
Ersei Outlook

Dic.2021



“

Tempus
fugit

Mercati azionari
Mercati obbligazionari
Mercati valutari
Le nostre linee



Tempus fugit

Si avvicina la fine dell'anno e gli occhi sono puntati sulle sfide all'orizzonte.



Un'occasione da non sprecare

Per l'Italia in primo piano c'è sicuramente la partita del Pnrr, il Piano nazionale di ripresa e resilienza che rappresenta un'occasione storica per il rilancio del nostro Paese e che sta per arrivare al giro di boa del suo primo anno di vita. Il successo di questo strumento sarà vitale per la costruzione di un'Italia nuova. Le aspettative sono grandi: l'ambizioso Programma dovrà rimuovere gli ostacoli che hanno bloccato la crescita italiana negli ultimi decenni e dovrà ridisegnare il Paese, rendendolo più equo, verde e inclusivo, con un'economia più competitiva, dinamica e innovativa. Per questa ragione la progressiva implementazione del Pnrr viene monitorata con attenzione dagli operatori di mercato. La strada sarà però molto lunga: con la sua dote complessiva di 248 miliardi di euro (composta in larga parte dai 191,5 miliardi di capitali europei del Next Generation Eu), il Pnrr rappresenta un impegno di lungo termine che accompagnerà il nostro Paese per anni, fino alla fine del 2026. L'iter è partito nell'aprile scorso e le prime tranche di pagamenti sono già arrivate. Un po' alla volta l'enorme macchina di aiuti e finanziamenti si è messa in moto. Il bilancio di questo primo anno tende al positivo con molti degli obiettivi del 2021 già raggiunti o in dirittura

d'arrivo. Una prima promozione è già arrivata dall'agenzia di rating Standard&Poor's che di recente ha migliorato l'outlook sul nostro Paese.

L'idea è di arrivare a una svolta epocale. L'obiettivo complessivo del Piano è di riuscire a raggiungere un impatto significativo sulle principali variabili macroeconomiche dell'Italia. Nel 2026 il Pil del nostro Paese dovrà essere infatti di 3,6 punti percentuali più alto rispetto all'andamento tendenziale. In questo modo dovrebbe essere posto rimedio agli annosi problemi di crescita e di produttività dell'Italia che è ferma da due decenni: tra il 1999 e il 2019, il Pil è cresciuto in totale del 7,9%. Nello stesso periodo in Germania, Francia e Spagna, l'aumento è stato rispettivamente del 30,2, del 32,4 e del 43,6%. Sullo sfondo di questa grande sfida c'è l'enorme debito del nostro Paese: per renderlo sostenibile occorrerà crescere più di quanto avvenuto negli ultimi vent'anni. Questo aspetto è particolarmente importante in un contesto nel quale la politica monetaria della Banca centrale europea è destinata a diventare più restrittiva, con un probabile impatto sui tassi d'interesse finora mantenuti artificialmente bassi. I primi step del Piano hanno ricevuto consensi da più parti.

Il percorso è però lungo e i rischi di intoppi non mancano. I timori sono focalizzati soprattutto sull'implementazione e sulla possibile incapacità operativa di attuazione dei programmi sul territorio, come già segnalato da alcune amministrazioni locali. Tradotto: c'è il pericolo che il tesoretto europeo faccia la fine di tutti gli altri fondi Ue, vale a dire che resti in parte inutilizzato. Un altro rischio ancora riguarda il rispetto dei tempi fissati per portare a termine gli investimenti. I soldi della Ue vengono erogati ogni sei mesi ma solo se l'Italia ha raggiunto le tappe previste entro le scadenze fissate. Altrimenti i pagamenti possono essere ridotti o addirittura fermati. In più, ogni tappa è sottoposta a verifiche da parte dei burocrati europei che potrebbero bocciare i lavori e chiedere indietro i finanziamenti. L'attenzione sarà alta in futuro. Il primo anno è arrivato quasi al termine senza grandi difficoltà. Ora la partita potrebbe diventare più difficile. Anche perché all'inizio del 2022 il tema del Pnrr si incrocerà con la corsa per il Quirinale. A garanzia del Piano e della sua opportuna attuazione c'è infatti il presidente del Consiglio Mario Draghi che gode di una solida reputazione sia nel Paese, sia a livello internazionale. Una sua eventuale elezione al Colle potrebbe

provocare delle crepe profonde nel percorso di attuazione del Pnrr. Il rischio è che la macchina smetta di correre e faccia degli stop indesiderati. A quel punto l'Europa potrebbe perdere la pazienza. La reazione dai mercati non si farebbe attendere e i risvolti di possibili deragliamenti si vedrebbero subito sullo spread e sul mercato obbligazionario italiano. In altre parole, i Btp tornerebbero di nuovo in cima alla lista delle vendite e la fiducia nel nostro Paese finirebbe per essere compromessa. Invece della bramata rinascita, l'Italia si ritroverebbe a vivere un nuovo momento di forte difficoltà. E questa volta senza avere la Bce dalla propria parte.





Mercati azionari

Le trimestrali aziendali hanno confermato il buono stato di salute del settore privato: la decelerazione della crescita è fisiologica ma i livelli sono ancora nettamente superiori al trend pre-Covid, con sorprese positive soddisfacenti e condivise tra i vari settori.

“

Ottima stagione degli utili

A livello di fondamentali è probabile un progressivo rialzo delle stime sugli utili con valutazioni che non dovrebbero mostrare un'eccessiva correlazione inversa con una normalizzazione del tasso reale (in linea con gli episodi comparabili del passato). L'ampia liquidità a disposizione nei mercati e ancora in attesa di destinazione dovrebbe essere un ulteriore elemento a supporto dei prezzi. Negli Stati Uniti la forza e la persistenza della ripresa degli utili, che si attesta ancora sopra il trend, sembrano sorprendere continuamente, portando il mercato a nuovi massimi. In realtà risultano coerenti con le peculiarità di quest'ultima recessione, molto decisa come

tempistiche ed effetti nella discesa, ma soprattutto nella risalita e con il supporto congiunto e tempestivo delle politiche fiscali e monetarie. Le trimestrali di bilancio sono state buone anche in Europa, spazzando via alcuni dubbi sulla sostenibilità di parte della crescita ciclica; anche in questo caso le stime sugli utili continuano a salire, adeguando progressivamente la base di partenza ai risultati effettivi. Sembrano invece continuare a mancare le condizioni per un'outperformance degli emergenti, considerando un differenziale di crescita ancora negativo e condizioni macro-finanziarie quali la traiettoria dei tassi e la forza del dollaro che sono sfavorevoli.

Indice MSCI World in euro



Fonte: Ersel

Mercati obbligazionari

I mercati obbligazionari americani stanno prezzando 2 rialzi dei tassi da 25 centesimi entro la fine del prossimo anno, oltre ad aver ravvicinato i successivi 3, mettendoli già entro il 2023; il primo rialzo è già atteso a giugno 2022.

Nel tempo la curva continua a spostarsi scontando un ciclo di rialzi sempre meno lento, con buona pace della nuova politica monetaria della FED. Una politica monetaria decisamente espansiva, con dati di inflazione ancora in risalita, ha consentito alle aspettative di inflazione implicite nel mercato obbligazionario di continuare a salire, pur senza avere alcun impatto sui tassi reali, che nel periodo hanno continuato a scendere. Riteniamo ancora possibile una risalita del tasso nominale, con una spinta che potrebbe arrivare da un aumento del tasso reale in concomitanza con banche centrali meno accomodanti a fronte della persistenza dell'inflazione. Anche nell'area euro, dove il contesto di riferimento è significativamente diverso e il rischio di inflazione più remoto, il mercato sta prezzando un primo rialzo da 10 centesimi entro la fine del prossimo anno, seguito da altri 4 entro la fine del 2024. I movimenti dell'ultimo mese confermano le difficoltà del credito a stringere date le valutazioni raggiunte, sia in termini di spread che in termini di yield: si sono osservati allargamenti contenuti ma uniformi. In Europa la nuova ondata dei contagi ha iniziato a pesare sulle valutazioni, negli Stati Uniti questo rischio non è ancora prezzato.

“

Possibile risalita dei tassi nominali

Prosegue inalterato il trend positivo per i rating degli emittenti sia investment grade, sia speculativi; i tassi di fallimento continuano a scendere e sono ormai ai minimi storici: sotto l'1% negli USA e addirittura a 0 in Europa (relativamente agli emittenti presenti negli indici).



Mercati valutari

Per il dollaro in generale, e per il tasso di cambio con l'euro in particolare, il tema della divergenza della politica monetaria sta prendendo piede come variabile esplicativa dei movimenti sulle divise.

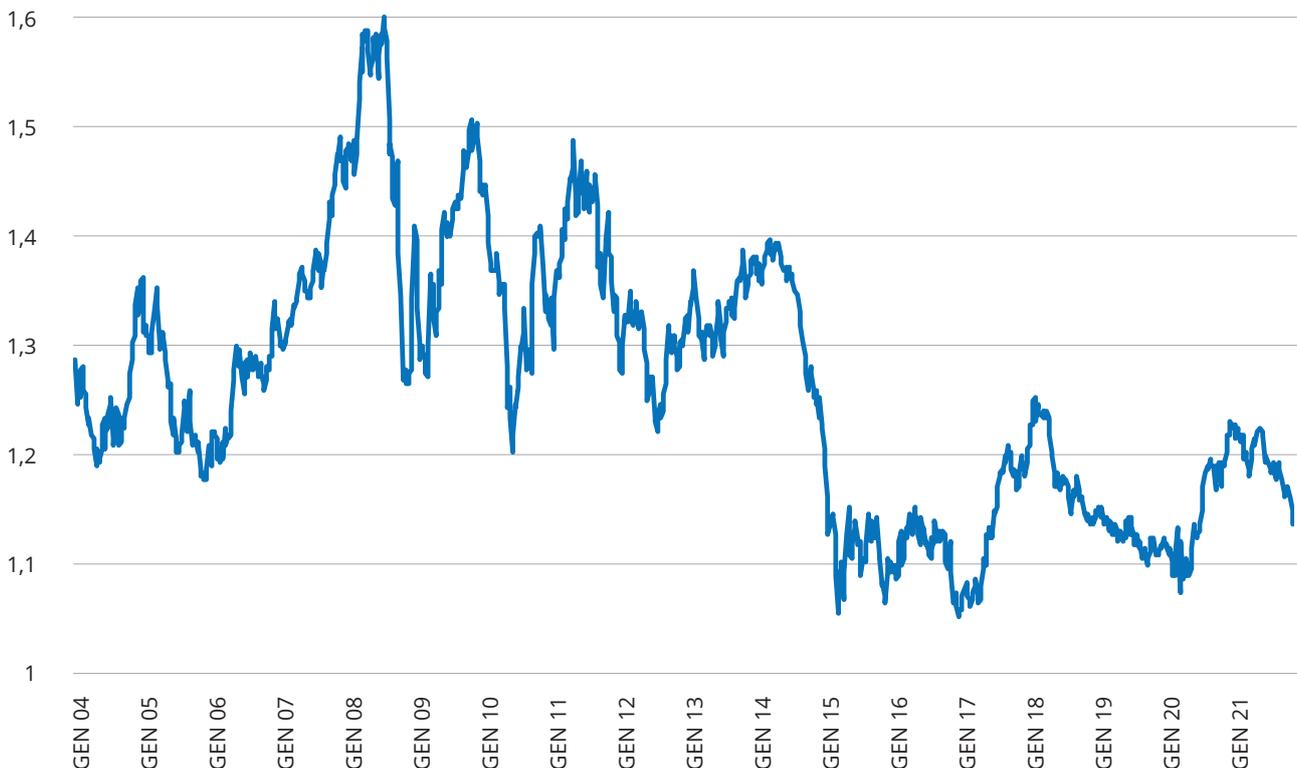
Pur valutando con preoccupazione le dinamiche dell'inflazione USA non riteniamo che la FED debba agire in senso restrittivo più di quanto ipotizzato sui mercati, pertanto il differenziale dei tassi non dovrebbe allargarsi ulteriormente in maniera

significativa. Nel caso però questo non dovesse accadere, il dollaro dovrebbe continuare a beneficiare del supporto dei tassi costituendo, per un investitore europeo, un possibile porto sicuro di fronte alle possibili turbolenze sulle altre asset class.

“

Il dollaro può essere un porto sicuro?

USD/EUR



Fonte: Ersel

Le nostre linee

Abbiamo vissuto una nuova fase di divergenza tra le asset class, con i mercati azionari in ulteriore rialzo e volatilità contenuta, mentre è stato maggiore il nervosismo sui tassi, che si è in parte trasmesso al dollaro americano che si è rafforzato verso tutti i principali cambi.

Il livello particolarmente compresso dei tassi reali offre un ampio supporto a tutte le asset class, sarà importante monitorarne l'evoluzione per valutare la sostenibilità dell'attuale trend favorevole. La nuova ondata di Covid può essere l'occasione per un ritracciamento temporaneo, non per un peggioramento strutturale: l'impatto su economia e mercati è andato a diminuire dopo la prima ondata che ha colto tutti di sorpresa.

In ambito obbligazionario la volatilità dei diversi segmenti di mercato e il periodo dell'anno ci inducono a non aumentare il profilo di rischio, al contrario valuteremo se sono necessarie riduzioni selettive. I breakeven a lungo termine non presentano particolari eccessi e possono essere un buon compromesso per difendersi da una spirale inflattiva; confermiamo la posizione negli Stati Uniti e valutiamo se aggiungere una in Europa.

In ambito azionario l'autunno è stato difficile per le strategie di gestione globali in portafoglio, che hanno visto un deterioramento nelle performance relative; i fondi di area hanno invece avuto maggior successo. Il mondo emergente, dopo una fase di sottoperformance rispetto agli sviluppati, sembra poter soffrire di più per gli elementi

di criticità presenti a livello di economia e mercati, il gap che si è creato non sembra ad ora un'occasione di acquisto. La diversificazione valutaria può aiutare ad affrontare una fase di aumento della volatilità dovuto alle politiche monetarie, il dollaro americano potrebbe infatti continuare l'attuale trend di apprezzamento in presenza di una FED meno accomodante.

“

***Tassi compressi
sostengono tutte
le asset class***



Il regalo più bello è sentirsi importanti per qualcuno



Insieme
per la felicità
dei bambini

Scegli i tuoi regali alla Bottega Paideia
e sostieni i bambini con disabilità e le loro famiglie.

“

Bottega Paideia

Fino al 23 dicembre
Lunedì 15-19
Martedì-domenica 10-19

Via Villa della Regina 9/D,
Torino

www.bottegapaideia.it

