

SPECIALE ELEZIONI US: Intervista con Jeffrey Sherman, Deputy CIO presso DoubleLine Capital LP, e Steven Friedman, Senior Macro Economist presso MacKay Shields LLC

La conference call è avvenuta in data 14 Ottobre 2020. Tutte le informazioni e i commenti di mercato si riferiscono al periodo antecedente a tale data.

Punti chiave

- La vittoria dei democratici potrebbe coincidere con politiche più coordinate. Una vittoria di Trump vedrebbe invece i repubblicani in difficoltà a dirigere l'intero Congresso.
- A prescindere dall'esito elettorale, maggiori stimoli fiscali sono attesi. Il punto focale è in che misura questi creeranno inflazione e spingeranno i tassi al rialzo.
- Il livello di coordinazione tra politiche fiscali e monetarie è elevato.
- Il risultato elettorale è un fattore chiave che permetterà di fare considerazioni in merito all'allocazione per i prossimi anni, tuttavia tentare un posizionamento sbilanciato nell'anticipazione di un determinato epilogo è un rischio particolarmente elevato.

Quali sono le vostre considerazioni in merito alle politiche economiche del Presidente Trump e dello sfidante Biden?

Jeff: Stiamo assistendo alla discussione di numerose politiche fiscali, ma ciò di cui abbiamo veramente bisogno è una maggiore cooperazione all'interno delle due camere del Congresso. Deve esserci un accordo tra repubblicani e democratici, in linea con quanto accaduto a marzo quando sono stati approvati \$ 2,200 miliardi di spesa fiscale con il CARES Act. Se assistiamo a un "onda blu", con i democratici che dominano tutte e tre le camere - Presidenza, Senato e Camera - potrebbe esserci uno sforzo più coordinato. Una vittoria schiacciante in una qualsiasi delle due direzioni sarebbe in ogni caso un sollievo per il mercato in un certo senso, così da non avere ulteriori enormi incertezze nei mesi a venire.

Steven: sono d'accordo. Se Trump vince le elezioni, è improbabile che i repubblicani controllino entrambe le camere del Congresso, quindi potremmo vedere una continuazione dell'attuale situazione di stallo. Pertanto, sarei meno fiducioso di avere un sostegno fiscale sufficiente per l'economia in queste circostanze. La vittoria di Biden aprirebbe invece la porta a un sostegno a breve termine per l'economia. Biden ha anche in mente alcuni piani fiscali abbastanza espansivi, che potrebbero fornire una spinta a più lungo termine.

Avete entrambi menzionato brevemente le implicazioni di una vittoria schiacciante dei Democratici, la cosiddetta "onda blu" – più nello specifico, quali sarebbero le conseguenze per gli investitori in questo caso?

Jeff: Una "onda blu" comporterebbe probabilmente una lieve riduzione della redditività aziendale, semplicemente a causa dell'aumento delle tasse. Detto questo, un aumento dello spending governativo si verificherebbe con ogni probabilità in qualsiasi esito elettorale. Questo perché ci saranno più spese, indipendentemente dalla leadership, anche in caso di una nuova amministrazione Trump. La domanda cardine è se questo possa creare una qualche forma di inflazione che porti a tassi di interesse più elevati. Questo resta tutto da vedere, poiché in questo momento stiamo vivendo uno shock deflazionistico. Alla fine, indipendentemente dal vincitore, vedremo oneri di debito significativamente più elevati.

Steven: Ancora una volta, sono d'accordo con Jeff: entrambi i candidati aumenteranno la spesa pubblica. Abbiamo visto disavanzi più alti sotto Trump e probabilmente vedremo disavanzi più alti sotto Biden. Biden ha grandi iniziative di spesa, che non saranno compensate da aumenti fiscali, quindi i deficit dovrebbero aumentare. Ha alcune idee interessanti sulle infrastrutture e l'istruzione, che possono stimolare la crescita nel tempo. Trump può essere un fan della politica fiscale espansiva, ma se vince e non ha il controllo del Congresso, vedo prospettive limitate per una legislazione significativa nei prossimi due anni. Probabilmente si concentrerebbe su aree come l'immigrazione e la politica commerciale, dove ha una certa indipendenza dal Congresso.

Per quanto riguarda le infrastrutture, è probabile che queste siano i beneficiari chiave della spesa?

Jeff: Le infrastrutture sono state oggetto di discussione già nelle elezioni del 2016. Entrambe le parti hanno partecipato pesantemente alle discussioni, ma non abbiamo mai visto alcuna azione da parte del presidente Trump: la maggior parte della spesa era concentrata sui tagli delle imposte sulle società. Penso che vedremo più piani di infrastrutture pubbliche sotto i Democratici, ma è troppo presto per dirlo.

Entrambi avete menzionato un aumento del deficit. Questo dovrebbe causare timori poiché si accosta ad un aumento del debito?

Jeff: Stiamo vedendo fino a che punto i limiti possono essere spinti. Il debito degli Stati Uniti ha superato il 100% del PIL e la spesa continuerà, ma normalmente esiste un fattore compensativo. In genere, questo avviene attraverso l'inflazione o la svalutazione della valuta. Per sostenere un aumento della spesa, è necessario concentrarsi sulle persone disoccupate attraverso la creazione di posti di lavoro, l'istruzione o la formazione professionale. L'infrastruttura sembra un segmento adatto ad essere sviluppato, poiché è ad alta intensità di capitale e utilizzerà manodopera di qualità, oltre a fornire in genere un forte moltiplicatore di denaro.

Steven: La Federal Reserve ha sostanzialmente assorbito il debito necessario per finanziare il CARES Act, e assorbirà anche quanto necessario per un follow-up di dimensioni simili. Ci troviamo in un ambiente in cui vi è un coordinamento significativo tra le autorità fiscali e monetarie, il che significa che il peso del debito è direttamente a carico delle autorità pubbliche. Resta da vedere come questo influenzi i mercati, ma come detto, i mercati valutari potrebbero essere il fattore di compensazione finale, unitamente a tassi più elevati.

Jeff: Steven l'ha spiegato molto precisamente. Il presidente Powell continua a dire che è necessario uno stimolo "fiscale, fiscale, fiscale". Sta essenzialmente dicendo: "Stampa i soldi e io li comprerò". In quest'ottica, la monetizzazione del debito sembra molto probabile.

Trump è stato spesso in aperto contrasto con la Fed; sarebbe lo stesso per Biden?

Steven: Nonostante le critiche di Trump alla Fed, la Fed ha fatto un lavoro straordinario mantenendo la sua indipendenza. L'aumento del coordinamento fiscale e monetario, di cui io e Jeff abbiamo parlato, è stata una scelta della Fed, non il risultato delle pressioni dell'amministrazione Trump. La Fed ha agito in modo aggressivo in risposta alla crisi, quindi questo limiterebbe la quantità di critiche da parte di un'amministrazione Biden. Inoltre, la modifica del target della Fed per incoraggiare un'inflazione superiore al 2%, in cambio di un mercato del lavoro più forte, è la cosa giusta da fare in questo contesto. Sarebbe anche una mossa politica esperta, poiché è questo tipo di strategia che i democratici possono sostenere.

Avete qualche consiglio su come posizionare i portafogli alla vigilia delle elezioni?

Jeff: Non si dovrebbe posizionare il portafoglio sbilanciandosi su un esito elettorale specifico, come insegnano gli ultimi risultati a sorpresa. Guardando al futuro, le sfide per il mercato obbligazionario non derivano dalle elezioni, ma dall'ammontare dei rendimenti offerti oggi. Ci sono alcune nicchie di mercato che semplicemente non offrono molto valore per gli attuali livelli di rischio. Se abbiamo un'offerta di obbligazioni superiore a quella che la Fed può acquistare, ciò potrebbe facilmente esercitare pressione sui tassi di interesse. In secondo luogo, una qualche debolezza sul dollaro potrebbe scoraggiare gli investimenti negli Stati Uniti. Ci sono molti scenari possibili, indipendentemente dalle elezioni, in cui i tassi di interesse possono salire. Come ha sottolineato Steven, la Fed è disposta a lasciare che l'inflazione diventi un po' più alta del normale. Il mercato obbligazionario lo ha notato e la curva si è irripidita. Pertanto, conviene concentrarsi sulle aree che la Fed non sta influenzando direttamente, quindi non sui treasury o sulle obbligazioni societarie investment grade. Ci sono opportunità nel settore leveraged finance, ma devi stare attento. Ci sono anche opportunità imminenti nel mercato dei mutui. Alcuni crediti deteriorati alla fine porteranno a opportunità nel prossimo anno o poco più avanti.

Steven: È giusto. Sebbene le elezioni siano di grande interesse e ci diranno molto sulla politica fiscale negli anni a venire, alla fine continuiamo ad osservare una politica monetaria estremamente favorevole. Per lo meno, non dobbiamo preoccuparci della contrazione fiscale e questo sostegno all'economia sarà sufficiente in futuro. Per quanto riguarda il virus, si spera che entro il prossimo anno parleremo di un vaccino ampiamente distribuito ed efficace. Quindi, questo è un ambiente in cui vediamo



Source: Flickr – The White House



Source: Flickr – Biden for President

l'espansione prendere piede, in cui è necessario aggiungere nuovamente il rischio ai portafogli. Per quanto riguarda il tema sollevato da Jeff, dobbiamo anche distinguere tra gli asset che la Fed sta comprando e quelli che ha abbandonato. Le opportunità sono nelle aree orfane, come ad alto rendimento, ABS e debito dei mercati emergenti.

Nordea Asset Management è il nome funzionale delle attività di asset management svolte dalle persone giuridiche, Nordea Investment Funds S.A. e Nordea Investment Management AB ("Entità Legali") e le loro filiali, società controllate e succursale. Il presente documento ha lo scopo di fornire al lettore informazioni su specifiche capacità di Nordea. **Il presente documento (ed eventuali pareri o opinioni ivi contenute) non costituisce una consulenza d'investimento** e non costituisce una raccomandazione all'investimento in particolari prodotti, strumenti o strutture d'investimento, all'apertura o alla chiusura di qualsivoglia operazione o alla partecipazione a una particolare strategia di trading. Questo documento non costituisce un'offerta né una sollecitazione di un'offerta ad acquistare o vendere titoli o strumenti o a partecipare a tale strategia di trading. Eventuali offerte di questo tipo possono essere effettuate esclusivamente mediante un Memorandum di offerta o un analogo accordo contrattuale. Ne consegue che le informazioni qui contenute saranno sostituite nella loro interezza da tale Memorandum di offerta o accordo contrattuale nella sua forma definitiva. Qualsiasi decisione di investimento dovrebbe pertanto essere effettuata unicamente sulla base della documentazione legale definitiva, che include, senza limitazioni e ove applicabile, il Memorandum di offerta, l'accordo contrattuale, l'eventuale prospetto informativo pertinente e l'ultimo Documento di Informazioni chiave per gli investitori (ove applicabile) relativo all'investimento. L'adeguatezza di un investimento o di una strategia dipenderà dalle condizioni e dagli obiettivi dell'investitore. Nordea Investment Management AB raccomanda agli investitori di valutare in maniera indipendente i singoli investimenti e le strategie e inoltre incoraggia gli investitori a chiedere il parere di consulenti finanziari indipendenti, qualora lo ritengano necessario. Eventuali prodotti, titoli, strumenti o strategie menzionate nel presente documento potrebbero non applicarsi a tutti gli investitori. Le informazioni contenute nel presente documento provengono da svariate fonti. Sebbene le presenti informazioni siano considerate esatte, non è possibile rilasciare alcuna dichiarazione o garanzia in merito alla loro assoluta accuratezza o completezza e gli investitori possono utilizzare altre fonti in modo da operare una scelta d'investimento informata. Le controparti o gli investitori potenziali sono invitati a rivolgersi al/ai proprio/i consulente/i professionale/i in materia fiscale, legale, contabile e di altro tipo per conoscere le possibili conseguenze di un dato investimento, inclusi i suoi possibili rischi e benefici. Le controparti o gli investitori potenziali dovrebbero inoltre comprendere appieno la natura dell'eventuale investimento e accertarsi di aver effettuato una valutazione indipendente circa l'adeguatezza di tale investimento potenziale, esclusivamente sulla base delle proprie intenzioni e ambizioni. Gli investimenti in strumenti derivati e le operazioni in valuta estera possono essere soggetti a oscillazioni significative che possono influire sul valore degli investimenti stessi. **Gli investimenti nei Mercati emergenti implicano un rischio più elevato. Il valore dell'investimento può variare in misura significativa e non può essere garantito. Gli investimenti in titoli di capitale e di debito emessi dalle banche rischiano di essere soggetti al meccanismo di bail-in, come previsto dalla Direttiva europea 2014/59/UE (ciò significa che i titoli di capitale e di debito potranno essere svalutati, assicurando perdite adeguate ai creditori non-garantiti dell'ente).** Nordea Asset Management ha deciso di assorbire i costi di ricerca, pertanto tali costi saranno in futuro coperti dall'attuale struttura commissionale (commissioni di gestione e di amministrazione). Pubblicato e creato dalle Entità Legali appartenenti a Nordea Asset Management. Le Entità Legali sono debitamente riconosciute e controllate, rispettivamente, dall'Autorità di vigilanza finanziaria in Svezia e in Lussemburgo. Le filiali, le società controllate e succursale delle Entità Legali sono debitamente autorizzate e regolate dall'Autorità di vigilanza finanziaria locale nel rispettivo paese di domiciliazione. Fonte (salvo altrimenti specificato): Nordea Investment Funds S.A. Se non diversamente indicato, tutti i punti di vista qui espressi sono quelli delle Entità Legali appartenenti a Nordea Asset Management e ad ogni filiale, società controllata e succursale delle Entità Legali. È vietata la riproduzione e la circolazione di questo documento senza previa autorizzazione, nonché la sua trasmissione agli investitori privati. Questo documento contiene informazioni esclusivamente riservate ad investitori professionali e consulenti finanziari e non è pensato per una divulgazione generica. I riferimenti a società o altre tipologie di investimento contenuti all'interno del presente documento non costituiscono sollecitazione alla compravendita di tali investimenti, ma hanno scopo illustrativo. Il livello di passività e benefici fiscali dipende dalle circostanze del singolo investitore e può essere soggetto a future modifiche. © Le Entità Legali appartenenti a Nordea Asset Management e ad ogni filiale, società controllata e/o succursale.