

Osservatorio Mercati

8 LUGLIO 2020

IN ESTREMA SINTESI

Nell'ultimo mese il sentiment di mercato ha oscillato di frequente tra fasi di propensione e aversione al rischio, a seconda della prevalenza, di volta in volta, dei timori sulla risalita dei contagi da Covid-19 oppure dell'ottimismo legato alla ripresa dei dati macroeconomici dopo il lockdown. Nel complesso, è stata mantenuta un'intonazione positiva, grazie anche al proseguimento degli eccezionali sostegni monetari e fiscali e al contesto di rendimenti bassi e amplissima liquidità che questi hanno contribuito a creare, incentivando la ricerca di rendimento da parte degli investitori.

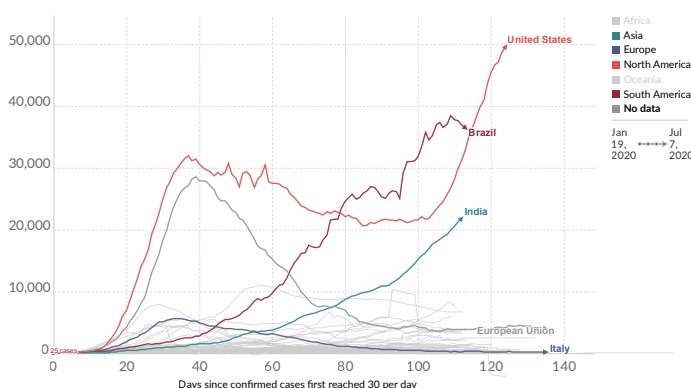
IL RITORNO DEI TIMORI SULLA DIFFUSIONE DEL COVID-19 FRENA SOLO TEMPORANEAMENTE I MERCATI

Dopo che a maggio la situazione era parsa ormai sotto controllo e in fase di remissione, nelle ultime settimane i casi di Coronavirus sono tornati a salire a livello globale, superando la soglia degli 11 milioni, con oltre 500 mila vittime. Alcuni Paesi Emergenti, come Brasile e India, presentano tassi di contagio ancora molto elevati e nuovi sporadici focolai sono stati registrati anche in alcuni Paesi europei e asiatici che avevano contenuto con successo la prima ondata, ma è stato soprattutto il forte aumento dei casi negli Stati Uniti, concentrato nei Paesi inizialmente poco coinvolti della c.d. Sun Belt (quali la California, l'Arizona, il Texas, la Florida), a destare preoccupazione. Al di là della crisi sanitaria in sé stessa, gli investitori temono soprattutto le possibili ripercussioni economiche, in particolare un rallentamento o dei passi indietro nella rimozione dei lockdown, che effettivamente si sono resi necessari in alcuni di questi Stati. Ciò ha portato ad un nuovo picco di volatilità e ad un temporaneo ritracciamento sui mercati azionari, frenando il rally che proseguiva in maniera pressoché ininterrotta dai minimi di marzo e la rotazione ciclica che aveva preso piede tra la fine di maggio e l'inizio di giugno, accompagnata anche ad un moderato rialzo dei rendimenti e deprezzamento del dollaro.

Nonostante tutto, il sentiment di mercato è rimasto complessivamente orientato al rialzo, la volatilità si è nuovamente attenuata e le classi di attivo rischiose hanno ripreso a recuperare terreno, riportandosi in prossimità o addirittura in qualche caso sopra i livelli di inizio anno: a giugno l'azionario ha registrato un progresso di circa il 3% nella media globale, chiudendo il miglior trimestre dal 2009 (il migliore dal 1998 per lo S&P 500 e dal 1987 per il Dow

ANDAMENTO CONTAGI GIORNALIERI COVID-19

Shown is the rolling 7-day average. The number of confirmed cases is lower than the number of actual cases; the main reason for that is limited testing.



Source: European CDC - Situation update Worldwide - Last updated 7th July, 11:39 (London Time) [OurWorldInData.org/coronavirus](https://www.ourworldindata.org/coronavirus)

LE CLASSI DI ATTIVO RISCHIOSE DA INIZIO ANNO



Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P., 7 luglio 2020

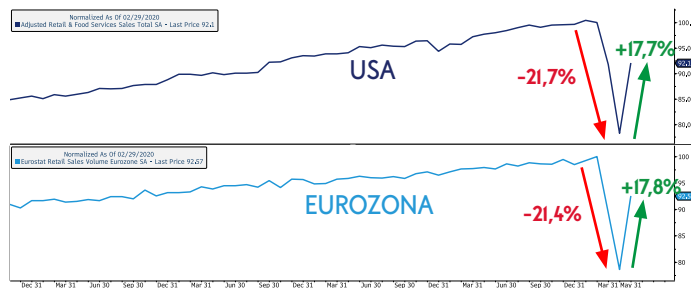
Jones), le obbligazioni ad alto rendimento sono salite di poco oltre il 2% e il prezzo del petrolio di quasi il 12%. Nei primi giorni di luglio il trend è proseguito con una particolare accelerazione dei listini cinesi, alimentata anche dalle dichiarazioni apparse sulla stampa locale circa l'importanza di un "sano bull market" ai fini di una ripresa economica dopo la crisi.

A livello settoriale è riemersa con forza la leadership della tecnologia, che si conferma di gran lunga il miglior settore da inizio anno, con l'indice Nasdaq tornato a segnare nuovi massimi storici. Già favorite nel precedente ciclo economico, le società legate alla tecnologia sono infatti considerate con poche eccezioni le vincitrici indiscusse anche della situazione determinata dal covid-19, sia nel breve periodo, per sopperire al distanziamento sociale, sia come trend di medio-lungo termine. Essendo un settore growth per eccellenza, beneficiano anche del calo dei tassi d'interesse, utilizzati per scontare gli utili futuri.

LE SORPRESE POSITIVE DAI DATI ECONOMICI SUPPORTANO IL SENTIMENT DI MERCATO

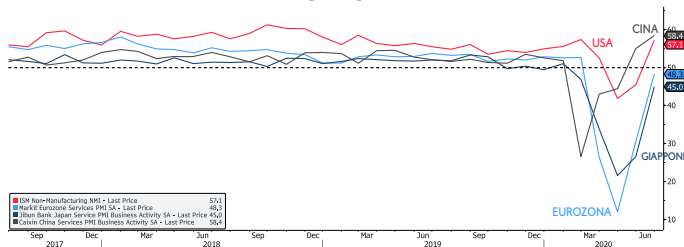
Le sorprese positive emerse di recente sul fronte economico hanno giocato un ruolo fondamentale nel supportare il sentiment di mercato, a fronte del ritorno dei timori sulla diffusione del Covid-19. Nel 2° trimestre il PIL globale dovrebbe aver registrato una contrazione record, ma i dati macro pubblicati nelle ultime settimane hanno consistentemente confermato una significativa ripresa dell'economia globale dopo lo shock causato dal lockdown. Sia negli Stati Uniti che in Eurozona è stato registrato un brillante rimbalzo delle vendite al dettaglio a maggio, di quasi il 18% rispetto ad aprile. Il mercato del lavoro USA ha mostrato un progresso superiore alle attese anche nel mese di giugno, con un'ulteriore discesa del tasso di disoccupazione dal 13,3% all'11,1% (atteso 12,5%) e la creazione di quasi 4,8 milioni di posti di lavoro (attesi 3,2 milioni). Anche gli ordini e la produzione industriale hanno iniziato a recuperare terreno, e gli indicatori di sentiment delle imprese hanno segnalato una ripresa nel mese di giugno sia nel settore manifatturiero, sia in quello dei servizi, in precedenza il più penalizzato dal distanziamento sociale. Negli Stati Uniti questi indici (ISM Manifatturiero e Non Manifatturiero) sono addirittura tornati ben al di sopra della soglia di espansione di 50, superando ampiamente le previsioni. La Cina continua a fare da apri-fila nell'uscita dalla crisi, avendo ormai pienamente recuperato i normali livelli di produzione, e dovrebbe essere l'unico tra i Paesi principali a tornare a crescere già nel 2° trimestre.

VENDITE AL DETTAGLIO NEGLI USA E IN EUROZONA (febbraio 2020=100)



Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P., 7 luglio 2020

INDICI DI FIDUCIA (PMI) DELLE IMPRESE DI SERVIZI



Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P., 7 luglio 2020

EUROPA I - USA O?

A differenza degli Stati Uniti, in Europa il ritorno alla normalità è avvenuto finora senza grossi contraccolpi ed è ormai a buon punto, come testimoniato dagli indicatori ad alta frequenza. Il giudizio degli investitori sull'area è migliorato di recente, riflettendosi in una moderata sovraperformance dei listini azionari europei, non solo per la più efficace gestione dell'epidemia rispetto agli USA,

ma anche per la conferma di un generoso supporto da parte della BCE e per i progressi verso una maggiore integrazione fiscale. A quest'ultimo proposito è estremamente significativo lo sforzo profuso dalla Germania, tradizionale sostenitrice dei programmi di austerità. Avendo da poco assunto la guida del semestre europeo, dovrebbe favorire il dialogo verso la definizione del Recovery Plan nel corso dell'estate. In Italia è stato approvato proprio in questi giorni un piano di riforma per rilanciare l'economia attraverso semplificazioni e investimenti pubblici in infrastrutture, istruzione, sanità, competitività: si tratta di un piano per oltre 200 miliardi complessivi tra quest'anno e il prossimo, che dovrebbe servire anche come proposta di base su come utilizzare i fondi che verranno concessi dall'Europa.

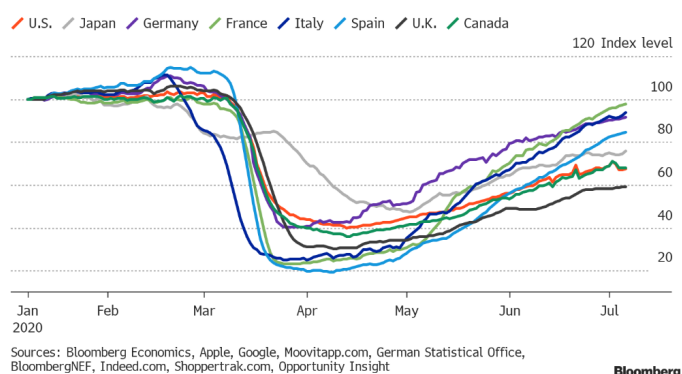
CONTINUA LA "CURA" MONETARIA E FISCALE

I mercati finanziari continuano in generale a trovare supporto negli stimoli monetari e fiscali record introdotti in tutto il mondo per far fronte alla crisi e ritenuti ancora necessari, come confermato anche di recente dal Governatore della Fed, Powell. Questi interventi hanno dimostrato la loro efficacia nell'attutire temporaneamente lo shock causato dal lockdown: negli USA hanno infatti più che compensato il calo dei redditi delle famiglie, facendo salire il tasso di risparmio a livelli record e agevolando il ritorno alla spesa dopo le riaperture. Un fenomeno simile è accaduto anche nell'area euro, con un aumento notevole dei depositi bancari e un recupero della spesa personale più rapido del previsto; in questo caso, inoltre, l'ampio ricorso a strategie di riduzione dell'orario di lavoro e cassa integrazione, invece che a veri e propri licenziamenti come negli USA, ha consentito di limitare molto l'aumento della disoccupazione. Anche nei confronti delle imprese il risultato è stato evidente: i finanziamenti bancari sono aumentati (invece di crollare, come accaduto ad esempio dopo la crisi finanziaria del 2008), favoriti da strumenti quali la TLTRO III a condizioni ultra-agevolate della BCE, e i tassi di default sono rimasti finora su livelli contenuti.

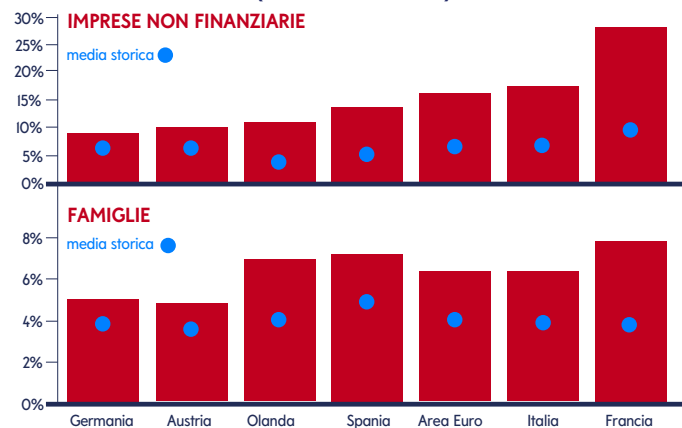
GUARDANDO AVANTI

A seguito del recente aumento dei contagi e dei passi indietro nelle riaperture in alcuni Stati, è probabile che il recupero dei dati economici evidenzia uno stallo negli Stati Uniti nelle prossime settimane, anche se non necessariamente un nuovo crollo

LA SINTESI DEI DATI ECONOMICI AD ALTA FREQUENZA INDICA UN CONTINUO RECUPERO, SOPRATTUTTO IN EUROPA



L'AUMENTO DEI DEPOSITI BANCARI A MAGGIO 2020 SUPERA AMPIAMENTE LA MEDIA STORICA (variazione % a/a)



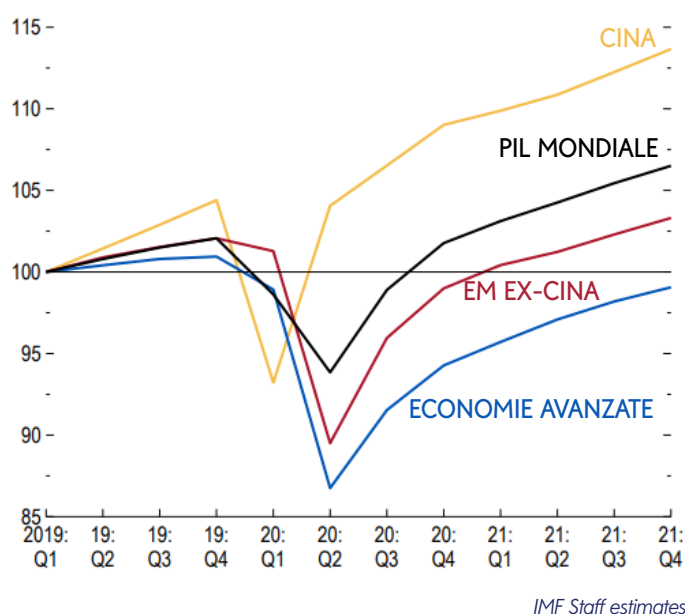
Gavekal Data/Macrobond

paragonabile a quello di aprile: le autorità appaiono infatti più restie ad applicare misure drastiche e ad infliggere ulteriori danni all'economia, almeno fintanto che il numero di vittime e di ricoverati nelle terapie intensive non assumano proporzioni preoccupanti. Sicuramente l'esperienza nella gestione del virus è aumentata in questi mesi e ha dimostrato come anche forme di prevenzione più blande come il divieto di assembramenti e l'uso della mascherina possano essere altrettanto efficaci nel contrastarne la diffusione. Inoltre, limitare il rischio di una violenta seconda ondata ha, sì, delle ripercussioni economiche nel breve, ma dovrebbe favorire una più solida ripresa nel medio termine. Non è ancora chiaro se i supporti fiscali saranno estesi negli USA per fronteggiare chiusure più prolungate, ma un nuovo pacchetto di stimoli è già allo studio del Governo.

In generale, la ripresa dell'economia globale nei prossimi mesi rimane incerta e continuerà ad essere influenzata dall'andamento epidemico: il Fondo Monetario Internazionale ha recentemente citato proprio le incognite sugli sviluppi futuri da questo punto di vista, oltre la drammatica entità del calo nei primi due trimestri dell'anno, tra le ragioni che l'hanno portato a rivedere ulteriormente al ribasso le stime sulla crescita del PIL globale nel 2020 (da -3% a -4,9%). Nel 2021 è ancora atteso un forte rimbalzo, pari al 5,4%, ma la ripresa potrebbe rimanere incompleta fino a quando l'incertezza sul virus e sulle prospettive economiche continuerà a limitare la ripresa delle normali attività, una visione condivisa anche in Europa dalla Commissione Europea e dalla Presidente della BCE, Lagarde. L'Italia, insieme alla Spagna, presenta una situazione più difficile rispetto ad altri Paesi, per via del già elevato debito pubblico e del significativo peso di settori particolarmente colpiti, come quello turistico. Se i rischi al ribasso sono numerosi, bisogna comunque ricordare che l'avvento di una cura o vaccino, attesi verso la fine dell'anno o l'inizio del prossimo, potrebbe dare una svolta in positivo allo scenario.

Guardando più in là, alle prospettive di medio periodo, come tutte le crisi anche quella in corso produrrà verosimilmente dei mutamenti strutturali, con vincitori e vinti e la necessità di una graduale riallocazione della forza lavoro e delle risorse, che potrebbe richiedere un certo tempo, ma anche favorire nuove forme di innovazione, come già stiamo vedendo. L'aumento generalizzato dei livelli di indebitamento che questa crisi ci lascerà in eredità pone degli interrogativi sulla sua sostenibilità, tuttavia l'inflazione è oggi molto bassa e dovrebbe rimanere tale a lungo, specie con la debolezza economica che si è venuta a creare. Le Banche Centrali non dovrebbero dunque avere difficoltà nel mantenere bassi i tassi d'interesse, limitando il costo complessivo di finanziamento del debito.

FMI: TRAIETTORIA STIMATA DI RECUPERO DEL PIL



CONCLUSIONI

Nello scenario appena descritto, rimane evidente la tensione tra i segnali di recupero del ciclo economico e le preoccupazioni sui rischi al ribasso derivanti dalla crisi sanitaria: bisogna quindi rimanere preparati, nel breve, ad affrontare nuove fasi di volatilità ed eventualmente temporanei storni dei mercati. I dati sugli utili del secondo trimestre, che inizieranno ad essere pubblicati nelle prossime settimane, forniranno una visione più chiara su come le aziende abbiano affrontato i mesi di lockdown e su cosa si attendano per il futuro. Altri elementi da monitorare prossimamente saranno la campagna per le Presidenziali statunitensi, il dibattito sul pacchetto fiscale in Europa e l'evoluzione dei rapporti geopolitici, specie tra USA e Cina. In un'ottica di medio-lungo periodo, tuttavia, il graduale recupero economico, a fronte di ampi supporti monetari e fiscali, condizioni finanziarie ultra-accomodanti, abbondanza di liquidità e carenza di alternative d'investimento sono tutti fattori che continuano a favorire un investimento diversificato nei mercati obbligazionari a spread e ancor più nei mercati azionari.

ATTESE SUL RECUPERO DEGLI UTILI SOCIETARI A LIVELLO GLOBALE

Utile per azione MSCI AC World, ultimi 12 mesi rolling e stime su livello a fine 2020-21-22



Refinitiv Datastream, Stime I/B/E/S