
Ersel Outlook


Mar.2022



“

Il nuovo dilemma

Mercati azionari
Mercati obbligazionari
Mercati valutari
Le nostre linee





Il nuovo dilemma

I mercati, si sa,
amano adagiarsi
su ritmi monotoni
e ben decifrabili.



***Timori legati
alla guerra,
all'inflazione
e alla crescita***

Calibrano ogni rischio, valutano gli scenari più probabili, e sulla base di queste analisi decidono le operazioni da fare. L'inattesa invasione su vasta scala dell'Ucraina da parte della Russia li ha colti di sorpresa e ha innescato una grande volatilità su tutti i listini. L'invasione russa era considerata come un evento estremo e poco probabile. Ora che è una drammatica realtà costringerà a nuovi passi e a possibili cambi di direzione. Gli eventi sono ancora in divenire ed è difficile comprendere bene il quadro che si sta via via definendo. Tante saranno le bussole a cui guardare. Di sicuro, gli occhi saranno puntati anche sulle Banche centrali e sulle dichiarazioni in arrivo dagli istituti centrali. I primi appuntamenti sono in calendario già a inizio marzo.

A spaventare non c'è soltanto la guerra. In questa fase così delicata i timori riguardano anche l'inflazione e la crescita economica. Entrambe sono sui radar degli operatori proprio come le notizie che arrivano dall'Europa dell'Est. Il grande attacco della Russia all'Ucraina è arrivato, infatti, nel momento in cui l'economia mondiale si trovava a un bivio. Dall'anno scorso i prezzi al consumo hanno iniziato a salire bruscamente nella maggior parte delle regioni del mondo. L'andamento è stato spinto principalmente da fattori

conjunturali che sono legati alle riaperture post emergenza sanitaria. In un quadro di tassi inflattivi in salita, la Banca centrale Usa (Fed) e l'Istituto centrale europeo (Bce) avevano annunciato un cambio di passo nelle proprie politiche monetarie e avevano indicato la direzione dell'avvio, più o meno accelerato, di una stagione di rialzi e di restrizioni. In alcuni Paesi questa sterzata era già arrivata.

Ora la guerra in Ucraina è destinata ad alimentare ancora di più le fiammate inflattive. Questo andamento è legato in particolar modo ai prezzi del petrolio e del gas naturale, che all'inattesa escalation nell'Europa dell'Est hanno reagito con brusche oscillazioni verso l'alto. Le quotazioni del Brent, il petrolio «europeo» sono subito schizzate oltre la soglia dei 100 dollari al barile. Anche i prezzi di altre materie prime sono aumentati, con i beni agricoli in particolare che sono diventati molto più costosi. Il grano, per esempio, è immediatamente salito su nuovi massimi gettando così nuove ombre sulla voglia di spendere delle famiglie. A buttare altra sabbia ancora negli ingranaggi dell'economia globale saranno anche le sanzioni alla Russia che faranno salire i costi dei consumi ma anche delle produzioni delle imprese. L'ipotesi in questo nuovo mondo è che i tassi d'inflazione, già alti e

arrivati a gennaio sopra al 7% negli Usa e sopra al 5% nell'area dell'euro, possano arrampicarsi ulteriormente. O comunque restare alti più a lungo di quanto si pensasse. L'idea più rosea in questo contesto è che la fiammata delle quotazioni delle materie prime si riveli soltanto uno shock temporaneo. Ma più a lungo il livello resterà alto, più influenzerà le aspettative degli operatori economici e le decisioni delle Banche centrali. Non c'è però soltanto il fronte dell'inflazione. La guerra in Ucraina porterà anche a un declino dell'attività economica. La fiducia dei consumatori e delle imprese potrebbe cadere, gli investimenti potrebbero essere rimandati e la tanto attesa ripresa economica potrebbe finire di nuovo nell'angolo. Sui mercati torna così ad aleggiare lo spettro della stagflazione, vale a dire di una bassa crescita accompagnata da prezzi al consumo in salita. È un nuovo veleno che, se messo in circolo, finirebbe per minare per molto tempo le attese di una solida ripartenza dell'economia. Per questo le Banche centrali si trovano di nuovo di fronte a un dilemma. La domanda centrale adesso è su cosa orientare le proprie considerazioni di politica monetaria: meglio concentrarsi sull'impatto che la guerra in Ucraina avrà sull'inflazione e quindi su un eventuale aumento del costo del denaro e quindi decidere una politica più restrittiva? Oppure meglio puntare l'attenzione principalmente sulle conseguenze economiche del conflitto e quindi mettere in secondo piano, per il momento, il previsto contenimento della politica monetaria? La risposta cambia a seconda delle aree geografiche considerate. L'Europa sarà sicuramente più colpita dalla crisi e risentirà maggiormente della nuova fiammata sui prezzi dell'energia. Molti operatori stanno quindi

considerando l'ipotesi che la Bce possa ammorbidire il suo cambio di passo che era atteso per marzo. L'obiettivo nel mirino di Francoforte potrebbe quindi diventare quello di parare i colpi di eventuali ricadute della guerra sull'economia minimizzando, al contrario, il pericolo dell'inflazione. Inoltre, a differenza di quel che sta accadendo negli Stati Uniti, dove si può osservare una crescita dei salari, i segni di una spirale salari-prezzi nella zona euro sono solo abbozzati. La scelta per la Bce sarebbe quindi molto più facile. Gli Stati Uniti invece hanno altri orizzonti a cui guardare. Nel Paese l'inflazione ha già raggiunto livelli molto elevati, che non si vedevano dal 1982. Inoltre la crisi dei prezzi dell'energia probabilmente non attraverserà l'Oceano. Anche perché, a differenza della zona dell'euro, gli Stati Uniti sono grandi esportatori di petrolio e gas naturale. A preoccupare la Fed sono piuttosto i segnali di aumenti salariali dal mondo del lavoro. Qui la spirale salari-prezzi inizia a farsi sentire e mette sotto pressione il governo. L'attesa è per la riunione della Fed di metà marzo per capire se davvero arriverà il previsto annuncio di un rialzo dei tassi. Occorrerà attendere per capire la direzione. Certo è che nel contesto attuale le azioni delle Banche centrali diventeranno ancora più importanti.



Mercati azionari

Gli eventi bellici in Ucraina hanno preso il sopravvento rispetto all'evoluzione dei fondamentali economici e aziendali: la reazione del mercato è stata violenta, anche perché la probabilità di un attacco su ampia scala sembrava estremamente remota.

“

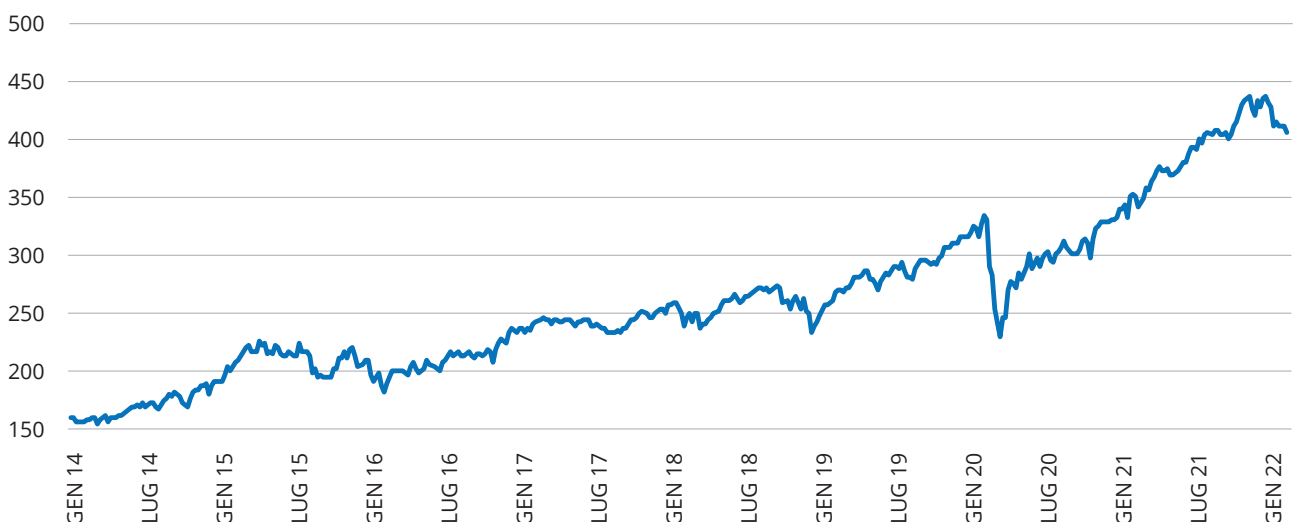
Grande volatilità su tutti i listini

L'impatto sarà inversamente proporzionale alla durata del conflitto e non si può quindi escludere che una soluzione rapida lasci delle cicatrici tutto sommato modeste sulle prospettive per l'anno in corso.

A fronte di un quadro macro e geopolitico in deterioramento le notizie a livello micro sull'andamento degli utili aziendali sono rimaste nel complesso positive. Negli Stati Uniti la stagione delle trimestrali è risultata solida, e le prospettive di aumenti del tasso di sconto rendono ancora

più prezioso il mantenimento della crescita; ogni passo falso in questo senso non è stato perdonato. In media la revisione della guidance è stata moderatamente positiva, grazie soprattutto a settori quali energia e materie prime. Le revisioni degli utili attesi per il 2022 oscillano tra neutrale e positivo anche sulla tecnologia, che però non si è dimostrata immune da episodi di nervosismo su alcune specifiche società (Es. Meta Platform, PayPal...). L'Europa potrebbe beneficiare di una maggior esposizione ai settori favoriti dall'attuale ciclo macro.

Indice MSCI World in euro



Fonte: Ersel

Mercati obbligazionari

Le dichiarazioni della Fed del 5 gennaio hanno avviato il cambio di percezione della politica monetaria da parte dei mercati.

I dati di inflazione e mercato del lavoro, emersi successivamente hanno poi confermato la necessità di condizioni finanziarie più stringenti: l'impatto si è visto sui governativi, sul credito investment grade, e su quello a più alto beta. L'inflazione e la forza del petrolio hanno permesso alle breakeven di mantenere il loro livello negli USA e salire nell'Eurozona. Anche in Europa i tassi sono saliti in seguito alla svolta *hawkish* della BCE. I nostri target sul tasso nominale governativo sono stati superati e per un ulteriore movimento al rialzo sono probabilmente necessari altri miglioramenti sul mercato del lavoro.

A fine febbraio l'invasione russa in Ucraina ha determinato una parziale inversione ai movimenti registrati nelle settimane precedenti, ad indicare che le Banche Centrali potrebbero tollerare una maggior inflazione e mantenere una politica monetaria più accomodante per evitare il rischio di un eccessivo rallentamento delle economie.

“

***Le Banche centrali
a un bivio***



Mercati valutari

L'atteggiamento sempre meno accomodante di Fed e BCE verso l'inflazione ha introdotto un po' di volatilità nel cambio euro-dollaro a seconda di quale fosse la sponda dell'Atlantico da cui venivano ribadite le credenziali anti-inflazionistiche.

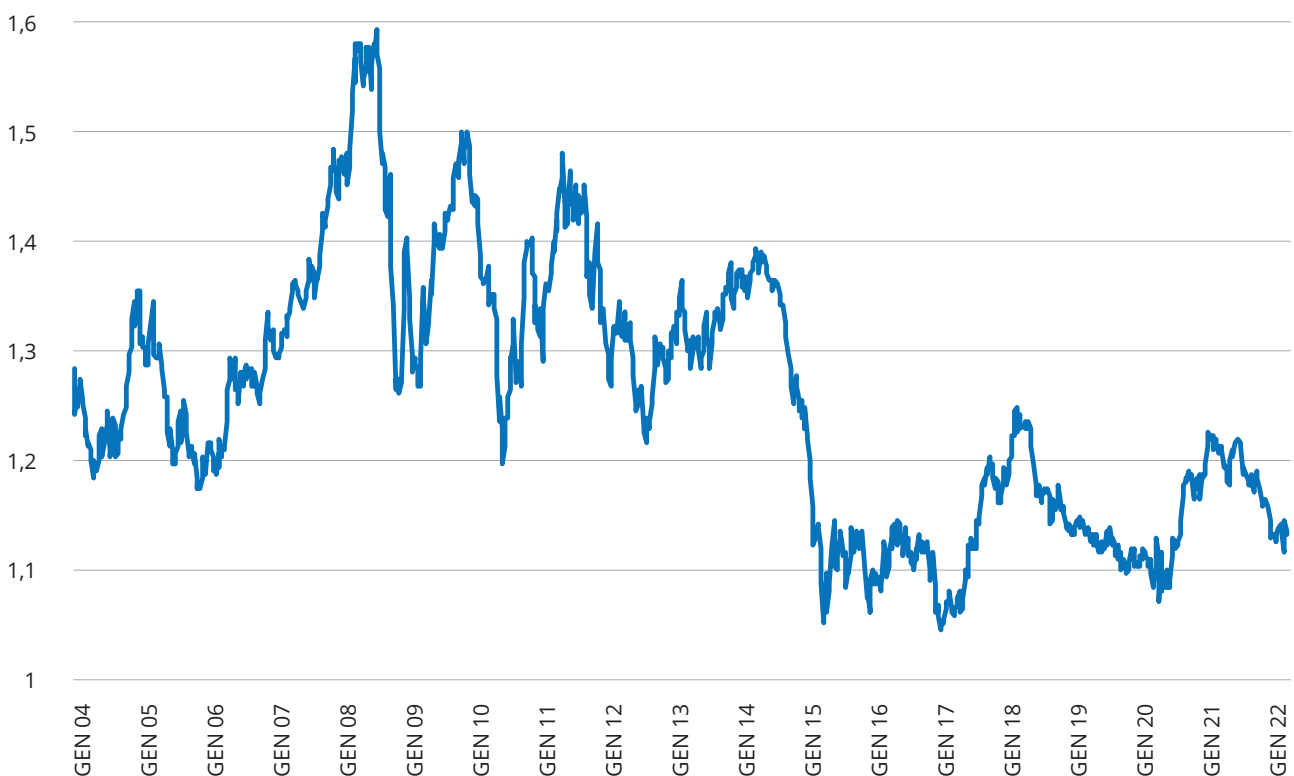
La svolta della BCE, in particolare, ci ha colto di sorpresa, ma non riteniamo che sia in grado di modificare sostanzialmente la dinamica del differenziale dei tassi e quindi del cambio: l'economia americana appare infatti più matura di quella europea e quindi maggiormente in grado di generare

endogenamente inflazione. Continua inoltre la fase di tenuta, se non di apprezzamento, delle valute emergenti verso dollaro, grazie ad un ciclo di rialzo dei tassi, in molte realtà, partito già lo scorso anno, e quindi meglio attrezzato che in passato a reggere la revisione al rialzo delle aspettative sulla FED.

“

Buona la tenuta delle valute emergenti contro il dollaro

USD/EUR



Fonte: Ersel



Le nostre linee

Una buona parte delle possibili avversità si sono manifestate da inizio d'anno: inflazione, politica monetaria restrittiva, tensioni geopolitiche.

Pur non potendo escludere una persistenza o dei peggioramenti su questi ambiti va sottolineato come i prezzi riflettano un quadro non più soltanto a tinte rosee. Infatti, negli ultimi due mesi abbiamo affrontato una delle peggiori combinazioni per i portafogli con perdite su azioni e obbligazioni; la liquidità non può essere un'alternativa strutturale in presenza di inflazione elevata, mentre il timing, fondamentale in momenti come questi, è estremamente difficile. Nel breve possono essere gli sviluppi in Ucraina a condizionare i mercati, ma su un orizzonte di medio – lungo periodo i fattori chiave saranno invece inflazione, dinamica dei salari e politica monetaria. In ambito obbligazionario il rialzo sui tassi nominali e reali è proseguito con decisione, rispetto al mese scorso è stato più pronunciato in area euro, confermando la correttezza del

posizionamento di portafoglio, ma anche lasciando potenziali margini per ridurre il sottopeso di duration. Tutti i programmi dedicati alla gestione attiva sul credito hanno continuato a contribuire positivamente. La sostituzione di parte dell'esposizione ai corporate europei con il debito emergente dell'estate scorsa inizia inoltre a dare frutto.

In ambito azionario hanno finora pesato fattori esogeni – su tutti tassi e tensioni geopolitiche – ma i fondamentali economici e aziendali potrebbero dare un buon sostegno ai mercati nei prossimi mesi. Importanti una corretta diversificazione a livello geografico, settoriale e di stile e la disciplina nel mantenere un corretto orizzonte temporale per gli investimenti, come nel caso dell'azionario emergente dopo i brutti risultati del 2021.

“

***Importante
mantenere
una corretta
diversificazione
e un orizzonte
temporale
adeguato***

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