
ErseI Outlook

2022



“

La realpolitik dell'atomo

Scenario

Mercati obbligazionari

Mercati azionari

Mercati valutari

Conclusioni



La realpolitik dell'atomo

Se il 2021 è stato l'anno del dibattito sulla sostenibilità e dell'accelerazione sulla transizione ecologica, nel 2022 si passerà più concretamente ai fatti.

“

La nuova bussola verde

Una forte spinta arriverà dall'entrata in vigore della nuova (e discussa) tassonomia europea delle fonti energetiche sostenibili sotto il profilo ambientale. Si tratterà di una nuova bussola che definirà le attività economiche in base al loro grado di attenzione all'ambiente. La grande novità è che in questa rinnovata classificazione, a cui Bruxelles sta lavorando da quattro anni, sono state inserite anche le centrali nucleari e il gas naturale, due forme di energia che fanno storcere il naso ai portabandiera del clima e della trasformazione verde.

Il via a questa nuova etichetta, che al momento è ancora una bozza della Commissione Europea ma che molto probabilmente diventerà realtà prima dell'estate dopo la discussione e dopo l'approvazione definitiva da parte del Parlamento Ue, permetterà agli investitori di indirizzare i propri soldi in maniera più consapevole. L'obiettivo sarà quello di contribuire alla neutralità climatica dell'Europa entro il 2050. Il nuovo sigillo diventerà un riferimento per il mondo della finanza e per i governi. Finora le diverse agenzie di rating Esg, i fondi e i gestori tematici hanno sempre utilizzato criteri «fatti in casa» e non sempre univoci tra loro. Adesso la tassonomia europea offrirà, per la prima volta, una certificazione decisa da un'istituzione sovrana. Questo passaggio

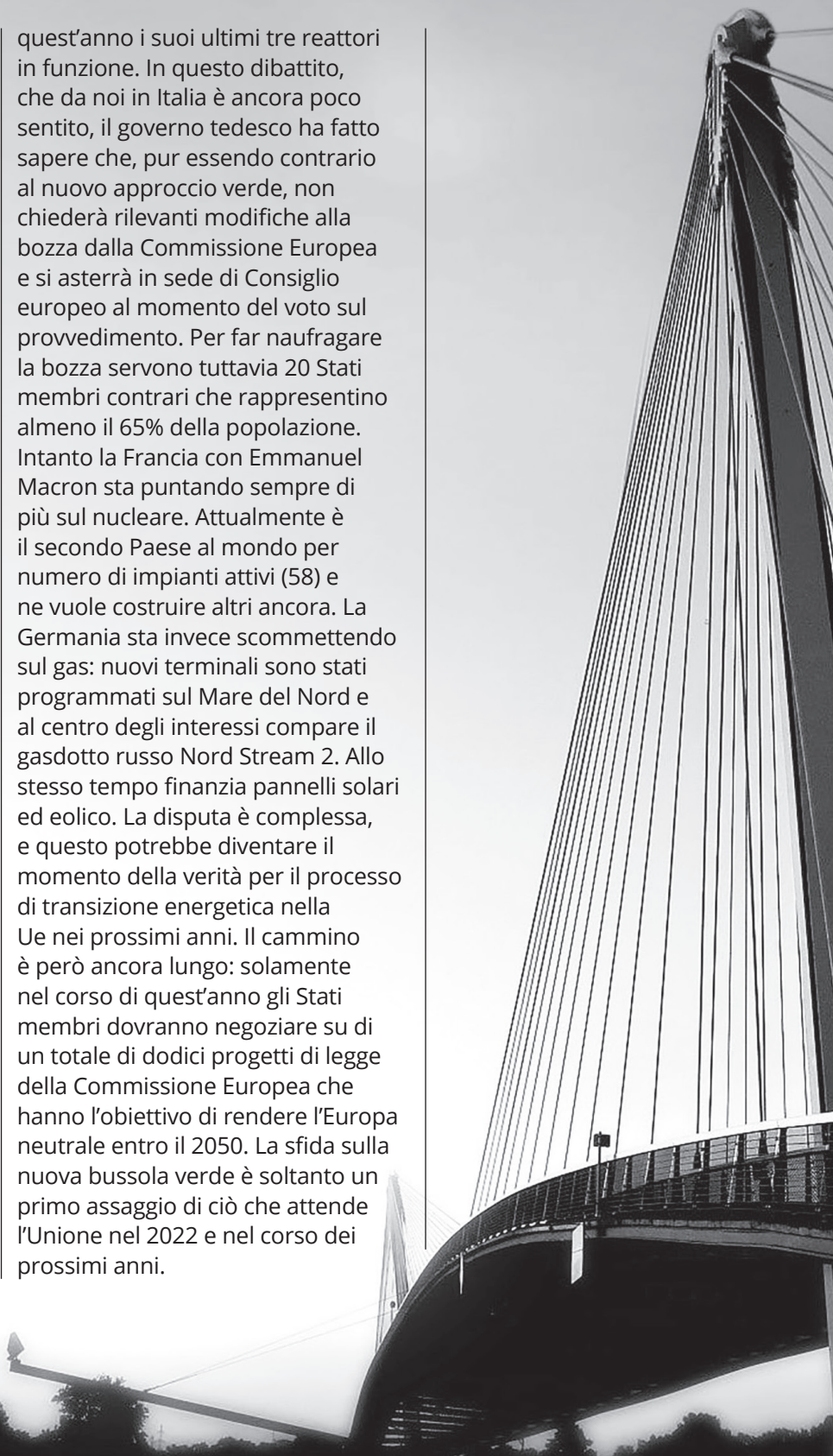
rappresenterà un'importante novità per gli investimenti green in una fase in cui c'è molto interesse per questo tipo di tematica, soprattutto in Europa. Secondo i dati Morningstar, al 30 settembre scorso le masse di capitali europee gestite secondo i principi di sostenibilità erano 3.431 miliardi di dollari, una cifra pari all'88% del totale a livello globale (3.893 miliardi di dollari).

In ogni caso, il nuovo «brand» europeo stabilirà uno standard che potrebbe trasformarsi in un modello per tutti i mercati finanziari globali. Occorrerà però capire come il mondo degli investimenti accoglierà questa nuova interpretazione della sensibilità ambientale. L'inclusione di nucleare e gas rischia, infatti, di aprire un vasto fronte di discussione. Non solo. La riscrittura della tassonomia europea spalancherà le porte anche agli ingenti finanziamenti Ue che, come nel caso del «Green Deal» della Commissione Europea, non saranno più riservati esclusivamente alle energie rinnovabili, come l'eolico e il solare ma potranno riguardare anche le aziende dell'energia nucleare e del fossile. Questo presumibilmente perché al momento non c'è altra soluzione tecnologica ma il passaggio sarà oggetto di altre critiche ancora. In gioco ci sono interessi miliardari, ha fatto i conti di recente il commissario europeo al Mercato

interno Thierry Breton che ha definito «cruciale» l'apertura della tassonomia verde Ue: le centrali nucleari europee di nuova generazione avranno bisogno di un investimento di «500 miliardi di euro da qui al 2050».

Sul piano pratico, nel breve termine non cambierà quasi nulla perché i Paesi europei potranno continuare a modellare il proprio mix energetico come meglio credono. Inoltre nucleare e gas sono e saranno ancora per lungo tempo indispensabili in tutta Europa per soddisfare la domanda di energia e provvederanno a mantenere le reti in equilibrio. Va detto che i piani della Ue per la decarbonizzazione impongono una graduale riduzione, sino ad azzerare gas e petrolio nel corso dei prossimi 30 anni nell'ambito dell'ambizioso programma «Fit for 55» che punta alla riduzione delle emissioni di gas a effetto serra del 55% rispetto ai livelli del 1990, con l'obiettivo di arrivare alla "carbon neutrality" per il 2050. Come spesso accade nell'Unione europea anche le decisioni sulla tassonomia verde sono basate su valutazioni politiche. La sfida è soprattutto tra Francia (alleata agli Stati dell'Est) e Germania. Da un lato Parigi considera il nucleare come un simbolo di sovranità nazionale. Dall'altro Berlino vede nell'atomo un indice di arretratezza delle politiche energetiche e a partire dal disastro di Fukushima del 2011 ha deciso di abbandonare il nucleare. Il Paese disattiverà proprio

quest'anno i suoi ultimi tre reattori in funzione. In questo dibattito, che da noi in Italia è ancora poco sentito, il governo tedesco ha fatto sapere che, pur essendo contrario al nuovo approccio verde, non chiederà rilevanti modifiche alla bozza dalla Commissione Europea e si asterrà in sede di Consiglio europeo al momento del voto sul provvedimento. Per far naufragare la bozza servono tuttavia 20 Stati membri contrari che rappresentino almeno il 65% della popolazione. Intanto la Francia con Emmanuel Macron sta puntando sempre di più sul nucleare. Attualmente è il secondo Paese al mondo per numero di impianti attivi (58) e ne vuole costruire altri ancora. La Germania sta invece scommettendo sul gas: nuovi terminali sono stati programmati sul Mare del Nord e al centro degli interessi compare il gasdotto russo Nord Stream 2. Allo stesso tempo finanzia pannelli solari ed eolico. La disputa è complessa, e questo potrebbe diventare il momento della verità per il processo di transizione energetica nella Ue nei prossimi anni. Il cammino è però ancora lungo: solamente nel corso di quest'anno gli Stati membri dovranno negoziare su di un totale di dodici progetti di legge della Commissione Europea che hanno l'obiettivo di rendere l'Europa neutrale entro il 2050. La sfida sulla nuova bussola verde è soltanto un primo assaggio di ciò che attende l'Unione nel 2022 e nel corso dei prossimi anni.



Scenario

Proprio mentre i paesi sviluppati sembravano poter convivere con la nuova ondata pandemica rappresentata dalla variante Delta, ecco affacciarsi una nuova mutazione denominata Omicron.

“

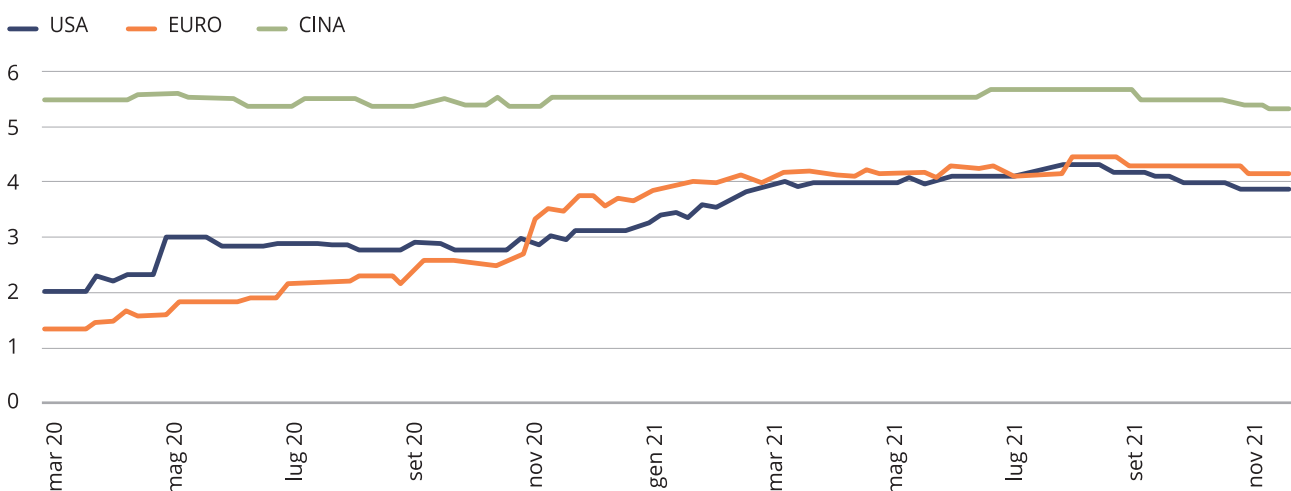
Un quadro di relativa stabilità

La comunità scientifica dovrà validare le prime incoraggianti informazioni che si stanno raccogliendo sulla severità di questa nuova variante: se venissero confermate ci attendiamo un 2022 in continuità con le tendenze manifestatesi nell'anno appena concluso. Ciò significa per i paesi sviluppati (o quantomeno del G7) crescita sopra il potenziale, anche se in decelerazione, e inflazione, soprattutto negli Stati Uniti, come variabile da monitorare come potenziale causa di uno scenario meno benigno. Un elemento qualificante del nostro scenario è il significativo apporto degli investimenti, che accanto ai

consumi sono una delle componenti chiave del PIL. Vi sono infatti tutti gli elementi per ipotizzarne un ciclo favorevole: visibilità della domanda, profitti accumulati, fiducia degli imprenditori elevata, costo del lavoro crescente e tassi di interesse bassi.

Anche per questo motivo le nostre aspettative per quanto riguarda la crescita per Stati Uniti ed area euro sono più ottimiste del consenso. Dal punto di vista delle singole aziende anche per il 2022 ci attendiamo una buona visibilità degli utili, soprattutto nei paesi sviluppati, con tassi di crescita positivi ma in fisiologico rallentamento rispetto al 2021; i multipli sono elevati ma

Evoluzione delle stime di consenso sul PIL 2022



Fonte: Ersel



ancora coerenti con lo scenario atteso per inflazione e tassi di interesse. Ci attendiamo quindi che all'interno di un portafoglio bilanciato le attività di rischio nel loro complesso sovraperformino i titoli di Stato anche se il margine di distanza non sarà così elevato come nel 2021 soprattutto per via di rendimenti più contenuti sui mercati azionari. La sovraperformance delle azioni avverrà soprattutto per merito dei mercati sviluppati perché in quelli emergenti una gestione della pandemia con maggiori criticità, le vicissitudini dell'economia cinese e le attese di rialzo del costo del denaro negli USA rappresentano fattori avversi. Accanto allo scenario centrale

qui delineato e abbastanza vicino alla visione di consenso possiamo ipotizzarne uno alternativo e meno favorevole caratterizzato da una crescita inattesa dell'inflazione negli USA che obbligherebbe la FED ad un rialzo dei tassi repentino, causando perdite sui titoli di Stato. Questo avrebbe immediate conseguenze negative per le attività di rischio: per le azioni, attraverso i multipli, per il credito, visto il maggior costo del rifinanziamento attraverso un allargamento degli spread. Su un portafoglio bilanciato si verrebbero così a sommare due effetti negativi. Venendo ad una analisi di maggior dettaglio del contesto macroeconomico, per l'economia

PREVISIONI	PIL 2022		INFLAZIONE 2022	
	Ersel	Consenso	Ersel	Consenso
USA	4,2%	3,9%	4,0%	3,7%
PAESI EURO	4,3%	4,2%	2,4%	2,3%
CINA	5,0%	5,3%	2,2%	2,2%

“

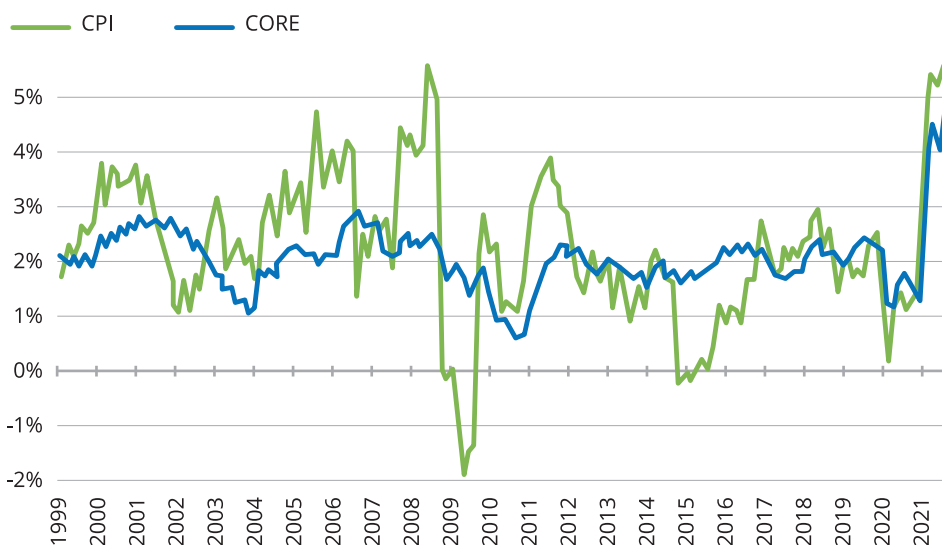
Contributi positivi dagli investimenti



USA abbiamo aspettative di crescita sopra il potenziale e inflazione sopra il target della FED per tutto l'anno. Un aspetto positivo del nostro scenario è che ipotizziamo un buon contributo degli investimenti, che nel breve rappresentano una delle voci della domanda aggregata ma poi, una volta completati,

contribuiscono a un aumento delle capacità dell'offerta e quindi a un contenimento dell'inflazione. Gli interrogativi più rilevanti sullo scenario americano riguardano più la dinamica dei prezzi e la sua relazione di causa effetto con i salari che l'evoluzione del PIL. Infine, per quanto riguarda la

L'inflazione negli USA

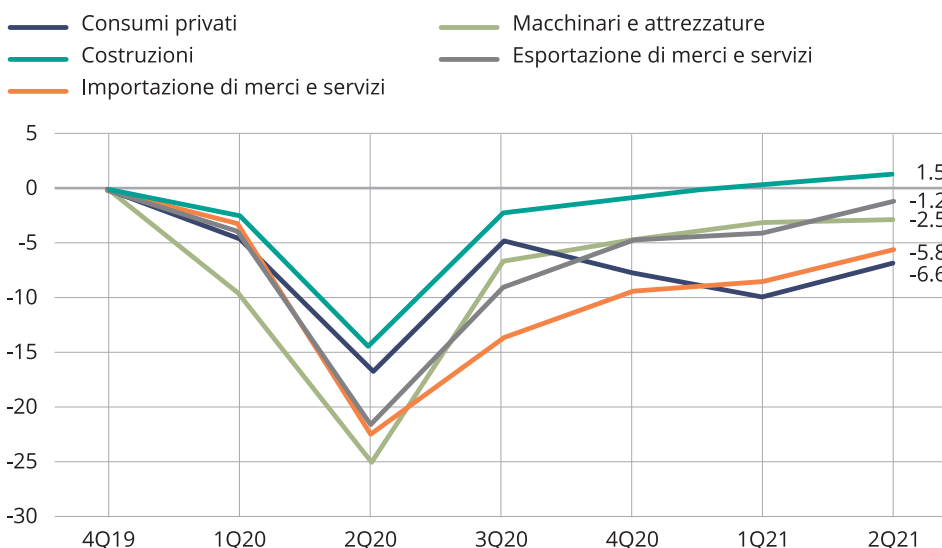


Fonte: Ersel



L'inflazione USA potrebbe condizionare i mercati

Variazione % delle componenti del PIL area € rispetto al 4° trimestre 2019

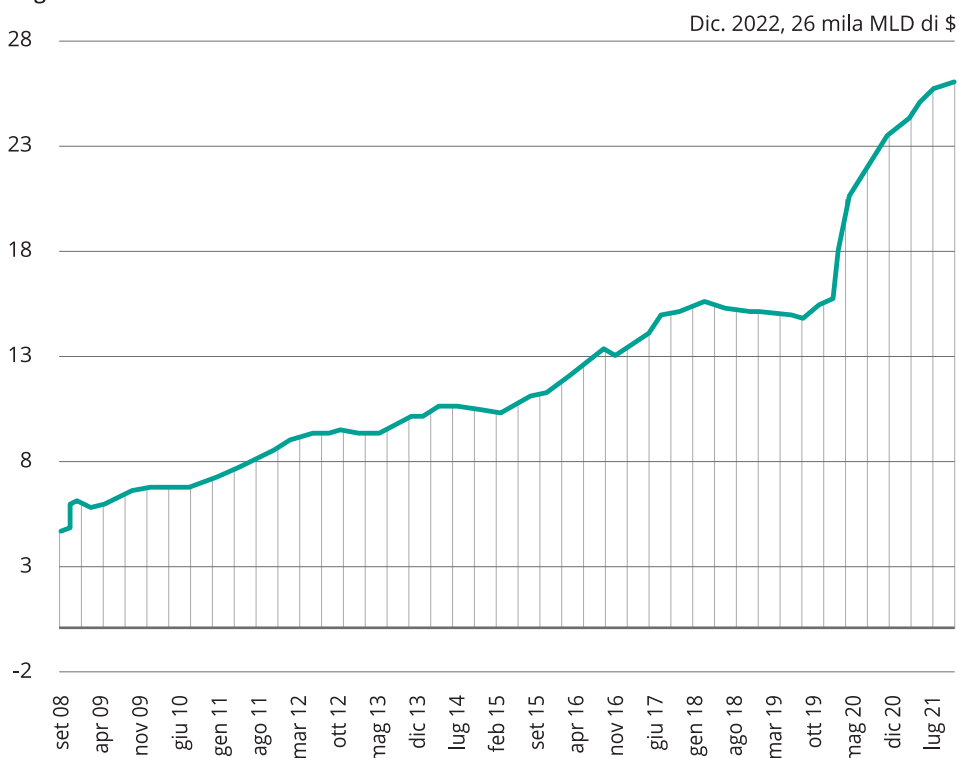


Fonte: Eurostat

Bilancio delle Banche Centrali del G4*

*G4 = Usa, Eurozona, Gran Bretagna e Giappone

Migliaia di miliardi di \$



Fonte: Ersel

politica monetaria la considerazione espressa da Powell che un'inflazione fuori controllo costituisca una minaccia per un ciclo economico di lunga durata, a sua volta precondizione per il ritorno del mercato del lavoro alle condizioni pre-pandemia, dovrebbe assicurare i mercati sul fatto che la FED sarà in grado di mantenere ancorate le aspettative sulla dinamica dei prezzi, e non tornerà a ripetere l'erronea lettura del contesto formulata negli anni '70.

Al di qua dell'Atlantico ci attendiamo una crescita europea al di sopra del potenziale e qualitativamente ben bilanciata nelle sue componenti. L'ultimo trimestre del 2021 ed il primo del nuovo anno dovrebbero essere penalizzati dalle restrizioni tuttora presenti dal lato dell'offerta e dal sempre più preoccupante diffondersi dei contagi.

Questo quadro di riferimento potrebbe evolvere in senso negativo qualora la dinamica della variante Omicron dovesse mostrarsi superiore alle capacità di contenimento messe in atto dai governi, e richiedere un ritorno ai lockdown. Per il momento gli scenari negativi elaborati dagli analisti non sono eccessivamente pessimisti. Il mercato del lavoro continentale sta uscendo dalla pandemia in maniera ordinata, senza mostrare le tensioni che tanto preoccupano il contesto americano. Anche per questo motivo non si evincono elementi tali da determinare un rialzo duraturo dei prezzi, rimandando al 2023 il momento in cui la BCE dovrà valutare la propria politica monetaria in funzione di una inflazione in prossimità del target di riferimento.

“

**Per l'Europa
ci aspettiamo
una crescita
equilibrata**



Delle tre principali macro-aree siamo scettici sulla possibilità che la crescita cinese attesa per il 2022 possa sorprendere al rialzo a causa della recessione in atto nel settore immobiliare.

Date queste premesse ciò che conta per lo scenario globale è che questa recessione non si estenda all'intera economia portando ad una revisione al ribasso delle aspettative sul PIL mondiale. Al momento i dati di economia reale e le indagini a frequenza mensile non contraddicono questo scenario. Inoltre, nello stesso settore immobiliare, potrebbero manifestarsi nel corso del 2022 i primi segnali di stabilizzazione, grazie anche alle mirate misure di stimolo, anche recentissime, attuate dalle autorità monetarie e fiscali.

Riteniamo che con le comunicazioni ufficiali di fine anno, FED e BCE abbiano chiarito come verrà gestita la parte finale dei programmi di stimolo monetario. Sulla base di queste considerazioni le nostre

proiezioni circa l'evoluzione degli asset totali creati dalle banche centrali sono per tassi di crescita che tendono allo zero per fine 2022, mentre nessuno tra i principali attori ha introdotto chiari riferimenti temporali per la riduzione dei bilanci, anche solo per effetto dei mancati reinvestimenti. Sul fronte tassi, invece, il mercato negli Stati Uniti prezza 3 rialzi da 25bps entro la fine del 2022, e lo stesso ha fatto per i successivi 3 rialzi, già entro il 2023. La nostra attesa di una risalita del tasso di partecipazione della forza lavoro tale da stemperare le tensioni sui salari e di ripresa degli investimenti ci porta a pensare che nei prossimi mesi sia possibile una risalita del tasso decennale vicino all'1.75%. Il mercato nell'area euro prezza un primo rialzo di 10bps a dicembre 2022, mentre, a nostro avviso la BCE manterrà una politica monetaria accomodante probabilmente ancora per tutto il corso del 2022 ed è difficile che inizi un vero e proprio ciclo di rialzi prima del 2023.

“

Prevediamo una politica accomodante della BCE per tutto il 2022

Mercati obbligazionari

Sui mercati obbligazionari la prima parte dell'anno non dovrebbe riservare grandi sorprese, anche grazie alle linee guida che le principali banche centrali hanno dato riguardo alla gestione dei propri bilanci.

“

Margini ridotti per assorbire aumenti nei tassi o negli spread

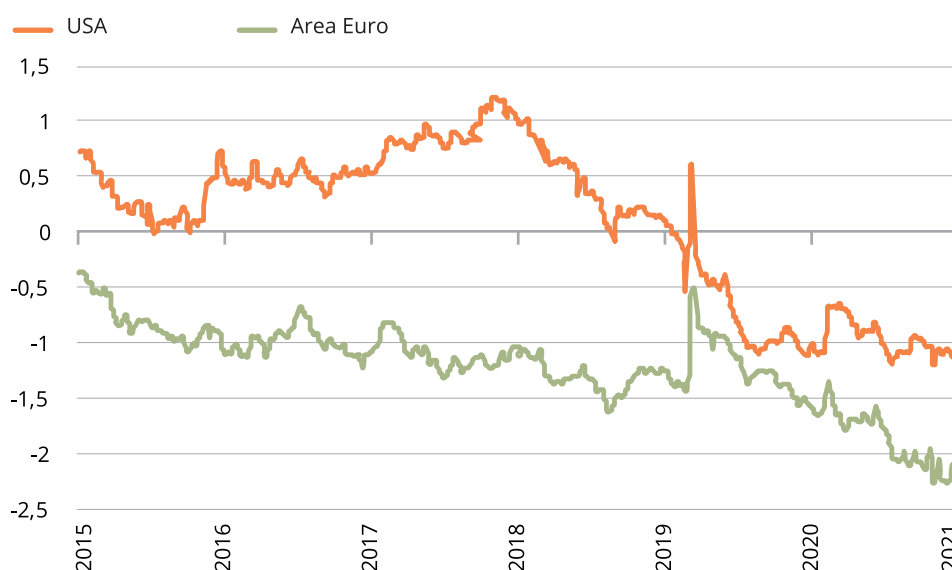
Per la seconda parte invece il quadro macro presenta maggiori incertezze con la prospettiva di una politica monetaria e fiscale tendenzialmente meno espansiva in un contesto di inflazione ancora superiore ai target.

Per quanto riguarda le obbligazioni societarie la volatilità degli ultimi mesi ha allontanato gli spread dai minimi dell'anno e del decennio successivo alla grande crisi finanziaria, riportando le valutazioni su livelli meno tirati e pertanto più attraenti. I titoli High Yield, sia

senior sia subordinati, sembrano quelli più interessanti, anche grazie ad aspettative molto contenute sui fallimenti; in ottica storica, tuttavia, a questi livelli di spread e valutazioni è difficile individuare una chiara opportunità di investimento.

Un forte sostegno agli emittenti di miglior qualità in questo segmento di mercato deriva dai miglioramenti nei rating da parte delle principali agenzie, che si attesta ai massimi storici registrati nella fase di recupero successiva al fallimento di Lehman Brothers.

Rendimenti titoli a 10 anni



Fonte: Ersel



Mercati azionari

Le nostre considerazioni sui mercati azionari non possono che partire dai fondamentali aziendali e dagli utili in particolare: negli Stati Uniti le stime di crescita sono ora più sobrie, dopo un 2021 esuberante.

Questo non dovrebbe essere motivo di delusione ma anzi di conforto, viste le conferme su un earnings power non banale anche a seguito dell'accelerazione rispetto al trend pre-Covid vista nel 2021. Da citare sia la tenuta stimata nei margini, in leggero aumento nel 2022, per scendere successivamente per effetto della riforma fiscale, sia i buybacks ancora molto forti. Le attuali valutazioni dell'indice americano, benché tali da rendere molto complesso giustificare un ulteriore re-rating, non sembrano indurre a timori particolari. I multipli, infatti, non sono ancora fuori scala rispetto ad uno scenario con un livello di inflazione superiore alla media storica recente, soprattutto se accompagnati da una crescita dei profitti ancora buona come quella che ci attendiamo. Le stime di rendimento per l'S&P 500 risultano quindi ancora positive, seppur più in linea con i rendimenti storici precedenti al periodo di boom post-Quantitative Easing. Il minor *earnings power* (possibilità di miglioramento nei margini, ritorno sul capitale deludente, poche chance di buybacks notevoli) dell'Europa rispetto agli USA è la causa principale di una crescita attesa inferiore nelle nostre proiezioni. Questo porta con sé poche speranze di un deciso re-rating: il fatto che non sia avvenuto

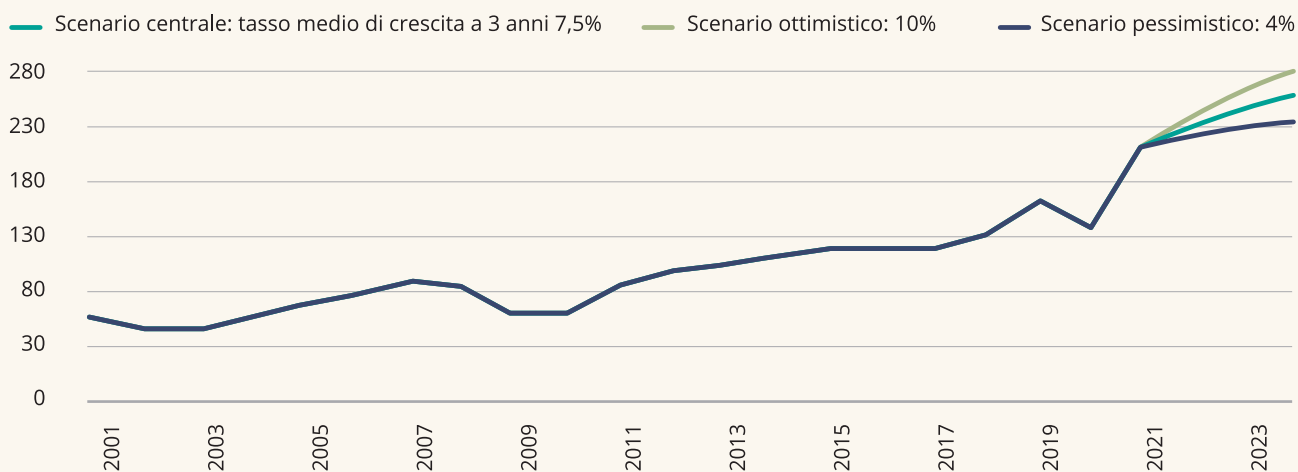
“

Margini in tenuta sui mercati statunitensi

quest'anno è probabilmente collegato alla maggior rischiosità degli utili europei e al minor ritorno sul capitale. Sui paesi emergenti confermiamo la view degli ultimi mesi: le condizioni per performance superiori rispetto agli sviluppati sono ancora distanti, inoltre, rispetto ad altre fasi storiche, l'impostazione regolamentare e monetaria cinese non aiuta. La svolta in positivo nel ciclo monetario è quindi il catalyst più importante, seppur non appaia probabile né forte come in altri episodi del passato. Terminata la disamina geografica, a livello di stili e settori non prendiamo una posizione netta circa la diatriba *Value - Growth*, preferendo piuttosto quei titoli che presentano prospettive di crescita interessanti ma con prezzi di acquisto ancora ragionevoli. Il Value appare troppo legato all'andamento dei tassi e troppo poco all'inflazione, rappresentando quindi una protezione subottimale rispetto alla dinamica dei prezzi. D'altro canto, per il Growth occorre non cadere in trappole quali le eccessive attese sugli utili presenti su taluni titoli. Le large cap ci paiono decisamente favorite in termini di pricing power, con l'aggiunta che le valutazioni su alcune small cap risultano in molti casi elevate, soprattutto nella componente Growth. In generale continuiamo a preferire

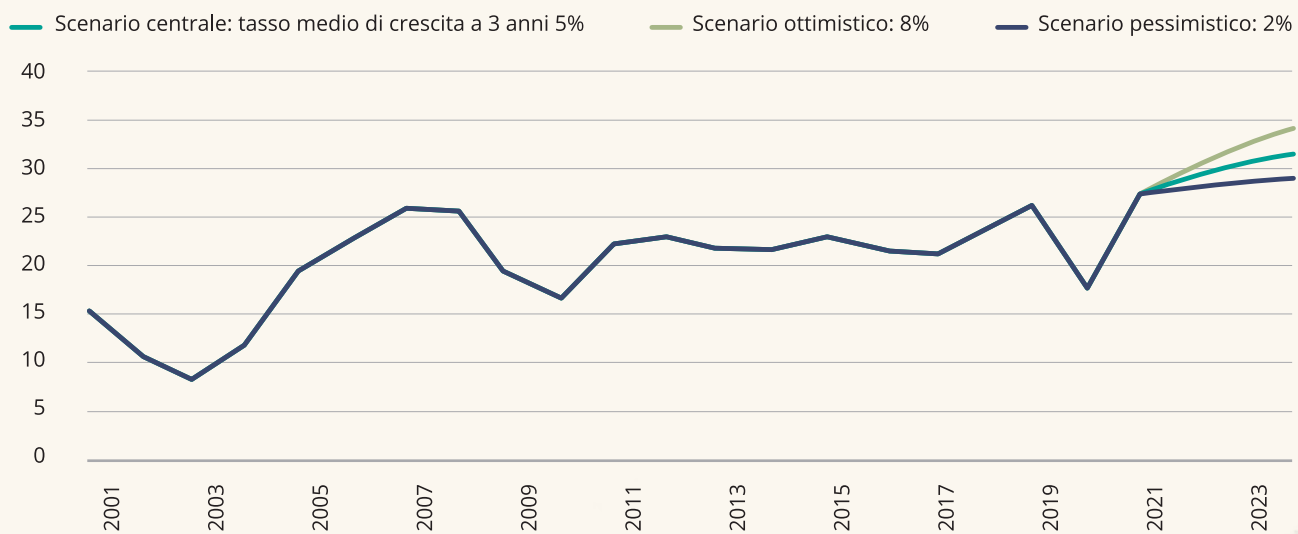


Stime S&P 500: EPS



Fonte: Ersel

Stime Stoxx 600: EPS



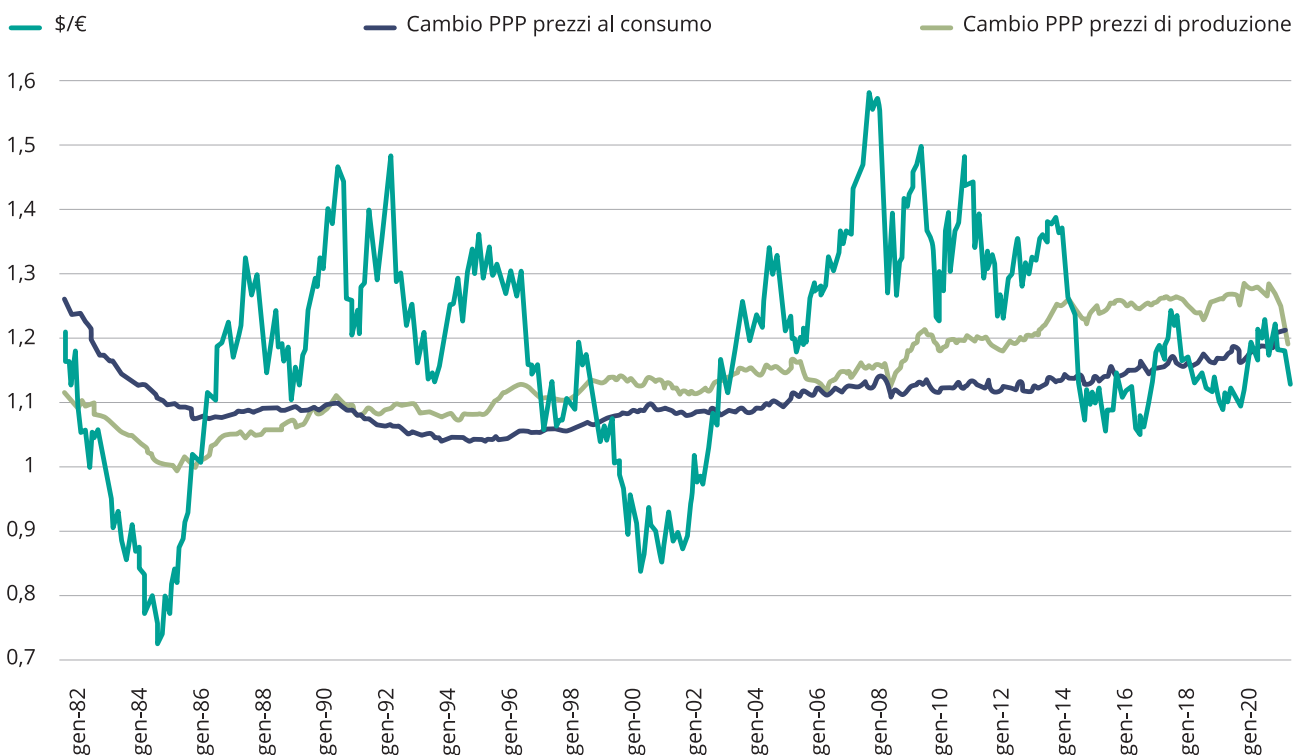
Fonte: Ersel

una esposizione a industrie con alto ritorno sul capitale e bassa intensità di capitale. Gran parte di queste si trovano in settori quali IT, Healthcare, Media e alcuni ambiti del mondo Consumer, soprattutto dove il brand conta molto.

Mercati valutari

Per quanto riguarda i cambi, le aspettative sulla FED, e quindi sul differenziale dei tassi, saranno probabilmente il fattore guida del dollaro nel prossimo anno.

Cambio USD/EUR e livelli di parità di potere di acquisto (PPP)



Fonte: Ersel

Nello scenario centrale la Banca Centrale USA consegnerà quanto attualmente ipotizza il mercato, e quindi non ci attendiamo marcati allargamenti del differenziale dei tassi. Nello scenario alternativo il trend di rialzo dei tassi negli USA potrebbe essere più corposo portando ad

“

Di cruciale importanza le decisioni della FED

un apprezzamento del dollaro. Le metriche strutturali, come ad esempio la parità dei poteri d'acquisto, lasciano ancora spazio per un modesto apprezzamento dell'euro, ma nel contingente potrebbero risultare meno influenti nel determinare il movimento del cambio.




Conclusioni

L'impostazione dei portafogli per l'avvio dell'anno nuovo sarà dunque costruttiva nella parte azionaria, in particolare su Stati Uniti ed Europa, cercando di conservare margini per aumentare gli investimenti in caso di fasi di debolezza temporanee.

Scenario centrale	Scenario negativo	
Per i paesi sviluppati crescita economica sopra il potenziale e incremento dei profitti tra il 5 e il 10%. Inflazione al di sopra dei target di FED e BCE ma con andamento non divergente rispetto ad essi.	Crescita come da attese ma avvio negli Stati Uniti di una spirale prezzi salari con conseguente rapida accelerazione dell'inflazione al di sopra del target della FED.	Fondamentali
Andamento positivo delle attività di rischio, ma non particolarmente esuberante viste le valutazioni raggiunte e perché molto dello scenario è già di consenso. Sovraperformance dei mercati azionari, sviluppati in particolare, rispetto ai titoli di Stato. Dollaro stabile se non in leggero indebolimento.	Un rialzo generalizzato e inatteso dei tassi risk free negli USA porta a un allargamento degli spread e a perdite sui mercati azionari. Il dollaro si rafforza contribuendo a restringere le condizioni finanziarie globali.	Comportamento delle Asset Class
La gamma dei portafogli multiasset a maggior volatilità dovrebbe far registrare performance positive via via crescenti all'aumentare del grado di rischio. Probabilità non trascurabili che i portafogli a maggior contenuto di obbligazioni conseguano rendimenti assoluti inferiori allo zero.	Contributo negativo sia dalle componenti obbligazionarie che azionarie, Liquidità in \$ e materie prime principali, se non unici, contributori positivi al rendimento dei portafogli.	Attese su un portafoglio multiasset

Per la componente obbligazionaria riteniamo che sia opportuno mantenere una duration contenuta, un'esposizione all'inflazione negli USA, e un diffuso ricorso a strategie di gestione attiva per individuare opportunità a livello di singoli settori ed emittenti, in quanto a livello di indici i rendimenti non sembrano offrire un'adeguata remunerazione per i rischi. In tempi brevi non intravediamo elementi in grado di invertire la situazione di debolezza degli emergenti, ma in questo caso i

mercati obbligazionari scontano già uno scenario particolarmente negativo e possono quindi offrire un'opportunità di investimento interessante, anche se finora non ne sono stati colti i frutti. La diversificazione valutaria continua a rappresentare un elemento importante per i portafogli, in particolare per attutire eventuali rischi tramite il dollaro americano e un lo yuan cinese; continueremo inoltre a cercare opportunità nelle divise minori come è stato nel 2021 per la corona norvegese.

Segui i nostri podcast
su  Spotify®



A cura del Team Advisory Ersel



ERSEL
Wealth Management