

### IN SINTESI

Dopo un trimestre estremamente difficile a causa dai drammatici eventi del mese di marzo, aprile si è aperto con un cauto ottimismo. Nel giro di un mese lo scenario economico è stato completamente stravolto, arrivando ad incorporare una profonda contrazione dell'attività globale, che inizia a riflettersi in maniera evidente nei dati. Rimane, però, l'attesa di un recupero piuttosto rapido, a partire dalla seconda metà dell'anno, grazie agli straordinari interventi monetari e fiscali già messi in campo e alle prime evidenze attendibili sul contenimento e sul graduale rientro dell'epidemia.

### CHE COSA È ACCADUTO

Una **dichiarazione di pandemia globale** che, ad oggi, ha contagiato oltre 1,3 milioni di persone e mietuto quasi 80 mila vittime, accompagnata da **misure di contenimento e distanziamento sociale senza precedenti**, sono eventi pressoché inimmaginabili.

Anche per quanto riguarda i mercati finanziari, ci sono davvero pochi precedenti per quanto osservato di recente: in poco più di venti giorni lo S&P 500 ha corretto di oltre il 20% dai massimi (del 19 febbraio), ponendo fine al più lungo bull market dell'ultimo secolo, e dopo circa un mese la correzione ha superato il 30%, un record assoluto in termini di velocità.

L'indice VIX della volatilità ha superato il precedente picco della crisi finanziaria del 2008 e, a marzo, ha mantenuto un livello medio tre volte superiore a quello dell'ultimo decennio.

Episodi di forte stress e volatilità hanno interessato anche i mercati obbligazionari, le valute e le materie prime: sempre a marzo, il rendimento decennale statunitense ha oscillato in un intervallo ampio quasi un punto percentuale, toccando anche un minimo storico a 0,3%; lo spread High Yield ha raggiunto i livelli massimi post-crisi del 2008-09 (senza però superarli), mentre il prezzo del petrolio ha registrato una discesa record di oltre il 65%, rompendo i minimi storici, complice anche il fallimento delle negoziazioni tra Arabia Saudita e Russia sui tagli alla produzione.

Nelle ultime settimane, beneficiando dei massicci interventi monetari e fiscali annunciati in tutto il mondo e, più recentemente, di alcuni segnali incoraggianti sul fronte dell'epidemia, nonché di rinnovate attese su possibili tagli alla produzione internazionale di petrolio, i livelli di tensione hanno iniziato a scendere in tutti i comparti di mercato, pur rimanendo elevati in termini assoluti: i mercati azionari hanno registrato un recupero rapido e piuttosto sensibile; i rendimenti governativi si sono stabilizzati su livelli mediamente bassi, gli spread di credito e la volatilità sono parzialmente rientrati, ma rimangono storicamente elevati.

### LO SCENARIO ECONOMICO

Il comportamento estremo dei mercati finanziari osservato nel mese di marzo è stata la risposta ad un fortissimo aumento di incertezza sulle prospettive future e all'esigenza di ricalibrare completamente lo scenario economico di riferimento a fronte di un



Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P., 6 aprile 2020

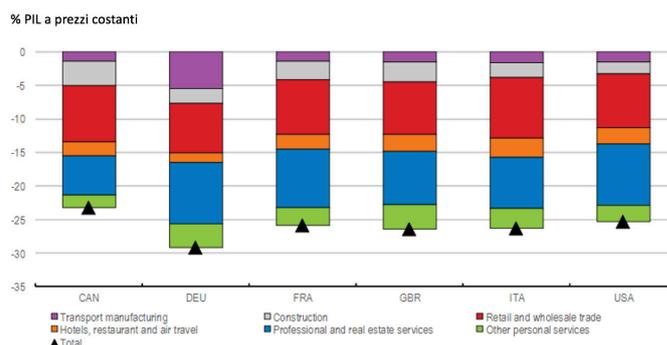


Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P., 6 aprile 2020

evento totalmente imprevisto.

Dopo svariate revisioni al ribasso succedutesi nell'ultimo periodo, è ormai chiaro e condiviso tra gli economisti che la combinazione tra arresto forzato della produzione, crollo dei consumi e calo di fiducia avrà un **impatto economico molto profondo**. La Direttrice del Fondo Monetario Internazionale ha affermato che il PIL globale quest'anno subirà una contrazione di entità almeno pari a quella registrata durante la Grande Crisi Finanziaria, mentre il Segretario Generale dell'OCSE ha dichiarato che ogni mese di contenimento provocherà una perdita del 2% di PIL mondiale. Le principali case d'investimento prevedono una flessione (annualizzata) a doppia cifra nei primi due trimestri dell'anno, cui dovrebbe, tuttavia, seguire un recupero nella seconda parte dell'anno, posto ovviamente che sia possibile una ripresa normale delle attività. Rimane, comunque, difficile fare previsioni accurate, come testimonia l'elevata dispersione ancora presente tra le varie stime.

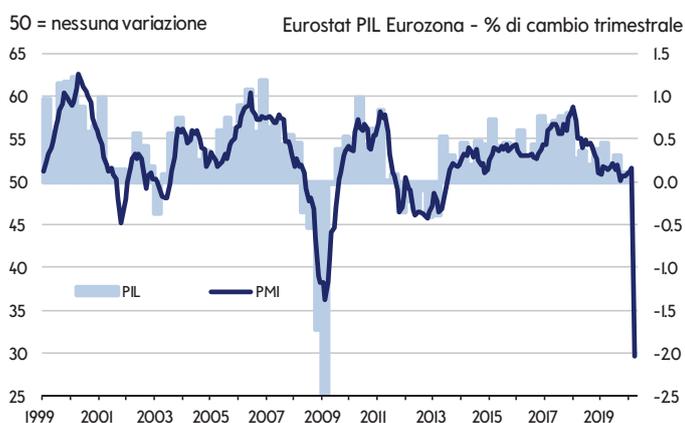
### STIMA DEL POTENZIALE IMPATTO IMMEDIATO DELLE MISURE DI CONTENIMENTO SULL'ATTIVITÀ ECONOMICA DI ALCUNI PAESI G7



Fonte: OECD

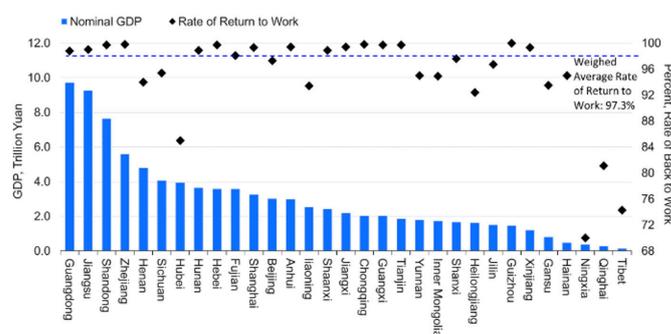
I dati economici già disponibili, relativamente al periodo post-virus, stanno confermando un calo economico senza precedenti: gli indicatori di sentiment delle imprese (PMI, *Purchasing Managers' Indices*) hanno evidenziato, a marzo, una forte contrazione in tutti i principali Paesi occidentali, specie nel settore terziario, che pesa mediamente per circa il 70% del PIL di tali economie ed è il più colpito da questa situazione. A livello geografico, l'impatto maggiore è stato registrato in Europa e, in particolare, in Italia. In Cina, dove il crollo era già stato registrato nel mese di febbraio, a marzo c'è stato, invece, un sensibile miglioramento e si stima che ormai circa il 90% del livello normale di attività sia stato recuperato.

### IHS MARKIT PMI COMPOSITO EUROZONA



Fonte: IHS Markit, Eurostat. PIL = prodotto interno lordo

### TASSO DI RITORNO AL LAVORO IN CINA: 97% IN MEDIA



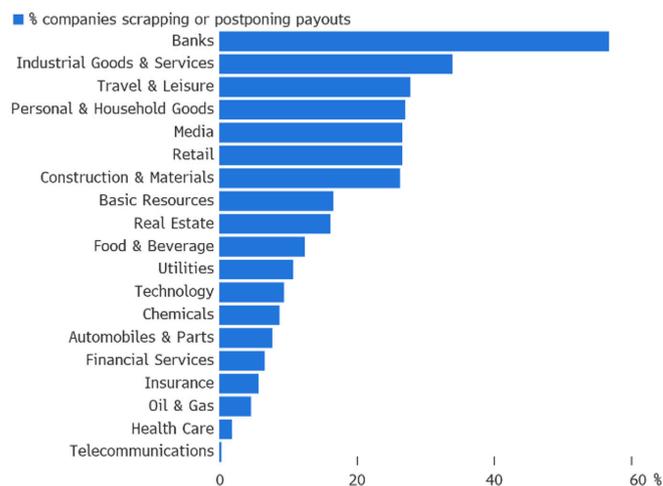
Negli Stati Uniti, le richieste settimanali di sussidi di disoccupazione sono esplose (oltre 6 milioni nella settimana terminata il 28 marzo) e il report occupazionale di marzo ha già evidenziato un calo di posti lavoro (circa 700 mila) e un aumento di disoccupazione (da 3,5% a 4,4%) destinata a salire notevolmente nel secondo trimestre. La minor flessibilità del mercato del lavoro europeo dovrebbe rivelarsi un punto a favore in queste circostanze, limitando l'incremento dei disoccupati e privilegiando strumenti quali la riduzione dell'orario di lavoro, su cui si sta attivando anche un nuovo programma della Commissione Europea (SURE, *Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*).

### MERCATO DEL LAVORO USA



L'impatto sarà evidente anche sugli **utili aziendali**: le stime di *consensus* sono già state riviste al ribasso, ma, come per le stime macroeconomiche, l'incertezza rimane ancora elevata ed è probabile che gli aggiustamenti proseguiranno nelle prossime settimane, specie a mano a mano che inizieranno ad essere pubblicati i dati sul primo trimestre. Anche in questo caso, tuttavia, è atteso un recupero a partire dalla seconda metà dell'anno. Molte aziende, inoltre, hanno iniziato a tagliare i dividendi e i programmi di riacquisto di azioni proprie. Anche se ciò può riflettersi negativamente sul mercato nel breve, trattenere utili e liquidità in una fase come questa può essere essenziale al proseguimento del business e, nel caso delle banche, favorisce continuità nei finanziamenti all'economia reale (non a caso la richiesta esplicita da parte del regolatore in Europa).

### % DI SOCIETÀ CHE HANNO TAGLIATO O RINVIATO I DIVIDENDI IN CIASCUN SETTORE DELL'INDICE STOXX EUROPE 600



Fonte: Bloomberg

### GLI INTERVENTI DI POLITICA MONETARIA E FISCALE

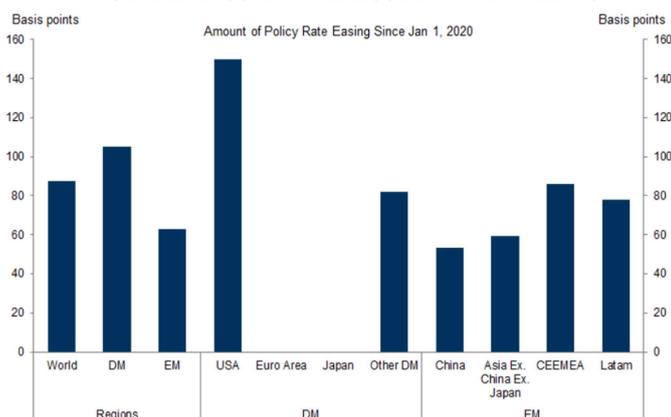
Molti commentatori, nonché alcuni capi di Stato e organismi internazionali come l'OCSE e il FMI, hanno paragonato il fenomeno attuale ad una guerra, per sottolineare l'eccezionalità delle circostanze e delle misure necessarie a farvi fronte. Evidentemente, in una situazione come questa, il ruolo del settore pubblico è fondamentale, sia nel contenere l'epidemia e

affrontare l'emergenza sanitaria, sia nel cercare di limitare i danni economici e favorire la successiva fase di ripresa.

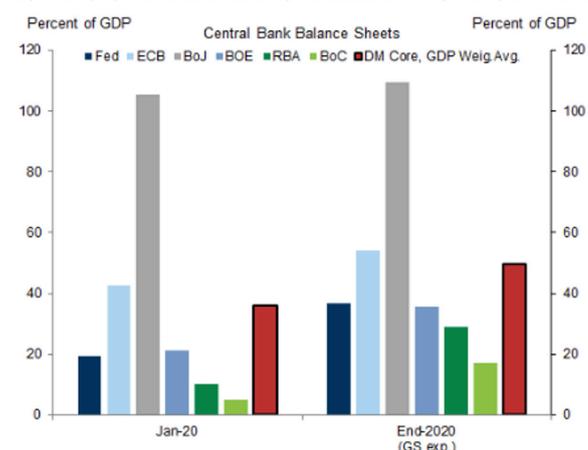
Bisogna riconoscere che la risposta delle autorità monetarie e governative in questa occasione non si è fatta attendere. In primis le **Banche Centrali** hanno agito tagliando i tassi d'interesse ufficiali e potenziando gli strumenti straordinari di stimolo monetario. La Federal Reserve statunitense, con tre interventi ravvicinati, ha azzerato il costo del denaro, garantito ampi livelli di liquidità domestica e di disponibilità internazionale di dollari, rimosso ogni limite agli acquisti di titoli di Stato e introdotto supporti per il finanziamento all'economia reale. Ma anche la Banca Centrale Europea, superato un iniziale scivolone verbale che aveva fatto impennare gli spread dei cosiddetti "Paesi periferici", ha dimostrato di saper reagire in maniera flessibile agli eventi, ampliando l'entità e la flessibilità del programma di acquisto di titoli sul mercato.

### STIMOLI MONETARI IN RISPOSTA AL COVID-19

#### TAGLI DEI TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO

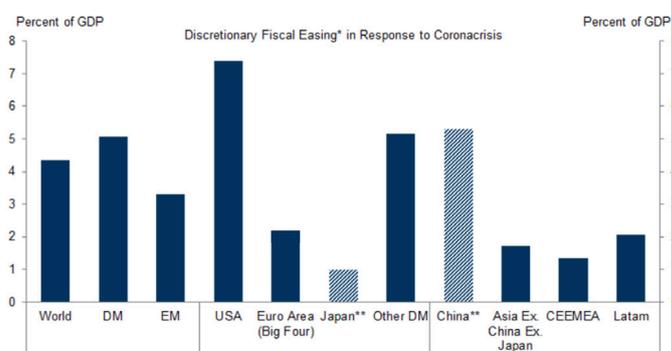


#### ESPANSIONE DEI BILANCI DELLE BANCHE CENTRALI



Sul fronte fiscale lo scenario è ancora in piena evoluzione, ma già oggi le principali economie europee prevedono misure di allentamento del 2-3% del PIL in media e garanzie sui prestiti pari o superiori al 15% del PIL. Anche in Italia, dopo un primo pacchetto da 25 miliardi di euro, il Governo ha varato un nuovo decreto per fornire fino a 400 miliardi di liquidità alle imprese, attraverso ampie garanzie statali. A livello europeo, il Patto di Stabilità è stato temporaneamente sospeso, dando più flessibilità agli Stati nel supportare le proprie economie, ma manca ancora una linea d'azione comune, dopo un altro nulla di fatto all'Eurogruppo del 7 aprile.

### STIMOLI FISCALI IN RISPOSTA AL COVID-19



Fonte: Goldman Sachs Research, 6 aprile 2020

Le posizioni tra “Paesi del Nord” e “Paesi del Sud” sono ancora lontane, specie su qualsiasi forma di mutualizzazione del debito, più probabile, invece, sembrerebbe l'utilizzo congiunto di vari strumenti: il fondo salva Stati (ESM) alleggerito nelle clausole di condizionalità, con conseguente attivazione dell'OMT<sup>(1)</sup>; un fondo di garanzia BEI (Banca Europea degli Investimenti) da 25 miliardi, finanziato dagli Stati membri, per investimenti fino a 200 miliardi; infine, il già citato programma SURE, piano di circa 100 miliardi per il supporto all'occupazione. Rimane grande attesa per il raggiungimento di un accordo nei prossimi giorni, considerato essenziale ad una gestione tempestiva ed efficace della situazione attuale.

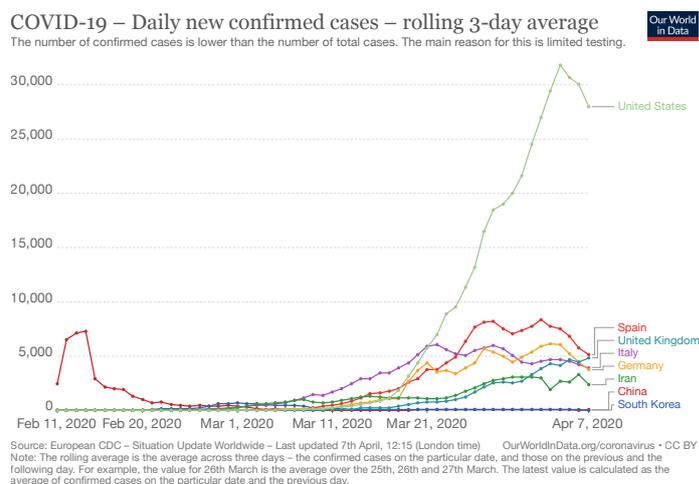
Negli **Stati Uniti** è stato approvato un pacchetto di stimoli per circa 2 trilioni di dollari, l'equivalente di quasi il 10% del PIL, ben al di sopra di quanto messo in campo durante la crisi finanziaria del 2008-2009, e già si stanno valutando misure ulteriori. Considerando, inoltre, che una parte di questi fondi consentirà alla Fed di erogare ulteriori finanziamenti fino a 4,5 trilioni di dollari, il totale tra supporti e prestiti arriva già superare i 6 trilioni.

### PROSPETTIVE

La capacità di reazione dei mercati dopo lo shock iniziale e il recupero dai minimi di marzo, suggeriscono che la fase di tensione più acuta di questa crisi potrebbe essere alle spalle, ma non implica necessariamente un percorso privo di ostacoli da qui in avanti.

Innanzitutto, l'**incertezza circa la diffusione del virus**, inclusi i timori di una successiva seconda ondata, complica ogni previsione, anche dal punto di vista **economico**: gli operatori di mercato sono, oramai, consapevoli che la contrazione sarà profonda nel breve termine, anche se l'effettiva entità rimane difficile da calibrare accuratamente. Ancor più difficile, tuttavia, è anticiparne la **durata**: per il momento, lo scenario più accreditato rimane quello di uno shock temporaneo, per quanto pesante, ma non si può escludere a priori un effetto più prolungato, nel caso in cui non fosse possibile un ritorno alla normalità nella seconda parte dell'anno.

Vi sono, tuttavia, anche degli **aspetti positivi**: relativamente al virus, il **tasso di nuove infezioni e decessi è in calo** nella maggior parte dei Paesi, e alcuni stanno già pensando ad una graduale riapertura (la c.d. “fase 2”). La disponibilità di cure e vaccini è ancora lontana, a detta degli esperti, ma quando arriverà costituirà un fondamentale punto di svolta.



(1) *Outright Monetary Transactions*, è lo strumento che consentirebbe alla BCE di acquistare i Titoli di Stato di un Paese in quantità illimitata, azzerandone, di fatto, il rischio credito.

Dal punto di vista economico, pur con tutti i dovuti distinguo, l'esempio della Cina, che per prima ha fatto i conti con l'emergenza, (si parla, infatti, di effetto FIFO, First In - First Out) è interessante e fornisce spunti piuttosto confortanti. Inoltre, diversamente dalla precedente, **questa crisi non è stata scatenata da fattori endogeni al sistema economico-finanziario**, che si presenta molto più in salute rispetto al 2008, specie con riferimento al settore bancario. Le misure stanziate dai Governi e dalle Banche Centrali, che hanno sorpreso per portata e rapidità, dovrebbero quindi riuscire piuttosto efficacemente a fare da ponte tra lo stato pre-virus e quello post-virus. Inevitabilmente, ci saranno effetti collaterali, come l'appesantimento delle finanze pubbliche statali, motivo per cui è essenziale definire fin da ora strategie di sostenibilità nel medio-lungo termine, ancor più in Europa, ma al momento la priorità è attutire i rischi dello stop alle attività, mantenere a galla le economie e rafforzarne il rimbalzo una volta che l'epidemia sarà passata.

In conclusione, anche se il quadro economico rimarrà certamente debole nel prossimo futuro e non è detto che la fase di volatilità sui mercati sia già esaurita, alcuni significativi segnali di remissione dell'epidemia iniziano ad emergere e le autorità monetarie e fiscali in tutto il mondo appaiono chiaramente determinate a fare tutto quanto sarà necessario per sostenere le economie e favorire una ripresa quanto mai rapida. Storicamente, fasi di mercato come questa e valutazioni su livelli simili a quelli attuali sono compatibili con ritorni interessanti nel medio-lungo periodo.

### COEFFICIENTI PATRIMONIALI BANCARI MEDI NEI VARI PAESI A CONFRONTO COL 2007

