

EURO DOLLARO, LA STRANA COPPIA

La recessione più annunciata della storia sbiadisce, le previsioni di crescita vengono riviste al rialzo. Siamo probabilmente in un cambio di regime con implicazioni per l'economia e i mercati. La debolezza del dollaro fa tornare il favore verso i mercati emergenti e i listini europei

In questo avvio d'anno non sono mancate le sorprese.

La recessione più annunciata della storia sbiadisce sotto il vento potente della riapertura dell'economia cinese.

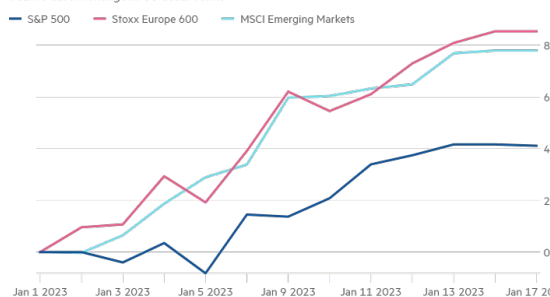
Le previsioni di crescita vengono riviste al rialzo grazie all'accelerazione della discesa del prezzo del gas di metà dicembre e non pienamente incorporata nelle previsioni messe a punto in quelle settimane (vedi L'Alpha e il Beta del 16.1.2023). L'allentamento delle pressioni sui prezzi energetici è un "game changer" che migliora le prospettive economiche dell'Europa.

Si attenuano le pressioni inflazionistiche e migliorano le condizioni finanziarie, la Federal Reserve attenua l'intensità degli interventi sui tassi, il dollaro si indebolisce e le economie emergenti respirano. Domani sarà pubblicato l'indice dei prezzi al consumo di gennaio che costituisce un doppio test: per capire se il ritmo di crescita dei prezzi stia davvero rallentando e per saggiare la determinazione della Fed nel tenere i tassi "higher for longer", più alti per più tempo.

Secondo il sondaggio che Bank of America conduce periodicamente presso i gestori globali, nel primo mese dell'anno la scelta di sottopesare le azioni americane è stata del 39% dei gestori, in dicembre erano il 12%.

US equities lag behind in 2023

Year to date % change in US dollar terms



Source: FactSet
© FT

Fonte: FT, Factset

Nel corso del 2022 le iniziative del governo e della banca centrale sono state combustibile ad alti ottimi per le azioni USA, in particolare per il settore tecnologico che ha messo a segno risultati entusiasmanti dai minimi del 2020.

Ora però il cambio di marcia della Fed segnala qualche cambiamento, l'indice S&P 500 ha continuato a salire ma non quanto l'indice delle azioni europee Stoxx 600 e quanto l'indice MSCI dei listini emergenti.

Qualcosa è accaduto anche alla strana coppia dollaro euro.



Carlo Benetti
Market Specialist
di GAM (Italia) SGR
S.p.A.



“La strana coppia”, film del 1968 diretto da Gene Saks con Jack Lemmon e Walter Matthau

La coppia valutaria più osservata sulle due sponde dell’Atlantico ha iniziato il 2022 con il biglietto verde sugli scudi. Attorno a metà anno, sul picco dell’inflazione USA oltre il nove per cento, il rapporto con l’euro scese sotto la parità, momento fugace che si ripresentò a settembre, nei giorni della chiusura del gasdotto Nord Stream 1 e delle tensioni con la Russia. L’interruzione della fornitura fu un duro colpo alle prospettive economiche dell’Eurozona e forte motivo di preoccupazione per i mercati.

Nel corso del 2022 è stata soprattutto la politica monetaria degli Stati Uniti a guidare la strana coppia, l’euro è stato condizionato più dalla Fed che dalla Banca Centrale Europea. L’indice DXY, la misura sintetica del dollaro contro un paniere composto dalle sei maggiori valute, a settembre toccò i massimi degli ultimi vent’anni, un po’ per la aggressiva virata della Fed e un po’ per “l’esuberante privilegio” lamentato da Girard d’Estaing e ancora presente: il dollaro conserva lo status di bene rifugio quando sui mercati aumentano le preoccupazioni e diminuisce la propensione al rischio.

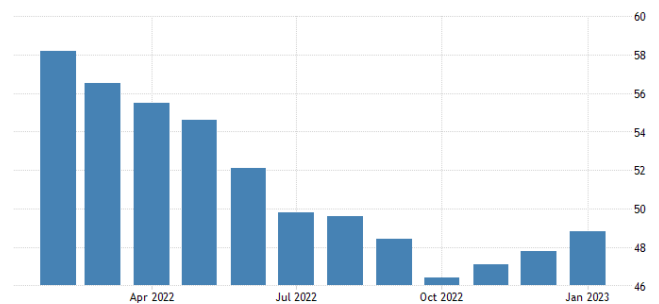
“il dollaro è la nostra valuta e un vostro problema” fu la schietta sintesi del Segretario al Tesoro John Connally nel 1971, quando l’abbandono della convertibilità con l’oro gettò nel caos il sistema monetario internazionale.

I rapporti di forza sono cambiati in questo inizio anno, il calo dell’inflazione, la discesa dei rendimenti dei Treasury e il ritardo della BCE sulla Fed hanno risollevato l’euro. L’indice DXY è del 10% sotto il picco, i mercati emergenti respirano e negli ultimi sei mesi l’euro si è apprezzato del 6% circa nei confronti del biglietto verde.

Rallenta l’aumento dei tassi a Washington, diminuisce l’appeal del dollaro come bene rifugio, torna l’appetito per il rischio, migliorano le prospettive economiche per l’Europa e per i mercati emergenti aree sulle quali sono tornati i flussi di investimento.

Il sondaggio di Bank of America conferma l’interesse degli investitori: è diminuita l’esposizione a Wall Street (il livello più basso degli ultimi 17 anni) a favore di Europa e paesi emergenti. L’Europa è passata da un sottopeso netto del 10% a dicembre a un sovrappeso del 4%, in fase con il graduale miglioramento delle prospettive economiche. In gennaio la rilevazione dell’indice dei responsabili degli acquisti è stata di 48,8, ancora sotto la soglia che separa l’espansione dalla contrazione, ma superiore al 47,8 del mese precedente,

Diminuisce la diminuzione: la contrazione dell’indice PMI della manifattura, ritenuto un indicatore “leading”, è stata la più bassa dal maggio 2022, gennaio ha confermato anche la sostanziale stabilità delle condizioni delle catene dell’approvvigionamento.



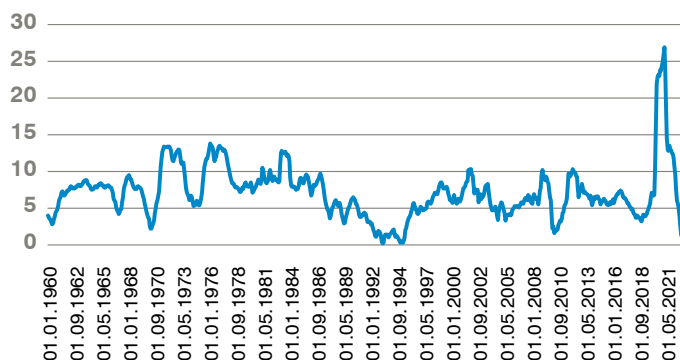
L’indice PMI manifatturiero dell’Eurozona. Fonte: Tradingeconomics.

Dopo il 2022 stravolto dalla guerra in Ucraina e dallo shock energetico, le azioni europee si presentano con valutazioni interessanti, prospettive di crescita sostenute dalla forza degli utili e dalle tendenze dell’economia globale.

Il nuovo scenario comporta tassi e rendimenti strutturalmente più alti, i mercati si stanno adeguando gradualmente, il passaggio nella condizione inflazionistica comporta anche il cambio della strategia di investimento, dall’attacco (estrazione di quanta più performance possibile da mercati “bullish”) alla difesa, “primo non prenderle”, ovvero difendere il valore reale dell’investimento. Il passaggio di fase comporta evidentemente il cambio delle politiche monetarie e un re-rating delle valutazioni relative tra i settori, favoriti i titoli dell’energia e i finanziari.

La guerra ha accelerato la fine dell’energia a basso costo proprio in una fase della storia in cui la domanda di energia è massima, alimentata dall’aumento della classe media nei paesi emergenti dove il consumo di energia pro-capite è una frazione dei livelli OCSE. Gli investimenti programmati nella transizione energetica sono ingenti, orientati al miglioramento tecnologico e al superamento dei colli di bottiglia nella catena del valore. Gli investimenti green potranno avere ricadute inflazionistiche ma saranno anche carburante per la crescita in Europa e per la ripartenza del credito: dopo un lungo periodo di riduzione della leva finanziaria e di miglioramento degli standard patrimoniali, il sistema bancario europeo ha le carte in regola per accompagnare la transizione energetica.

Dopo uno straordinario 2021, quando crebbe più del doppio rispetto a qualsiasi altro periodo degli ultimi sessant'anni, ora la massa monetaria è in contrazione, un fenomeno che generalmente si accompagna a minore attività economica e più debole propensione al rischio. Una tessera che complica il mosaico della narrativa semplificatoria del soft landing.



Fonte: GAM Investments, Bloomberg



Andy Warhol (1928-1987) "Dollar Bills" (1986)

Non c'è solo la transizione energetica, le trasformazioni demografiche e digitali sono motori altrettanto potenti del cambiamento nelle strutture produttive e nei comportamenti dei consumatori: le potenzialità dell'automazione, il 5G e l'Internet delle cose, gli acquisti online, il consumo interattivo di contenuti digitali, sono fenomeni di tale rilevanza da far superare la diade value/growth, eccessivamente semplificatoria, inadeguata alla complessità del nuovo ambiente.

In un contesto di bassa crescita c'è bisogno di storie di crescita e il settore tecnologico è il posto migliore dove cercare. I portafogli hanno bisogno di realismo, ovvero fare i conti con il nuovo scenario, e di flessibilità, evitare il dogmatismo degli stili.

La direzione dell'economia è ancora incerta e anche la relazione della coppia euro e dollaro è condizionata dall'evoluzione dello scenario. La forza del dollaro, lo abbiamo ricordato sopra, è stata favorita dalla velocità e intensità delle azioni della Federal Reserve e dallo status di "porto sicuro" del dollaro quando è più acuta tensione sui mercati.

Nel lungo termine il dollaro è insidiato dai tentativi di Cina, Russia e altri paesi emergenti di costruire un sistema monetario alternativo, che li affranchi dall'area di influenza degli Stati Uniti.

Vaste programmi, considerati gli attuali rapporti di forza economica, l'alternativa percorribile è un sistema fortemente influenzato dalla Cina ma "nel cercare di sfidare l'egemonia statunitense nel commercio estero, i membri non cinesi dei Paesi del gruppo potrebbero solo aumentare la loro dipendenza da Pechino" scrive Paul McNamara di GAM Investments sul Financial Times.

È probabile che nel breve termine prosegua la debolezza del dollaro, questa è anche l'opinione della maggioranza dei gestori intervistati nel sondaggio sopra ricordato, ma non perdiamo di vista i possibili recuperi per la sicurezza che il biglietto verde offre nelle fasi di tensione o l'ipotesi che l'inflazione diminuisca più lentamente e la Fed mantenga la stance restrittiva più a lungo di quanto atteso.

Nel lungo termine "l'esuberante privilegio" del biglietto verde sarà difficilmente scalfito, la forza del dollaro non fonda solo su un'economia forte ma anche su una economia libera, su un mercato liquido regolato dai prezzi e dalla legge, su un sistema giuridico liberal-democratico che i paesi che vogliono sottrarsi alla sua influenza non possiedono.

Per maggiori informazioni visitate il sito GAM.com



Importanti avvertenze legali:

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.