

MARKET OVERVIEW

PER GLI INVESTITORI

Luglio 2023

A cura di

Carlo De Luca

Senior Portfolio Manager & Head of Asset Management

Giulio Palazzo

Responsabile Consulenza

Alessio Garzone

Senior 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 sul primo semestre dell'anno appena concluso e analizzeremo le sfide dei prossimi mesi, indicando i principali driver su cui **Gamma Capital Markets** concentra la propria attenzione. Tratteremo temi come inflazione e banche centrali, illustrando i possibili scenari e il nostro posizionamento sui mercati.

UNA WIN-WIN SITUATION

Sotto l'aspetto macro, i dati sull'inflazione, soprattutto l'indice Shelter, saranno i driver che forniranno direzionalità al mercato, che potrebbe indebolirsi con una piccola correzione o mantenere un movimento laterale qualora la **rotazione verso i titoli Value** contribuisca a **sostenere gli indici**. L'attenzione ora si è spostata dalla recessione all'inflazione e questo è un film destinato ad essere visto per tutto il 2023.

Sulla recessione non siamo preoccupati, riteniamo di essere di fronte ad una **win-win situation** per i seguenti motivi:

- **Primo caso:** recessione forte = taglio dei tassi = rendimenti dei titoli growth in rialzo, anche se con volatilità.

- **Secondo caso:** recessione lieve/no landing = utili dei titoli growth superiori alle attese, considerati i tagli delle guidelines dei manager fatti nei mesi scorsi, dunque rendimenti in rialzo.

Per comodità, riportiamo la tabella riassuntiva degli scenari analizzati a marzo¹:

Scenari

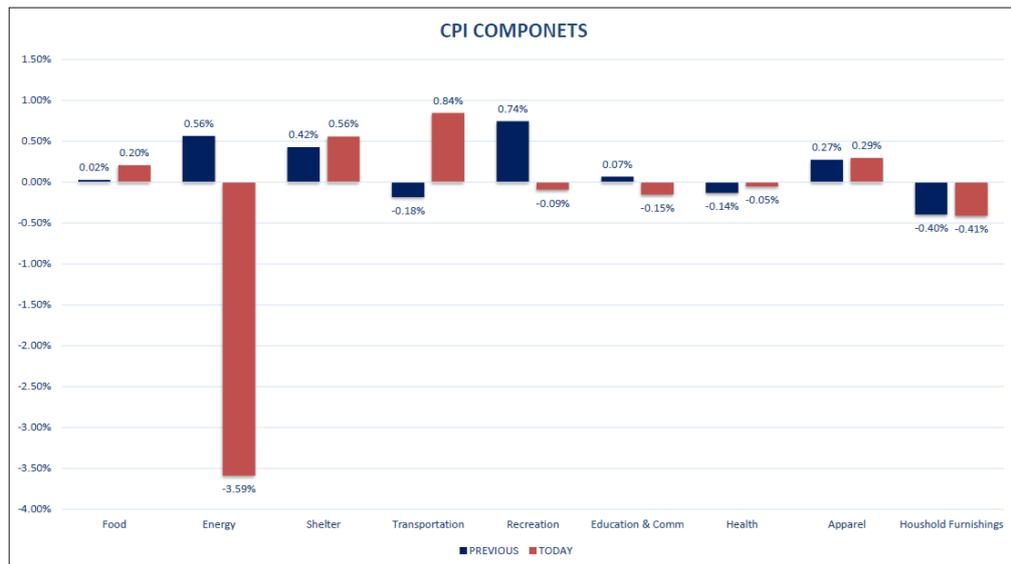
SCENARIO	GROWTH	INFLATION	FED POLICY	RISK METRICS ON EQUITY	USD
SOFT LANDING	crescita bassa/modesta	disinflazione graduale	pivot lento (taglio dei tassi graduale)	+ positivo sostenuto dalla "non recessione" e da una politica monetaria accomodante	deprezzamento sostenuto dal pivot della FED (tassi più bassi)
HARD LANDING	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
NO LANDING (CON RIDUZIONE DELL'INFLAZIONE)	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
NO LANDING (CON AUMENTO DELL'INFLAZIONE)	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

INFLAZIONE

L'inflazione negli Stati Uniti è in linea con i tassi di interesse al 5.25%, mentre la situazione è diversa in Europa, con tassi al 3,25-3,50% e inflazione ancora oltre il 6% con le banche centrali sempre più attente ad adeguarsi alle aspettative dei mercati (anticipando le mosse nelle forward guidance), focalizzandosi più sulla comunicazione che sul dato (spesso anticipato e scontato).

Il recente calo dell'inflazione USA non lo interpretiamo come un dato molto positivo in quanto influenzato largamente da una componente volatile come quella del costo dell'energia, mentre quella **Shelter** (beni rifugio, immobiliare) è risultata di nuovo più alta delle attese.



Elaborazione propria su dati Bloomberg

A nostro avviso, proprio in vista di una **lieve recessione**, la componente energia potrebbe aver visto i minimi, e se dovesse risalire il petrolio (molto probabile), i prossimi dati sull'inflazione Usa potrebbero essere più alti delle attese. La **variabile geopolitica** potrebbe influenzare il trend del petrolio in senso opposto: se la crisi interna russa porterà ad un inasprimento del conflitto, ciò andrà a rafforzare la view rialzista, al contrario, se Putin dovesse iniziare ad alleggerire l'impegno in Ucraina, il petrolio potrebbe calare.

In conclusione, e come si diceva poc'anzi, il dato da monitorare dei prossimi mesi è **l'indice Shelter**.

Nel caso in cui l'inflazione, a causa dei rialzi energetici, dovesse aumentare, il nostro **piano B** prevede la riduzione delle posizioni sui titoli growth per beneficiare del profit taking che si determinerebbe. Tuttavia, questo scenario ha una probabilità inferiore al 35% rispetto al **piano A**, che prevede un'inflazione stabile o in riduzione.

Cruciali saranno poi le trimestrali della Corporate America di luglio che potrebbero riservare delle sorprese.

Siamo soddisfatti delle performance fin qui ottenute, questo è un anno più semplice rispetto al 2022, perché al contrario dell'anno scorso **premia le aziende che partecipano a tutti i Megatrend in atto** (tecnologia e consumi discrezionali in primis) ad eccezione dei due megatrend del *Biotech* e *Alternative Energy*, che invece hanno tenuto bene l'anno scorso.

Aver difeso i portafogli nel 2022 contenendo al massimo le perdite (il Nasdaq ha perso il 33% nel 2022 mentre le linee flessibili azionarie di Gamma Capital Markets Ltd. hanno ceduto solo il 6%) ci posiziona con un margine di vantaggio rispetto alle performance dei listini.

Anche nel 2023 i nostri temi hanno corso più del previsto e questo ci induce ad alleggerire la componente azionaria in ottica cautelativa.

Quest'anno le obbligazioni di brevissimo offrono rendimenti interessanti e rappresentano un impiego a tasso positivo per la liquidità proveniente dalle temporanee prese di beneficio sulla componente equity. Per questo motivo, abbiamo selezionato ETF cash e obbligazioni con scadenze a uno-due mesi, con rendimenti che si aggirano intorno al 4-5% su base annua. Precisiamo, però, che quelle appena descritte sono solo operazioni tattiche e solo su determinate linee di investimento a maggior rischio (vedi per esempio le linee azionarie) per ottimizzare la gestione della liquidità. **Restiamo sempre pronti a rientrare sui temi su cui abbiamo alleggerito le posizioni se troveremo opportunità sui mercati e/o se le trimestrali continueranno a sostenere l'equity.**

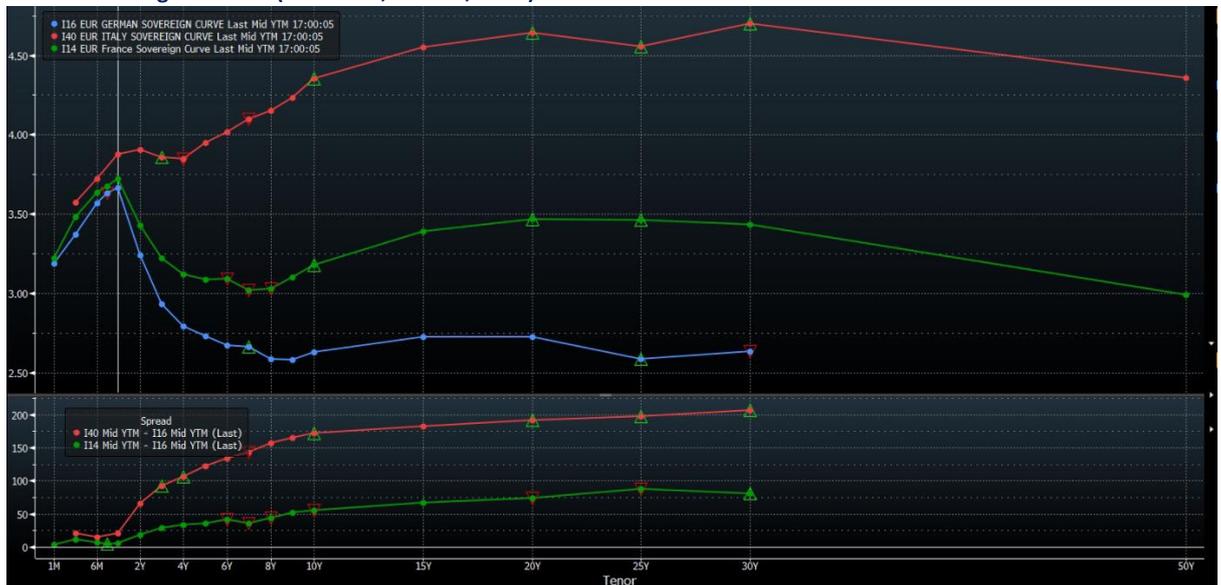
OBLIGAZIONI

Le obbligazioni governative euro sono ancora alla ricerca di una stabilizzazione e subiscono le indicazioni che provengono dalla BCE con rendimenti in lieve rialzo soprattutto sulla parte breve della curva che si manifesta invertita per quasi tutti i Paesi membri, anticipando la possibilità di una recessione, già conclamata in Germania. Sul medio/lungo termine il mercato legge ancora l'aspettativa di futuri tagli di tassi ma potrebbero manifestarsi sorprese nel caso di tassi più alti e più a lungo.

Preferiamo quindi le durate sino ad un anno con rendimenti attorno al 3,6% e differenze limitate a pochi centesimi fra i vari Paesi membri.

L'azione restrittiva delle banche centrali e il progressivo ritiro della liquidità potrebbero influenzare le emissioni corporate, soprattutto di minore qualità, suggerendo cautela sull'high yield. **Evitiamo, anche in questo caso, le duration oltre il breve termine.** I bond emergenti, maggiormente esposti all'azione della FED, più avanti nel ciclo restrittivo, hanno elementi di interesse preferendo i governativi di maggiore qualità e coprendo il cambio.

Curva dei tassi governativi (Germania, Francia, Italia)



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).