
Ersei Outlook

Apr. 2024



“

Cigno bianco

Mercati azionari

Mercati obbligazionari

Mercati valutari

Le nostre linee





Cigno bianco

Il mondo economico è attualmente immerso nella ricerca spasmodica di segnali di crescita ma esistono anche altri dati cruciali che non devono essere trascurati.



La pericolosa spirale del debito pubblico

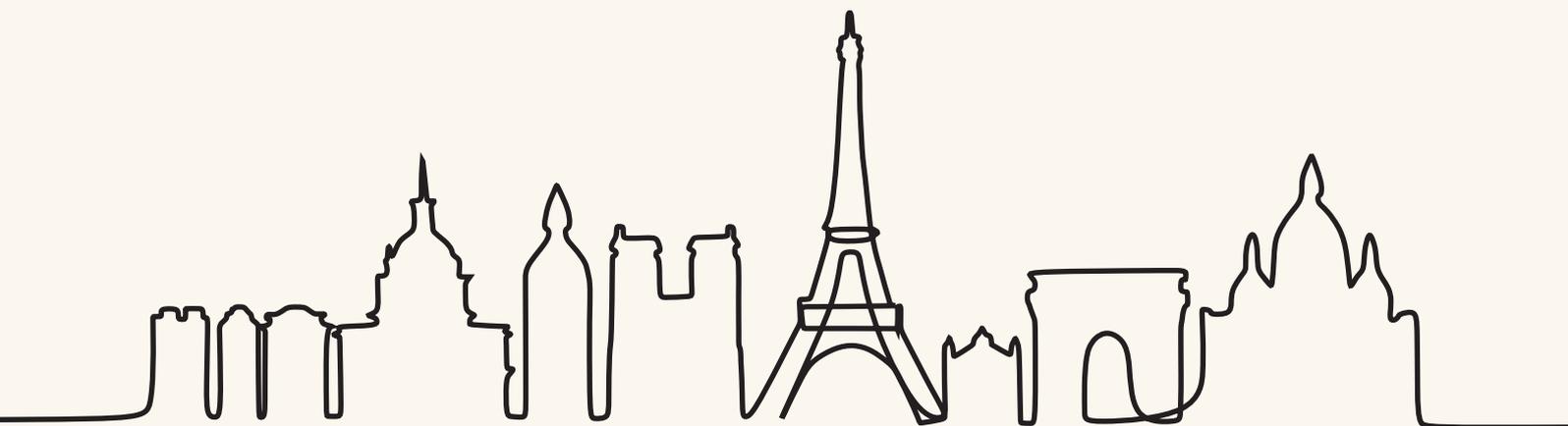
Tra questi ci sono i numeri sui debiti pubblici. Gli anni di crisi hanno gonfiato in maniera considerevole il debito globale, alimentando una montagna di preoccupazioni per il futuro economico. Gli alti tassi d'interesse hanno acuito il problema. Il richiamo su questo tema è arrivato da Nassim Taleb, noto per il suo libro sui «Cigni neri», vale a dire quegli eventi imprevedibili che si verificano estremamente di rado ma che hanno un grave impatto sui mercati finanziari. Qualche tempo fa, Taleb ha lanciato un nuovo allarme, questa volta sul rischio «Cigno bianco». Si tratta di un fenomeno più visibile che può diventare improvvisamente pericoloso quanto i cigni neri. Di cosa si tratta? Taleb l'ha identificato in una pericolosa spirale del debito pubblico che, se non tenuta adeguatamente a bada, ha il potenziale di condurre a conseguenze disastrose. Sotto la spinta di elevati indebitamenti e di un'economia sempre più suscettibile agli shock, il pericolo è reale e va opportunamente monitorato. La lista dei Paesi con criticità sul debito è lunga. Nelle prime posizioni di questa classifica, come noto, si piazza da molto tempo l'Italia. Da poco però a scalare le graduatorie è arrivata anche la Francia: qualche giorno fa l'Insee, l'Istituto Nazionale di Statistica di Parigi, ha fatto sapere

che nel 2023 il debito francese si è attestato al 110,6% del Pil. Un livello leggermente inferiore a quello del 2022 (111,9%) ma quasi un punto in più rispetto alle previsioni del governo (109,7%). Cattive notizie sono arrivate soprattutto dai numeri sul rapporto Deficit-Pil: a sorpresa nel 2023 è peggiorato e ha raggiunto quota 5,5% contro l'atteso 4,9%. Inoltre è risultato ben al di sopra del 4,8% registrato nel 2022. Con questi dati, Parigi è finita sotto i riflettori delle agenzie di rating e adesso sul Paese incombe il rischio di una procedura Ue per eccesso di debito. Alla vigilia delle elezioni europee, questo quadro mette a dura prova la credibilità del Presidente francese Emmanuel Macron che aveva costruito la fiducia anche sulla promessa di una finanza sana. L'Italia, va detto, nel 2023 ha sì registrato un rapporto Deficit-Pil elevato che è arrivato al 7,2% ma si è rivelato in contrazione a fronte dell'8,6% del 2022. Inoltre, il debito pubblico italiano è calato al 137,3% del Pil dal 140,5% del 2022 ed è risultato decisamente migliore rispetto alle stime della NadeF (140,2%). Non ci sono solo Francia e Italia. Il viaggio intorno ai debiti pubblici dei Paesi europei varia notevolmente a seconda della geografia. La situazione è complessa in Paesi come Belgio, Spagna e

Grecia mentre, al contrario, in Germania e in Irlanda i conti sono da tempo pressoché in ordine. Alcuni Paesi sono riusciti a ridurre il proprio debito nel corso degli anni mentre altri continuano a lottare con livelli elevati di indebitamento. Un esempio virtuoso è quello del Portogallo, Paese salvato nel 2011 dalla bancarotta, che nei giorni scorsi ha comunicato un calo del debito al 99% del Pil nel 2023, dal 114% dell'anno prima (era al 131% nel 2016). Inoltre, l'anno scorso il Paese ha registrato il più alto avanzo di bilancio degli ultimi 50 anni (oltre un punto di Pil). La strada seguita da Lisbona, con riforme azzeccate e aumenti di spesa sotto controllo, è adesso considerato un modello da seguire.

Intanto, mentre in Europa la lotta contro il debito procede in ordine sparso, lo sguardo è rivolto agli Stati Uniti. L'enorme mole del debito pubblico Usa è una costante fonte di preoccupazione in tutto il mondo. Di recente il Congressional Budget Office degli Stati Uniti, un'autorità del Congresso che ha il compito di esaminare le spese di Stato, ha pubblicato dati che dicono che alla fine dello scorso anno il debito americano ha raggiunto i 26,2 mila miliardi di dollari, circa il 97% della produzione economica annuale americana. Entro il 2029 il livello potrebbe superare il precedente massimo del 116% del periodo

immediatamente successivo alla Seconda Guerra Mondiale. Questo andamento arriva in un momento in cui l'America sta vivendo un'accesa campagna elettorale. In particolare, la possibilità di un ritorno di Donald Trump alla presidenza sta scaldando gli animi. Durante la sua campagna elettorale, Trump ha promesso che in caso di vittoria estenderà gli sgravi fiscali del suo primo mandato. Si tratta di una politica che presenta rischi. A ricordarlo c'è l'esperienza «shock» di Liz Truss, la ex Primo Ministro britannico che è stata in carica per soli 45 giorni nel 2022 e che ha dovuto lasciare il suo mandato dopo l'annuncio di tasse più basse senza opportuni finanziamenti che avrebbero portato a più deficit e più debito. Dall'Europa agli Usa il rischio debito pubblico non è da sottovalutare. La situazione economica attuale richiede una gestione oculata e pratica. Mentre gli Stati lavorano per contenere i deficit e stabilizzare il debito, è essenziale adottare misure strategiche per promuovere la crescita economica. Sebbene vi siano molte sfide da affrontare, c'è spazio per l'ottimismo e la fiducia nel superare queste difficoltà con determinazione e cooperazione. Sia nell'Unione Europea sia negli Stati Uniti, la volontà di agire con saggezza e responsabilità può portare ad un futuro economico più stabile e prospero per tutti.





Mercati azionari

Il rally sui mercati azionari prosegue ampliandosi progressivamente, ma non in misura tale da frenare i timori più o meno generalizzati relativi al fenomeno della concentrazione, che si verifica quando le performance di ampi indici azionari sono guidate da un numero ristretto di titoli.

“

Prezzi ai massimi, qualche timore relativo alla concentrazione

Per quanto i livelli attuali di tale fenomeno possano apparire eccessivi, storicamente ci sono state fasi ben più lunghe e con concentrazioni superiori, tendenzialmente coerenti con i trend sottostanti le dinamiche economiche e di mercato dell'epoca. Inoltre, aggiustando le valutazioni per metriche quali ritorno sul capitale e crescita, vediamo che risulta in realtà difficile individuare incoerenze fondamentali. Il vantaggio competitivo dei leader globali è abbastanza ampio da rendere possibili investimenti molto significativi in termini assoluti, senza erodere marginalità e ritorni sul capitale. Andando maggiormente nel dettaglio sulle società, vediamo che

da analisi di situazioni comparabili nel passato la persistenza dei leader a livello fondamentale è molto elevata, così come la persistenza di livelli di rendimento elevati o comunque soddisfacenti. Nel caso particolare le valutazioni dei leader di questo ciclo si presentano allineate con quanto già visto relativamente ai leader nel recente passato. Nel breve una preoccupazione potenzialmente più significativa è legata al progressivo «affollamento» sulle società con la tendenza migliore, in termini di rendimenti sugli ultimi 12 mesi. La concentrazione in Europa non sembra essere una tematica di rischio pari a quella negli Stati Uniti, nonostante i livelli non siano distanti dai massimi degli ultimi 30 anni.

Indice MSCI World in euro



Fonte: Ersel



Mercati obbligazionari

Nell'ultimo mese i tassi hanno avuto un andamento contrastato.

All'inizio del periodo di riferimento abbiamo assistito ad una discesa arrestata dai dati di inflazione, che hanno riportato i tassi nella parte alta del range, a 4.30% il decennale americano e a 2.45% il bund. Le previsioni della banca centrale USA del 20 marzo mostrano che il punto mediano di fine 2024 è rimasto il 4.625% continuando a mostrare 3 tagli dei tassi da 25 punti base per quest'anno. Sono invece salite le previsioni sui tassi per il 2025 e il 2026 e il tasso medio neutrale di lungo periodo. Il mercato stima che ci sia circa il 67% di probabilità di vedere il primo ribasso dei tassi di policy all'appuntamento di politica monetaria di giugno.

In Europa la Banca Centrale si sta dimostrando, come da attese, a suo agio nel rimanere ferma al 4%. In linea con quanto illustrato

a proposito della FED, ci sembra adeguato un intervento nel corso del 2024 di almeno 3-4 ribassi dei tassi di policy. Anche in questo caso, dopo un inizio d'anno particolarmente aggressivo sulla previsione di tassi da parte della Banca Centrale, il mercato ci sembra ora più equilibrato nella valutazione della traiettoria dei tassi di policy futuri.

Nell'ambito delle obbligazioni societarie, nonostante l'ottima performance registrata a partire dall'ultimo trimestre del 2023, le valutazioni dei subordinati in relazione ai titoli High Yield rimangono sui massimi storici. Il rendimento di tali strumenti è ancora molto vicino al costo dell'equity bancario, implicando un premio per il rischio "ibrido" superiore alla media storica.

“

Mercati più equilibrati nelle previsioni dei tassi futuri



Mercati valutari

Continua la debolezza dello yen nei confronti del dollaro e, di riflesso, anche verso euro. Nell'evoluzione dei fondamentali giapponesi non si segnalano sorprese in negativo rispetto a quello che avevamo ipotizzato potesse essere un contesto favorevole alla divisa nipponica.

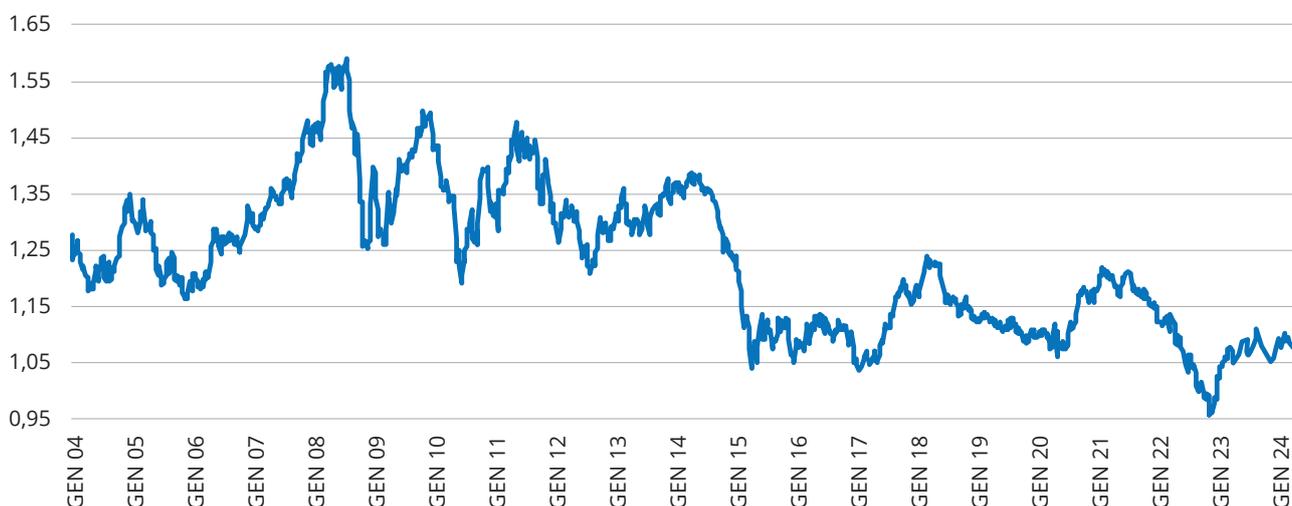
L'economia, infatti, soprattutto nei salari e nei prezzi al consumo, è risultata abbastanza in linea con il nostro scenario di riferimento e questo ha portato ad una reazione da parte della banca centrale in senso restrittivo. L'insieme delle ultime misure varate dalla banca centrale giapponese non appare trascurabile: fine della politica dei tassi negativi, fine del controllo sul livello dei tassi a lunga durata, fine degli acquisti sulle asset class di rischio, mentre rimangono in essere solo gli acquisti sui titoli di Stato. Tutte queste mosse sono conseguenti alla visione di un target

di inflazione raggiungibile. Ciò che è mancato come supporto allo yen è stato un deciso miglioramento del differenziale dei tassi a favore di quelli giapponesi: l'incremento dei tassi a breve nipponici da inizio anno è stato infatti pareggiato in entità da quello dei Treasury USA, mantenendo stabile lo spread. A nostro avviso questo fattore, più che la prudenza con cui BoJ sembra intenzionata a procedere nel percorso di normalizzazione della politica monetaria, è il fattore decisivo per vedere un movimento più convinto di rafforzamento dello yen.

“

L'aumento dei tassi americani penalizza lo yen

Cambio euro/dollaro



Fonte: Ersel



Le nostre linee

Si conferma una fase favorevole per l'economia globale, con indizi di un ribilanciamento nella crescita grazie ad un rallentamento verso il potenziale negli USA e ad un progresso nelle altre regioni.

Questa dinamica è stata accompagnata da un comportamento tutto sommato accomodante da parte delle principali Banche Centrali, sia nelle affermazioni e nelle proiezioni, sia nell'effettivo taglio dei tassi. Il risultato è un contesto particolarmente favorevole per i mercati finanziari, con tassi governativi in marginale calo nel corso del mese, spread di credito a livelli storicamente compressi e molti dei principali indici azionari vicino ai massimi storici. In ambito obbligazionario manteniamo una piena esposizione alla duration governativa, nonostante i dati di crescita e inflazione superiori alle attese, sia perché pensiamo che rallentamenti dai livelli attuali siano più probabili di nuove accelerazioni, e sia e per la funzione di bilanciamento e diversificazione dei bond nei portafogli multiasset.

Il credito ha dato un contributo ampiamente positivo tramite i diversi segmenti e le strategie selezionate. In ambito azionario la piena esposizione ha consentito di partecipare efficacemente alla salita dei mercati da inizio anno; non è sempre stato facile fare meglio degli indici di riferimento tramite la selezione visti i risultati delle mega cap. In Europa è disponibile una strategia attiva e concentrata con commissioni di gestione di soli 37Bps per investitori iniziali, che riteniamo opportuno inserire nei portafogli. Lo yen non ha reagito al cambiamento di politica monetaria da parte di BoJ, ma valutazioni e fondamentali economici rimangono a supporto della divisa nipponica, su cui manteniamo l'esposizione. Prospettive in miglioramento per l'economia globale confermano il potenziale per l'esposizione sulle materie prime.

“

***Continua
il periodo
positivo
per le attività
di rischio***

NOI SIAMO CONTRO LA VITA COMODA
LEGNA E CARBONI



© Gianni Berengo Gardin, 1960

Mercoledì 24 aprile 2024

GUIDO io

Itinerari fotografici di una collezione
100 fotografie dalla raccolta di Guido Bertero

A cura di Chiara Massimello e Marco Sobrero



ERSEL

La mostra resterà aperta fino al 14 giugno



AMIAMO LA TRASPARENZA COME AMBIENTE NATURALE

Qualità, affidabilità, sostenibilità.

Dal 1936 offriamo un servizio esclusivo.
Oggi in Italia siamo una delle più grandi realtà indipendenti specializzata nel **Wealth Management**.
Un primato basato sulla trasparenza e sulla **completezza** del servizio,
su una rete di rapporti professionali per tutti gli aspetti
che riguardano la **gestione** e la **trasmissione** del patrimonio.



ERSEL
Wealth Management

Segui i nostri podcast

su  Spotify®



A cura del Team Advisory Ersel



ERSEL
Wealth Management