
Ersel Outlook

Gen. 2023



“

Il fil rouge dell'anno nuovo

I mercati finanziari
Lo scenario economico
Il primo trimestre 2023
Le nostre scelte

Il fil rouge dell'anno nuovo

Inflazione, guerra, crisi energetica: il 2022 è stato un anno molto complicato per l'economia e per i mercati finanziari.

“

Timidi segnali positivi

Gli sguardi sono adesso tutti rivolti al 2023, nella speranza che le prospettive si rivelino più favorevoli. Che cosa accadrà? Le variabili in gioco sono tante, difficile capire cosa c'è all'orizzonte. Ne sono prova gli outlook di fine anno elaborati dalle grandi banche di tutto il mondo. Nelle previsioni diffuse a dicembre, gli esperti hanno tentato di abbozzare gli scenari futuri. Questa volta, visto il momento particolarmente difficile, nelle analisi hanno trovato particolare spazio le considerazioni sui rischi più temuti, filo conduttore per l'interpretazione dei prossimi mesi. In cima alla classifica degli esperti domina infatti il timore dell'arrivo di una recessione economica globale. Lo spettro di una forte frenata aleggia soprattutto sull'Europa che è più esposta al caro energia e alla crisi in Ucraina. Nonostante la preoccupazione per la possibile frenata globale sia condivisa da tutti gli analisti, non è però ancora chiaro se la contrazione si esprimerà in un «atterraggio duro» oppure se al contrario si rivelerà un «soft landing» che farà flettere di poco l'economia.

Su questo gli esperti sono divisi. C'è però una novità: il deciso recupero delle Borse delle ultime settimane e i dati macro sorprendentemente migliori delle attese hanno offerto spunti di maggior ottimismo tanto

che il Commissario europeo agli Affari Economici Paolo Gentiloni si è spinto a parlare di una recessione «dolce» in Europa e meno profonda di quanto temuto solo fino a pochi mesi fa. Per il 2022 la Commissione ha una previsione finale del 3,2% che dovrebbe rallentare allo 0,3% nel 2023.

Al maggior ottimismo contribuiscono anche altre novità recenti come quelle arrivate dalla Cina dove il governo di Pechino ha deciso di abbandonare le politiche Zero-Covid. L'idea è che le riaperture e il progressivo ritorno alla vita possano ridare, nel corso dei mesi, un forte slancio ai consumi e alle imprese asiatiche. In questo modo il motore cinese potrebbe tornare di nuovo a girare a pieno ritmo con effetti su tutto il globo. Resta tuttavia in primo piano il pericolo di un nuovo acuirsi dei contagi nel Paese e quindi di nuovi freni.

A trainare l'economia globale saranno anche gli Stati Uniti. Il Paese può ancora evitare una recessione, che comunque nelle attese è stimata di lieve entità. Il quadro è in divenire. Per capire la direzione dell'economia, nei prossimi mesi gli occhi saranno puntati sui nuovi dati dal mondo macroeconomico e dalle aziende. In questo contesto, l'inflazione sarà ancora una volta l'osservato



speciale. L'andamento dei prezzi al consumo è monitorato da vicino dalle Banche centrali che devono decidere ulteriori temuti rialzi del costo del denaro. Nel Vecchio continente gli ultimi dati sono però confortanti: a dicembre l'inflazione è rallentata al 9,2% dal 10,1%. E' vero che la gran parte del ribasso è legata al calo dei prezzi dell'energia e in particolare del gas naturale. Il calo potrebbe comunque allentare la pressione sulla Banca centrale europea (Bce) che lo scorso anno ha alzato i tassi di un totale di 2,5 punti percentuali, rispecchiando altre Banche centrali globali, anche se con un certo ritardo. Bce ha preannunciato grandi aumenti sia a febbraio che a marzo in quello che si annuncia come il ciclo

di inasprimento delle politiche monetarie più aggressivo della storia della Banca.

Le incertezze sono tante. I problemi dell'Europa non sono ancora finiti, anche considerato il perdurare del conflitto in Ucraina e possibili fiammate future dei prezzi dell'energia ma le prospettive globali sembrano però in miglioramento. Passo dopo passo si notano segnali positivi. Certo è che l'anno che ci attende riserverà sicuramente molte altre sorprese. Siamo solo all'inizio di un nuovo lungo cammino, la prudenza come sempre dovrà restare in primo piano.

“

Inflazione sotto la lente





I mercati finanziari

Il 2022 passerà alla storia come uno dei peggiori anni per i mercati finanziari, non tanto per il valore assoluto delle perdite di Borsa, quanto per l'entità del calo sui titoli obbligazionari, in particolare sui governativi e per l'ampiezza della correzione tra le differenti classi di investimento.

“

Un anno eccezionale per i contributi negativi di bond ed equity

L'inflazione elevata, la sua persistenza su valori troppo distanti dagli obiettivi delle Banche Centrali hanno determinato un repentino cambiamento nella politica monetaria con ripetuti rialzi dei tassi di interesse. La guerra in Ucraina e i conseguenti problemi sull'offerta di materie prime e sulle catene logistiche hanno esacerbato il problema ma non ne sono stati la causa scatenante. Pur in un contesto ancora difficile, è comunque incoraggiante osservare un accenno di stabilizzazione. Negli Stati Uniti l'inflazione ha iniziato a calare rispetto ai massimi precedenti, anche grazie all'andamento del prezzo del petrolio e del gas naturale e la stessa Federal Reserve ha assunto un atteggiamento meno aggressivo con un rialzo di 50 centesimi in occasione dell'ultimo comitato di politica monetaria; il suo Presidente, Jerome Powell, commentando questa decisione ha fatto riferimento al ritardo con cui la politica monetaria esercita il proprio impatto sull'economia, indicando che le prossime mosse saranno più contenute. Paradossalmente proprio alcuni elementi favorevoli, come la robustezza del mercato

del lavoro, rischiano di essere controproducenti nel breve termine in quanto potrebbero rallentare il progressivo rientro dell'inflazione verso i target della FED.

La situazione non è molto diversa in Europa, pur con uno sfasamento temporale: sia l'inflazione, sia la risposta da parte della Banca Centrale Europea sono infatti in ritardo rispetto agli USA; anche in questo caso la disoccupazione ai minimi storici può essere un'arma a doppio taglio e c'è grande attenzione sulle rivendicazioni salariali. Sicuramente favorevole è invece il recente calo dei prezzi dell'energia, per la crescita economica e per il controllo della dinamica dei prezzi.

La sorpresa di maggior rilievo giunge dalla Cina, con l'abbandono della politica zero-covid, che sta creando difficoltà per il sistema sanitario, ma che in prospettiva dovrebbe consentire una ripartenza dell'economia. L'atteggiamento delle Autorità è cambiato anche nei confronti del settore immobiliare, con una serie di misure di sostegno e più in generale nei confronti delle aziende private, oggetto di interventi piuttosto pesanti nel recente passato.

“

La sorpresa della Cina



Lo scenario economico

Per l'economia americana ci aspettiamo una breve recessione tecnica nel corso della prima parte dell'anno, indotta dalla Federal Reserve per calmierare l'inflazione.

Riteniamo che la Banca centrale riuscirà nell'intento di controllare i prezzi, anche grazie alle dinamiche già in atto in alcune importanti componenti del paniere di spesa; questa considerazione, unitamente all'assenza di squilibri nei bilanci di famiglie e imprese, dovrebbe permettere un rimbalzo dell'attività economica già nella seconda parte dell'anno. Attualmente la crescita è sostenuta quasi esclusivamente dai consumi, mentre i principali indici di fiducia delle imprese hanno raggiunto livelli compatibili con una stagnazione/recessione sia nel comparto della manifattura, sia in quello dei servizi. Una tendenza dell'inflazione Core su base annua verso livelli inferiori al 3% nel quarto trimestre potrebbe diminuire in misura significativa i timori ancora presenti sul mercato riguardo ad una politica monetaria eccessivamente restrittiva. In Europa i due principali indicatori anticipatori sulla crescita, l'indice PMI composite e il sondaggio di fiducia della Commissione Europea, segnalano recessione per l'ultima parte del 2022; è comunque incoraggiante osservare che per entrambi le letture più recenti forniscono anche un indizio di stabilizzazione del movimento al ribasso, avvalorando la nostra ipotesi di una recessione non particolarmente marcata e

confinata ai mesi invernali. I dati anticipatori dell'IFO tedesco mostrano addirittura un sensibile rimbalzo dai minimi, ulteriore segnale che il peggio della recessione si stia manifestando in questi mesi. L'inflazione headline sembra essere prossima al punto di svolta, in quanto i rialzi passati sono in buona misura attribuibili alla componente energia, che avendo smesso di crescere fornisce ora un contributo deflattivo. È invece oggetto di attenzione il connubio di inflazione core forte e mercato del lavoro solido: la preoccupazione è che la recessione non sia sufficiente a calmierare i prezzi e che quindi sia necessario un intervento di politica monetaria da parte della Banca Centrale Europea più risoluto di quanto attualmente prezzato dal mercato. La ripresa cinese attesa per il 2023 dovrebbe essere uno degli elementi più significativi dal lato della crescita del prossimo anno. Uno stimolo più energico di quanto visto negli ultimi anni, unitamente ad una gestione della pandemia decisamente più rilassata dovrebbero imprimere una decisa accelerazione. Nel breve termine però, la riapertura è coincisa con – o forse ha causato – una forte ondata pandemica, che dovrebbe bloccare molte iniziative di spesa da parte di consumatori

“

La principale variabile da monitorare sarà l'inflazione

“

Riaperture e pandemie



e imprenditori: è quindi probabile che ancora per alcuni mesi il flusso di notizie avrà un tono negativo. Non deve quindi stupire che al momento sia gli indicatori anticipatori sia i dati di economia reale non stiano segnalando alcuna svolta, ma per i prossimi mesi sembrano allinearsi condizioni favorevoli tali da imprimere un netto miglioramento alle statistiche sulla crescita. La nostra ipotesi sulla variazione attesa del PIL per il prossimo anno è del 5%, al di sotto del target che sembrano voler raggiungere le autorità locali, ma leggermente superiore alle aspettative di consenso.

“

*Indicatori
ancora stabili*



Il primo trimestre 2023

Crescita economica
e inflazione.

Per quanto riguarda la crescita ci attendiamo tassi di variazione del PIL con il segno meno per Stati Uniti ed area Euro. Il nostro Continente anticipa gli USA con una contrazione attesa già per l'ultimo quarto dell'anno, mentre oltre Oceano mancano ancora dati di economia reale che confermino lo scenario recessivo delineato dagli indicatori anticipatori. Per i paesi sviluppati, e in particolare per USA ed area Euro ci attendiamo una fase disinflattiva che abbracci tutto l'anno solare, e che si manifesti già nel primo trimestre. Gli Stati Uniti sembrano fornire i dati più convincenti a questo proposito, mentre in Europa, soprattutto per l'inflazione core, il calo nel tasso tendenziale annuo potrebbe evidenziarsi con un certo ritardo.

Politica monetaria

Il nostro scenario di moderazione dell'inflazione rende credibile quando ipotizzato dai mercati, ovvero che con il primo trimestre del 2023 sarà sostanzialmente concluso il ciclo di rialzi dei tassi non solo nei paesi sviluppati, ma anche in molte realtà emergenti. In maggior dettaglio la FED da qui a marzo dovrebbe rialzare i tassi non oltre i 75 p.b. per portarli in area 5 - 5,25%. Per la BCE il processo di stretta monetaria potrebbe andare oltre tale scadenza, con un tasso finale tra il 3 e il 3,25%. In Cina d'altro canto dovrebbe proseguire la fase di allentamento monetario, attuato sia attraverso riduzione dei tassi di riferimento sia mediante riduzioni della riserva obbligatoria per le banche.

“

*Una nuova fase
disinflattiva*



Le nostre scelte di asset allocation

Interessanti prospettive sui mercati obbligazionari.

Dato uno scenario di inflazione in calo nel corso dell'anno per i paesi sviluppati e di una probabile recessione in USA e in Europa, riteniamo che i mercati obbligazionari possano essere interessanti in un'ottica di total return e di costruzione di portafoglio, anche considerando la scarsa visibilità e i rischi legati alle alternative di investimento. Sui mercati azionari temiamo che le aspettative di consenso sugli utili siano ancora eccessivamente ottimiste, anche se una prospettiva di stabilizzazione dei tassi di interesse dovrebbe eliminare il contributo negativo generato nel 2022 dal calo dei multipli di valutazione. In termini di esposizione valutaria riteniamo che il dollaro possa indebolirsi per il venire meno della ricerca di attività rifugio e per un differenziale dei tassi non più a sostegno del biglietto verde, a beneficiarne dovrebbero essere l'euro e le valute dei paesi emergenti.

Azioni

Le stime di crescita per gli utili aziendali scontano per il 2023 una recessione non causata da problematiche strutturali, ma dal rallentamento indotto dalle Banche Centrali; nel corso dell'anno le attese di rendimento sono moderatamente positive e in

linea con la dinamica che i profitti dovrebbero registrare tra l'esercizio in corso e quelli successivi. Le problematiche e i flussi di investimento nel 2022 hanno portato il multiplo di valutazione dei mercati europei a livelli oggettivamente molto interessanti nei confronti degli Stati Uniti e inducono a considerare con attenzione quest'area nella costruzione di portafoglio. A livello di settori c'è interesse per energia e farmaceutico, che presentano caratteristiche piuttosto complementari fra loro. In generale le aziende di qualità elevata e in grado di generare rilevanti flussi di cassa sono preferibili visto lo scenario ancora particolarmente incerto.

Obbligazioni

Riteniamo opportuno un posizionamento pieno, o marginalmente sovrappeso sulla duration, soprattutto per la fase iniziale dell'anno, nei portafogli a benchmark e con un rischio importante nell'ambito di credito o azioni.

Per quanto riguarda il mondo del credito societario preferiamo l'Investment Grade in quanto l'High Yield non ha negli spread correnti un'adeguata remunerazione del rischio di fallimento come solitamente si dovrebbe verificare durante le fasi di recessione.

“

Aspettative sugli utili ancora troppo ottimiste



Eventuali fasi di debolezza del mercato possono essere sfruttate per aumentare l'esposizione, in particolare per i portafogli che hanno giacenze di liquidità rilevanti o un peso contenuto sull'asset class.

Il drenaggio della liquidità da parte delle banche Centrali dovrebbe continuare a favorire le strategie di gestione attiva, in grado di evitare settori, emittenti ed emissioni in difficoltà e che potrebbero rappresentare un fardello significativo per i rendimenti; non abbiamo avuto delusioni da quelle attualmente nei portafogli, che saranno dunque alla base dell'esposizione anche nel 2023. I subordinati bancari rimangono su livelli interessanti avendo subito dall'inizio del 2022 cali aggressivi nelle fasi di storno, pur avendo recuperato gran parte dell'allargamento soprattutto sui segmenti T2 e AT1; gli ibridi continuano a prezzare un importante rischio di estensione mantenendosi su livelli valutativi piuttosto attraenti.

La possibilità di una fine nella fase di apprezzamento del dollaro e più avanti di una svolta ciclica in Cina ci inducono a mantenere posizioni sui titoli dei Paesi Emergenti, sia in valuta locale sia in valuta forte.

Valute

Appena si sono avuti sentori del possibile inizio di una fase di calo dell'inflazione, il trend di rafforzamento del dollaro si è invertito; all'entità dei movimenti hanno contribuito anche i fondamentali in quanto la divisa

americana è sopravvalutata rispetto ai principali modelli come quelli sui differenziali dei tassi di interesse o sul differenziale dei poteri di acquisto.

Il calo nell'inflazione USA dovrebbe mutare radicalmente il quadro anche per le divise emergenti; molte delle Banche Centrali avevano anticipato il ciclo di rialzi della FED, riuscendo a gestire l'inflazione, ma questo non era bastato a porre al riparo le divise locali che, pur con fondamentali in media solidi, hanno patito fino alla fine del 2022 la politica monetaria USA.

“

Un posizionamento pieno sull'obbligazionario

Segui i nostri podcast

su  Spotify®



A cura del Team Advisory Ersel



ERSEL
Wealth Management