
Ersei Outlook

Apr. 2022



“

Guerra e pace

Mercati azionari
Mercati obbligazionari
Mercati valutari
Le nostre linee



Guerra e pace

L'aggressione della Russia all'Ucraina ha messo in chiaro una cosa: l'Europa deve ridefinire al più presto il proprio concetto di sicurezza.

“

Difesa ed energia saranno una doppia priorità dell'Europa del futuro

Per questo motivo, sulla spinta degli eventi drammatici che si stanno susseguendo a pochi chilometri dai confini dell'Unione, i leader europei stanno ragionando su una nuova natura della sicurezza europea. Il piano potrebbe essere supportato da un Fondo ad hoc con importo e struttura ancora da decidere. L'Europa è nata come progetto di pace ma si ritrova a dover pensare a un potenziamento della propria forza militare. Questo in una logica di pura difesa come è nella concezione più classica di questo termine: un Paese sotto attacco deve avere la possibilità di difendersi e per farlo ha bisogno di armamenti. Meglio ancora se si tratta di armi così temibili da allontanare ogni pensiero di un possibile attacco esterno. È stata questa l'idea alla base della Guerra Fredda e per decenni ha garantito la pace in Occidente. Dopo l'avvio della perestrojka di Michail Gorbačëv a metà anni '80 e dopo il crollo del muro di Berlino nell'89, la logica globale ha iniziato a puntare su una crescente fiducia reciproca tra i diversi Paesi. In una cornice più distesa, gli scambi commerciali sono aumentati a dismisura e la prosperità è cresciuta all'interno delle diverse società. Questo anche perché via via molti dei finanziamenti

destinati alla sfera militare hanno preso la strada dell'ambito civile. Ne è seguita la costruzione più decisa di infrastrutture, di ospedali, di scuole. La ricerca ha beneficiato di nuovi investimenti e ha contribuito al progresso in tutti i campi.

Adesso potrebbe arrivare un'inversione di marcia. Nel focus dei leader europei non ci sono però soltanto gli armamenti. Nel contesto attuale il concetto di sicurezza ha anche a che vedere con un nuovo disegno della politica energetica dell'Europa. L'aggressione della Russia all'Ucraina non ha soltanto spazzato via l'idea di fiducia reciproca tra Paesi. Ha anche tirato in ballo il bisogno di un'indipendenza energetica da Putin. Il 45% delle importazioni di gas in Ue arriva dalla Russia, che è pure il Paese di riferimento per l'import di petrolio (27%) e di carbone (46%). Occorre quindi cambiare la mappa degli approvvigionamenti energetici. A uscire rafforzato da questo nuovo corso dell'Europa sarà quindi il trend della transizione energetica con propizi investimenti nella ricerca di energie alternative come l'idrogeno. Si parla anche di una potenziale rinascita del nucleare. Di sicuro l'esigenza di ricercare altre fonti di energia,

diverse dal gas, dal petrolio e dal carbone, adesso è diventata ancora più stringente. Se prima la spinta arrivava soprattutto dai rischi legati ai cambiamenti del clima, oggi viene anche dalla necessità di una nuova sovranità per l'Europa.

In ogni caso, difesa ed energia saranno una doppia priorità dell'Europa del futuro. Su questo aspetto i 27 membri dell'Unione si sono ritrovati concordi, tanto che l'unità di intento ha rafforzato i legami tra i diversi Stati membri. La strada però è in salita. Il nodo è sulle risorse da destinare alla nuova difesa comune. I Paesi europei hanno sempre indirizzato cifre contenute alla difesa. Oggi la spesa militare di tutti gli Stati europei è di circa 200 miliardi di euro, più o meno l'1,5% del Pil. Questa spesa si è mossa in calo fino al 2014, poi ha cominciato ad aumentare di nuovo fino a raggiungere l'1,5%. Da ora in poi, serviranno molti soldi e il nuovo Fondo che da un lato punterà sulla difesa e dall'altro sull'indipendenza energetica dovrà avere una ricca dote. Su questo punto nelle discussioni dei leader si è affrontato il tema della possibilità di emettere debito comune attraverso i così detti eurobond. Nella teoria il cammino verso il nuovo Fondo pare aperto ma se si guarda all'attuazione concreta del progetto, e soprattutto al suo finanziamento, allora tornano di nuovo a galla le fratture interne all'Unione. A remare contro ci sono, infatti, i Paesi così detti «frugali» che mostrano già disaccordo. Occorrerà mediazione e capacità di convincimento.

In ogni caso, il conflitto in Ucraina sarà ancora una volta un'opportunità per fare un ulteriore passo verso una maggiore integrazione europea. È da vedere che cosa accadrà. Certo l'occasione non deve essere sprecata. Questo per rendere più forte l'Unione europea ma anche per difendere prosperità e Pace.



Mercati azionari

Il conflitto tra Russia e Ucraina ha esacerbato alcuni aspetti già presenti nel contesto di riferimento, forzando la mano alle Banche Centrali.

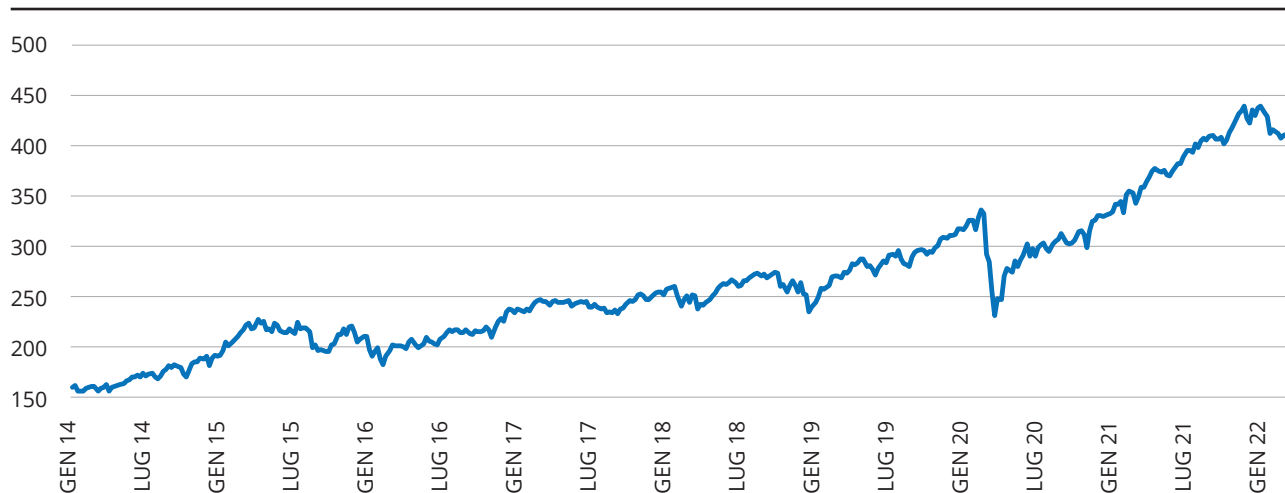
“

Il mercato si orienta verso settori e società con margini elevati, sui quali le pressioni inflazionistiche hanno minore impatto

Il cocktail di decelerazione nella crescita, pressioni inflazionistiche e risalita del tasso di sconto crea una situazione complicata; al momento però le revisioni agli utili da inizio anno reggono, probabilmente per una certa lentezza nell'adeguamento e soprattutto per l'estrema incertezza nello stimare gli impatti fondamentali. Non va poi dimenticato che la situazione a livello di sentiment si è deteriorata abbastanza da risultare vicina a livelli attraenti per rendimenti futuri. Nel dettaglio, il mercato sembra essere orientato a concedere una preferenza per settori e società con marginalità elevata in cui le pressioni inflazionistiche si sentono

meno come impatto sulla crescita (es. healthcare e alcuni comparti della tecnologia e dei consumi non discrezionali). Da evitare i settori/titoli con attese di utili proiettate molto avanti nel tempo e con bassa redditività corrente. Per contro da preferire storie ad alto Free Cash Flow Yield con potenzialità di forte ritorno del capitale (es. comparto energetico). Il maggior pessimismo si è concentrato sui mercati europei, dove è da notare come le società più liquide e Quality siano state penalizzate come se non di più dei comparti più esposti alla Russia e/o a impatti inflazionistici, fenomeno a nostro avviso non del tutto giustificato.

Indice MSCI World in euro



Fonte: Ersel

Mercati obbligazionari

La risalita dei tassi nominali dell'ultimo mese è stata fortemente condizionata dall'evoluzione della guerra in Ucraina: inizialmente i timori di stagflazione hanno dominato, per poi passare il testimone alle preoccupazioni sull'elevata inflazione e alla persistenza dei problemi alle catene di approvvigionamento, anche a seguito di un eventuale accordo tra Russia e Ucraina.

I tassi reali sono rapidamente scesi e si trovano tuttora su livelli più bassi rispetto al periodo precedente l'invasione. Nonostante le paure sulla crescita, le banche centrali hanno accelerato sul già tracciato sentiero di tightening, probabilmente ritenendo prioritari gli interventi di politica fiscale per far fronte alle tensioni sulla crescita. Queste ultime sono particolarmente sentite in Europa, dove si vedono i tassi reali più bassi e gli spread di credito hanno allargato maggiormente rispetto alla controparte americana. Gli spread sono stati impattati ovunque, raggiungendo livelli più interessanti rispetto a quelli di fine 2021. I rischi principali rispetto allo scenario base sono l'impatto del tightening della politica monetaria sull'economia e l'evoluzione dei negoziati tra Ucraina e Russia, uniti alle tempistiche di permanenza delle sanzioni economiche.

“

Le banche centrali hanno accelerato sul sentiero del tightening





Mercati valutari

Alla base dei movimenti valutari vi è sempre un confronto in termini relativi tra i fondamentali dei paesi.

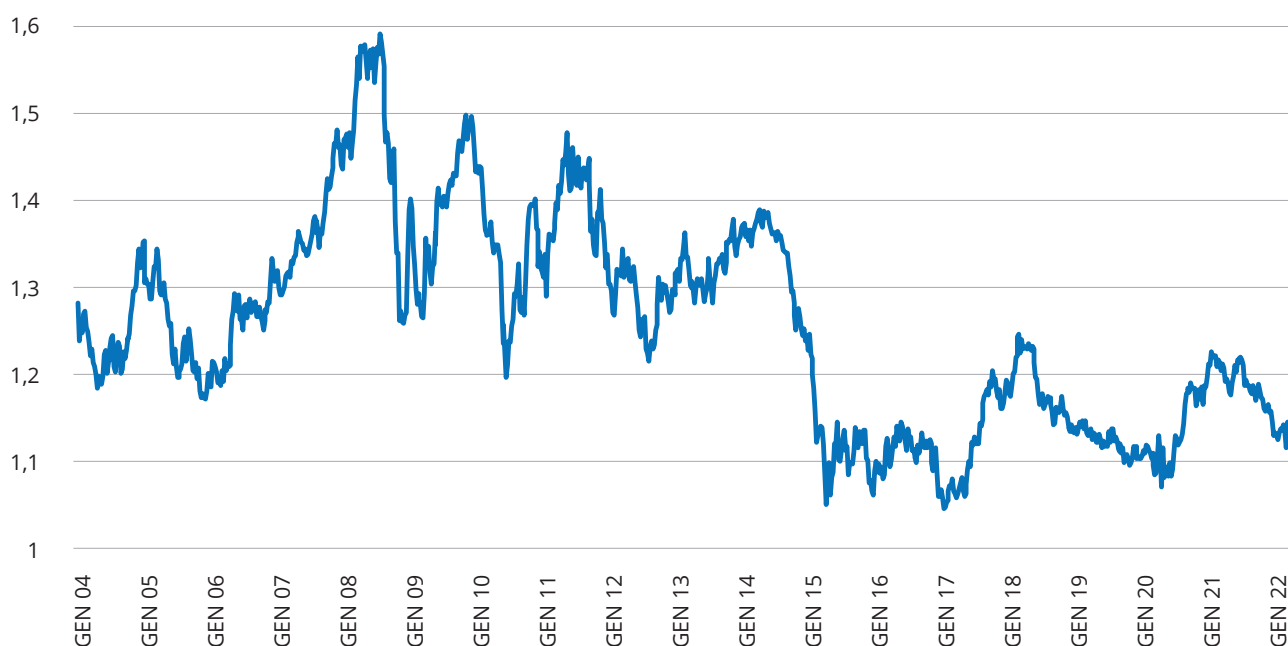
Per questo motivo, uno shock stagflazionistico come quello attuale, che incide negativamente sulla crescita economica ma contemporaneamente spinge in alto i prezzi, ed asimmetrico nei suoi effetti su USA ed Europa, andando a colpire più l'inflazione USA (che la crescita) e più la crescita europea (che l'inflazione), dovrebbe supportare il dollaro a scapito dell'euro. Al contrario, notizie positive circa la risoluzione del conflitto porterebbero ad

un apprezzamento dell'euro. Tuttavia, il diverso ciclo di politica monetaria tra FED e BCE dovrebbe concretizzarsi con tassi di interesse più attraenti oltre Atlantico e quindi supportare il biglietto verde. Le diverse fasi in cui si trovano le politiche monetarie di Cina e Stati Uniti dovrebbero anche in questo caso limitare le possibilità di ulteriori apprezzamenti dello Yuan nei confronti del dollaro, vista anche l'ampiezza del movimento di rafforzamento della valuta cinese.

“

Grande incertezza anche sui mercati valutari

USD/EUR



Fonte: Ersel



Le nostre linee

L'ultimo mese è stato caratterizzato da un'estrema volatilità, ma i titoli di stato e i mercati azionari dei Paesi sviluppati sono tornati all'incirca sui valori su cui si trovavano prima dello scoppio del conflitto in Ucraina, testimoniando una certa fiducia nella capacità delle economie avanzate di superare questa crisi.

Segni più profondi sono invece rimasti sui mercati emergenti e sul credito, indicando un rischio di coda e la necessità di una remunerazione per il rischio più elevata per compensarla. I movimenti effettuati, e quelli che faremo nelle prossime settimane, cercano di sfruttare le situazioni di asimmetria tra il potenziale di guadagno e il rischio di perdita, considerazioni che possono valere sia in termini assoluti sia in termini relativi.

In ambito obbligazionario l'esposizione contenuta al rischio tassi si è rivelata corretta, dopo una breve fiammata dei titoli di stato al picco dell'avversione al rischio seguita all'invasione dell'Ucraina. Non riteniamo opportuno modificare questa impostazione, anche alla luce del fatto che le strategie attive selezionate in ambito credito hanno in media consentito un efficace contenimento delle perdite. Sul debito emergente riteniamo in media che il rischio sia ben remunerato ai livelli di tassi e spread attuali.

In ambito azionario, data la grande dispersione nei risultati in termini assoluti e relativi, può essere opportuna una parziale presa di profitto sulle strategie che si sono meglio comportate da inizio anno. Tra gli emergenti va osservata con attenzione l'evoluzione in Cina, dove sembra esserci maggior spinta sugli stimoli per stabilizzare la crescita; la reazione del mercato al momento è stata tiepida anche se sembra indicare un'apertura di credito. La diversificazione valutaria è mantenuta con funzione di protezione, è invece meno interessante sulla base dei fondamentali.



Le economie avanzate sembrano in grado di superare la crisi



11 MARZO - 15 APRILE 2022

LUNEDÌ - VENERDÌ

DALLE ORE 10 ALLE 18



SESSANTA

ENZO ISAIA

60 FOTOGRAFIE DEGLI ANNI '60

PIAZZA SOLFERINO 11 - TORINO

 ERSEL