

Ersel Outlook Giu. 2023



“

L'Europa
alla prova dell'IRA

Mercati azionari

Mercati obbligazionari

Mercati valutari

Le nostre linee





L'Europa alla prova dell'IRA

Gli occhi degli operatori sono puntati sulle nuove prove che l'Europa si trova ad affrontare.

“

Necessarie nuove misure a difesa della green leadership europea

Questa volta il guanto di sfida arriva dagli Stati Uniti: l'estate scorsa il Presidente americano Joe Biden ha lanciato l'Inflation Reduction Act (IRA), un maxi programma di sovvenzioni per il green da 370 miliardi di dollari che sta allarmando politici e investitori europei. Il piano, che dovrà contribuire anche a ridurre l'inflazione, ha innescato una vera e propria rivoluzione nel campo delle politiche ambientali ed energetiche del Paese. La cifra senza precedenti ha però le potenzialità di cambiare molte carte anche in Europa.

L'obiettivo dell'IRA è di ridurre le emissioni di CO2 degli Usa di circa il 40% già entro il 2030 (rispetto ai livelli del 2005). Per riuscire in questo intento il programma favorirà la transizione verde americana con benefici e sconti. Significa che le aziende Usa che investiranno in energia pulita pagheranno meno tasse. Allo stesso tempo, le auto elettriche e le batterie prodotte negli Stati Uniti saranno sussidiate dallo Stato. L'acquisto di un'auto verde "Made in Usa" con una batteria anch'essa prodotta negli Stati Uniti sarà sovvenzionato con circa 7.500 dollari. I sussidi andranno anche alle aziende che producono turbine eoliche o impianti solari con acciaio statunitense e

arriveranno fino alle tecnologie emergenti a basse emissioni di carbonio come l'idrogeno. La nuova legge Usa incarna trasformazioni significative nel campo degli sforzi a favore del clima. Inizialmente, il piano ha suscitato molto interesse a livello dell'Europa. Più passa il tempo però e più crescono le preoccupazioni tra i leader europei. Le voci critiche sostengono che la generosità dei sussidi Usa creerà un incentivo per le aziende a delocalizzare le proprie attività negli Stati Uniti. Il rischio è che l'industria verde del Continente possa perdere terreno. I primi segnali stanno già arrivando: negli ultimi mesi diverse grandi società Ue hanno annunciato di voler spostare parte delle proprie produzioni in area statunitense.

Agli occhi dei politici europei, questo piano rappresenta una sfida a duello. «Faremo in modo che la catena di approvvigionamento per l'America inizi in America» sono state le parole del Presidente Biden a sostegno del suo piano. Allo stesso tempo diventa sempre più evidente che una risposta europea al programma statunitense sarà centrale per sostenere parte delle produzioni e il crescente settore della tecnologia verde dell'Europa.



Una prima reazione europea è già arrivata ma mancano ancora molti tasselli. Un primo passo è stato fatto con il “Green Deal Industrial Plan”, una espansione del “Green Deal Plan”. Servirà a raggiungere la neutralità climatica al 2050. Concentrato su quattro pilastri principali (da semplificazioni normative, a finanziamenti facilmente accessibili, al rafforzamento delle competenze al potenziamento della cooperazione commerciale) questo programma dovrà permettere alle industrie europee coinvolte nella transizione energetica di reggere alla concorrenza delle rivali Usa. Il confronto però è anche con la Cina, altro Paese che sovvenziona l’industria locale.

La Presidente della Commissione europea Ursula von der Leyen ha dichiarato l’intenzione dell’Ue di essere all’avanguardia nella gestione del percorso verso l’azzeramento delle emissioni di gas serra. In ogni caso, il nuovo piano europeo non prevede nuovi finanziamenti ma attinge da 380 miliardi di doti economiche già stanziati nei precedenti fondi per la transizione ecologica e prevede un’estensione degli aiuti nazionali alle imprese europee attraverso crediti d’imposta e misure di supporto agli investimenti. Gli occhi sono adesso puntati su un nuovo strumento, un fondo sovrano europeo destinato agli investimenti nelle tecnologie emergenti, che dovrebbe arrivare nei prossimi mesi. La sua definizione sarà cruciale.

L’idea è che l’Europa si trovi di fronte a un bivio e dovrà adottare misure incisive per mantenere la propria posizione di leader nella transizione verso un’economia sostenibile. La corsa è alla nuova economia del futuro. Chi vince questa battaglia potrà ambire al ruolo di potenza economica nei prossimi decenni.



Mercati azionari

Dinamica moderatamente positiva per i mercati azionari nell'ultimo mese, che però nasconde il proseguimento di una certa divergenza nelle performance tra i titoli a larga capitalizzazione, soprattutto tecnologia, e resto del mercato, in particolare finanziari, industriali e real estate.

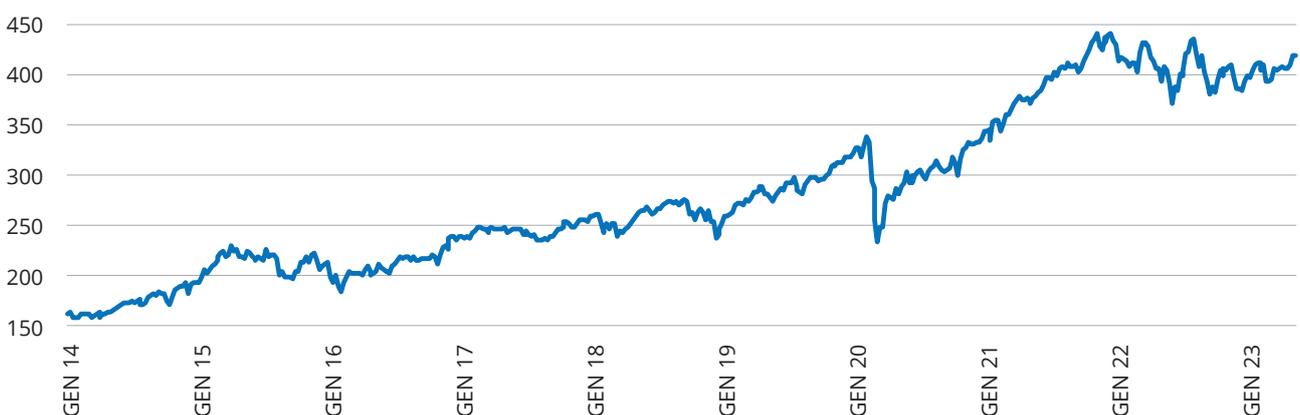
“

Fatturati in ripresa trainano i titoli migliori

Le large cap di qualità beneficiano, dopo un anno difficile per compressione dei multipli e rallentamento anticipato rispetto al resto dell'economia, di un profilo che si sta dimostrando più stabile rispetto ai timori recenti e di una potenzialità di tenuta, almeno relativa, in caso di recessione. In questo senso, per quanto i dati macro continuano a dare una sensazione di conforto, i rischi non sono del tutto svaniti, come dimostra il progressivo restringimento delle condizioni al credito. Negli USA dopo le revisioni negative di tutto il primo trimestre i dati sugli utili forniscono spunti per revisioni al rialzo, più sul fronte crescita fatturati che dal lato dei profitti. I margini continuano ad essere sotto pressione, segno

che l'impatto dell'inflazione per la maggior parte del mercato è lungi dall'essere digerito. Anche in questo senso le large cap dimostrano un vantaggio competitivo o comunque un rilassamento nelle condizioni sottostanti rispetto al 2022. In conclusione, anche i risultati della reporting season aggregata sembrano mascherare una certa divergenza tra le società di maggior qualità e/o difensive rispetto al resto del mercato. Buona reporting season anche per l'Europa, che nonostante la decelerazione rimane in territorio di revisioni nette leggermente positive. Anche in questo caso i margini, saliti in modo soddisfacente nel 2021-22, stanno iniziando ad assestarsi se non a calare, e la crescita dei fatturati rimane il driver principale.

Indice MSCI World in euro



Fonte: Ersel



Mercati obbligazionari

Dati macroeconomici americani migliori delle attese, uniti alla speranza di una risoluzione benigna dei temi legati al tetto del debito e alla crisi bancaria hanno permesso ai tassi e ai risky asset di risalire nuovamente.

Le aspettative sui tassi di riferimento dopo il rialzo di inizio maggio prezzano una riduzione dei tassi di interesse di 50 bps fino a fine anno. Dal meeting di maggio il mercato si è riportato più vicino alle attese formulate dalla stessa FED, con i tassi di riferimento oltre al 4.50% per fine anno. Sembra possibile una pausa a partire già dal prossimo meeting della Banca Centrale, anche se i tagli successivamente ipotizzati sono ancora condizionati al tema delle banche regionali americane. Nell'area euro la curva europea stima 50 bps circa di rialzo da qui a fine anno, di cui 25bps probabilmente già per giugno. Dopodiché i tassi forward prezzano un ridimensionamento entro il 2025. Le variabili chiave nelle prossime settimane saranno gli eventuali e ulteriori deflussi dalle banche

regionali americane e l'evoluzione della loro propensione a concedere prestiti. Restano importanti, in questo contesto, le prospettive di inflazione e del mercato del lavoro americano.

Per quanto riguarda il credito societario gli spread allargano leggermente, ma continuano a rimanere distanti dalla traiettoria indicata dai leading indicators manifatturieri, che segnano un ulteriore rallentamento soprattutto in Europa. Nonostante l'elevata volatilità del tasso, gli spread allargano meno di 10 bps sugli Investment Grade e circa 30 bps sugli High Yield. I segmenti più cheap in area EUR sia in termini assoluti sia relativi rimangono i subordinati bancari seguiti dagli Investment Grade e dagli Ibridi non finanziari.

“

Diminuiscono le tensioni sul mercato del credito USA



Mercati valutari

Le minori apprensioni relative alla situazione del sistema bancario americano hanno portato il mercato dei cambi a concentrarsi maggiormente sui fondamentali che "tradizionalmente" ne determinano l'andamento. I recentissimi dati di forza dell'economia americana hanno portato a un marginale riprezzamento, al rialzo, sulle aspettative della FED.

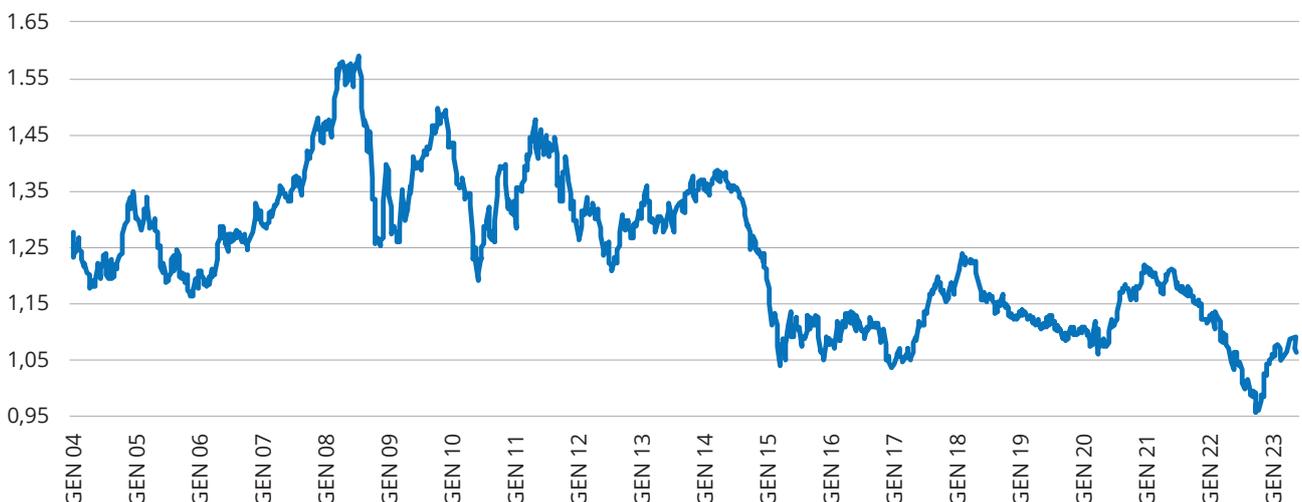
Dato che l'argomento del *debt ceiling* non ha una lettura condivisa per quanto riguarda il suo impatto sulla valuta il tema dei tassi ha finito con il prevalere su quest'ultimo, spiegando la forza del biglietto verde nelle ultime settimane. Tra le metriche che misurano i posizionamenti speculativi sulle divise risulta più intellegibile quella sul cambio euro/dollaro, che con uno short ancora elevato sulla valuta USA segnala l'attenuarsi del rischio inflazione/tassi oltre Oceano, in coerenza con i dati osservati. Di più difficile lettura quelle sullo yen, dove forse le aspettative su BoJ continuano a

giocare un ruolo non trascurabile. Continuiamo a ritenere non coerenti tra di loro le dinamiche dell'inflazione con il Quantitative Easing praticato dalla BoJ. Il minor timore di un proseguimento duraturo della stretta monetaria USA, unitamente ai segnali di una svolta sulla crescita in Cina dovrebbero stabilizzare lo Yuan contro dollaro, ma dare supporto anche alle altre divise emergenti, come infatti è avvenuto nelle ultime settimane, caratterizzate da una sorprendente tenuta delle divise emergenti anche in presenza di un dollaro forte sulle monete dei paesi sviluppati.

“

Il dollaro riprende quota

Cambio euro/dollaro



Fonte: Ersel

Le nostre linee

Le curve dei tassi nei principali Paesi sviluppati continuano ad essere invertite, confermando un certo timore per le prospettive dell'economia; la tonicità degli altri mercati contrasta in modo abbastanza marcato con questa interpretazione del quadro.

La volatilità ai minimi per i mercati azionari è pienamente allineata alla lettura ottimistica dello scenario, la debolezza delle materie prime sembra invece avvalorare lo scetticismo riguardo alla forza dell'economia.

Come già commentato il mese scorso a questi livelli riteniamo in genere più interessante il trade-off rischio-rendimento in ambito obbligazionario, diversificando le posizioni tra i segmenti del mercato. In ambito obbligazionario, i tassi governativi si sono stabilizzati all'interno di un trading range abbastanza stretto: riteniamo modesti i rischi di rialzo che potrebbero derivare da inflazione più alta delle attese, più probabili invece cali in caso di un indebolimento dell'economia.

Il debito emergente in valuta locale si è apprezzato nonostante il recupero del dollaro americano, un comportamento che indica una certa forza per il movimento.

In ambito azionario, in America si confermano i trend più recenti, con un buon andamento della tecnologia e forte concentrazione nella fase rialzista più recente; bene l'Europa con un movimento che finora è stato più corale.

L'ipotesi che i minimi per gli utili siano collocati nella prima metà di quest'anno richiede che non ci siano strascichi negativi dalla recente crisi del settore bancario e dalle politiche monetarie restrittive adottate a livello globale.

Il problema del debt ceiling negli USA ha paradossalmente ridato supporto al dollaro, ma come già osservato non ci sono indizi di propagazione dell'avversione al rischio ad altre asset class. Pur in un contesto difficile, l'esposizione attiva alle materie prime tramite una strategia in grado di beneficiare della forma delle curve ha consentito di limitare in misura importante le perdite di questa asset class.

“

Segnali contrastanti inducono a mantenere un atteggiamento prudente



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



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