
Erse! Outlook

Giu. 2022



“

La grande transizione

- Mercati azionari
- Mercati obbligazionari
- Mercati valutari
- Le nostre linee





La grande transizione

Da qualche mese i mercati stanno affrontando venti contrari. Le incognite sono tante ma a prendere il sopravvento sono state soprattutto le preoccupazioni sull'inflazione e sull'accelerazione nel processo di aumento dei tassi d'interesse da parte delle Banche centrali.



Uno scenario inedito

L'incertezza è grande e non passa giorno senza che venga diffusa una nuova valutazione dell'attuale scenario economico. Nel complesso manca un modello di riferimento per decifrare lo scenario economico dei nostri giorni. I tassi d'inflazione sono saliti in poco tempo sopra quota 7% mentre i tassi d'interesse sono poco sopra allo zero. Non era mai successo prima d'ora. I banchieri centrali, i grandi economisti e gli analisti di Borsa sono alla ricerca di una bussola per navigare nel nuovo contesto.

Il conflitto Russia-Ucraina ha complicato un quadro generale già difficile. Ha aggiunto un pesante elemento di incertezza e potrebbe frenare l'attività economica in alcune aree, in particolare in Europa. Ha inoltre contribuito a spingere ancora più in alto i prezzi delle materie prime, a cominciare dal petrolio e dal gas naturale, e a far salire i prezzi dei beni alimentari. Il risultato è stato una forte accelerata della corsa dell'inflazione che era già in crescita sugli effetti del post-lockdown. La lotta all'inflazione è ancora più nel mirino. Gli occhi dei mercati sono puntati in particolare sull'andamento dei prezzi negli Stati Uniti mentre il comportamento di acquisto delle famiglie Usa è l'osservato speciale.

Nel Paese il tasso d'inflazione è straordinariamente sui massimi degli ultimi 40 anni. Nel mese di aprile il livello ha registrato un leggero calo (a +8,3% da +8,5% di marzo) ma è comunque risultato superiore alle attese. Questo andamento dei valori al consumo è seguito molto da vicino dagli operatori. Serve a capire quanto aggressive saranno le prossime mosse della Federal Reserve, la Banca centrale americana. Diversi membri dell'Istituto centrale Usa hanno ribadito il messaggio del chairman Jerome Powell sulla possibilità di rialzi dei tassi di interesse da mezzo punto percentuale nelle riunioni di giugno e luglio.

Intanto il Paese si sta avvicinando al momento delle elezioni di metà mandato, che si terranno a novembre. Questo aspetto fa pensare che nei prossimi mesi la pressione politica sulla Fed, per far scendere il tasso d'inflazione, non potrà che aumentare.

Lo sguardo di tutto il mondo è rivolto alle mosse che faranno i banchieri centrali Usa. Uno degli interrogativi più importanti che gli operatori si pongono è se la Federal Reserve sarà capace di operare in modo tale da portare l'economia del Paese verso un atterraggio morbido. O se invece un atterraggio duro

è più probabile visto il rialzo accelerato dei tassi in arrivo. Il timore è che con un aumento troppo aggressivo del costo del denaro Usa, e dunque della spesa richiesta per i finanziamenti, le prospettive di crescita delle aziende e dell'economia peggiorino, fino a causare una recessione.

Nella riunione del 3 e 4 maggio, la Fed ha alzato i tassi di interesse di 50 punti base, portandoli nel range 0,75-1%. Si è trattato della mossa più aggressiva dal 2000. Due aumenti da 50 punti base nei prossimi due mesi porterebbero i tassi all'1,75-2%. L'idea è di riuscire a riavvicinare l'inflazione all'area dei due punti percentuali. Al momento sembra essere questa la questione centrale.

A tenere alta l'attenzione è anche l'andamento del dollaro che a metà maggio ha raggiunto i massimi degli ultimi cinque anni sull'euro. Contemporaneamente l'indice del biglietto verde si è arrampicato su vette che non vedeva da venti anni. Il dollaro americano ha attualmente una valutazione relativamente elevata, sostenuta dalle aspettative di rialzo dei tassi d'interesse, da un livello di rendimento generalmente più alto sul mercato obbligazionario statunitense rispetto alle obbligazioni di altri Paesi e naturalmente anche dai flussi verso i beni rifugio dovuti alla

guerra in Ucraina.

Se la Fed come probabile aumenterà i tassi a ogni riunione che ci sarà nel corso di quest'anno, allora favorirà l'attuale sopravvalutazione del biglietto verde. Per l'Europa si tratterà di una grana in più. L'euro debole rischia infatti di creare un circolo vizioso proprio con l'inflazione, che in Europa deriva in gran parte dal prezzo di beni importati. Per la Banca centrale europea (Bce) il cammino verso il rialzo dei tassi diventerà più problematico.

Nel frattempo un ritorno al modello della vecchia normalità non è in vista. La globalizzazione, uno dei grandi motori che hanno spinto i mercati azionari negli ultimi decenni, sta entrando in un'era che è stata chiamata di antagonismo sistemico intensificato, tra l'Occidente e un blocco di regimi nazionalisti dell'Estremo Oriente, con Cina e Russia al centro.

Invece di un'apertura progressiva, l'attenzione è ora nuovamente rivolta alla demarcazione. A soffrire sarà il commercio internazionale e l'attività economica, e i riflessi potrebbero presto arrivare sui prezzi al consumo. Il quadro è ancora tutto in divenire e ci vorrà molto tempo perché si arrivi a una nuova stabilità. Certo è che il percorso intrapreso è tutto inesplorato.



Mercati azionari

La reportistica aziendale relativa al primo trimestre si è conclusa tutto sommato positivamente, con una crescita ancora sostenibile grazie a un importante contributo dei settori energia e materie prime.

“

Multipli più interessanti rispetto al recente passato

L'andamento dei mercati azionari globali nei mesi di aprile e maggio ha però vissuto i timori di un circolo vizioso avviato da inflazione e tassi di interesse, e il posizionamento degli investitori ha raggiunto livelli elevatissimi di liquidità, nonostante le revisioni degli utili mostrino un miglioramento marginale, mentre i multipli appaiono ora decisamente più interessanti rispetto al recente passato. Il potenziale riavvolgimento – da comprendere quanto temporaneo – dei fattori di crisi, dal potenziale picco dell'inflazione all'allentamento della draconiana politica Zero Covid cinese, con effetti positivi sulle catene logistiche

globali, sembra offrire spazio per un rimbalzo. In Europa la complessità geopolitica giustifica multipli più contenuti e costringe ad una attività di stock picking volta ad individuare le società che presentano opportunità strutturali di crescita, una maggior competitività internazionale e vantaggi strutturali importanti: emergono in alcuni ambiti aziende britanniche (ad esempio Anglo American) o elvetiche (Roche) o francesi (LVMH) piuttosto che un singolo indice geografico. Tuttavia, la forte compressione del multiplo ora appare meno giustificata dopo una reporting season comunque positiva.

Indice MSCI World in euro



Fonte: Ersel



Mercati obbligazionari

L'ultimo mese è stato particolarmente negativo per tutte le attività legate al mondo obbligazionario: gli spread hanno incorporato in una certa misura i timori di un rallentamento e i tassi sono tornati sui livelli di fine aprile, principalmente guidati da una discesa delle aspettative di inflazione.

Le banche centrali sembrano essere concentrate, finora, esclusivamente sull'inflazione e tendono a ignorare i segnali di rallentamento. I tre driver del mese sono stati, sostanzialmente, il restringimento delle politiche monetarie, i lockdown cinesi e i timori di rallentamento globale; la guerra sembra essere passata in secondo piano. I tassi decennali sono su livelli che riflettono una probabilità non ignorabile di un cambio di regime dell'inflazione e, quindi, della politica monetaria. In assenza di questo potremmo essere di fronte a un overshooting. I rischi principali rispetto allo scenario base sono dati dall'impatto del tightening della politica monetaria sull'economia e dell'inflazione sui consumi, il cui combinato potrebbe portare ad una recessione. Per contro l'ipotesi di atterraggio morbido per la crescita dell'economia americana si basa sempre più sulla fortuna riguardo alla risoluzione dei problemi nelle catene logistiche e nel mercato del lavoro negli Stati Uniti e meno sull'abilità della Fed costretta dalla risalita dell'inflazione a non dilapidare la propria credibilità così faticosamente guadagnata negli anni '80.

“

Le banche centrali restano concentrate sull'inflazione



Mercati valutari

La forza del dollaro su scala globale, così come rappresentata dall'indice DXY, ha raggiunto livelli che non si vedevano da circa un ventennio.

Alla base del movimento vi è stata la continua revisione al rialzo delle aspettative sulla FED; siccome il mercato ha già incorporato molto di quanto è ragionevole attendersi dalla banca centrale USA, le possibilità di ulteriore apprezzamento ci paiono limitate. Un'inversione del trend non appare però imminente, anche perché non siamo giunti ad un estremo né a livello valutativo né in termini di posizionamento speculativo. Il dollaro si è mostrato forte anche nei confronti delle valute

emergenti; il loro indebolimento è stato in parte contrastato dall'azione preventiva delle banche centrali locali, che ora nel complesso possono aver raggiunto i livelli desiderati. Questo potrebbe portare ad una pausa nella pressione al rialzo sui tassi locali e quindi ridestare un maggior interesse nei mercati obbligazionari in valuta emergente. Da notare infine che la valuta cinese, con un po' di ritardo, ha seguito la direzione indicata dal differenziale dei tassi indebolendosi rispetto al dollaro.

“

Il dollaro ai massimi degli ultimi 20 anni

USD/EUR



Fonte: Ersel

Le nostre linee

Crescono i timori sulla tenuta della crescita a causa delle misure restrittive delle Banche Centrali e il movimento della maggior parte delle asset class è in linea con questa interpretazione.

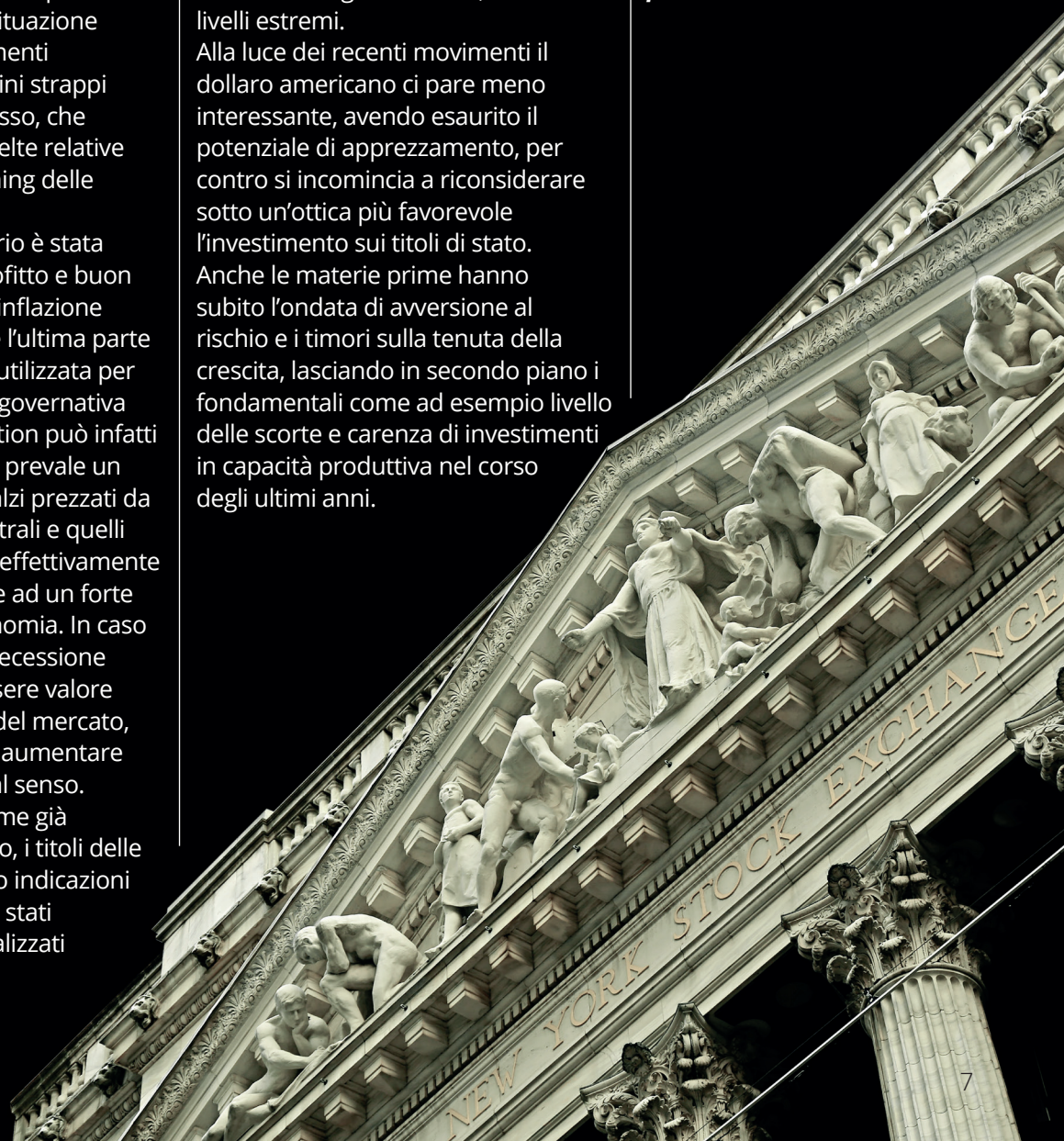
A fronte di questo i dati macroeconomici e le trimestrali aziendali sono ancora lontani da livelli coerenti con una recessione in avvicinamento; parte del movimento può dunque essere dovuto a eccessi di pessimismo e scoppio di piccole bolle. Ne emerge una situazione molto tirata, con movimenti caratterizzati da repentini strappi verso l'alto o verso il basso, che complicano anche le scelte relative a posizionamento e timing delle operazioni. In ambito obbligazionario è stata chiusa con un buon profitto e buon timing la posizione sull'inflazione americana: a fine aprile l'ultima parte del movimento è stata utilizzata per aumentare la duration governativa internazionale. La duration può infatti essere un ambito in cui prevale un disallineamento tra i rialzi prezzati da parte delle Banche Centrali e quelli che potrebbero essere effettivamente deliberati se si arrivasse ad un forte rallentamento dell'economia. In caso di tenuta del ciclo o di recessione di lieve entità ci può essere valore nei segmenti a spread del mercato, ma sembra prematuro aumentare esposizioni e rischi in tal senso. In ambito azionario, come già osservato il mese scorso, i titoli delle aziende che hanno dato indicazioni negative sugli utili sono stati significativamente penalizzati

in borsa, anche perché appartengono ai settori che finora avevano tenuto meglio. Reazioni di entità analoga, ma di segno opposto, possono accadere in caso di sorprese positive, anche a causa del posizionamento e del sentiment degli investitori, che sono a livelli estremi.

Alla luce dei recenti movimenti il dollaro americano ci pare meno interessante, avendo esaurito il potenziale di apprezzamento, per contro si incomincia a riconsiderare sotto un'ottica più favorevole l'investimento sui titoli di stato. Anche le materie prime hanno subito l'ondata di avversione al rischio e i timori sulla tenuta della crescita, lasciando in secondo piano i fondamentali come ad esempio livello delle scorte e carenza di investimenti in capacità produttiva nel corso degli ultimi anni.

“

***L'elevata volatilità
giustifica
atteggiamenti
ponderati***



INAUGURATA A MILANO LA NUOVA SEDE ERSEL



ERSEL

via Caradosso 16





CONDIVIDIAMO SORRISI.

Dona il 5x1000 a Paideia:
ognuno di noi può fare la sua
parte per sostenere i bambini
con disabilità e le loro famiglie.

C.F. 97552690014

www.fondazionepaideia.it



Insieme
per la felicità
dei bambini