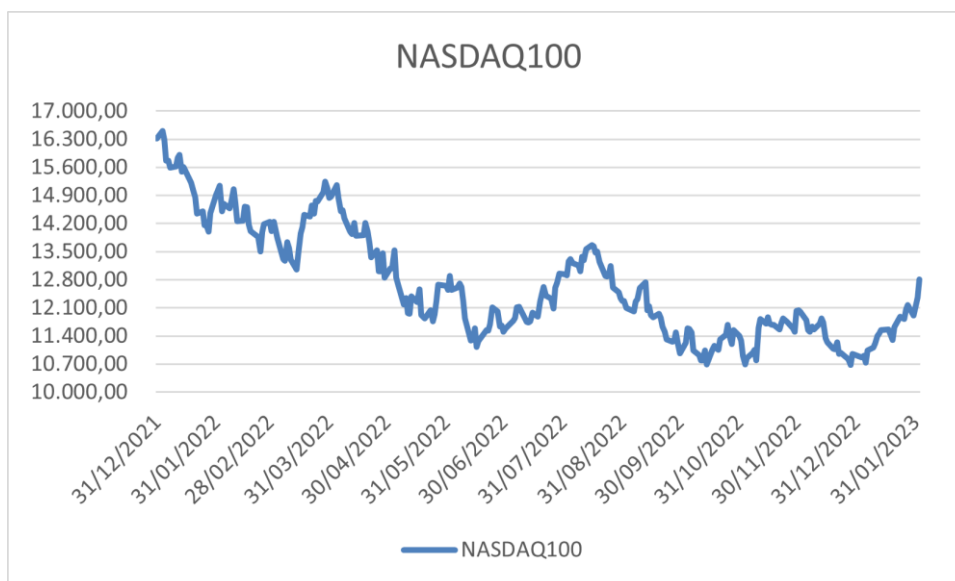


Cosa ha galvanizzato, come accaduto il giorno precedente con Powell, i mercati in una maniera così impetuosa? La spiegazione ad una risposta così poco intuitiva del mercato sembra essere nel fatto che gli investitori hanno come percepito che il processo di normalizzazione dei tassi non sia così lontano dalla fine. Questo è bastato, oltre probabilmente alle ricoperture di chi è arrivato corto all'appuntamento, per scatenare un rally sulle borse ma soprattutto sui titoli di stato: la discesa del rendimento del Btp a 10 anni ha sfiorato il mezzo punto percentuale in giornata

La percezione è di una prospettiva di minori rialzi dei tassi in futuro rispetto a quanto non fosse previsto fino a due giorni fa: entro maggio (o riunione di giugno) il processo di rialzi potrebbe essere già interrotto a favore di una pausa di qualche mese.

Utili aziendali e prospettive negli Stati Uniti

Siamo nel pieno della reporting season negli Stati Uniti per quanto riguarda il numero di società (circa 250 sulle 500 che compongono l'indice), ma il peso percentuale in aggregato è già più che sufficiente per poter iniziare a trarre le prime significative conclusioni. I punti di attenzione che sono stati sollevati dalle diverse società sono quelli che il mercato si aspettava (minori utili da trading, ad esempio, per il settore bancario oppure lieve compressione dei margini per il comparto industriale ovvero diminuzione del fatturato lato consumi), così come i punti di forza (margine di interesse in espansione per le banche e buon contenimento dei costi per le industrie e il settore dei servizi). Il tutto si sintetizza in numeri aggregati che evidenziano una crescita degli utili sul trimestre prossima allo zero, con una sorpresa positiva trainata dai settori meno ciclici che è la più bassa degli ultimi anni.



Il focus degli investitori era, naturalmente, sulle prospettive relative ai prossimi trimestri e queste sono state deludenti come ci si poteva aspettare appesantite da un consumatore

americano non in splendida forma. Aggregando i numeri, infatti, possiamo delineare uno scenario di tenuta soddisfacente degli utili aziendali statunitensi, con alcuni settori dove la visibilità è migliore (finanziari) e altri per i quali l'impatto della stretta monetaria si farà sentire maggiormente (immobiliare). Il grosso del settore tecnologico ha avuto luci e ombre: i comparti più stabili come il software hanno riportato bene, i semiconduttori hanno mostrato anche un ottimo stato di salute, mentre chi è votato più al consumatore (vedi le tre big tech Apple, Google e Amazon) ha fatto intravedere una mitigazione del ritmo di crescita. Il filo conduttore, in ogni caso, è stato il tema del controllo dei costi, siano essi energetici oppure relativi alla manodopera: questo in prospettiva dovrebbe favorire la tenuta dei margini, ma la strada è indubbiamente in salita.

Il presente documento è stato redatto AD USO ESCLUSIVO della clientela che ha sottoscritto con la Banca del Piemonte un contratto di consulenza evoluta ed è fatto divieto di divulgazione ad altri soggetti. Il documento ha esclusivamente scopo informativo, non costituisce in alcun modo consulenza in materia di investimento, ricerca in materia di investimento e non è, né può essere interpretato, come un documento di offerta ad acquistare, sottoscrivere o vendere alcun tipo di strumenti finanziari o di classi di strumenti finanziari; tale documento non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve e resta inteso che ogni decisione di investimento è di esclusiva competenza del cliente. Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del Documento; considerata la rapidità con la quale le condizioni dei mercati mutano, esse possono non essere più valide anche dopo breve tempo. Le stesse potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Banca del Piemonte

Una tradizione di innovazione



Direzione generale
Via Cernaia 7 - 10121 Torino



011 23 45 679
servizioclienti@bancadelpiemonte.it



Visita il nostro sito
bancadelpiemonte.it



13 FEBBRAIO 2023

Consulenza Evoluta

Panoramica settimanale
sui mercati



STRATEGIE SU MISURA
DEL CLIENTE



PARTECIPAZIONE ATTIVA
ALLE SCELTE



DECISIONI STRATEGICHE
E TATTICHE



MONITORAGGIO
CONTINUO

LUNEDÌ 13 FEBBRAIO 2023

Recupero settimanale del dollaro: inversione di tendenza?

Abbiamo assistito, nel corso dell'ultima settimana, a un movimento di rafforzamento del dollaro americano. Da un lato il dato sul mercato del lavoro statunitense più forte delle attese venerdì scorso, dall'altro le dichiarazioni più "hawkish" di vari esponenti della Federal Reserve questa settimana hanno contribuito a mantenere il biglietto verde forte.

Le misure di valutazione di medio periodo puntano però ancora a una discreta debolezza del dollaro forti del fatto che le politiche monetarie tra le due sponde dell'oceano abbiamo per il futuro un momentum più restrittivo in Europa rispetto a quello statunitense. In effetti le Federal Reserve si sta avvicinando al punto di picco dei tassi (per poi mantenerli elevati) mentre la Bce ha ancora un margine più elevato da colmare prima che la traiettoria anche dell'inflazione Core si volga al ribasso.

Anche l'analisi tecnica indica ulteriore debolezza in quanto il dollaro rimane all'interno di un canale rialzista (di debolezza) rispetto all'euro.

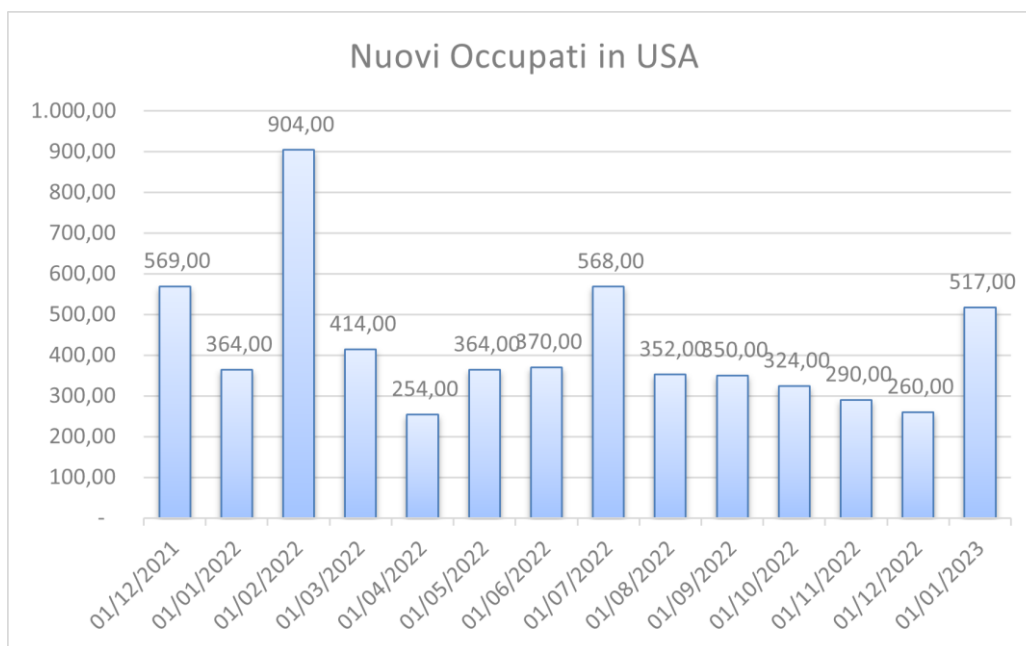


Uno dei punti contrari è rappresentato dal posizionamento degli investitori che sono già sufficientemente posizionati per una forza dell'euro e per cui, in prospettiva, non possono più offrire quel contributo in termini di flussi che ha portato fin'ora il biglietto verde ad indebolirsi.

Cercando per cui di rispondere alla domanda iniziale sembrerebbe che non sia alle porte un cambiamento di trend, anche se la velocità di movimento da ora in avanti potrebbe essere meno impetuosa.

I dati macro mettono in crisi gli scenari del mercato

Se la settimana scorsa una performance particolarmente "morbida" da parte di Powell e della Lagarde aveva prodotto un crollo dei rendimenti e annesso rally delle borse, un report sul mercato del lavoro americano e un indice ISM dei servizi solidissimi hanno provveduto a rimescolare le carte e mettere in crisi quegli scenari idilliaci costruiti dal mercato, ovvero di aspettative di "rallentamento" da parte delle banche centrali. Bond e dollaro hanno infatti restituito gran parte dei guadagni. Anche l'azionario ha vissuto una settimana poco brillante, con l'Europa a dimostrare maggior resilienza rispetto agli USA. Sono comunque stati ingenti i movimenti sui rendimenti, con rialzi di oltre 30 bp sulle scadenze a 10 anni, dopo i minimi toccati in occasione delle riunioni. Minori i movimenti sulle scadenze più brevi, più ancorate alle politiche monetarie nel breve termine. Il risultato complessivo è di una ulteriore inversione della curva americana (più impattata nel tratto a breve per via dei dati macro) che raggiunge livelli minimi a -82 bp nel segmento 2 – 10 anni.



La questione è che per effetto degli ultimi dati macro, il picco dei Fed Funds scontato dal mercato si è spostato da 4.89% a 5.16% e il 2 anni è salito di 40 bp in poche sedute: la curva USA non sconta più 2 tagli da 25 per il 2023 ma solo 30 bp, e il tasso finale del 2023 è ora più alto dei Fed Funds attuali. Sembra che l'economia americana stia rallentando meno di quello che traspariva dai dati di dicembre quindi una Fed "dipendente dai dati" induce maggior cautela.

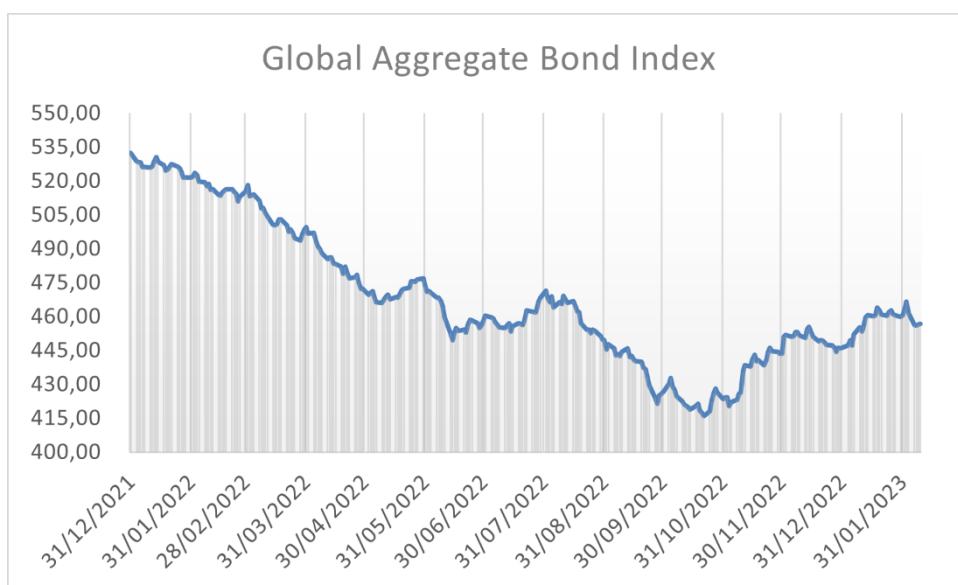
L'incertezza previsiva macroeconomica resta elevata dato che la maggior resilienza delle economie potrebbe essere minata dall'effetto ritardato dei rialzi dei tassi già operati: alcune indagini mostrano che le banche hanno inasprito gli standard per i prestiti alle aziende e famiglie e la domanda di credito è calata un po' su tutte le tipologie. Un inasprimento degli standard bancari di questo tipo si è spesso associato in passato a periodi di recessione.

Ulteriori spinte al rialzo sui tassi globali

Ad alimentare ulteriormente i toni da falco ha pensato la Reserve Bank of Australia, alzando in settimana i tassi per il nono meeting consecutivo, di 25 bp al 3.35% con un messaggio alquanto aggressivo. Secondo la banca centrale saranno necessari ulteriori

rialzi nei prossimi mesi, affermando che sarà fatto tutto il necessario per raggiungere il target di inflazione e che la forte domanda domestica sta alimentando le pressioni inflazionistiche.

L'ultima notizia che sta provocando una fiammata di volatilità sui mercati proviene dal Giappone: dopo il rifiuto di Amamiya sarà incaricato di ricoprire il ruolo di Governatore della BoJ il professor Kazuo Ueda, primo economista accademico nella storia ad essere nominato. L'immediata reazione dello Yen, apprezzatosi contro dollaro di oltre 1.5%, e la salita del rendimento a 10 anni del JGB a 0.5% (tasso a cui la banca centrale ha fissato il cap) hanno fatto subito pensare che gli investitori abbiano visto la mossa come estremamente "hawkish", anche sulla base di precedenti dichiarazioni rilasciate dall'interessato negli anni scorsi. Questa decisione (il precedente candidato era visto molto più in linea con le posizioni del predecessore Kuroda) potrebbe avere grosse ripercussioni sul mercato globale dei tassi e portare elevata volatilità anche su quelli valutari.



Enormi flussi esteri dei residenti potrebbero invertire rotta per tornare su investimenti in valuta nipponica una volta che la BoJ abbia iniziato a seguire le mosse di tutte le altre banche centrali mondiali per combattere l'inflazione. Sarà quindi cruciale capire se il successore manterrà la politica monetaria accomodante del suo predecessore che include la politica di controllo della curva dei rendimenti (cd Yield curve control – YCC) o in futuro attuerà una svolta.

Ma le pressioni sui tassi (collegate alle attese inflazionistiche) provengono anche da altre parti del globo dopo che la Russia ha annunciato di pianificare un taglio della produzione di petrolio in marzo di 500.000 barili al giorno, in risposta anche al price cap imposto dai paesi occidentali: il greggio è scattato in avanti (oltre 8% il bilancio settimanale) alimentando ulteriori pressioni inflazionistiche.

Il presente documento è stato redatto AD USO ESCLUSIVO della clientela che ha sottoscritto con la Banca del Piemonte un contratto di consulenza evoluta ed è fatto divieto di divulgazione ad altri soggetti. Il documento ha esclusivamente scopo informativo, non costituisce in alcun modo consulenza in materia di investimento, ricerca in materia di investimento e non è, né può essere interpretato, come un documento di offerta ad acquistare, sottoscrivere o vendere alcun tipo di strumenti finanziari o di classi di strumenti finanziari; tale documento non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve e resta inteso che ogni decisione di investimento è di esclusiva competenza del cliente. Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del Documento; considerata la rapidità con la quale le condizioni dei mercati mutano, esse possono non essere più valide anche dopo breve tempo. Le stesse potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Banca del Piemonte

Una tradizione di innovazione



Direzione generale
Via Cernaia 7 - 10121 Torino



011 23 45 679
servizioclienti@bancadelpiemonte.it



Visita il nostro sito
bancadelpiemonte.it



20 FEBBRAIO 2023

Consulenza Evoluta

Panoramica settimanale
sui mercati



STRATEGIE SU MISURA
DEL CLIENTE



PARTECIPAZIONE ATTIVA
ALLE SCELTE



DECISIONI STRATEGICHE
E TATTICHE

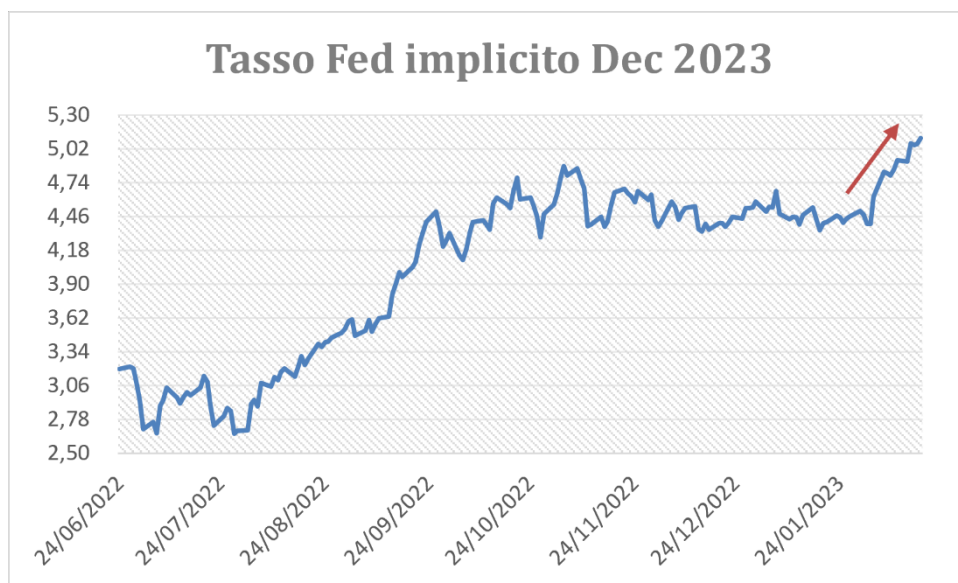


MONITORAGGIO
CONTINUO

LUNEDÌ 20 FEBBRAIO 2023

I dati macro USA aumentano l'incertezza del quadro

Chi si aspettava una schiarita o una conferma dello scenario dai tanto attesi numeri sull'inflazione americana è rimasto deluso: il dato non ha risolto per nulla il dibattito fra rialzisti e non sui tassi di interesse, ovvero sulle future scelte della Fed. La pubblicazione dell'inflazione ha mostrato un rallentamento inferiore alle attese che potrebbe spingere la banca centrale a proseguire o addirittura aumentare il ritmo di rialzo dei tassi. Il dato sull'inflazione Usa ha portato l'immediata conseguenza di un riprezzamento dei Treasury che ora scontano rialzi dei tassi Fed in area 5.25%-5.5%, con un radicale cambio delle aspettative di politica monetaria. In appena due settimane il target dei Fed Funds è passato da 4.90% a 5.25% e soprattutto il livello indicato a fine anno è passato da 4.40% a 5.11%, per una salita di oltre 70 bp.



A gettare benzina sul fuoco ci hanno poi pensato i dati sulle vendite al dettaglio: la crescita registrata del 3% su base mensile in gennaio (ben superiore alle attese) ha smentito le previsioni di chi si attendeva consumi indeboliti dalle manovre restrittive della Fed (i tassi a breve incidono, ad esempio, sul credito al consumo).

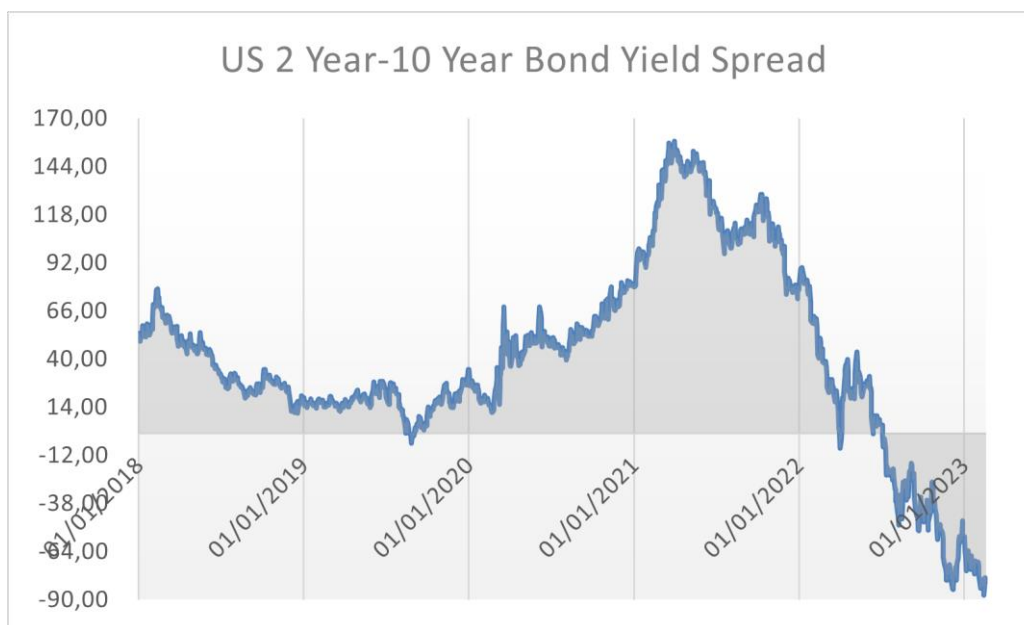
Questo dato inaspettatamente robusto nonostante l'impatto dell'aumento del costo del denaro sui consumatori alimenta la speranza che questa parte relevantissima dell'economia Usa stia resistendo alle avvisaglie di una possibile recessione. L'altro lato (negativo) della medaglia però è che una domanda in salute potrebbe spingere ulteriormente l'inflazione e di conseguenza convincere la Fed nel proseguire la stretta sui tassi più a lungo del previsto o a ritmi più alti. Mettendo insieme il mercato del lavoro USA, l'ISM dei servizi e poi CPI e vendite al dettaglio resta innegabile che l'inizio dell'anno ha mostrato segni di ripresa dell'economia americana, smorzando la sensazione e il consensus diffuso di indebolimento (o imminente recessione) che si respirava alla fine del 2022.

La conseguenza di questa sequenza di dati robusti è stato un significativo repricing dei rendimenti su entrambe le sponde dell'Atlantico, e un cedimento, sul finire della settimana, dell'azionario, che in una prima fase sembrava aver fatto orecchie da mercante alla forza dei dati ma che ha finito per seguire i bond nella discesa.

La voce dei banchieri centrali

Che quanto detto finora possa lasciare presagire un possibile ulteriore inasprimento della stretta monetaria della Fed lo si annusa dalle parole di due rappresentanti dell'istituto centrale di Washington come Loretta Mester, numero uno della Fed di Cleveland, e James Bullard, presidente della Fed di St. Louis. In alcune loro dichiarazioni hanno evidenziato come già nell'ultima riunione del FOMC di 31 gennaio-1° febbraio avrebbero preferito un rialzo dei tassi di 50 punti base e non di 25 come poi effettivamente deciso. Dichiarazioni da falco che hanno contribuito a ridisegnare la scena delle future mosse: secondo i due esponenti, inoltre, non si vedono per l'anno in corso riduzioni dei tassi come invece prospettato dai mercati. Anche la Lagarde in settimana ha ribadito che a marzo si procederà con un rialzo da 50 bp per poi passare ad un'azione "data dependant" di riunione in riunione.





Anche se un singolo dato di per sé può non fare testo, negli ultimi giorni appare sfumare l'ipotesi dei mercati di una "disinflazione naturale", con il ritorno lineare e molto veloce della crescita dei prezzi al suo obiettivo del 2% senza particolari scossoni sull'economia. Scenario idilliaco che è stato momentaneamente messo in disparte. La disinflazione (crescita dei prezzi sempre meno accentuata) potrebbe quindi seguire un percorso molto più altalenante e lento del previsto: questo comporta una Fed potenzialmente più aggressiva di quanto implicitamente scontato nei prezzi finora. Come hanno affermato alcuni economisti l'inflazione non sarà facilmente "addomesticabile", pur rimanendo intatto il percorso di discesa intrapreso.

Incongruenza fra mercato dei bond e quello azionario

Fino a poche ore fa (ovvero prima della recentissima correzione in atto) abbiamo assistito a una marcata contraddizione sui mercati obbligazionario e azionario: il primo ha scontato per molte settimane una recessione, mentre il secondo è stato supportato da aspettative di crescita e/o tenuta dell'economia superiore alle attese. Già da tempo ricordiamo come la curva dei rendimenti in Usa si sia invertita fino al record degli ultimi

40 anni, un segnale che spesso ha accompagnato o previsto una pesante discesa del Pil (ha sfiorato gli oltre 85 bp la differenza fra i tassi a 2 e 10 anni).

Le borse, dal canto loro, hanno continuato l'ascesa avviata all'inizio dell'anno e trasudano ottimismo, con molti economisti che ormai si spingono a prevedere che l'America sarà in grado di evitare la recessione.



Se la curva dei rendimenti invertita si è sempre dimostrata affidabile nel segnalare una recessione con un anno o un anno e mezzo di anticipo (tassi a breve termine alti a scontare le mosse Fed e tassi a medio/lungo termine a supportare l'economia di fronte a una recessione imminente), il consistente recupero di inizio anno dei listini globali sembra riflettere al contrario una previsione diversa degli economisti che per il 2023 negli Stati Uniti segnalano un +0.5%. Anche il Fondo monetario si è allineato alla bonanza e prevede ora +1.4% da un precedente +1%. Molte case di investimento hanno ridotto le probabilità di recessione.

I dati economici recenti sembrano confermare l'ottimismo, facendo sperare che la recessione possa essere evitata. Difficile dire se abbia ragione il mercato dei tassi o quella azionario: resta tuttavia un fattore di fondo che sta lavorando, ovvero il positioning e l'elevata liquidità ancora a disposizione dei gestori dei fondi globali.

Secondo alcuni sondaggi, i gestori, nonostante la riduzione operata in dicembre e gennaio, hanno ancora a disposizione una quantità di cash nei loro portafogli che staziona sui massimi degli ultimi venti anni. Dato che con questa inflazione arretrante tenere cash ha un costo elevatissimo, può essere che questa liquidità sia stata impiegata nelle borse (complici i numerosi dati macro positivi), su cui il mercato era strutturalmente sottopesato rispetto ai bond come non accadeva da decenni, obbligazionario che ha rappresentato l'asset class regina e privilegiata del 2022. I prossimi mesi faranno decisamente più chiarezza.

Il presente documento è stato redatto AD USO ESCLUSIVO della clientela che ha sottoscritto con la Banca del Piemonte un contratto di consulenza evoluta ed è fatto divieto di divulgazione ad altri soggetti. Il documento ha esclusivamente scopo informativo, non costituisce in alcun modo consulenza in materia di investimento, ricerca in materia di investimento e non è, né può essere interpretato, come un documento di offerta ad acquistare, sottoscrivere o vendere alcun tipo di strumenti finanziari o di classi di strumenti finanziari; tale documento non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve e resta inteso che ogni decisione di investimento è di esclusiva competenza del cliente. Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del Documento; considerata la rapidità con la quale le condizioni dei mercati mutano, esse possono non essere più valide anche dopo breve tempo. Le stesse potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Banca del Piemonte

Una tradizione di innovazione



Direzione generale
Via Cernaia 7 - 10121 Torino



011 23 45 679
servizioclienti@bancadelpiemonte.it



Visita il nostro sito
bancadelpiemonte.it



27 FEBBRAIO 2023

Consulenza Evoluta

Panoramica settimanale
sui mercati



**STRATEGIE SU MISURA
DEL CLIENTE**



**PARTECIPAZIONE ATTIVA
ALLE SCELTE**



**DECISIONI STRATEGICHE
E TATTICHE**

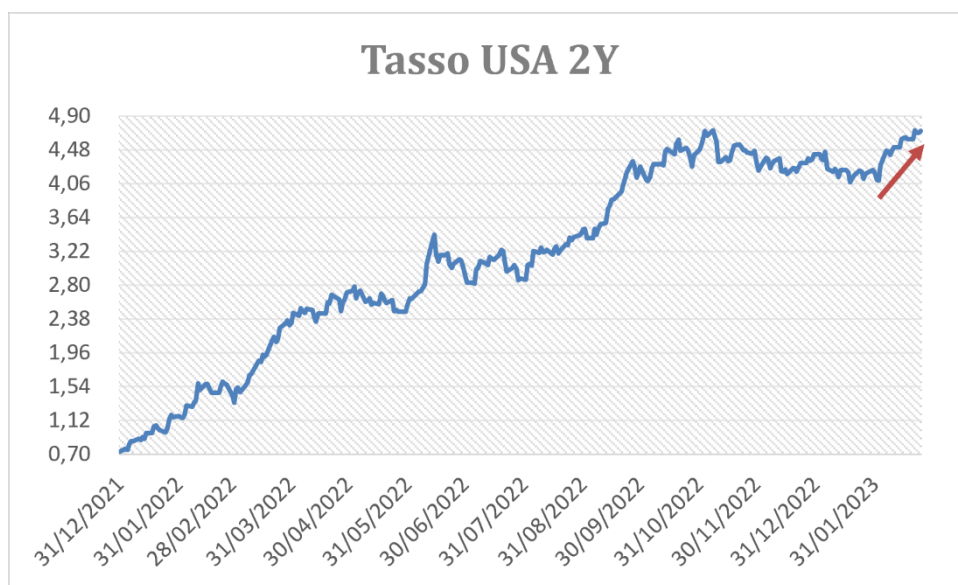


**MONITORAGGIO
CONTINUO**

LUNEDÌ 27 FEBBRAIO 2023

Economie resilienti necessitano di aumenti costanti

Gli indici PMI di S&P (uniti ai dati usciti nelle ultime due settimane) hanno fornito un quadro di un'economia americana più forte di quanto atteso, con i servizi tornati sopra la soglia dei 50 punti che separa la contrazione dall'espansione e il manifatturiero ancora in recupero anche se sotto 50. Per questo il cammino contro l'inflazione appare più difficile e molti partecipanti del FOMC (come emerso dai verbali) ritengono necessari aumenti costanti dei tassi per raggiungere l'obiettivo, tanto che il famigerato "terminal rate" o punto di arrivo si colloca ora nell'intervallo 5.25 – 5.5%. E vi è la concreta possibilità che possano essere mantenuti su quei livelli ancora a lungo: il mercato obbligazionario da qualche settimana si è adeguato. I rendimenti sono in rialzo sia sulla parte a breve (quella più reattiva alla politica monetaria) che su quella lunga della curva e i futures sui Fed Funds hanno rimosso il taglio dei tassi che prevedevano nell'ultima parte dell'anno, cancellando di fatto l'ottimistica inversione della politica monetaria fino ad allora invocata. Si è passati infatti dal prevedere un tasso in discesa per fine anno (dicembre) del 4.5% a scontare ora un 5.2%, come a giugno dell'anno scorso. I Treasury a due anni sono arrivati a rendere il 4.7%.

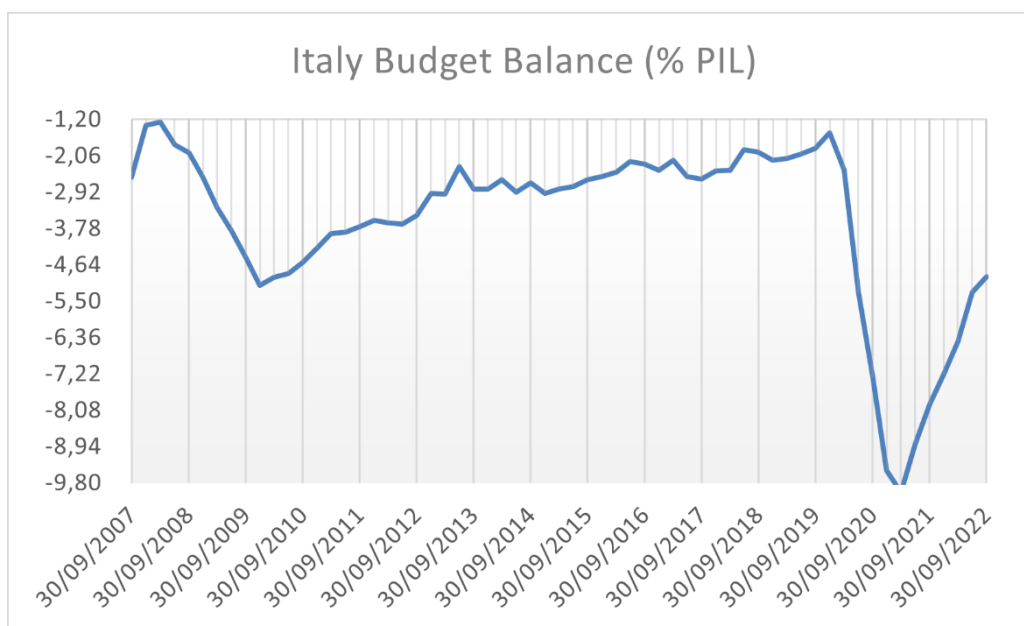


Sembra che negli ultimi giorni il messaggio sia arrivato anche al mercato azionario che ha iniziato a frenare, con la volatilità (rappresentata dal Vix) che è passata da 18 a oltre 23 punti. Con i rendimenti dei treasury a breve termine così elevati vi è anche una minor convenienza “relativa” a detenere azioni, che, come nel caso dell’S&P 500, offrono un “earning yield” (rendimento degli utili, l’inverso del P/E) praticamente identico, ma con un grado di incertezza molto più elevato. Inoltre, si deve tenere conto che negli USA i tassi reali a 10 anni di nuovo in area 1.5% continuano a pesare sull’economia e sulle prospettive degli utili delle aziende. E i multipli sono elevati.

Anche l’economia in Europa dimostra notevole resilienza e forza (trascinata dagli indici PMI dei servizi, oppure come prospettato dal miglioramento dell’indice Ifo tedesco e dello Zew): lo stesso discorso può essere ribaltato in quest’area. Aumentano le attese di rialzi dei tassi della Bce e di conseguenza rimbalzano i tassi a due anni tanto in Germania quanto in Italia, aggiornando i massimi dall’ottobre del 2008. Se cresce la probabilità di scampare la recessione, aumenta quella che la Bce spinga il limite più in alto: in questo caso il picco si potrebbe collocare al 3.5 – 3.75% per il tasso sui depositi, con strette monetarie ulteriori rispetto ai 50 bp già telegrafati per marzo. In un mondo di tassi in salita lo spread sul Btp tende a salire in quanto meno appetibile.

Il caso dei crediti fiscali “pagabili” in Italia

C’è un tema che in queste settimane sta tenendo banco e potrebbe essere molto impattante per l’Italia, ovvero quello della rivisitazione dei criteri contabili di imputazione nel bilancio dello Stato dei crediti fiscali “pagabili” (quelli, ad esempio, inerenti allo sconto in fattura, non quelli fiscali con la vecchia metodologia dei “non pagabili”, dove il contribuente pagava i lavori e detraeva una quota parte delle spese sostenute anno per anno in base alla capienza dei corrispondenti debiti di imposta). Ebbene pare che in sede europea sia stato confermato che il criterio non è per cassa ma per competenza (ovvero tutto il costo computato nel momento in cui vengono eseguiti i lavori) e questo porterà l’ISTAT a rivedere al rialzo i deficit del 2021 e soprattutto del 2022.



Questa non rappresenta una notizia positiva e il governo ha infatti fermato lo sconto in fattura per non gravare sul deficit di quest'anno. Contabilizzare per competenza significa attribuire il costo per lo Stato interamente all'anno di effettuazione della spesa (esempio: i lavori edilizi oggetto di credito fiscale), anziché spalmarlo in parti uguali negli anni successivi (5/10 anni a seconda del bonus).

Per non bloccare la circolazione dei crediti fiscali, ma affinché questi continuino a fluire per non interrompere i lavori già in corso, il governo ha allo studio un'ipotesi: consentire alle banche di compensare le tasse pagate dai contribuenti (quelle attraverso gli F24 ad esempio) con i crediti fiscali nei portafogli delle banche comprati negli anni addietro, ma "limitatamente" alle tasse delle imprese, escludendo quelle dei contribuenti privati (persone fisiche) e i relativi contributi (che servono invece per il finanziamento delle pensioni). L'altro aspetto negativo è che avremo un minor impatto sul PIL nominale per la riduzione degli investimenti/spese in ristrutturazione per costruzioni residenziali (quelle che riguardano i bonus edilizi): se scende il PIL nominale e il deficit si fa più alto, il rapporto deficit/Pil cresce. Anche il parametro per il 2023 potrebbe risentirne.

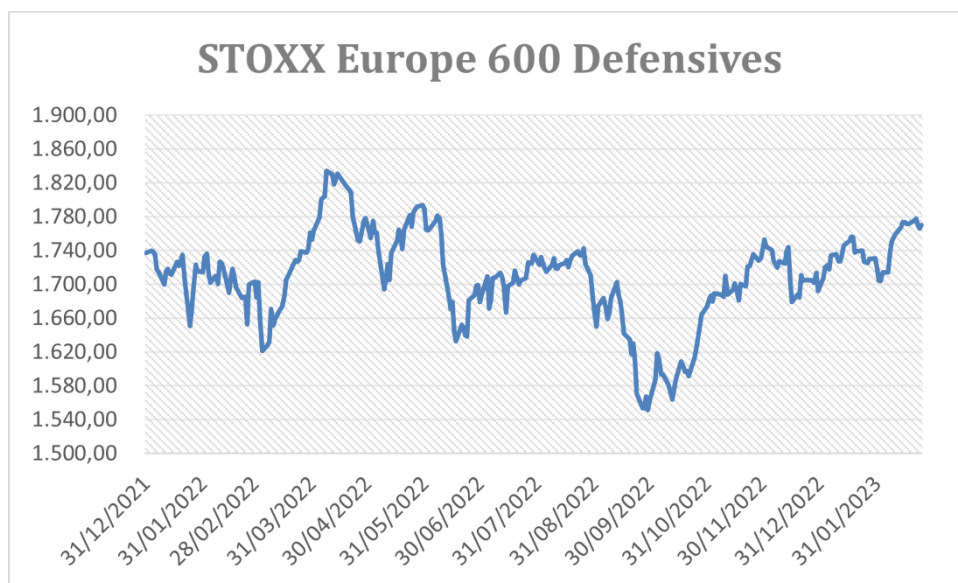
In caso di revisioni forti dell'ISTAT (anche sulle previsioni del 2023 oltre che sui saldi storici) lo spread potrebbe essere sottoposto a turbolenza. Pertanto, sarà da tenere sotto stretta

osservazione: spesso, infatti, tende ad allargarsi in una fase di salita dei tassi, mentre risulta più appetibile quando questi scendono.

Asimmetrie sui mercati azionari

I segnali provenienti dai dati macroeconomici hanno inferto una sterzata ai mercati azionari, non tanto in termini di direzionalità che, al netto dei classici momenti di volatilità, dovrebbero continuare ad essere improntati al rialzo, quanto in termini di movimenti sotto la superficie.

La tenuta se non anche la ripresa della crescita economica, unita alle parole dei banchieri centrali che tengono la barra dritta nella lotta all'inflazione, ha alimentato un movimento di avversione al rischio che si è tramutato in una forte sovraperformance dei settori difensivi. Negli Stati Uniti il settore migliore in settimana è stato quello dei consumi di base, in Europa hanno brillato settori come l'alimentare e i difensivi per eccellenza quali telecomunicazioni e utilities.



Tra i peggiori invece troviamo la tecnologia e tutti i finanziari siano essi banche oppure assicurazioni. In parallelo anche le piccole e medie capitalizzazioni, che soprattutto in Europa sono tradizionalmente business ciclici e domestici, stanno iniziando a raccogliere il favore degli investitori.

Questi movimenti sembrano più legati alla momentanea avversione al rischio più che a fattori strutturali. Se ad esempio i tassi sono destinati a salire, allora il settore finanziario dovrebbe continuare a beneficiarne e non può sottoperformare; se l'economia mostra una tenuta insperata, allora i settori meno legati alla crescita dovrebbero sottoperformare e non essere i primi a guidare i mercati; come si dice, delle due l'una.

Se lo scenario macro di medio periodo continua ad essere quello di economie resilienti e tassi in stabilizzazione allora una allocazione più diversificata ma improntata alla crescita è quella che continua ad essere la più appropriata.

Il presente documento è stato redatto AD USO ESCLUSIVO della clientela che ha sottoscritto con la Banca del Piemonte un contratto di consulenza evoluta ed è fatto divieto di divulgazione ad altri soggetti. Il documento ha esclusivamente scopo informativo, non costituisce in alcun modo consulenza in materia di investimento, ricerca in materia di investimento e non è, né può essere interpretato, come un documento di offerta ad acquistare, sottoscrivere o vendere alcun tipo di strumenti finanziari o di classi di strumenti finanziari; tale documento non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve e resta inteso che ogni decisione di investimento è di esclusiva competenza del cliente. Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del Documento; considerata la rapidità con la quale le condizioni dei mercati mutano, esse possono non essere più valide anche dopo breve tempo. Le stesse potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Banca del Piemonte

Una tradizione di innovazione



Direzione generale
Via Cernaia 7 - 10121 Torino



011 23 45 679
servizioclienti@bancadelpiemonte.it



Visita il nostro sito
bancadelpiemonte.it

