
Erse! Outlook 2021



“

Grandi speranze

Scenario
Mercati obbligazionari
Mercati azionari
Mercati valutari
Conclusioni



Grandi speranze

Non scorderemo facilmente l'anno che sta per terminare. Segnato dalla pandemia e da una crisi economica senza precedenti, il 2020 resterà profondamente vivo nelle nostre memorie.

“

Nonostante i molti timori, le attese sono orientate all'ottimismo.

Nonostante gli eventi negativi che si sono succeduti, l'ultimo scorcio dell'*annus horribilis* del Coronavirus ha comunque portato qualche svolta positiva.

E saranno proprio queste ultime novità a offrire un contributo per un 2021 meno avverso.

In primis, un po' più di fiducia sui prossimi mesi sarà concessa dal via libera all'accordo commerciale legato alla Brexit.

Questo patto ha, infatti, preso la sperata direzione di un'intesa «soft» e ha così scongiurato, in extremis, il rischio di significativi contraccolpi per molte aziende che operano nel Regno Unito.

L'accordo, siglato la vigilia di Natale, ha permesso di tirare un sospiro di sollievo a molti campioni del Made in Italy che temevano dazi, quote e controlli doganali in caso di un «no deal», vale a dire un divorzio senza contratto. Un altro tassello importante, che offrirà una grande chance in più sugli scenari del nuovo anno, è arrivato da Oltreoceano: nei giorni scorsi negli Stati Uniti è scattato il semaforo verde al tanto atteso pacchetto di rilancio post-pandemia.

Il maxi-intervento da 2.300 miliardi di dollari preparerà il terreno a un 2021 di ripresa e, insieme all'avvio delle vaccinazioni in diversi Paesi, aiuterà a guardare con piedi più solidi all'anno che sta per iniziare.

Cosa aspettarsi dal 2021?

Fare previsioni sul futuro dei mercati non è mai stato facile.

Questa volta l'esercizio è ancora più complicato. Le incertezze sono tante e le paure non mancano.

Nonostante i molti timori, le attese delle grandi banche d'investimento e quelle delle case d'affari internazionali sono tutte orientate su un cauto ottimismo.

Questo scenario è già in parte stato anticipato dai mercati azionari che si sono mossi in decisa risalita dal novembre scorso. A convincere è l'accelerata nello sviluppo di molteplici vaccini efficaci contro il Coronavirus. Questo importante passo avanti porterà a una normalizzazione della vita sociale ed economica, probabilmente già a partire dalla prossima estate.

L'aspettativa è che con la progressiva riapertura arrivi anche una rimonta delle principali economie. Secondo il Fondo monetario internazionale, la ripartenza sarà piuttosto vigorosa. Come reso nel dettaglio nell'analisi che segue più sotto, le nostre proiezioni sono più favorevoli di quelle del Fmi, con il Pil dei Paesi euro visto arrivare a un +5% a fine 2021, contro il +4,6% delle stime degli organismi sovranazionali (per gli Usa ci aspettiamo un +5,1% contro un +3,8% delle attese sovranazionali, per la Cina un +8,5%, contro un +8,2%).

Guardando alle singole aree, negli Stati Uniti ci attendiamo un ritorno ai livelli pre-pandemia già entro la metà del prossimo anno. In Europa, invece, sarà necessario attendere per lo meno la fine del 2021. La Cina invece continuerà a marciare a ritmo sostenuto come già ha fatto durante tutto il 2020. Di sicuro, nei prossimi mesi, resterà saldamente in primo piano l'evoluzione della crisi sanitaria. Sarà principalmente su questo andamento che si focalizzerà l'attenzione nel corso del 2021. Ci vorrà del tempo per arrivare all'immunità di gregge e, come ha evidenziato la recente comparsa di una più aggressiva variante inglese del virus, i rischi non sono del tutto svaniti. La prudenza dovrà quindi restare alta. L'ipotesi è che, a ogni colpo di coda del Coronavirus, la volatilità torni di nuovo a regnare sui listini. Tra gli osservati speciali dei prossimi mesi ci sarà l'inflazione. Al momento, le previsioni sull'andamento dei prezzi sono discordanti.

Non è chiaro se emergerà un'impennata post-pandemia o se si continuerà sui livelli minimi attuali. Ad ogni modo, è certo che una rapida risalita del costo della vita peserà sul mercato obbligazionario e su quello azionario. Gli occhi saranno puntati anche sulle Banche centrali, importante alleato in questo anno così difficile. Questa volta però le attese saranno rivolte anche ai governi. La ripresa economica sarà, infatti, guidata dalle politiche fiscali dei singoli Paesi. Insieme, le due forze resteranno a vigilare sugli sviluppi nel nuovo anno. In questo senso, nell'area euro gli Stati periferici potrebbero avvantaggiarsi del continuo sostegno della Banca centrale europea (Bce) e, in prospettiva del Recovery Fund, con un ulteriore restringimento degli spread rispetto ai Bund tedeschi. Nel complesso, il 2021 sarà un anno che guarderà alla ricostruzione. Le chance ci sono e lo conferma il ritrovato ottimismo degli operatori negli ultimi scorcì di questo 2020.

Scenario

Il 2020 è stato indubbiamente un anno straordinario per quanto successo non solo in ambito sanitario, economico e sociale, ma anche per le dinamiche dei mercati finanziari.

“

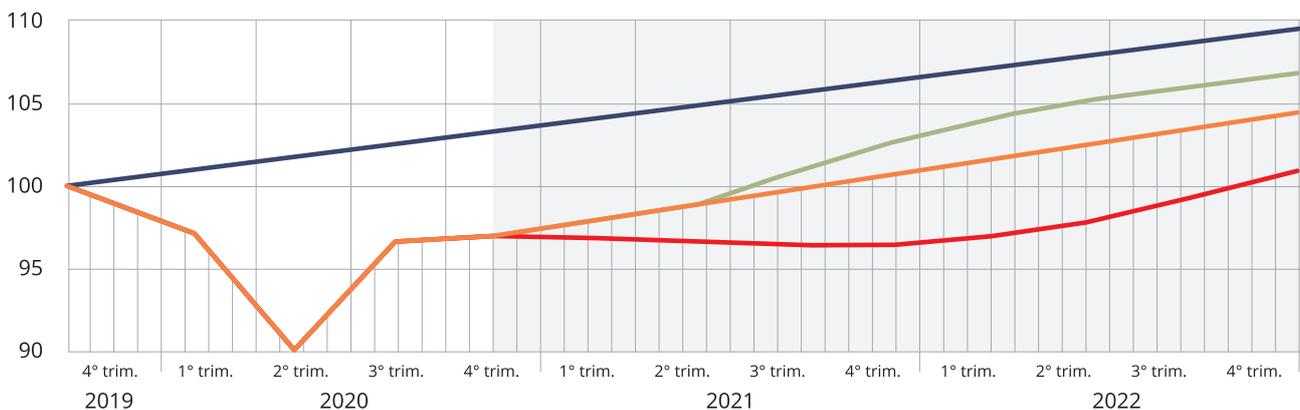
Si prevede una ripresa vigorosa delle principali economie.

I mercati finanziari inizialmente hanno prestato scarsa attenzione all'epidemia di Coronavirus, quindi hanno reagito in modo estremamente violento con il calo più rapido nella storia delle borse azionarie e infine hanno progressivamente sposato uno scenario di ottimismo grazie agli interventi dei governi e delle banche centrali a sostegno di consumatori e imprese e grazie anche agli sviluppi positivi sui vaccini. I movimenti dei mercati hanno destato diverse reazioni da parte degli investitori, portando alcuni a parlare di euforia eccessiva, mentre altri li ritengono corretti alla luce delle prospettive di ripresa, della

liquidità immessa nel sistema e del livello raggiunto dai tassi di interesse; dobbiamo quindi cercare di comprendere quanto è già scontato nei prezzi e quali siano i margini di variazione per le singole asset class partendo dalle nostre aspettative sulle principali variabili economiche e finanziarie. La maggioranza degli organismi sovranazionali, come ad esempio il Fondo Monetario Internazionale e l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico, prevedono una ripresa piuttosto vigorosa delle principali economie nel 2021, anche se questo non sarà sufficiente per colmare il gap rispetto allo scenario pre-Covid.

Scenari OCSE PIL globale

— Proiezioni novembre 2019 — Proiezione corrente — Scenario peggiore — Scenario migliore



Fonte: OCSE



Le proiezioni formulate al nostro interno sono più ottimiste rispetto a quelle degli organismi sovranazionali: per quanto riguarda gli Stati Uniti riteniamo che entro la metà del prossimo anno il Paese potrebbe aver recuperato i livelli precedenti alla pandemia, mentre in Europa sarà necessario attendere per lo meno la fine del 2021. Allungando l'orizzonte temporale abbiamo maggiori dubbi sulla capacità di riprendere la *trendline* di lungo periodo per il Vecchio Continente, mentre l'America potrebbe essere avvantaggiata dalla maggiore dinamicità che l'ha caratterizzata negli ultimi anni. Guardando ad Oriente la Cina sarà probabilmente l'unico tra i maggiori paesi a far registrare una crescita positiva nel 2020; la capacità di

“

La politica monetaria e quella fiscale si sono potute rafforzare a vicenda migliorando l'efficacia complessiva dei singoli interventi.

limitare i danni nell'anno del Covid renderà otticamente meno forte il rimbalzo rispetto alle altre economie, ma estendendo la proiezione al lungo periodo il trend di crescita resterà significativamente superiore rispetto ai paesi sviluppati. L'intervento delle Banche Centrali è stato più rapido e di entità significativamente maggiore rispetto a quello effettuato dopo il fallimento di Lehman Brothers: questa reazione è stata possibile in quanto gli strumenti per agire erano già pronti e testati dalla Grande Crisi Finanziaria, ma anche perché in questo frangente banche e operatori finanziari in genere non avevano alcuna responsabilità, legata all'assunzione di rischi eccessivi, per quanto accaduto.

PIL 2020

PIL 2021

| PREVISIONI | Ersel | Consensus | Ersel | Consensus |
|------------|-------|-----------|-------|-----------|
| USA | -3,5% | -3,6% | 5,1% | 3,8% |
| PAESI EURO | -7,2% | -7,3% | 5,0% | 4,6% |
| CINA | 2,2% | 2,0% | 8,5% | 8,2% |

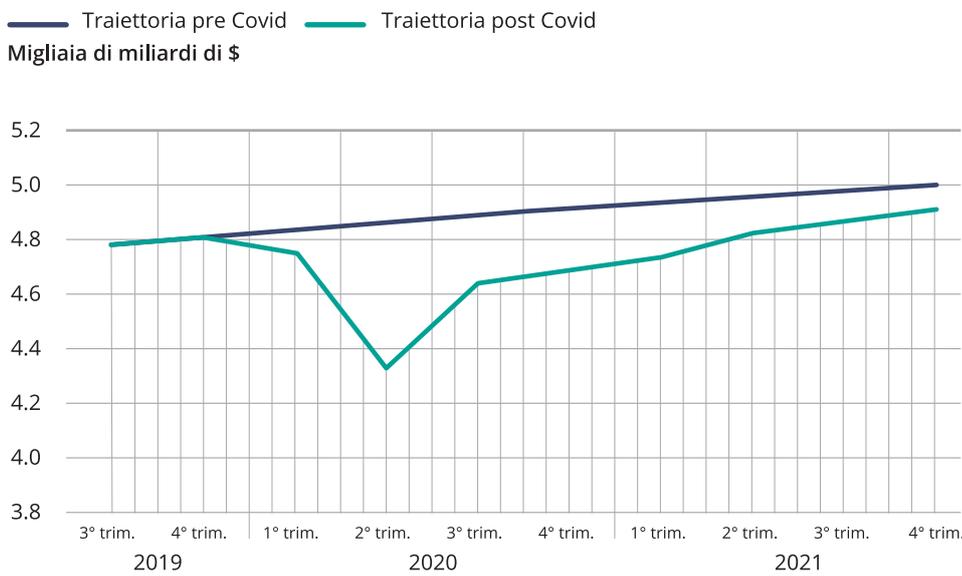




Un elemento molto importante è stato inoltre il concerto tra la politica monetaria e quella fiscale, che si sono potute rafforzare a vicenda migliorando l'efficacia complessiva dei singoli interventi. Nel 2021 è improbabile che ci sia un cambiamento significativo rispetto a questa impostazione:

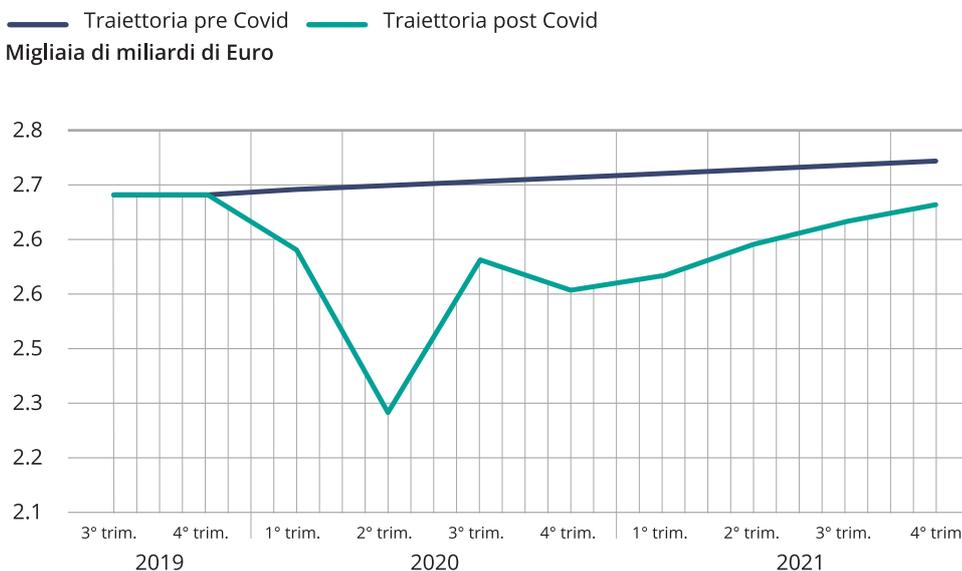
le Banche Centrali dei paesi sviluppati hanno adottato strategie di comunicazione molto trasparenti e orientate al lungo termine per rassicurare investitori e operatori economici sul mantenimento di un livello estremamente contenuto per i tassi di interesse.

PIL USA



Fonte: Ersel

PIL area Euro



Fonte: Ersel



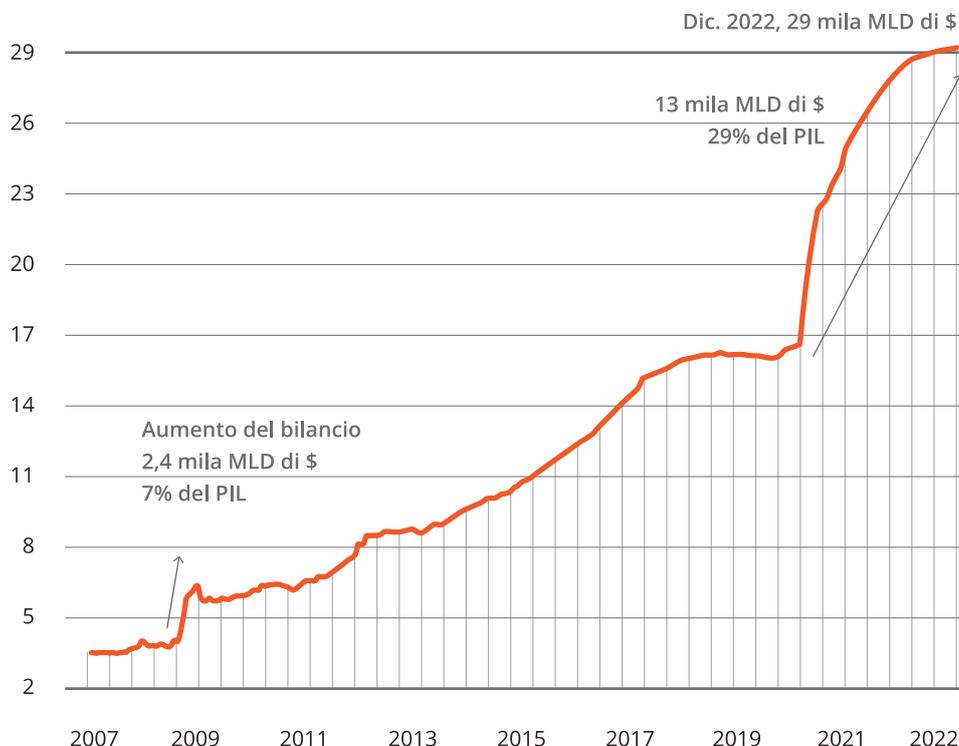
L'intervento delle Banche Centrali è stato più rapido e di entità significativamente maggiore rispetto a quello effettuato dopo il fallimento di Lehman Brothers.



Il Fondo Monetario Internazionale, garante dell'ortodossia economica, ha preso posizione in modo molto netto a favore di un continuo sostegno all'attività da parte dei bilanci pubblici.

Bilancio delle Banche Centrali del G4*

*G4 = Usa, Eurozona, Gran Bretagna e Giappone
Migliaia di miliardi di \$

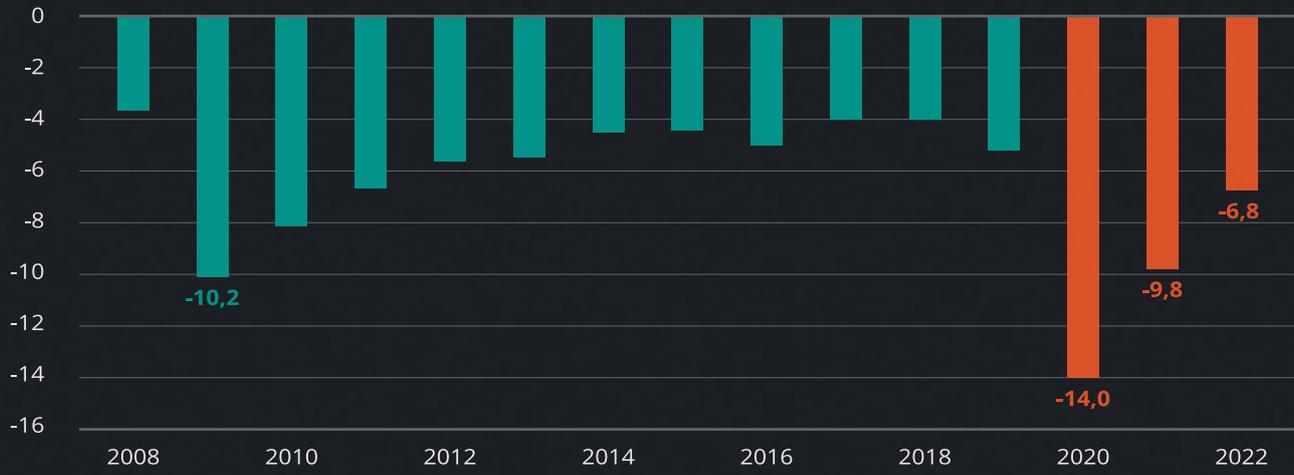


Fonte: Ersel

Sulla politica fiscale qualche dubbio in più è lecito, in quanto molte nazioni hanno raggiunto livelli di deficit e debito elevati sia in termini assoluti sia in prospettiva storica; è però importante osservare che, mentre la politica monetaria si è mossa sulla falsariga di quanto fatto negli anni successivi al 2008, quella fiscale ha ripudiato le misure di austerità varate all'epoca, per cercare di offrire il massimo supporto alla nascente ripresa economica. Anche il Fondo Monetario Internazionale, garante dell'ortodossia economica, ha preso posizione in modo molto netto a favore di un continuo sostegno all'attività da parte dei bilanci pubblici. In conclusione, l'attività dei governi e delle banche centrali

dovrebbe continuare a garantire un adeguato supporto a economie e mercati finanziari rafforzando lo scenario di riferimento appena tratteggiato. Non possiamo chiudere il quadro macroeconomico senza prendere in considerazione l'inflazione; in questo ambito troviamo posizioni molto eterogenee tra i vari commentatori e le case di ricerca. Da un lato alcuni temono che la dinamica dei prezzi possa sfuggire al controllo delle autorità, come negli anni settanta del secolo scorso, a causa dell'immissione di liquidità e dell'espansione dei bilanci statali; dall'altro vi è chi teme una ripetizione di quanto successo dopo la Grande Crisi Finanziaria, con una sostanziale stagnazione dei prezzi.

Rapporto Deficit / PIL G4 + Cina



Fonte: Ersel





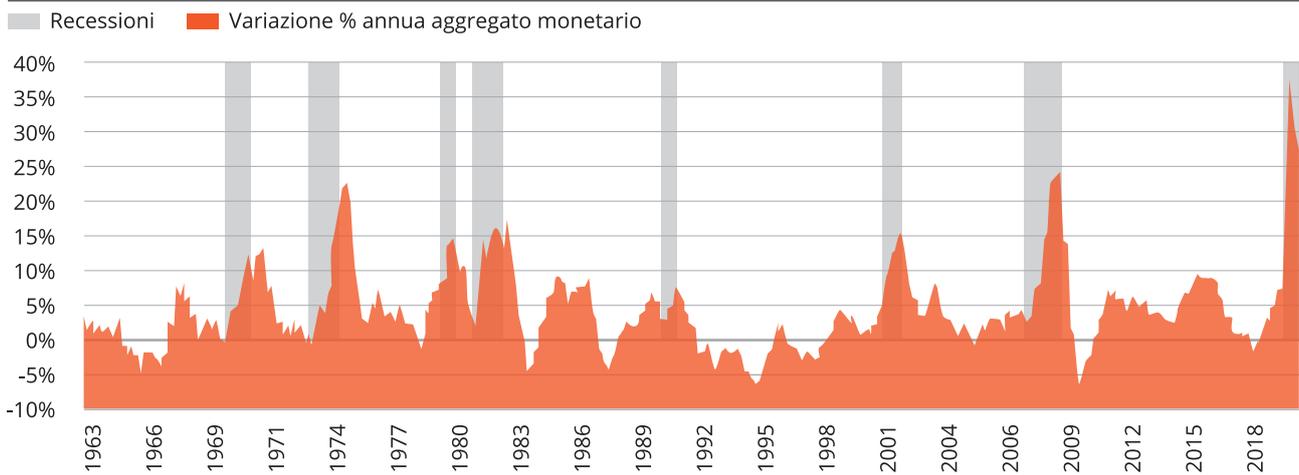
Si guarda in questo caso alla storia del Giappone, dopo lo scoppio della locale bolla finanziaria, ipotizzando che anche l'Europa, e forse anche gli Stati Uniti, siano destinati ad un trend analogo; questo scenario avrebbe conseguenze particolarmente negative per la sostenibilità dei bilanci pubblici, in quanto un livello di inflazione adeguato potrebbe contribuire a erodere nel corso del tempo il valore del debito in circolazione. Entrambi i punti di vista hanno meriti e punti di forza e la validità

delle diverse teorie potrà anche cambiare in funzione dell'orizzonte di osservazione: limitandoci al 2021 riteniamo alquanto improbabile un significativo aumento di inflazione che possa da un lato costringere le Banche Centrali a modificare le proprie politiche monetarie e dall'altro avviare una fase di risalita dei tassi di interesse con conseguenze negative sui mercati finanziari; quindi anche dopo aver considerato questo importante fattore manteniamo uno scenario costruttivo per economie e mercati.

“

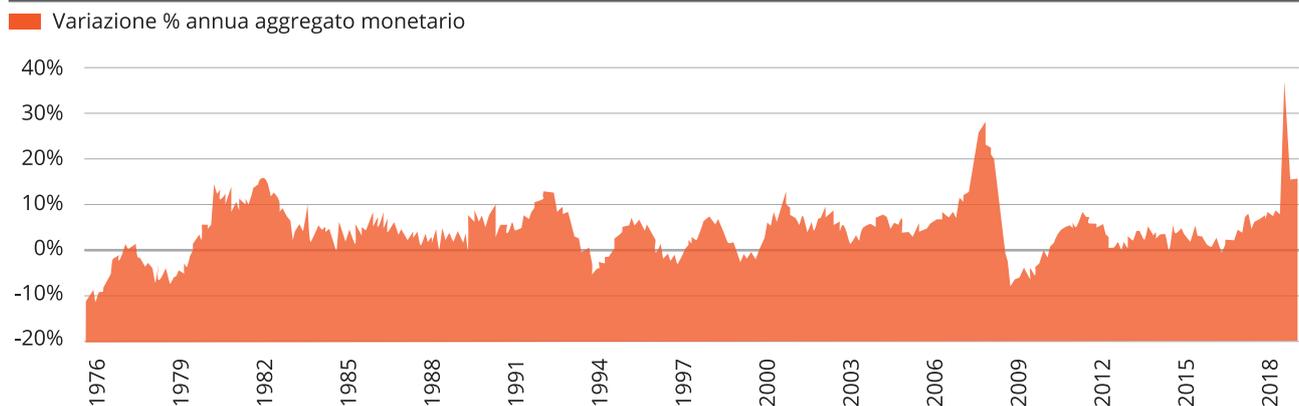
Manteniamo uno scenario costruttivo per economie e mercati.

Indice liquidità USA



Fonte: Federal Reserve, Bureau of Labor Statistics, Thomson Datastream, Ersel

Indice liquidità eurozona



Fonte: Eurostat, OCSE, Thomson Datastream, Ersel



Mercati obbligazionari

Alla luce delle riflessioni svolte fin qui possiamo dunque ipotizzare che per i principali mercati obbligazionari il 2021 sarà un anno piuttosto tranquillo, con risultati legati innanzi tutto al flusso cedolare delle singole emissioni e dei segmenti di mercato che li raggruppano.

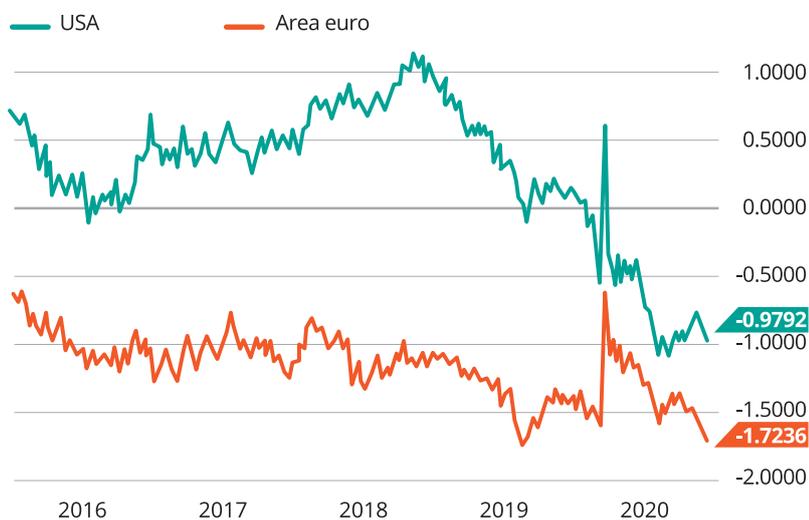
“

I subordinati finanziari hanno un ottimo equilibrio tra rischio e prospettive di rendimento.

I titoli di stato dei paesi con merito di credito elevato potrebbero vedere una modesta risalita dei tassi, con un impatto negativo sui prezzi delle obbligazioni, ma non ci aspettiamo scossoni significativi. Nell'area Euro i paesi periferici potrebbero avvantaggiarsi del continuo sostegno della Banca Centrale Europea e, in prospettiva del Recovery Fund, con un ulteriore restringimento degli spread rispetto ai Bund tedeschi. Le obbligazioni societarie con rating elevato dovrebbero offrire un po' di extra-rendimento rispetto ai governativi, anche grazie al continuo supporto derivante dagli acquisti delle Banche Centrali e al fatto che il flusso di nuove emissioni dovrebbe essere contenuto.

I titoli ad alto rendimento (high yield) offrono il vantaggio di un livello di redditività superiore, che potrebbe ancora aumentare in presenza di ulteriori cali degli spread, e di una durata finanziaria più breve, in grado di minimizzare impatti negativi legati ad aumenti nei tassi di interesse; rimane però un rischio relativo al tasso di fallimento, che potrebbe cambiare in modo significativo la redditività complessiva di un investimento in questo segmento di mercato. Riteniamo che un ottimo equilibrio tra rischio e prospettive di rendimento possa essere ottenuto tramite i subordinati finanziari, in grado di coniugare cedole elevate e solidità degli emittenti; la durata finanziaria può essere superiore rispetto a quella dei titoli high yield, ma beneficia in genere di meccanismi di richiamo in grado di contenere a livelli accettabili questo fattore di rischio. Nell'ambito obbligazionario emergente la situazione è molto eterogenea, anche alla luce delle differenze nei trend di crescita dei diversi paesi e nello stato di salute delle finanze pubbliche. In uno scenario favorevole potrebbero consentire buone opportunità di rendimento sia in valuta forte, sia in valuta locale. In uno scenario centrale il rischio chiave è rappresentato proprio dall'andamento delle divise: politiche monetarie accomodanti da parte delle Banche Centrali locali potrebbero determinare una svalutazione dei cambi in grado di annullare rendimento cedolare ed eventuali guadagni sul corso dei titoli. In questo ambito manteniamo dunque un atteggiamento equilibrato che potrà evolvere in funzione del quadro di riferimento. Un discorso a parte lo meritano i titoli di stato cinesi, che offrono rendimenti cedolari superiori al 3% e potrebbero seguire il comportamento che ha caratterizzato Bund e Treasuries nelle fasi di avversione al rischio con cali dello yield e guadagni in conto capitale in grado di dare stabilità al portafoglio nel suo complesso. Per questo motivo abbiamo introdotto in alcuni portafogli quest'asset class, anche se con un peso ancora limitato.

Tassi di interesse reali a 10 anni



Fonte: Ersel

Mercati azionari

I mercati azionari sono quelli che hanno risentito in misura più importante dei cambiamenti nella politica monetaria e nelle aspettative sull'economia.

Aziende e settori in grado di beneficiare della pandemia hanno raggiunto nuovi massimi nel 2020, mentre altre sono crollate a causa di un sostanziale blocco nell'attività con ovvie conseguenze su ricavi e utili; gli sviluppi positivi sui vaccini hanno quindi determinato una forte rotazione settoriale che ha compresso parte del gap di performance accumulato nei mesi precedenti senza chiuderlo del tutto.

Le nostre ipotesi sui mercati azionari si basano sullo scenario positivo per l'economia già delineato e sulle attese di tassi di interesse stabili o in marginale rialzo: si verrebbe così a creare un contesto favorevole per le borse, in grado di far proseguire i progressi raggiunti finora; in termini di settori e stili propendiamo per un approccio equilibrato e diversificato alla luce di punti di forza e debolezza che potrebbero avere impatti diversi nel corso del tempo.

Da un lato è vero che alcuni trend che hanno favorito la tecnologia sono destinati a durare nel tempo, che molti di questi modelli di business hanno una redditività intrinsecamente più elevata e godono di economie di scala, effetto rete o una posizione di sostanziale monopolio difficile da scalzare; d'altra parte non si può escludere che parte della domanda sia stata anticipata – gonfiata dal Covid e ci possa quindi essere una fase di assestamento nella crescita

“

Le nostre ipotesi sui mercati azionari si basano sullo scenario positivo per l'economia già delineato e sulle attese di tassi di interesse stabili o in marginale rialzo: si verrebbe così a creare un contesto favorevole per le borse, in grado di far proseguire i progressi raggiunti finora.

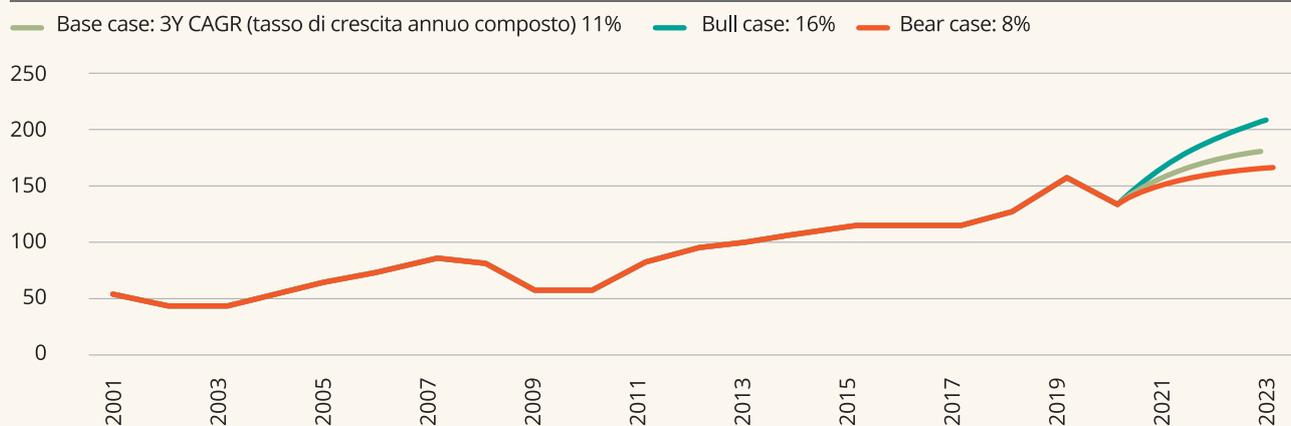
degli utili, né si può escludere un crescente controllo di antitrust, governi e autorità fiscali in grado di limitare alcuni dei vantaggi più difficili da giustificare per il settore. Molti dei titoli ciclici e legati in generale allo stile *value* hanno al contrario prospettive più incerte sul lungo termine, in alcuni casi dovendo affrontare un trend di declino strutturale, ma consentono di partecipare efficacemente a sorprese positive sulla crescita dell'economia che potrebbero determinare ancora significativi recuperi nei profitti.

Non ci preoccupano particolarmente, invece, i multipli di valutazione delle borse nel loro complesso: è vero che sono elevati in termini assoluti e in prospettiva storica, ma vanno letti nel contesto di riferimento in cui si sono formati, in particolare in funzione del livello estremamente contenuto dei tassi di interesse.

Uno dei possibili scenari negativi per i mercati finanziari potrebbe derivare proprio da aumenti imprevisti sui tassi, probabilmente a causati dalla dinamica dell'inflazione, che avrebbero impatti negativi sia sulle obbligazioni, deprimendo i corsi dei titoli a cedola fissa in circolazione, sia sulle azioni, determinando un aumento del tasso a cui sono attualizzati i flussi di cassa futuri e portando quindi a un calo del valore intrinseco.

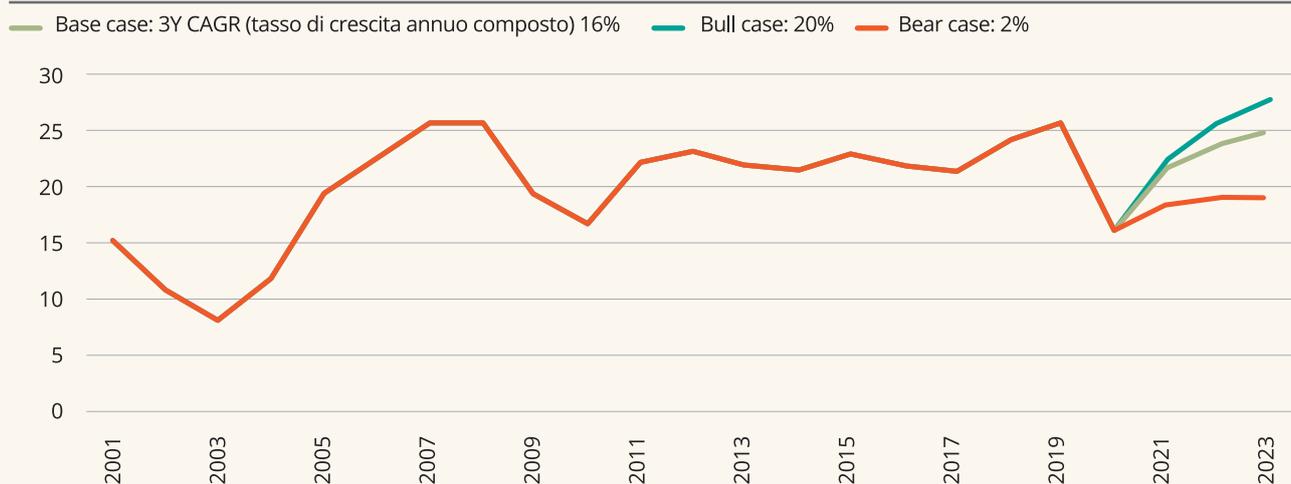


S&P 500: stime utili per azione



Fonte: Refinitiv, Ersel

Stoxx 600: stime utili per azione



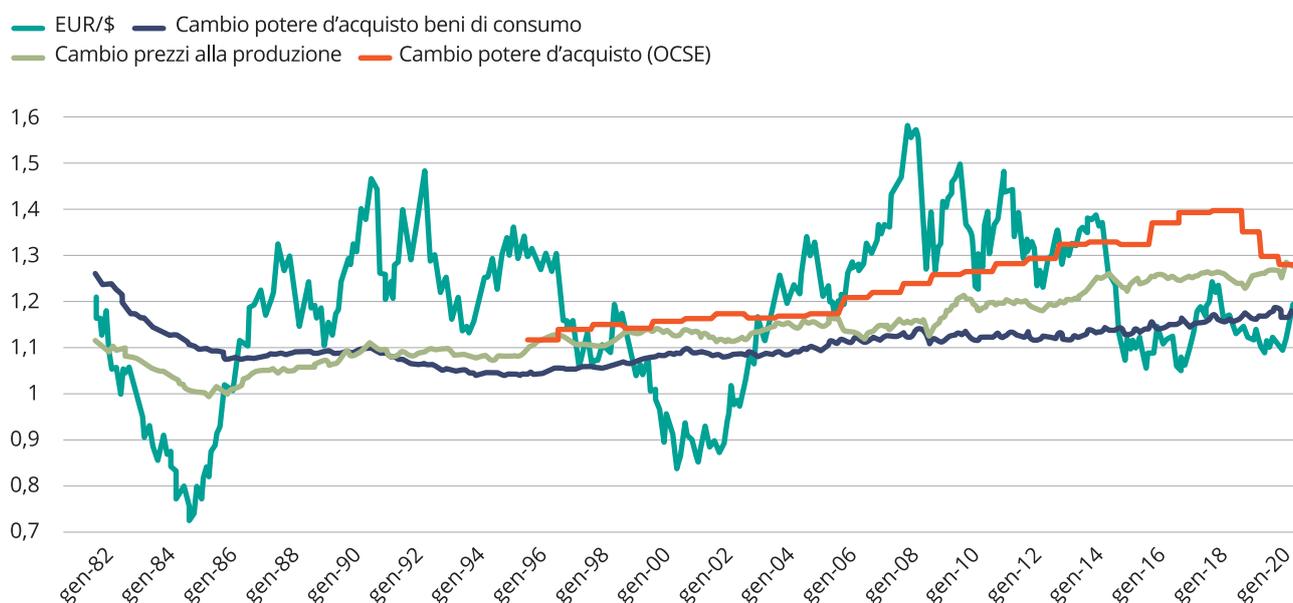
Fonte: Refinitiv, Ersel

Mercati valutari

In ambito valutario riteniamo che il dollaro possa continuare a indebolirsi, sono infatti molte le variabili a gravare sulla divisa americana.

Sono molte le variabili a gravare sulla divisa americana: il deficit fiscale e commerciale, un differenziale di crescita tra USA e resto del mondo in calo rispetto al recente passato, un differenziale nei tassi di interesse significativamente inferiore rispetto alla fase pre-Covid, un forte aumento della base monetaria e le indicazioni da parte di modelli di equilibrio di lungo termine come quello della Parità dei Poteri d'Acquisto (PPP).

EUR/\$ e livelli di equilibrio in base alla Parità dei Poteri di Acquisto



Fonte: Ersel

“

L'Euro appare favorito, pur con diverse incognite.

In questo contesto l'Euro appare favorito, pur con le incognite legate all'economia dell'area e ai tentativi della Banca Centrale Europea di contenere la rivalutazione della moneta unica.

Anche lo Yen giapponese può rappresentare una opportunità interessante e potrebbe avere un effetto positivo su un portafoglio diversificato in quanto la divisa giapponese tende ad apprezzarsi nelle fasi di avversione al rischio e di stress dei mercati.



Conclusioni

In conclusione, pensiamo che il 2021 possa essere un anno favorevole per gli investimenti finanziari in base ad un'ampia serie di considerazioni, che spaziano dalle attese sull'economia al comportamento di governi e banche centrali, ai livelli dei tassi di interesse e alle prospettive per la redditività aziendale.

| Scenario negativo | Scenario centrale | Scenario positivo | |
|--|--|---|-------------------------------------|
| Crescita come da attese ma improvvisa e rapida accelerazione dell'inflazione al di sopra dei target delle BC (Banche Centrali). | Crescita e profitti in accelerazione, moderato rialzo dell'inflazione verso i target delle BC. | Crescita del PIL e dei profitti oltre le già favorevoli attese di consenso, moderato rialzo dell'inflazione verso i target delle BC. | Fondamentali |
| Un rialzo generalizzato e inatteso dei tassi risk free porta a un allargamento degli spread e a perdite sui mercati azionari. Il dollaro si rafforza contribuendo a restringere le condizioni finanziarie globali. | Andamento positivo delle attività di rischio, ma non esuberante, già scontato nei prezzi. Prosecuzione delle rotazioni in atto su geografie, settori, stili. Total return dei prodotti a spread almeno pari alla cedola, governativi in moderato calo. Dollaro debole. | Performance a doppia cifra per i principali indici azionari mondiali. Apprezzamenti in conto capitale per i titoli a spread, moderate perdite sui titoli governativi «safe haven». Marcato indebolimento del dollaro. | Comportamento delle Asset Class |
| Contributo negativo sia dalle componenti obbligazionarie che azionarie. Liquidità in \$ principale, se non unico, contributore positivo. | Tutta la gamma dei portafogli multiasset dovrebbe far registrare performance positive via via decrescenti al ridursi del grado di rischio del prodotto. | Performance interessanti per la gamma dei portafogli multiasset, principale rischio la sovraesposizione al \$. | Attese su un portafoglio multiasset |

Il rendimento non potrà però arrivare dagli attivi più stabili e a minor rischio, che sono pesantemente condizionati dalle politiche monetarie a sostegno della crescita, e sarà dunque necessario spostare i portafogli verso le asset class più volatili, come ad esempio credito ed emergenti in ambito obbligazionario e mercati azionari in generale, che ancora presentano margini di rivalutazione. In un contesto di tassi di interesse nulli nella maggior parte

dei paesi sviluppati, la diversificazione valutaria avrà probabilmente meno efficacia rispetto al passato e cercheremo dunque di concentrare gli investimenti sulla divisa domestica. Non mancano ovviamente i rischi, ma non si può neanche escludere un'uscita dallo shock del 2020 più rapida del previsto con una ricaduta positiva sui mercati: la tabella precedente prova a sintetizzare alcuni dei principali scenari che possiamo ipotizzare per l'anno.

Segui i nostri podcast
su  Spotify®



A cura del Team Advisory Ersel



ERSEL
Wealth Management