

EVENTI&COMMENTI – Prospettive post NVIDIA con una metafora calcistica

A cura di Antonio Cesarano, Chief Global Strategist, Intermonte

Milano, 23/02/2024

Mercoledì scorso si sono tenuti tre appuntamenti che hanno restituito indicazioni utili per gli investitori:

- **Trimestrale di Nvidia:** l'ad è riuscito a far percepire come credibile il mantenimento degli strabilianti ritmi di crescita degli utili per il futuro, definendo la domanda di AI al "tipping point", ossia ad un punto di svolta. In altri termini, l'incremento della domanda globale sarebbe solo agli inizi.
- **Asta Treasury 20Y:** l'asta è stata male accolta e diverse altre metriche segnalano la stanchezza del mercato obbligazionario. La forte sete di bond di inizio anno è stata in buona parte soddisfatta dal copioso primario delle prime settimane del 2024.
- **Minute meeting Fed di gennaio:** non c'è fretta nel taglio dei tassi ma, nel frattempo, a marzo si discuterà del rallentamento del calo bilancio.

I tre elementi aiutano a capire lo schieramento di mercato in atto (azionario ai massimi storici in diverse parti del mondo malgrado UK, Giappone e probabilmente Germania in recessione), che può essere associato ad una **metafora calcistica**.

ATTACCO	AI (forte crescita earnings)	PAY OUT RATIOS (settori maturi)
DIFESA	BANCHE CENTRALI CON LIQUIDITA'	
PANCHINA	RATE SENSITIVE (MID SMALL)	
CANTERA/ALLIEVI	DIFESA EUROPEA	

ATTACCO CON DUE PUNTE

- NVIDIA con la capacità di trasformare l'AI in utili → La punta "giovane", che mette a segno già molti goal ad appena 18 anni e che quindi promette anche meglio in futuro.
- Le aziende di settori più maturi che aumentano velocemente i pay out ratios, distribuendo quote crescenti di utile sotto forma di Buy Back e dividendi → la punta più esperta che se la cava d'esperienza, mettendo in campo soprattutto capacità di tradurre in goal la posizione. Da notare che chi è stato meno generoso nei pay out ratios in diversi casi è stato penalizzato (non solo, ma anche per questo), come ad esempio Apple (-4% YTD).

DIFESA: LE BANCHE CENTRALI

Una squadra vincente non può prescindere da un'ottima difesa con pochi goal incassati:

- La Fed che para i colpi per le banche regionali con linee di liquidità ad hoc (la BTFP) ed altre già presenti che vengono utilizzate a piene mani (la Reverse Repo che si sta velocemente svuotando da circa \$2500 mld agli attuali 550 mld circa). → La Fed promette di tenere sempre ben coordinata la difesa, dichiarando che al prossimo meeting del 20 marzo discuterà approfonditamente del bilancio, ossia non lascerà che il sistema vada in crisi di liquidità nel momento in cui alcune linee scadano e/o si azzerino.
- La BCE che ha erogato liquidità alle banche attraverso la remunerazione crescente offerta sui depositi, ora al 4%, al punto che (anche per questa ragione, oltre che per le minus sui titoli acquistati nella fase di tassi zero) nel 2023 ha chiuso il bilancio in perdita di €1,3 mld, per la prima volta in un ventennio.

IN PANCHINA: mid small caps globali

- Le Mid&Small Caps rimangono in panchina in attesa che "l'interruttore" tassi volga al ribasso. I principali indici sulle Mid&Small Caps globali (Russell 2000 in testa) sono praticamente fermi da inizio anno.

ALLIEVI

- Il settore della difesa europea, verso cui verosimilmente verranno dirottate ingenti risorse anche dalla transizione energetica. Ne ha fatto cenno la Von Der Leyen dopo la candidatura ufficiale al secondo mandato come Presidente della Commissione e ne discuteranno oggi i ministri delle Finanze dell'Ecofin, con particolare attenzione alle modalità di funding, ossia bond congiunti/BEI

Nel frattempo:

- **Il Giappone** approfitta sia della recessione (che rinvia l'aumento dei tassi da parte della BoJ, tiene debole lo Yen e supporta l'export) sia della sfiducia della Cina. I capitali in fuga dalla Cina beneficiano India e Giappone.
- **La Cina**, consapevole di aver perso la fiducia degli investitori esteri per gli effetti della politica della prosperità comune, gioca in autonomia, varando un mega piano governativo di buy back su azioni/etf, soprattutto mid-small, e stringendo le maglie sulle vendite allo scoperto. Risultato: gli indici CSI risalgono ed il retail cinese con in mano quantitativi ingenti di titoli indicizzati agli indici mid/small riduce il rischio di perdite quando scadranno intorno a metà anno.
- **Il mercato obbligazionario** "tira il fiato" sull'onda di enormi emissioni sul primario, quasi sempre ottimamente accolte, ma poco alla volta la domanda inizia ad essere sazia.

In prospettiva:

- **La curva al rialzo dei tassi** tra febbraio e marzo offre opportunità di ingresso in vista di una Fed che inizia ad intervenire sulla liquidità, molto prima che sui tassi. Sui tassi le manovre probabilmente arriveranno nella seconda parte dell'anno (orientativamente la partenza è prevista tra giugno e luglio), di fronte a segnali di stabilizzazione dell'inflazione (l'ultimo miglio del calo è la parte più ostica e più foriera di dubbi e prudenza), ma nel frattempo la liquidità sarà la manovra principe della Fed.
- Con i tassi progressivamente in calo dal secondo trimestre/semestre, potrebbero ritornare in gioco i "panchinari" ossia le **mid small cap**, come già accaduto tra novembre e dicembre 2023.
- Questo senza che in assoluto i giocatori del girone di andata (AI e aziende con alto pay out ratio) performino male, se mai solo in senso relativo.
- **L'oro**, dal canto suo, potrebbe continuare a beneficiare del trend di diversificazione dal dollaro delle banche centrali globali con obiettivo 2330/2500 entro fine anno.
- **L'oscillazione del cambio EUR/USD** è attesa nel range 1,06/1,13 per l'anno:

- nel primo trimestre sarà mediamente più forte il dollaro (l'economia europea offre il peggio di sé in questa fase);
- nel secondo trimestre ci sarà un ritorno del dollaro verso 1,10 in vista delle prime manovre della Fed sul bilancio;
- nel terzo trimestre di nuovo il dollaro sarà più forte (nel periodo della ricostituzione delle scorte di gas da parte dell'Europa)
- il quarto trimestre vedrà un dollaro più debole, come effetto delle manovre espansive della Fed.
- **Lo spread** nel primo semestre sarà sorretto da due fattori in particolare:
 - L'acquisto di Btp da parte delle banche per sostituire il margine di interesse con la Bce con quello sui BTP.
 - Le privatizzazioni i cui incassi alimentano il fondo ammortamento debito che potrebbe rivelarsi utile nel secondo semestre, quando la Bce progressivamente azzererà i reinvestimenti del piano PEPP, con l'azzeramento degli acquisti di BTP.

Le incognite come sempre sono numerose: oltre alla geopolitica, anche le elezioni Usa con la possibile vittoria di Trump, che nel 2016 portò a un rialzo dei tassi, ma anche a un forte beneficio per mid&small caps.

Intermonte

Intermonte è una Investment bank indipendente leader in Italia e punto di riferimento per gli investitori istituzionali italiani e internazionali nel segmento delle mid & small caps. Quotata sul mercato Euronext Growth Milan di Borsa Italiana, presenta un modello di business diversificato su quattro linee di attività, "Investment Banking", "Sales & Trading", "Global Markets" e "Digital Division & Advisory". L'Investment Banking offre servizi rivolti a imprese quotate e non quotate in operazioni straordinarie, incluse operazioni di Equity Capital Markets, M&A e Debt Capital Markets. Le divisioni Sales & Trading e Global Markets supportano le decisioni di oltre 650 investitori istituzionali italiani ed esteri grazie a una ricerca di alto standing di più di 50 operatori professionali specializzati nelle varie asset class, azioni, obbligazioni, derivati, ETF, valute e commodities. L'ufficio studi figura costantemente ai vertici delle classifiche internazionali per qualità della ricerca e offre la più ampia copertura del mercato azionario italiano sulla base di un'elevata specializzazione settoriale. La divisione "Digital Division & Advisory" attraverso Websim è attiva nella consulenza agli investimenti nei confronti di investitori non istituzionali, consulenti finanziari e private banker e PMI.

Contatti per la stampa:

BC Communication

Beatrice Cagnoni – beatrice.cagnoni@bc-communication.it – +39 335 5635111

Giulia Franzoni – giulia.franzoni@bc-communication.it - +39 334 3337756