

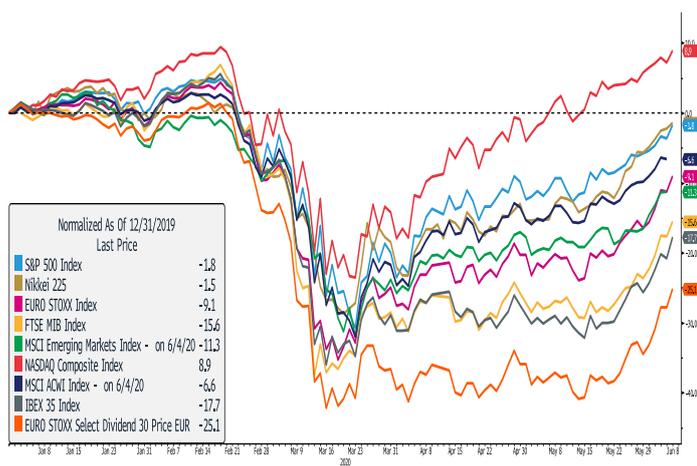
Osservatorio Mercati

5 GIUGNO 2020

I MERCATI FINANZIARI NELL'ULTIMO MESE

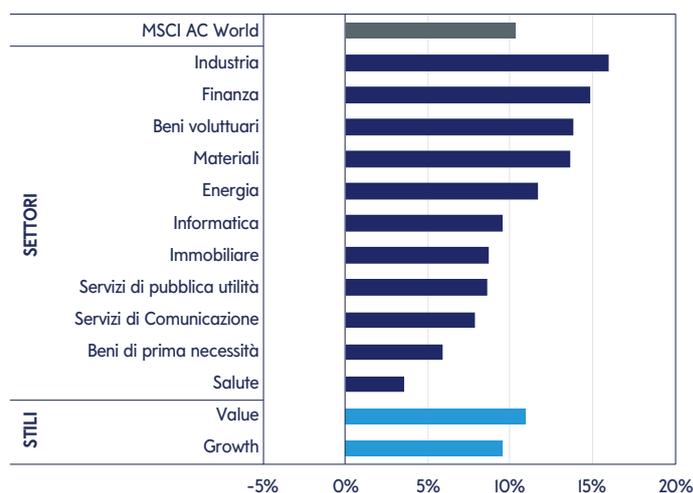
A maggio è proseguita, per il secondo mese consecutivo, la brillante ripresa dei mercati dopo la crisi indotta da covid 19, con uno slancio ritrovato in particolare nella seconda parte del mese e che si sta estendendo anche ai primi giorni di giugno. L'azionario globale ha ormai recuperato buona parte dei precedenti ribassi, riducendo a circa il 6% il divario di prezzo da inizio anno a circa il 9% quello dai massimi storici di febbraio. Il mercato statunitense rimane tra i migliori da inizio anno, come pure, a livello settoriale, si conferma la leadership della tecnologia e della salute; tuttavia nell'ultimo periodo abbiamo assistito a diversi segnali di rotazione settoriale (dai difensivi ai ciclici), di stile gestionale (dal growth al value e dalle large cap alle small cap) e geografica (dal mercato USA e quelli ex-USA come Europa e Giappone). Difficile al momento stabilire se si tratti di trend duraturi o solamente tattici, ma segnalano in ogni caso una maggior fiducia del mercato sulla stabilità della ripresa.

MERCATI AZIONARI DA INIZIO ANNO



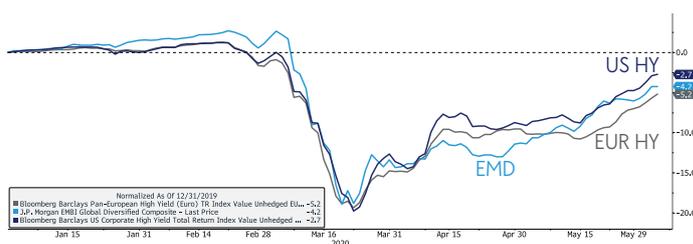
Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P., 5 giugno 2020

SETTORI E STILI GESTIONALI NELL'ULTIMO MESE (% total return)



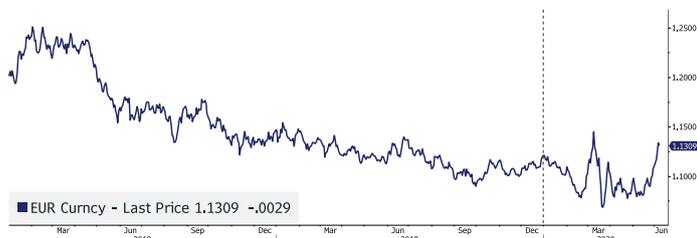
Il clima di propensione al rischio ha favorito fortemente anche il mercato del credito, in particolare i comparti più speculativi come gli *high yield*, e il debito emergente. L'eccezionale abbondanza di liquidità a livello globale sta consentendo finora di assorbire senza difficoltà un aumento record di nuove emissioni societarie, e i flussi d'investimento rimangono sostenuti verso tutto il mondo *corporate* ormai da diverse settimane. In un contesto di tiepido rialzo dei rendimenti governativi statunitensi e tedeschi, i titoli periferici europei hanno visto un significativo restringimento degli *spread*, complici i recenti progressi verso una maggiore integrazione fiscale europea e l'espansione del programma PEPP della BCE, che finora è stato orientato prevalentemente all'acquisto di tali titoli. Questi sviluppi si sono tradotti, a livello valutario, in un apprezzamento dell'euro nei confronti delle principali altre valute e in una generalizzata debolezza del dollaro, che tende ad apprezzarsi nelle fasi di maggior tensione sui mercati, e viceversa. Da segnalare, infine, l'impressionante ripresa del prezzo del petrolio, supportato dal recupero della domanda globale e dalla prospettiva di estensione dai tagli alla produzione da parte dei Paesi OPEC+.

OBBLIGAZIONI HIGH YELD E EM DA INIZIO ANNO



Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P., 5 giugno 2020

TASSO DI CAMBIO EURO/DOLLARO



Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P., 5 giugno 2020

PREZZO DEL PETROLIO (Brent)



Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P., 5 giugno 2020

L'ottimismo sui mercati appare basato prevalentemente su tre fattori: i segnali complessivamente incoraggianti dal punto di vista dell'epidemia, la conseguente maggior fiducia in un rimbalzo economico a seguito della rimozione delle misure di *lockdown* e il sostegno senza precedenti da parte delle autorità monetarie e fiscali. Nei prossimi paragrafi analizziamo più nel dettaglio questi aspetti.

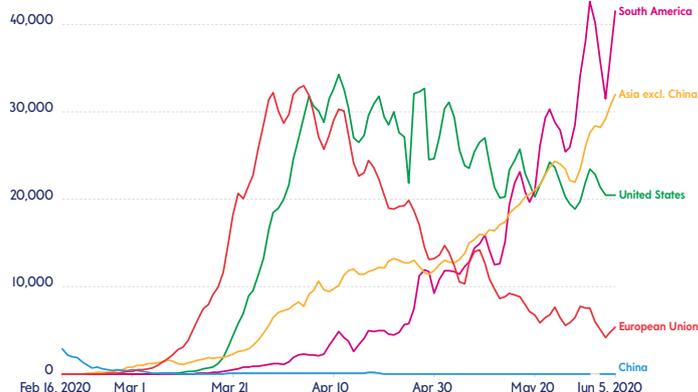
LA STRADA VERSO LA NORMALITÀ...?

Le misure di restrizione alle attività economiche e agli spostamenti sono state ormai significativamente allentate nelle principali economie, senza che ciò si sia per ora tradotto in un significativo ritorno dei contagi. Gli Stati Uniti e, soprattutto, alcuni Paesi emergenti (Brasile, Russia, India...) presentano ancora un numero elevato di nuove infezioni, ma la situazione appare complessivamente in miglioramento, soprattutto dal punto di vista del numero di vittime. Inoltre, ci sono state notizie incoraggianti nell'ambito della ricerca di cure e di vaccini, anche se i test sono ancora in fase sperimentale. Alla luce di queste evidenze, la narrativa di mercato si sta progressivamente spostando dalla cautela sulle possibili conseguenze della fase 2 e sull'estensione delle eventuali ricadute economiche alla graduale uscita dalla pandemia e al recupero congiunturale.

LA GRANDE COMPRESSIONE

Dopo il calo già molto marcato del PIL globale nel primo trimestre - sebbene con intensità diverse tra Paesi anche a seconda delle tempistiche di diffusione del virus (prima in Cina, poi in Europa, infine negli USA) - l'impatto sarà ancora maggiore nel secondo, poiché il *lockdown* ha raggiunto il maggior grado di severità ad aprile. L'aspetto positivo, tuttavia, è che molto verosimilmente si tratterà anche del punto di minimo per la crescita globale e che dovremmo assistere ad un rimbalzo sequenziale anche importante nel terzo e quarto trimestre. Questa crisi dovrebbe quindi confermarsi da record non solo per profondità, ma anche per rapidità: il professor Harvey, della Duke University l'ha definita, non a caso, la "Grande Compressione", in assonanza alla "Grande Depressione" degli anni '30 del secolo scorso, ma anche a volerne sottolineare la profonda differenza.

NUOVI CASI GIORNALIERI COVID-19



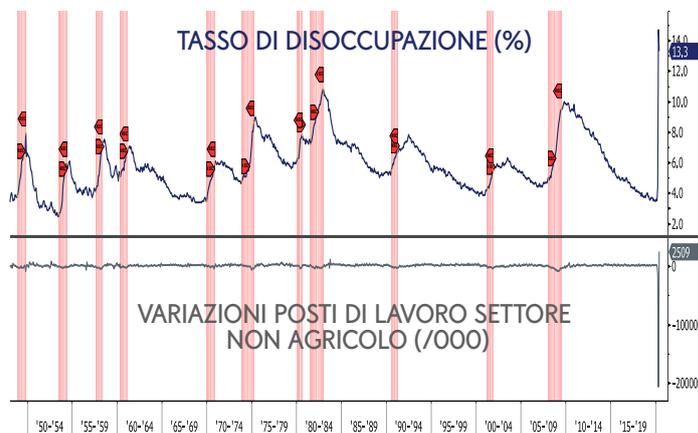
Source: European CDC - Situation update Worldwide - Last updated 5th June, 10:30 (London Time) OurWorldInData.org/coronavirus - CC BY Note: The rolling average is the average across three days - the confirmed cases on the particular date, and the previous two days. For example, the value for 27th March is the average over the 25th, 26th and 27th March.

Analizzando più nello specifico i dati dell'ultimo periodo, ad aprile la produzione industriale e le vendite al dettaglio hanno registrato un calo record negli Stati Uniti, dell'11,2% e del 16,4% rispettivamente. L'indice dei prezzi al consumo è calato dello 0,8%, complice anche la contestuale discesa del prezzo del petrolio, e impressionante è stato anche l'impatto sul mercato del lavoro, con un'impennata del tasso di disoccupazione dal 4,4% di marzo al 14,7% di aprile. Tuttavia, con grande sorpresa, a maggio la disoccupazione è scesa al 13,3% (contro le attese di aumento al 19%) ed è stato registrato un incremento di circa 2,5 milioni dei posti di lavoro (attesa una riduzione di 7,5 milioni!). Già nelle ultime settimane si era assistito ad un calo delle nuove richieste per sussidi alla disoccupazione, seppur ancora molto elevate (intorno ai 2 milioni), e ad una prima discesa del numero di richieste continuative, a segnalare un inizio delle riassunzioni, ma questi dati sono andati oltre le più rosee aspettative.

I dati ad alta frequenza stanno, inoltre, tracciando una graduale ripresa delle attività sia negli USA che in Europa e gli indicatori anticipatori del ciclo economico (PMI, Purchasing Managers' Index), hanno iniziato a risollevarsi in maggio, pur rimanendo su livelli molto depressi. In Cina, dove il crollo economico era stato registrato in anticipo rispetto alle altre economie (a febbraio), le attività avevano iniziato già da marzo a riprendersi a buon ritmo, con la produzione industriale ritornata addirittura a crescere ad aprile rispetto ai livelli di un anno prima. La domanda stenta di più a recuperare, come evidenziato dall'andamento più stagnante delle vendite al dettaglio, rispecchiando una certa cautela da parte dei consumatori cinesi nel riprendere le precedenti abitudini, un fenomeno che probabilmente si riproporrà anche nei Paesi occidentali.

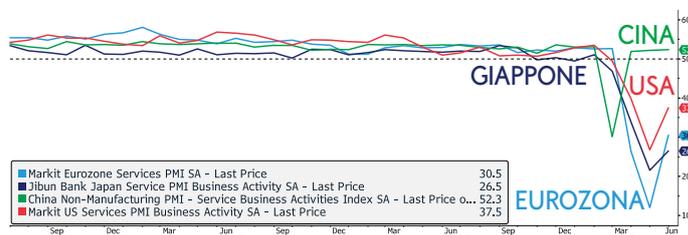
A questo punto, infatti, rimane incertezza non tanto sui tempi ma, soprattutto, sulla velocità della ripresa delle economie, visto che non è ancora chiaro quanti danni permanenti (come la chiusura di aziende altrimenti profittevoli o la perdita definitiva di posti di lavoro) possano essere stati nel frattempo causati dallo stop alle attività. A questo proposito è importante sottolineare come al momento i posti di lavoro persi negli Stati Uniti (che ad aprile hanno toccato una cifra record di oltre 20 milioni in un solo mese) siano considerati per la maggior parte temporanei; difatti a maggio sono già in parte scesi (a circa 18 milioni), come analizzato sopra. Certamente gli sviluppi

PROGRESSI NEL MERCATO DEL LAVORO USA



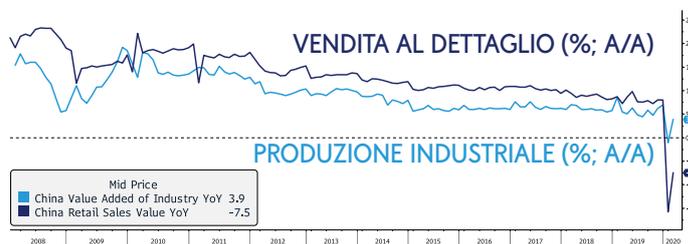
Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P. 5 giugno 2020

INDICI FIDUCIA IMPRESE SETTORE TERZIARIO (PMI Servizi)



Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P. 5 giugno 2020

INDICATORI DI ATTIVITÀ ECONOMICA IN CINA



Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P. 5 giugno 2020

sul mercato del lavoro, assieme ai *default societari*, andranno monitorati attentamente nel tempo, in quanto fondamentali per valutare la capacità di recupero prospettico.

SUPPORTI MONETARI E FISCALI: ANCHE L'EUROPA SI MOBILITA

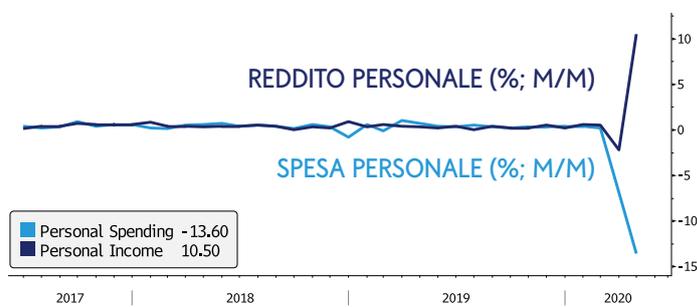
In questi mesi abbiamo più volte sottolineato come la forza del rimbalzo ciclico che seguirà la rimozione dello stop alle attività dipenderà in buona parte anche dall'efficacia delle misure di sostegno monetario e fiscale introdotte dai *policymakers* in risposta all'emergenza.

Anche se tale efficacia potrà essere valutata appieno solo a posteriori, le analisi attualmente a disposizione indicano che nella maggior parte dei casi gli interventi siano adeguati all'entità dello shock e stiano notevolmente limitando i rischi di propagazione della crisi, attutendo il calo dei redditi e garantendo la prosecuzione del flusso di credito alle imprese. Emblematico, a questo proposito, l'andamento opposto tra spesa e reddito personale ad aprile negli USA: mentre la spesa aggregata è crollata, il reddito è addirittura salito, grazie agli ingenti trasferimenti fiscali del Governo, il che si è tradotto in un aumento record del tasso di risparmio (33%).

Le principali novità introdotte di recente riguardano il Giappone, che ha lanciato un nuovo piano fiscale, e soprattutto l'Europa, sia sul fronte fiscale che monetario. La Commissione Europea ha annunciato un'innovativa proposta circa il piano per la ripresa (*Next Generation EU*), un primo vero passo verso una maggiore integrazione fiscale tra i Paesi dell'Unione. Si tratta di un pacchetto complessivo di 750 miliardi di euro, sia in aiuti diretti (per circa 500 miliardi), sia sotto forma di prestiti (per circa 250 miliardi), finanziato attraverso l'emissione di bond a lungo termine (scadenza tra il 2028 e il 2058) garantiti dal bilancio UE, al cui rimborso potrebbero in futuro contribuire anche nuove tasse imposte a livello europeo, come *carbox tax* e *digital tax*. Le risorse verrebbero distribuite ai Paesi Membri tra il 2021 e il 2024, anche sulla base delle condizioni economiche preesistenti, oltre che dell'impatto del Covid-19, attraverso diversi strumenti (tra cui il principale è la *Recovery and Resilience Facility*), con l'obiettivo di sostenere la ripresa dei vari Stati, rilanciare l'economia anche favorendo gli investimenti privati e compensare le carenze emerse durante la crisi, in particolare in ambito sanitario. Il principio guida nell'utilizzo dei fondi sarebbe quello di favorire il processo di transizione climatica e digitale che rappresenta uno dei principali obiettivi per la Commissione Europea nei prossimi anni.

La strada verso l'approvazione definitiva del Recovery Plan è ancora lunga, essendo richiesta l'unanimità dei 27 Paesi dell'Unione e la successiva ratifica da parte dei Parlamenti nazionali, per cui al di là dell'indiscussa importanza simbolica, nel breve il supporto principale nell'area euro rimane quello monetario, cui la BCE ha dimostrato ancora una volta di saper rispondere prontamente. L'espansione del programma di emergenza di acquisto di titoli di Stato (PEPP, *Pandemic Emergency Purchase Programme*) annunciato il 4 giugno, sia in termini di dimensione (600 miliardi di euro in aggiunta ai 750 iniziali) che di durata (da fine anno fino almeno a fine giugno 2021), ha superato le attese.

USA: LA SPESA CROLLA MA I TRASFERIMENTI FISCALI SOSTENGONO I REDDITI

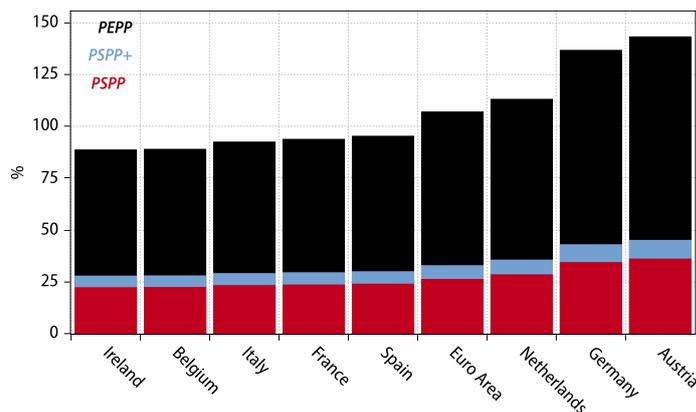


Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P. 5 giugno 2020

Con questo annuncio, la BCE ha anche implicitamente risposto a chi ipotizzava una possibile minor libertà d'azione a seguito della controversa sentenza della Corte Costituzionale tedesca di qualche settimana fa, che aveva sollevato dubbi sull'adeguata considerazione del principio di proporzionalità degli effetti del QE lanciato dalla BCE nel 2015. Con questa manovra, la Banca Centrale avrà i mezzi per coprire sostanzialmente tutto il fabbisogno fiscale dei Governi stimato tra il 2020 e il 2021.

Questa è anche un'ulteriore dimostrazione di come politica monetaria e politica fiscale abbiano agito e stiano tuttora agendo di concerto per fronteggiare la crisi: i Governi aumentano la spesa pubblica e riducono le tasse per supportare l'economia, oltre a fornire garanzie sui finanziamenti all'economia reale; a loro volta le Banche Centrali, tagliando i tassi e acquistando titoli sul mercato, garantiscono condizioni finanziarie ultra-accomodanti sia per il settore pubblico (agevolando l'espansione del deficit fiscale a costo contenuto), che per quello privato (banche e imprese).

ACQUISTI POTENZIALI DI TITOLI DI STATO DA PARTE DELLA BCE NEL 2020/21 (in % dei deficit fiscali stimati per il 2021)



Gavekal Data/Macrobond

CONCLUSIONI

Nell'ultimo periodo i mercati finanziari hanno dimostrato una straordinaria resilienza e capacità di recupero, nonostante il contestuale manifestarsi della più grave recessione economica dal secondo dopoguerra. Traspare chiaramente, da tali movimenti, l'attesa di una repentina ri-accelerazione del ciclo economico e una certa fiducia sul fatto che l'azione congiunta degli straordinari supporti monetari e fiscali riesca ad evitare l'innescarsi di una crisi duratura. È comunque possibile che, almeno per qualche tempo, livelli di indebitamento pubblico e privato più elevati e un contesto di maggiore incertezza sia per le famiglie che per le imprese possano rallentare la ripresa degli investimenti e dei consumi. Se, da un lato, l'abbondanza di liquidità nel mercato e la ricerca di rendimento in un contesto di tassi ai minimi storici, riducono il rischio di forti correzioni al ribasso, rialzi così rapidi come quelli cui abbiamo recentemente assistito potrebbero aumentare la vulnerabilità dei mercati a eventuali sorprese negative. Oltre a quelle legate alla pandemia (non si può escludere una nuova ondata, magari in autunno) o di natura prettamente economica, di recente abbiamo anche assistito al riemergere di tensioni geopolitiche, come quelle tra USA e Cina, che in questi mesi erano passate per ovi motivi in secondo piano, ma che non possono certamente dirsi del tutto eliminate.

Nel complesso, possiamo dire che le ragioni per essere costruttivi sulle prospettive future sono aumentate nell'ultimo periodo, ma è bene rimanere preparati a possibili nuovi episodi di volatilità e mantenere un approccio diversificato agli investimenti sotto tutti i punti di vista: per asset class, geografico, settoriale e temporale.