

Financial Corner

**Il comitato esecutivo (FOMC)
della Federal Reserve nella sua
dichiarazione del 3 novembre
ha dato il via al tapering.
Le reazioni dei mercati**



"Financial Corner", il report settimanale sulle prospettive dei mercati finanziari che guarda ai temi del futuro, dell'innovazione e della sostenibilità.



In occasione della riunione del FOMC del 3 novembre, la Federal Reserve ha messo in atto un approccio neutrale, differenziando con attenzione l'inizio del programma di tapering e le future azioni di politica monetaria restrittiva. Ciò che è certo è che la Fed ha dichiarato formalmente la fine del piano di acquisti su larga scala, reso necessario dalle conseguenze disastrose della pandemia. Ma allo stesso tempo, ha mantenuto la discrezionalità sui futuri interventi di politica monetaria, che saranno guidati dalla direzione che economia e inflazione prenderanno nei prossimi mesi. Riguardo gli ultimi due punti, la Fed prevede che, a lungo termine, un ridimensionamento delle difficoltà nella *supply chain* potrebbe sostenere l'attività economica rilanciando così il mercato del lavoro.

Sul fronte inflazione, la Fed ha confermato di considerarla, a breve termine, di natura “transitoria”, ma non ha potuto fare a meno di evidenziare che esistono squilibri tra domanda e offerta causati dalla pandemia e dalla ripartenza dell'economia che hanno portato a consistenti aumenti dei prezzi in alcuni settori.

L'idea della Fed non ci convince del tutto e riteniamo che, la Banca Centrale stia sottovalutando la persistenza dell'inflazione e stimiamo sia probabile un irripidimento della curva dei tassi nel tempo.



Ci piace sottolineare alcuni punti importanti della dichiarazione del 3 novembre. Il più importante è rappresentato dalla conferma di qualcosa che i mercati già stavano scontando da tempo; l'annuncio dell'inizio del tapering. Nel dettaglio, la Fed ha annunciato che ridurrà di 10 miliardi di dollari al mese il programma di acquisto di titoli del Tesoro. Anche gli acquisti mensili di MPS, ossia dei titoli garantiti da ipoteca immobiliare, dalla fine di questo mese, saranno ridotti di 5 miliardi di dollari probabilmente fino alla metà del prossimo anno. Dunque da dicembre, gli acquisti mensili di titoli di Stato passeranno da 80 a 70 miliardi di dollari mentre quelli degli MPS saranno ridotti da 40 a 35 miliardi di dollari. Per preservare la sua discrezionalità sulla base delle previsioni su economia e inflazione, la Fed, pur ritenendo oggi corrette queste riduzioni mensili, si è dichiarata pronta ad aggiustare il passo, se giustificato da cambiamenti nelle prospettive economiche. Entro la prima metà del prossimo anno, la Fed dovrebbe formalmente concludere il suo programma di acquisti di attività su larga scala. Un altro punto punto a nostro avviso importante è stata la lieve revisione al ribasso delle prospettive economiche di breve termine.



Un ultimo punto, a nostro avviso molto importante, è rappresentato dal fatto che la Fed, pur avendo osservato un rallentamento della ripresa dei settori colpiti dalla pandemia, a causa dell'aumento dei casi estivi (ed autunnali, aggiungiamo noi..) di Covid-19, nel lungo periodo, prevede un allentamento delle strozzature nella *supply chain* che consentirà di sostenere l'attività economica, stimolando così il mercato del lavoro.

Ed i mercati come hanno reagito nei due giorni successivi ai comunicati della Fed?

Malgrado il quadro macroeconomico resti in difficoltà, soprattutto a causa della crescita dei prezzi dell'energia e della crisi cinese...

Malgrado l'appiattimento e l'inversione della curva dei rendimenti sui mercati obbligazionari...

... i mercati azionari hanno sorvolato sulle criticità che il quadro macroeconomico ormai evidenzia da mesi, toccando nuovi massimi storici negli USA grazie alla forza degli utili societari.



Basti pensare che ad ottobre, l'S&P 500 ha guadagnato il 7%, raggiungendo un nuovo massimo, dopo che l'83% delle società che ne fanno parte, ha superato le attese degli analisti per gli utili relativi al terzo trimestre, con l'MSCI World che nello stesso periodo è cresciuto del 5,8%. Rialzi che, come sottolineiamo da tempo, sono stati registrati senza tener conto dei timori causati dagli effetti negativi del rincaro dell'energia sul potere d'acquisto dei consumatori, l'indebolimento della crescita cinese e l'inversione della parte lunga della curva dei rendimenti USA, che di solito preannuncia un rallentamento imminente.

I più recenti timori sull'inflazione hanno spinto gli investitori ad anticipare le attese di un rialzo dei tassi e di un inevitabile ridimensionamento dei bilanci delle banche centrali. Storicamente, c'è una correlazione positiva tra la forma della curva dei rendimenti e le prospettive per gli utili. Tra l'altro le tensioni che stanno interessando il mercato obbligazionario possono essere un segnale negativo per i titoli growth, molto sensibili alle aspettative di politica monetaria restrittiva, al peggioramento delle prospettive inflattive ed a qualsiasi riduzione dei programmi di stimolo delle banche centrali. Tutti questi scenari sulla carta sono sfavorevoli per i profitti futuri delle imprese.



Ma per quali ragioni i mercati azionari sembrano insensibili ai dati che abbiamo per l'ennesima volta rappresentato, trainati anche dalla crescita inarrestabile delle società americane?

Una prima risposta, per certi versi, è sorprendente; gli utili del terzo trimestre, evidenziano la capacità delle aziende di adattarsi, senza troppe difficoltà, all'aumento dei costi di produzione, con i margini di profitto complessivi che sono cresciuti del 12,4%. A differenza del precedente trimestre, l'83% delle società quotate nello S&P 500, ha battuto le aspettative beneficiando anche di una crescita del valore delle azioni.

Una secondo motivo risiede nel fatto che, nonostante il nervosismo dei mercato obbligazionari, i tassi reali statunitensi sono rimasti in territorio ampiamente negativo, sostenendo elevati price earnings nel settore azionario.

È sicuramente corretto affermare che buona parte della crescita dei mercati azionari è imputabile alla ripresa degli utili, favorita dalla ripresa della domanda rimasta inespressa dei consumatori durante la pandemia. Da quando in larga parte le restrizioni sono state revocate, i consumi sono ripartiti vistosamente.



Le prospettive per i consumatori dei mercati sviluppati sembrano essere ancora favorevoli, visti i dati positivi del mercato del lavoro, i volumi di risparmio in eccesso delle famiglie ed il loro livello storicamente elevato di ricchezza netta. Se queste considerazioni dovrebbero sostenere la crescita dei ricavi aziendali, allora dove risiedono gli eventuali pericoli?

In realtà li abbiamo già evidenziati; l'erosione del potere di spesa causato dall'aumento dei costi energetici. Ma soprattutto i problemi della Cina, che possono da soli compromettere il quadro macroeconomico mondiale.

Il mercato probabilmente sta sottovalutando questo rischio, sebbene una contrazione della crescita cinese penalizzerebbe più o meno direttamente i mercati azionari globali.

Basti pensare che alcune imprese dei paesi emergenti generano tra il 25 ed il 45% dei propri ricavi in Cina, ma lo stesso vale anche per alcuni settori negli USA.

Nei prossimi 6-12 mesi, possiamo affermare con assoluta certezza, che i prezzi dei titoli azionari dovrebbero diventare più sensibili, anche di fronte ad aumento non particolarmente elevato dei tassi di interesse reali.

Molto interessanti sono le considerazioni che possiamo fare da un'analisi dell'indice CAPE.

Il rapporto CAPE è un confronto tra il prezzo di un'azione e i suoi profitti complessivi, che viene utilizzato per indicare se la sua attività è sopravvalutata o sottovalutata. Si tratta di un'estensione del price-earning, che monitora un periodo di dieci anni per tenere conto delle variazioni della redditività dovute ai cicli economici. Più il valore dell'indice è basso, maggiore è il rendimento delle azioni nei prossimi due decenni mentre le azioni vengono in linea con il loro vero valore. Più il valore dell'indice è elevato, più probabilmente le azioni possono ottenere profitti eccessivi, poiché i prezzi delle azioni sono già 'gonfiati'. Le valutazioni attuali dicono che le azioni sono molto care; il CAPE di Shiller al momento vale 39, un livello osservato soltanto all'apice della bolla del 2000.

