
Ersei Outlook

Feb. 2021



“

‘America United’ la sfida di Biden

Mercati azionari
Mercati obbligazionari
Mercati valutari
Le nostre linee
Fondazione Paideia



‘America United’ la sfida di Biden

L’era di Joe Biden è partita con una cerimonia di insediamento senza precedenti nella storia degli Stati Uniti. Per la prima volta all’evento non si sono viste le folle che ogni volta accorrono da tutto il Paese per salutare il nuovo presidente, né si è vista la parata lungo Pennsylvania Avenue a Washington.

“

La chiave per ricucire le divisioni politiche e sociali sta nella politica economica della nuova amministrazione Biden.

Anche i festeggiamenti serali sono saltati, svaniti nel segno degli impegni pressanti a cui badare. Appena sceso dal palco del giuramento, il neoeletto presidente si è infatti subito diretto al lavoro: «Non c’è tempo da perdere quando si tratta di affrontare la crisi che abbiamo di fronte. Ecco perché sto andando allo Studio Ovale per mettermi subito al lavoro per approvare misure ambiziose e di sostegno alle famiglie americane» ha twittato a fine cerimonia. La sfida che lo attende è enorme. Il nuovo inquilino della Casa Bianca dovrà far ripartire un’economia in difficoltà a causa dell’emergenza sanitaria ma dovrà anche rimediare alle fratture che hanno portato all’assalto al Campidoglio di inizio gennaio. La chiave per ricucire le divisioni politiche e sociali sta nella politica economica della nuova amministrazione Biden. Programmi e riforme dovranno offrire risultati rapidi e riconosciuti soprattutto dalla classe media e dai ceti più svantaggiati, quelli che negli ultimi anni hanno sofferto di più. In questa direzione va la promessa elettorale di un salario minimo garantito di 15 dollari l’ora. Come prima cosa, Biden ha annunciato un piano extra di stimoli da 1.900 miliardi di dollari che si aggiunge a quelli già decisi a fine 2020. Da un lato gli aiuti sosterranno i governi locali

e le iniziative di questi, dall’altro entreranno direttamente nelle tasche dei cittadini con un assegno da 1.400 dollari che si aggiunge ai 600 già introdotti dal Congresso. La direzione pare essere quella giusta. Lo dimostrano i nuovi record messi a segno dai listini di Wall Street subito dopo l’insediamento del nuovo inquilino alla Casa Bianca. A convincere i *money manager* è però anche la certezza che i Repubblicani, come da loro stessi segnalato, non si metteranno di traverso e che quindi il nuovo programma di maxi-sostegno sarà approvato in tempi minimi. Il peso degli avversari rimane importante. Con il ballottaggio di gennaio in Georgia, i Democratici hanno sì conquistato la maggioranza de facto in Senato, tuttavia il margine di vantaggio è molto risicato e potrebbe traballare a ogni voto. Il supporto segnalato dai Repubblicani dà indicazioni per un percorso condiviso, almeno nell’emergenza. Sotto la lente non ci sono soltanto gli sforzi per superare la pandemia. L’attenzione è rivolta anche ad altre aree dell’agenda economica dei Democratici: le infrastrutture, la svolta verde, il sistema sanitario e l’istruzione sono in primo piano. Si tratta nel complesso di un programma colossale di spesa pubblica che vedrà la luce presto e che avrà l’obiettivo di



modernizzare il Paese, di creare nuova occupazione e di ridurre le disuguaglianze. Già nei prossimi quattro anni saranno spesi oltre 300 miliardi di dollari in ricerca e sviluppo mentre altri 400 miliardi andranno nella costruzione delle infrastrutture per le energie rinnovabili. L'ambizione è di creare oltre 10 milioni di posti di lavoro solo con la green economy, un'operazione lungimirante che mira anche a contrastare la perdita di occupazione a causa dell'avanzata dell'automazione. Nel focus della spesa c'è anche il potenziamento, già entro il 2030, del trasporto pubblico specie nelle città con più di 100.000 abitanti, insieme al miglioramento dell'accesso alla banda larga che dovrà raggiungere ogni angolo del Paese. Anche l'istruzione e la scuola pubblica saranno coinvolte in questo grande processo di miglioramento. Come successo anche in altri Paesi, l'emergenza Covid-19 ha fatto capire quanto indietro sono rimaste alcune strutture. In questo senso proprio la differenza tra il costoso sistema scolastico e universitario privato e il sistema statale Usa di istruzione è uno dei fattori che contribuiscono alle disuguaglianze nel Paese. La strada per finanziare tutti questi piani passerà anche dalla controversa riforma fiscale proposta da Biden. A contribuire di più alla spesa saranno in particolare i redditi più alti. Se i cambiamenti in

questo ambito saranno approvati, chi guadagna più di 400.000 dollari si ritroverà con un'aliquota del 39,6% contro il 37% di adesso. Le imprese sborseranno di nuovo di più: Trump aveva abbassato dal 35% al 21% circa le imposte delle aziende, adesso Biden le riporterà al 28%. Fiscalmente penalizzati saranno, invece, quei gruppi che delocalizzano fuori dagli Usa. Si tratta di uno dei tasselli delle molte manovre per convincere i colossi Usa a investire e a produrre in patria e salvare così posti di lavoro. Nella stessa direzione va anche uno dei primi decreti firmati da Biden che chiede alle agenzie federali di acquistare in primo luogo prodotti «Made in Usa». Un tema caro anche a Donald Trump e incarnato dal suo mantra «America first». Adesso il nuovo slogan «Buy American» di Biden potrebbe percorrere le stesse orme. A tenere le antenne alzate sono gli alleati commerciali degli Stati Uniti e in particolare l'Europa che con l'elezione di Biden aveva tirato un sospiro di sollievo e che aveva sperato che le tensioni su questo fronte fossero finite il 20 gennaio scorso con il nuovo giuramento alla Casa Bianca. Questa nuova ombra potrebbe quindi far accendere nuovi focolai di tensione nei prossimi mesi mentre sullo sfondo restano le preoccupazioni legate al Coronavirus, che ha superato i 100 milioni di contagi nel mondo.

Mercati azionari

A livello micro è difficile trovare forti elementi di attenzione o criticità specifiche per la dinamica dei prezzi: tendiamo quindi a non esporre in misura eccessiva i portafogli sui settori energia, materie prime e finanza, che potrebbero maggiormente beneficiare in uno scenario di aumenti generalizzati.

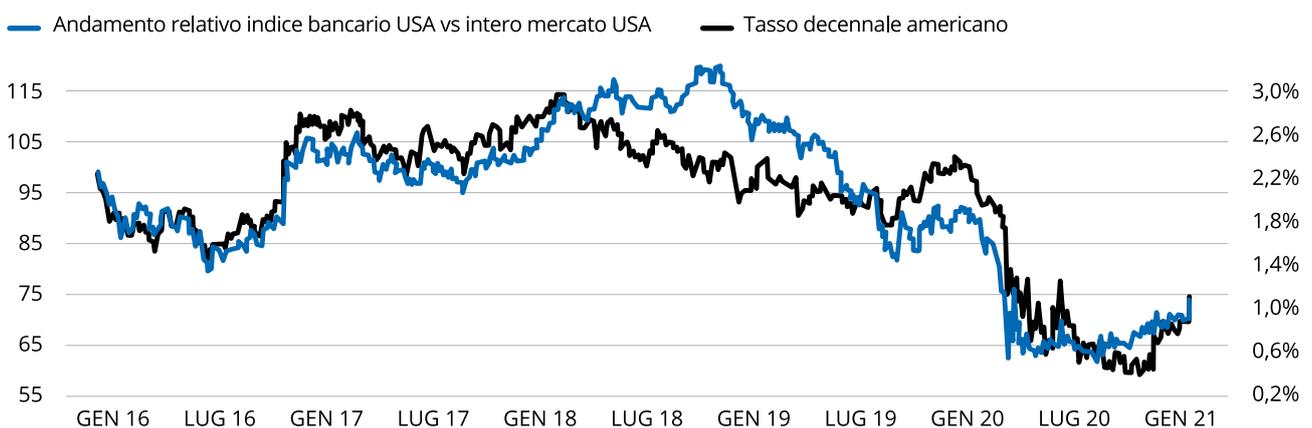
Prediligiamo invece un approccio equilibrato che combina titoli di qualità elevata con società maggiormente esposte al ciclo economico globale, ipotizzando uno scenario di inflazione che non scappa al controllo delle banche centrali e non si allontana eccessivamente dai loro obiettivi. Storicamente è stata la rapida accelerazione dell'inflazione oltre il 4/5% a generare compressione dei multipli o addirittura bear markets. In questi casi è solitamente la risalita dei tassi reali a pesare negativamente sulle azioni. A preoccupare sono i casi (molto rari e idiosincratici) di inflazione esogena. Importante anche considerare la funzione di reazione delle banche centrali, attualmente molto diversa rispetto a episodi

“

Lo scenario più probabile è quello di un effettivo rialzo ciclico dell'attività.

passati. In caso di inflazione «old style» spesso i responsabili del rialzo dei prezzi sono shock esogeni, tendenzialmente sulle commodities. In questo caso i settori beneficiati sono quelli direttamente legati alle materie prime e i finanziari, attraverso una risalita dei tassi. Lo scenario più probabile è potenzialmente più benigno è quello di un effettivo rialzo ciclico dell'attività e dei prezzi in alcune aree recentemente penalizzate dalle dinamiche di domanda/offerta. In questo caso la situazione strutturale non è destinata a cambiare del tutto ma è sensato virare almeno parzialmente su ambiti che offrono un buon compromesso di esposizione a rialzo commodities/tassi come i titoli ciclici e *value*.

Indice bancario USA a confronto con tasso decennale



Fonte: Ersel



Mercati obbligazionari

Per quanto concerne i mercati obbligazionari abbiamo assistito ad alcuni dibattiti in seno ai comitati di politica monetaria di FED e BCE, rispettivamente riguardo al tapering e all'utilizzo del PEPP ma modifiche significative all'attuale impostazione non sembrano né probabili, né vicine nel tempo.

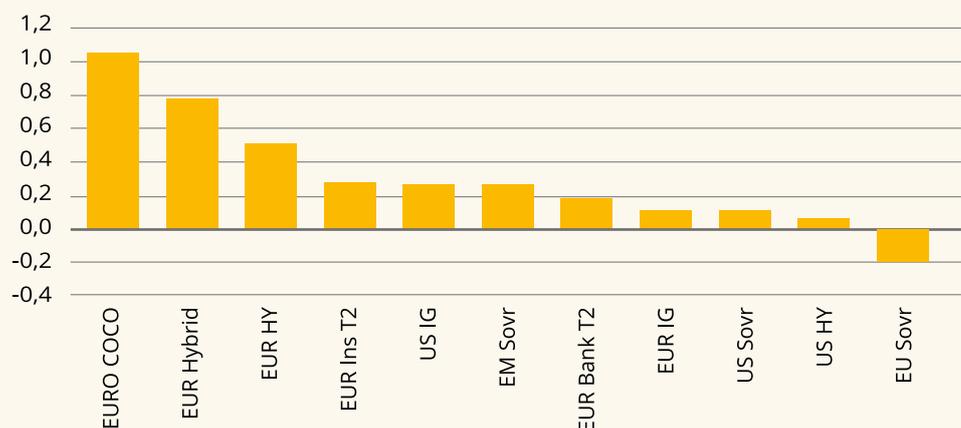
“

Nell'ambito delle obbligazioni societarie il quadro tecnico è positivo.

I tassi reali, cioè al netto delle aspettative di inflazione, continuano a mantenersi su livelli estremamente contenuti, mentre le aspettative di inflazione stesse sono già in linea con i target delle banche centrali e i valori degli ultimi anni: eventuali aumenti dei tassi dovranno dunque avvenire prevalentemente nella componente reale, con un effetto potenzialmente negativo per le altre asset class. La FED ad un certo punto del 2021 potrebbe ritenere opportuno inserire anche un elemento «qualitativo», legando l'espansione monetaria in qualche modo agli «sviluppi della pandemia». Evitando in questo modo un secondo *tapering tantrum* in un momento così complesso per il paese. La BCE invece appare concentrata più sulle condizioni

finanziarie che sull'inflazione. La BCE ha in mente un concetto olistico di condizioni finanziarie, che include credito all'economia reale, tassi, spread, valute, e si concentra su tutti gli attori economici: famiglie, imprese, governi, sistema finanziario. Nell'ambito delle obbligazioni societarie il quadro tecnico è comunque positivo, grazie a emissioni nette contenute per gli emittenti con rating elevato, e questa dinamica potrebbe estendersi anche agli high yield. Continuiamo a preferire i segmenti a maggior rischio del mercato, anche in termini di subordinazione, in quanto offrono rendimenti superiori e potrebbero essere meno legati ad eventuali movimenti al rialzo nei tassi di interesse.

Rendimenti aggiustati per il rischio



Fonte: Ersel



Mercati valutari

Il tema reflattivo essendo globale ha coinvolto tutte le asset class, valute comprese.

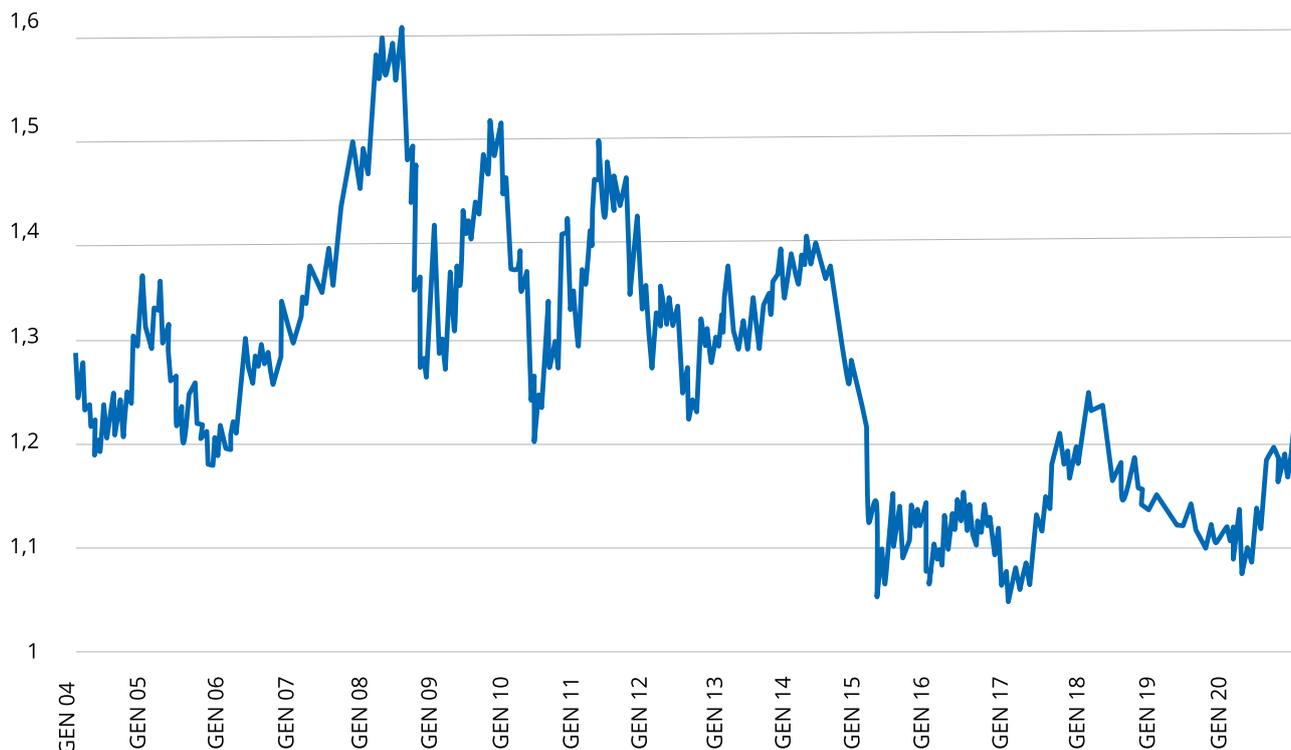


Indebolimento generalizzato del dollaro nelle prime settimane dell'anno.

Abbiamo avuto quindi un indebolimento generalizzato del dollaro nelle prime settimane dell'anno, in parte poi rientrato, soprattutto sull'euro, per via delle posizioni di ipercomprato raggiunto, ma anche su ragionamenti fondamentali a carattere ciclico vista la miglior tenuta dell'economia

americana rispetto a quella europea nelle recenti statistiche macro. La maggiore chiarezza sulla Brexit non sembra aver avvantaggiato la sterlina. Le valute emergenti hanno iniziato l'anno mantenendo i guadagni realizzati nella seconda parte del 2020, senza ulteriori progressi.

USD/EUR



Fonte: Ersel

Le nostre linee

Rispetto allo scenario di crescita globale sincronizzata delineato nell'outlook di fine 2020 abbiamo avuto sostanziali conferme da Cina e Stati Uniti e una smentita, per lo meno temporanea, dall'Europa a causa delle nuove misure per il contenimento del contagio.

La vittoria democratica al Senato in Georgia ha prodotto una fiammata sui tassi di interesse americani, a causa dei timori di un raggiungimento più rapido di quanto ipotizzato precedentemente del target di inflazione con conseguente virata in senso restrittivo della politica monetaria. A consigliare un attento monitoraggio della dinamica dei prezzi, soprattutto negli USA, concorrono alcuni elementi:

- Il mercato del lavoro non è in una situazione di debolezza confrontabile con quella della Grande Crisi Finanziaria;
- I sondaggi degli imprenditori mostrano una certa preoccupazione riguardo alla disponibilità di manodopera;
- L'espansione degli aggregati monetari (M1-M2) è significativamente più ampia rispetto al post Lehman.

Questa ultima considerazione trova un riscontro anche nell'esperienza giapponese: durante l'Abenomics

la crescita di M2 è stata molto più contenuta rispetto a quella attuale: non si può quindi escludere un regime diverso rispetto a quello sperimentato nel corso degli ultimi dieci anni.

Sui portafogli confermiamo quindi una duration inferiore rispetto ai benchmark, anche per un sottopeso sui titoli di stato, a vantaggio di corporate, high yield e subordinati. Nel credito prediligiamo strategie attive che possano offrire convessità in presenza di un livello di tassi e spread piuttosto tirato: per questo motivo è stato inserito in alcuni portafogli il fondo Lyxor Chenavari Credit, che può assumere posizioni sia lunghe, sia corte sulle emissioni societarie. In ambito azionario i portafogli, attraverso i fondi utilizzati, hanno effettuato una presa di profitto sui titoli a medio - piccola capitalizzazione americani, appartenenti all'indice Russell 2.000, in seguito ai forti rialzi che questo segmento di mercato ha avuto tra fine 2020 e inizio 2021.

“

Sui portafogli confermiamo una duration inferiore rispetto ai benchmark.



Fondazione Paideia



Un aiuto concreto
per oltre 600 bambini.

“

“All'emergenza sanitaria si affianca un tema di emergenza economica: quest'anno vedremo i primi esiti della crisi, che rischia di colpire duramente molte famiglie”.

***Fabrizio Serra,
direttore
Fondazione Paideia***

“Ci troviamo a vivere un periodo storico in cui la solidarietà assume un valore ancora più importante”. Fabrizio Serra, direttore della Fondazione Paideia, dal 1993 vicina ai bambini con disabilità grazie anche al sostegno del Gruppo Ersel, traccia il bilancio di un anno difficile e guarda ai bisogni emergenti nel 2021. “Le famiglie che seguiamo sono molto stanche. Per i bambini con disabilità sono stati mesi molto faticosi e noi ci siamo attivati per rispondere al meglio possibile, rimodulando le attività di terapia, fornendo supporto economico con risorse straordinarie, attivando interventi di supporto psicologico per sostenere le mamme e i papà”. Paideia, che da quasi trent'anni sviluppa e promuove progetti

dedicati all'infanzia, nel 2020 ha offerto un aiuto concreto a oltre 600 bambini. “Un aiuto – racconta Fabrizio Serra – che si allarga a tutta la famiglia, perché anche i genitori, i fratelli e le sorelle dei bambini con disabilità hanno necessità specifiche a cui rispondere. In un momento così delicato sentiamo particolarmente la responsabilità del nostro lavoro, anche per la fiducia che raccogliamo dai donatori: per questo dobbiamo essere capaci di incrementare la nostra capacità di risposta fornendo un aiuto sempre più in linea con le aspettative e i bisogni emergenti”.

*Per scoprire tutti i progetti
e le modalità di sostegno:
www.fondazionepaideia.it*

