

MARKET OVERVIEW

PER GLI INVESTITORI

Febbraio 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

TRA FALCHI E COLOMBE

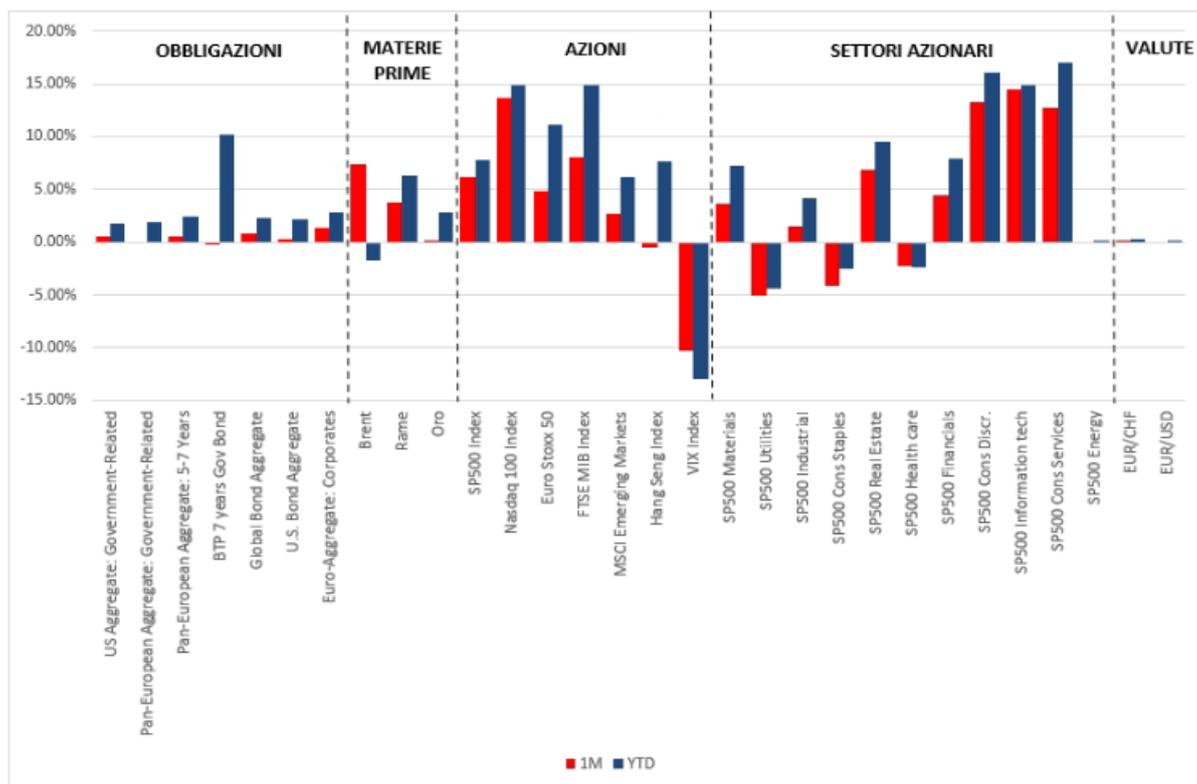
“DISINFLATION PROCESS HAS STARTED”

In questo documento, faremo una breve **panoramica dei mercati**, tratteremo dell'ultimo **meeting della FED**, approfondendo le tematiche di attenzione, come il **mercato del lavoro**, la componente **shelter dell'inflazione** e la **riapertura della Cina**.

Il 2023 è partito come tutti avremmo voluto: nel solo mese di gennaio l'S&P500 ha guadagnato il +6.18% (+4.67% in EUR), il Nasdaq 100 il +10.62% (+9.06% in EUR) e l'Europa il +9.75%. Il cambio EUR si è apprezzato dell'1.48% sul dollaro e la tendenza rialzista potrebbe proseguire, soprattutto nel breve periodo, sull'onda dell'ottimismo per il rallentamento dell'inflazione e dei tassi degli Stati Uniti, oltre che per la politica monetaria da falco della BCE. Questo fattore ha chiaramente "smussato" le performance degli investitori in euro. In termini di settore, i migliori sono stati Consumer Discretionary (+15%), Communications Services (+14,50%) e Technology (+9,30%), mentre i peggiori sono stati i settori dell'Healthcare (-1,90%) e Utilities (-2,0%).

Il fattore chiave del rialzo dei mercati è stato sicuramente il sentimento ottimista dato dalla decelerazione dell'inflazione, secondo cui la Fed sta basando il suo scenario di **“atterraggio morbido”** in contrapposizione ad una recessione profonda. Gli altri fattori a supportare i listini, come preannunciavamo nell'ultima *Market Overview* di Gennaio, sono stati: (a) **un dollaro più debole**; (b) la **riapertura dell'economia cinese** in concomitanza alla fine della politica Zero-Covid; (c) l'allentamento delle restrizioni della **catena di approvvigionamento** e (d) **il calo dei prezzi dell'energia**, soprattutto in Europa, che ha dato ampio respiro alle aziende.

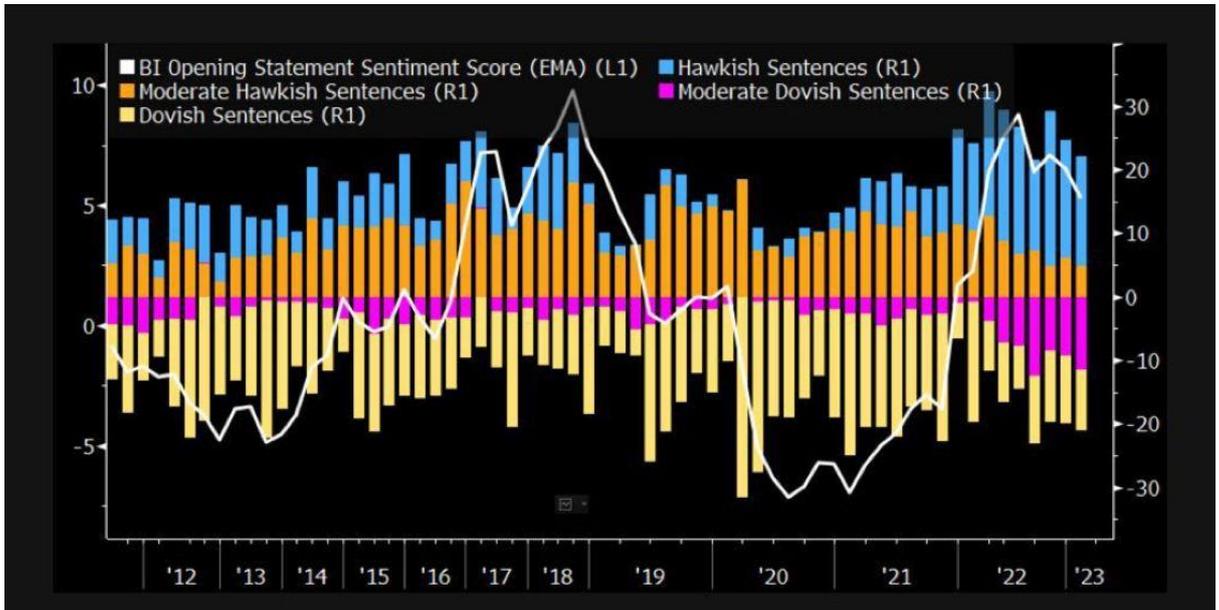
Market Valuation



Source: elaborazione propria su dati Bloomberg

I mercati azionari e obbligazionari continuano a salire, rafforzati da un ambiente macroeconomico più roseo, **reagendo in maniera positiva ad una comunicazione più dovish/neutral del Presidente della Federal Reserve**, Jerome Powell (vedi grafico seguente).

FOMC - Sentences



Source: Bloomberg

Per definire in modo sintetico quanto deciso nell'ultimo meeting della FED del 1 febbraio:

- **[DOVISH]** → Il FOMC ha alzato il tasso di riferimento di 25 punti base, come previsto, a un intervallo target del 4,5%-4,75%. Ciò segna un passo indietro rispetto all'aumento di 50 punti base di dicembre e alle quattro mosse consecutive di 75 punti base precedenti. Il presidente ha posto poi l'attenzione sui progressi fin qui fatti sull'inflazione.
- **[HAWKISH]** → Il comitato ha mantenuto il suo impegno per "aumenti continui" dei tassi, il che sembra confermare le previsioni di dicembre di aumentare di un ulteriore quarto di punto sia a **marzo** che a **maggio**. Powell nella sua conferenza stampa lo ha quasi ratificato come piano attuale, dichiarando che ci vorrebbero "un altro paio" di aumenti per arrivare a una politica adeguatamente restrittiva.
- **[DOVISH]** → Tuttavia, Powell lo ha affermato per la prima volta, il comitato potrebbe concludere che il **processo disinflazionistico è iniziato**. I miglioramenti della catena di approvvigionamento impattano in modo positivo sul settore dei beni di consumo (per esempio, minori costi di spedizione) e i nuovi contratti di locazione indicano un miglioramento dell'inflazione immobiliare.
- **[HAWKISH]** → La grande attenzione rimane sul settore dei servizi esclusi gli alloggi, **dove un mercato del lavoro molto teso può influenzare i prezzi**, ha affermato.

Dunque, riassumendo, ci saranno ulteriori due aumenti da 25 punti base quest'anno, ma la FED aggiusterà il tiro in base ai nuovi dati macro sull'inflazione e sul mercato del lavoro, ancora teso.

Riprendendo le parole di Powell e volendo identificare due variabili d'attenzione che comporterebbero un'accelerazione o una decelerazione dell'inasprimento della politica monetaria della FED, esse si riducono a due: **mercato del lavoro** e componente **shelter dell'inflazione**.

In effetti, gli ultimi dati mostrano un **mercato del lavoro estremamente solido**, con significative revisioni al rialzo sia dell'occupazione che delle buste paga:

- Il **totale delle buste paga** è aumentato di 517mila a gennaio. Il dato potrebbe essere fuorviante in quanto il balzo dei posti di lavoro potrebbe esser dovuto a due fattori principali: il primo riguarda il ritorno al lavoro dei dipendenti in sciopero (lavoratori delle ferrovie), **che nelle statistiche americane sono considerati nuovi posti di lavoro**; il secondo riguarda possibili imperfezioni di calcolo effettuate durante l'anno, e questo potrebbe aver "sporcato" le statistiche finora lette.
- Il **tasso di partecipazione alla forza lavoro** è salito al 62,4% a gennaio, dal 62,3% di dicembre.
- Il **tasso di disoccupazione** è sceso a gennaio al 3,4% dal 3,5% di dicembre.
- La **crescita dei salari ha continuato ad attenuarsi**, nonostante i forti guadagni di posti di lavoro.
- La **retribuzione oraria media** è cresciuta del 4,4% a gennaio rispetto all'anno precedente, in calo rispetto al 4,8% rivisto di dicembre

Employers have been on a hiring spree in the U.S.

numbers of jobs added each month

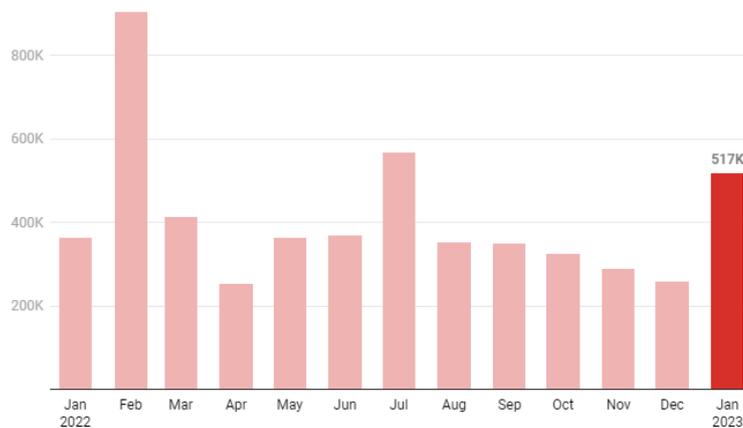
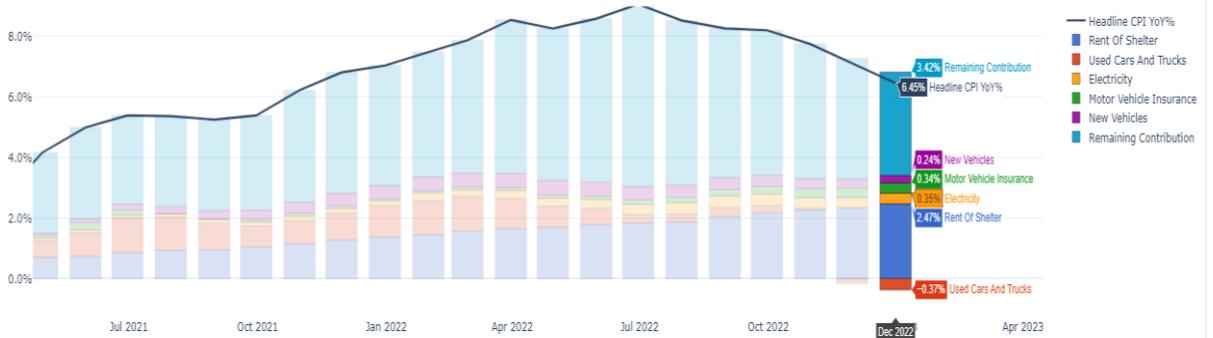


Chart: Alana Semuels • Source: U.S. Bureau of Labor Statistics

TIME

Lato inflazione, Powell ha più volte ripetuto che siamo in un **regime disinflazionistico** (da non confondere con il regime deflazionistico, in cui invece l'inflazione diventa negativa). Basti guardare il seguente grafico:

Top 5 Individual Contributors to US Headline CPI YoY%



Source: Bloomberg

Dal picco di giugno 2022, il **CPI Index è in diminuzione** (+6.45% ultimo dato), ma la FED sta focalizzando la sua attenzione sulla componente più resiliente, ovvero quella degli alloggi (**shelter**) che continua invece ad aumentare (+2.47%). Lo **shelter**, come più volte specificato nelle *Market Overview* precedenti, ha un peso rilevante nel CPI complessivo, **pari al 30% circa**. È evidente che un calo di

questa componente gioverebbe sull'intero indice dei prezzi al consumo. In caso di continui aumenti, invece, **la FED sarà costretta ad essere più aggressiva** (1) mantenendo i tassi alti per un periodo più lungo di tempo, forse anche più lungo di quanto viene prezzato attualmente dai mercati oppure (2) continuando ad alzarli.

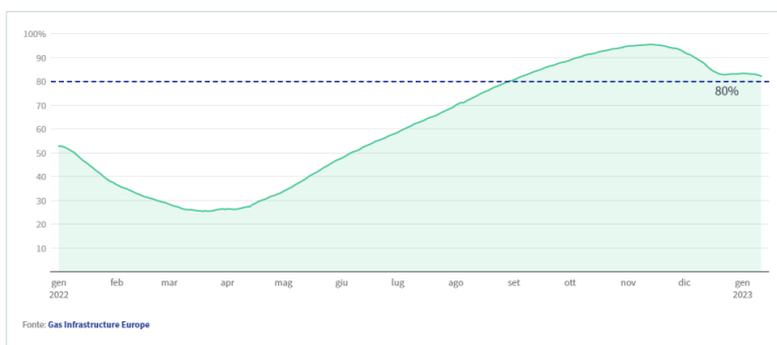
Ad oggi, secondo le probabilità stimate dal *CME Group*, nella prossima riunione di marzo è previsto un aumento di 25 punti base con una probabilità del 97%. Con due aumenti di 25 punti base arriveremo ad avere un tasso terminale al 5,00-5,25%. Il primo taglio dei tassi è visto nella riunione di novembre, stimato al 38% delle probabilità. Addirittura, **i tagli previsti entro la fine del 2023 sono due**, che porterebbero il tasso terminale alla fine del 2023 al 4,50%-4,75%.

MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
22/03/2023	0,0%	0,0%	0,0%	2,6%	97,4%	0,0%	0,0%
03/05/2023	0,0%	0,0%	0,0%	0,9%	36,1%	63,0%	0,0%
14/08/2023	0,0%	0,0%	0,0%	0,7%	26,6%	55,7%	17,0%
26/07/2023	0,0%	0,0%	0,0%	1,6%	27,7%	54,3%	16,4%
20/09/2023	0,0%	0,0%	0,6%	9,2%	35,4%	43,3%	11,6%
01/11/2023	0,0%	0,2%	3,9%	19,4%	38,5%	30,9%	7,1%
13/12/2023	0,1%	3,0%	15,5%	33,7%	32,8%	13,1%	1,8%

A meno di ulteriori cigni neri, **l'inflazione** stimata dagli analisti di Bloomberg alla fine del 2023 è pari al +2,90%.

Indicator	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23
CPI (YoY%)	8,0	8,7	8,3	7,1	5,6	3,8	3,1	2,9
PCE Price Index (YoY%)	6,4	6,6	6,3	5,5	4,5	3,5	3,0	2,8
Core PCE (yoy%)	5,3	5,0	5,0	4,7	4,2	3,8	3,4	3,0

La **forza del mercato del lavoro**, la **resilienza dello shelter** e la **riapertura dell'economia cinese** potrebbero **sostenere l'inflazione e dare impulso alla crescita globale**. In effetti, riguardo l'ultimo punto, la domanda cinese potrebbe creare una maggiore pressione sui prezzi delle materie prime, per esempio il gas naturale, che rimane il principale problema in Europa. I **prezzi del gas** di riferimento in Europa (*Netherlands TTF Natural Gas*) sono crollati dell'82% dai loro massimi di agosto 2022 quando quotavano 343 euro per megawattora. Questa tendenza potrebbe invertirsi se la Cina dovesse iniziare ad acquistare – e quindi **competere con l'Europa** - gas liquefatto dagli Stati Uniti e Qatar, i principali fornitori. Per cui, se da un lato l'apertura dell'economia cinese è un **fattore positivo** per la crescita dei mercati, dall'altro potrebbe configurarsi come **spinta inflazionistica** che renderebbe la lotta all'inflazione più complicata, soprattutto per l'Europa, in presenza di un'accelerazione dei prezzi del gas e del petrolio. Questo comporterebbe un aumento della componente volatile presente nel paniere dell'inflazione, ovvero **l'energia**. Ciononostante, l'Europa dovrebbe poter affrontare la fine dell'inverno in condizioni "controllate": secondo il Consiglio Europeo, nel settembre 2022 gli impianti di stoccaggio dell'UE erano stati **riempiti in media dell'80%**. Nell'ottobre 2022 il livello di riempimento ha raggiunto il 90%. Nel dicembre 2022 le riserve di gas hanno iniziato a essere utilizzate a causa delle condizioni meteorologiche, **ma a gennaio 2023 il livello di riempimento rimane superiore all'80%**. Il problema, dunque, si sposta di qualche mese, quando a maggio/giugno l'Europa dovrà riempire nuovamente gli stoccaggi per il nuovo autunno/inverno. È chiaro che, rispetto all'anno scorso, ci arriverà sicuramente più preparata.



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).