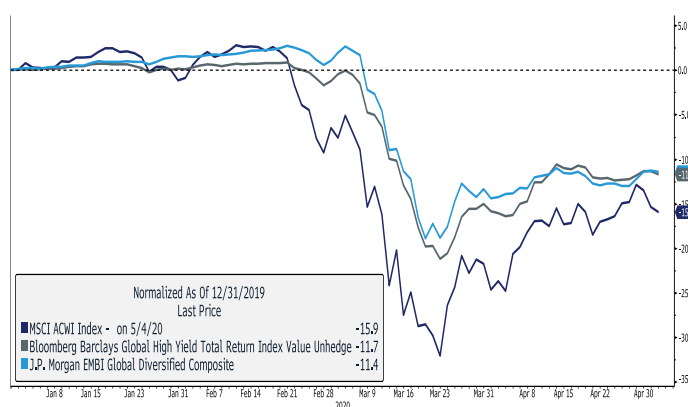


### I MERCATI FINANZIARI NELL'ULTIMO MESE

Dopo il crollo di febbraio-marzo, aprile ha portato grande sollievo sui mercati finanziari: per l'azionario globale è stato il miglior mese dal 2011 e addirittura il migliore dal 1987 per l'indice S&P 500. Da inizio anno le performance rimangono negative per tutti i principali listini, ma rispetto ai minimi di marzo il recupero è stato già notevole, trainato principalmente dall'area statunitense e, a livello settoriale, dai titoli difensivi e *growth*.

La volatilità implicita dell'azionario è scesa significativamente, pur rimanendo al di sopra dei livelli precedenti. Anche sui mercati obbligazionari è proseguita la fase di normalizzazione e di ripresa, già iniziata nell'ultima parte di marzo, specie nel comparto *investment grade* USA (che da inizio anno è ritornato in territorio positivo), ma anche in quello *high yield* e nel debito emergente. Gli asset italiani restano tra i più penalizzati, scontando le incerte prospettive economiche e di finanza pubblica. Il prezzo del petrolio è rimasto sotto forte pressione, per via dell'eccesso di offerta rispetto alla domanda, crollata a causa del Covid-19, e delle crescenti difficoltà di stoccaggio nei magazzini: ciò si sta riflettendo criticamente nei contratti future più vicini alla scadenza (effetto "contango"), tanto che quello sul WTI statunitense con consegna maggio è sceso addirittura in territorio negativo il 20 aprile, giorno antecedente la scadenza (gli operatori erano disposti a pagare pur di non ricevere la consegna fisica), e si teme che un fenomeno simile possa ripetersi per il contratto di giugno, anche se l'entrata in vigore dei tagli alla produzione OPEC+ e i segnali di riduzione dell'offerta USA stanno ultimamente allentando la tensione.

### MERCATI AZIONARI, DEBITO HIGH YIELD ED EM DA INIZIO ANNO



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

Il mese di maggio si è aperto con maggior cautela: dopo il recente recupero, una pausa di consolidamento appare del tutto giustificata, in attesa di soppesare i continui segnali di deterioramento del quadro macroeconomico e degli utili aziendali con le notizie positive legate alla graduale uscita dall'epidemia, ai progressi nella ricerca di cure e vaccini e al supporto monetario e fiscale senza precedenti.

### L'IMPATTO ECONOMICO DELLA CRISI

La crisi che stiamo attraversando continua a suscitare sorpresa e a far registrare nuovi record: come l'entità e la rapidità dell'iniziale correzione sono state impressionanti, così è stato anche il successivo rimbalzo, tanto da sollevare preoccupazioni per un eccesso di ottimismo.

Ciò che sappiamo per certo è che, nel breve termine, l'impatto sull'economia globale sarà molto profondo, come i recenti dati economici stanno confermando. Nel primo trimestre, il PIL delle principali economie ha registrato una caduta record: -9,8% t/t in Cina e -3,8% nell'area euro, specialmente marcato in Italia, Francia e Spagna; relativamente più contenuto, ma comunque superiore alle attese, il calo del PIL USA (-1,2%). A crollare sono stati soprattutto i consumi personali, specie nella componente dei

# Osservatorio Mercati

## 5 MAGGIO 2020

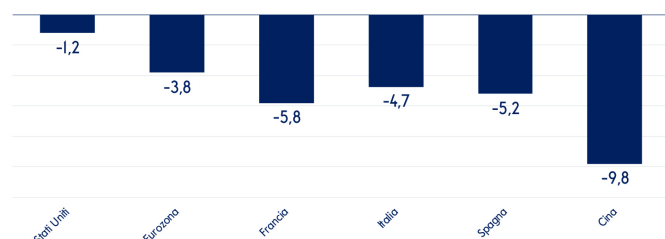
servizi, un effetto che si sarà molto probabilmente accentuato ancor più ad aprile, quando il blocco delle attività ha raggiunto il pieno regime nei principali Paesi. Gli indicatori di fiducia delle imprese (PMI), si sono difatti contratti ulteriormente nell'ultimo mese, sia nel comparto manifatturiero, ma soprattutto nel settore terziario (11,7 il PMI Servizi dell'area euro, il minimo storico). In Cina, al contrario, prosegue il recupero delle attività produttive in tutti i settori economici, anche se la domanda, sia interna, ma soprattutto estera, fatica a riprendersi.

Gli effetti del *lockdown* sono evidenti anche dal punto di vista occupazionale: negli Stati Uniti, le richieste di sussidi alla disoccupazione sono esplose come mai prima d'ora, superando i 30 milioni in sole sei settimane: si stima che la disoccupazione possa temporaneamente raggiungere anche un picco del 20%, salvo poi rientrare sotto il 10% entro fine anno. L'aumento del numero di disoccupati sarà rilevante anche nell'area euro, ma molto più limitato che negli USA, grazie al vasto ricorso a strategie di riduzione dell'orario di lavoro piuttosto che della dimensione dell'organico. In generale, si stima che nel secondo trimestre sarà toccato il picco negativo dal punto di vista economico, mentre dal terzo trimestre, salvo nuove ricadute epidemiche, si inizierà a vedere una ripresa nei dati. Nel complesso, il FMI prevede un calo del PIL globale nel 2020 del 3%, ben più pesante di quello registrato nel 2009 (-0,1%), con contributo negativo sia delle economie avanzate che dei Paesi Emergenti.

È importante sottolineare l'elevata incertezza che ancora caratterizza queste stime: a seconda dell'evoluzione della pandemia, il FMI stima infatti altri tre scenari peggiori rispetto a quello di base, sia per entità che per durata. Analogamente, la BCE prevede un calo del PIL nell'Eurozona tra il 5% e il 12%, a seconda di diversi scenari ipotizzati.

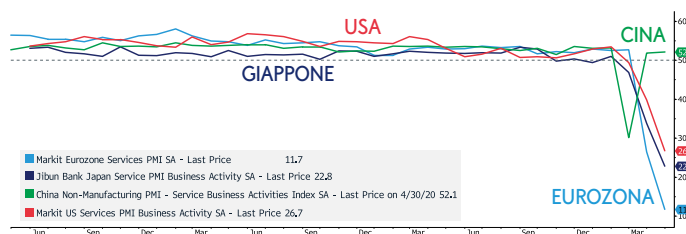
Tuttavia, questa crisi potrebbe essere non solo una delle più profonde della storia, ma anche una delle più brevi: in base allo scenario centrale, il FMI prevede una ripresa piuttosto rapida a seguito della rimozione delle misure di *lockdown* e un conseguente rimbalzo della crescita già a partire dal 2021 (+5,8% la stima del FMI). Ciò non significa che PIL tornerà immediatamente sui livelli pre-crisi, ma è comunque un segnale incoraggiante e per nulla scontato: è,

### CRESCITA PIL 1° TRIMESTRE 2020 (Variazioni % t/t)



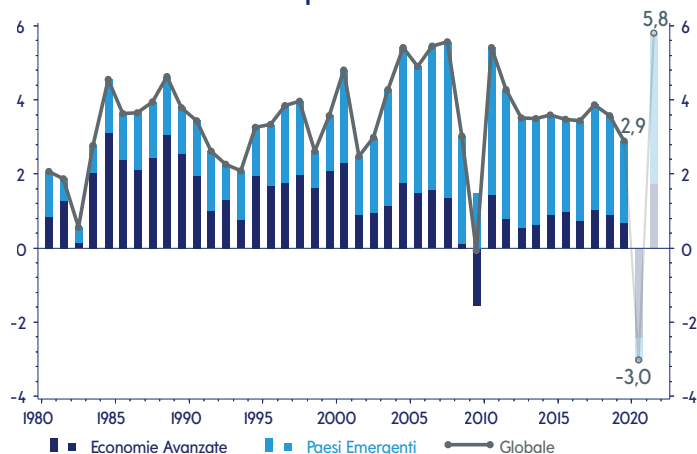
Fonte: elaborazione dati Banca Mediolanum.

### INDICI FIDUCIA IMPRESE SETTORE TERZIARIO (PMI Servizi)



Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P, 5 maggio 2020

### CRESCITA PIL GLOBALE Variazioni percentuali annuali



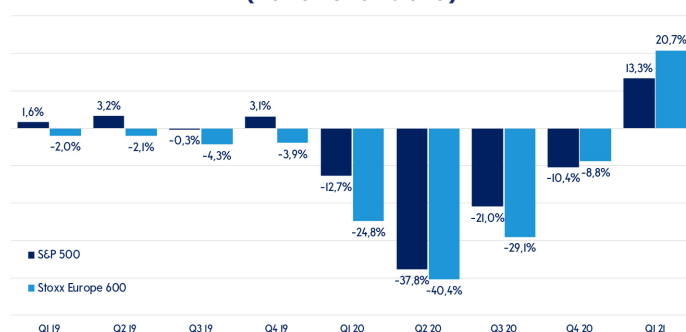
Fonte: Refinitiv Datastream, IMF WEO April 2020

infatti, inusuale che le stime di crescita vengano riviste al rialzo già nell'anno successivo ad una crisi, tipicamente le revisioni al ribasso interessano almeno due anni consecutivi. Considerando la revisione media delle stime per il 2020 e il 2021, invece che per il solo 2020, il quadro appare molto meno cupo e spiega, almeno in parte, la recente ripresa del mercato.

Anche per le stime sugli utili aziendali valgono considerazioni analoghe a quelle sulle stime macroeconomiche: i risultati del primo trimestre, attualmente in fase di pubblicazione, dovrebbero mostrare un calo di circa il 13% negli USA e del 25% in Europa. Nel secondo trimestre è atteso un ulteriore peggioramento, prima di iniziare a vedere una ripresa nella seconda metà dell'anno. Complessivamente, le stime prevedono attualmente un calo degli utili di circa il 20% nel 2020 sia negli Stati Uniti che in Europa, con contributo preponderante da parte di settori quali l'energia, i finanziari, gli industriali e i consumi discrezionali.

Altri settori, come la tecnologia e i servizi di comunicazione dovrebbero, invece, reggere meglio e addirittura alcune dei big tech USA hanno riportato risultati superiori alle attese nel trimestre scorso. Rimane, anche in questo caso, una fortissima incertezza, tanto è vero che diverse aziende si stanno astenendo dal fornire indicazioni per il futuro (perfino Apple, per la prima volta da oltre dieci anni), ma per ora è previsto un forte rimbalzo, di oltre il 25%, in tutte le aree nel 2021 e addirittura un ritorno sui livelli di utile per azione pre-covid entro fine 2021 negli Stati Uniti (relativamente meno ottimistiche le stime sull'Europa).

### STIME DI CRESCITA TRIMESTRALE UTILE PER AZIONE (Variazione % a/a)



Fonte: Dati I/B/E/S da Refinitiv

In sintesi, la recessione da Covid-19 potrebbe collocarsi a metà tra quelle tipicamente generate da eventi naturali (uragani, inondazioni, terremoti, ...), che hanno impatto molto violento, ma breve durata, e quelle dovute a squilibri economico-finanziari, in genere più difficili da superare. La vasta incidenza a livello geografico, l'interruzione relativamente prolungata delle attività e la necessaria gradualità della ripresa (almeno fino alla scoperta di una cura o vaccino) potrebbero infatti portare alla luce problematiche preesistenti o provocarne di nuove, con conseguenti effetti più duraturi. L'esito dipenderà in gran parte dalla capacità delle misure monetarie e fiscali di contrastare efficacemente i rischi appena citati.

### LE MISURE DI CONTRASTO ALLA CRISI

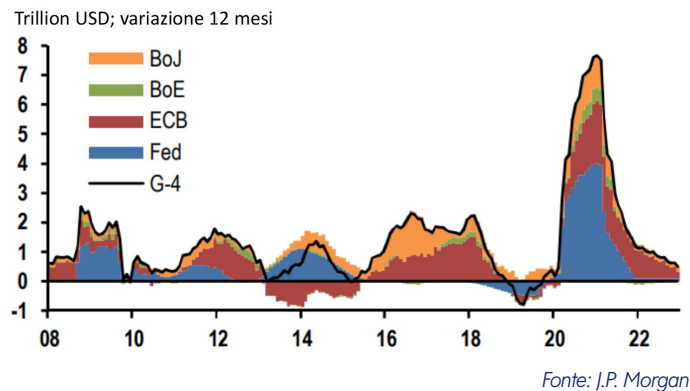
Gli interventi monetari e fiscali via via adottati dall'inizio della pandemia, spesso anche in maniera coordinata, hanno già ampiamente superato per dimensione e tempestività quanto fatto durante la grande crisi finanziaria, che certamente è stata un'importante "fonte di ispirazione" per affrontare questa nuova crisi nella maniera più efficace possibile. Le Banche centrali hanno tagliato i tassi, al fine di garantire la disponibilità di finanziamenti all'economia reale e la stabilità finanziaria, ma soprattutto stanno facendo ampio ricorso a strumenti non convenzionali, sia preesistenti che nuovi, che porteranno ad un'espansione record dei bilanci: si stima che quelli delle quattro principali banche centrali (Fed, BCE, BoJ e BoE) aumenteranno di circa \$7,5 mila miliardi, passando da circa il 40% del PIL a fine 2019 a quasi il 60% a fine 2020 (tra il 2007 e il 2009 l'espansione era stata di circa il 7%).

Le novità più recenti riguardano le misure di finanziamento all'economia reale per \$2,3 trilioni annunciate il 9 aprile dalla Fed e, per la BCE, l'allentamento ulteriore delle condizioni sulle operazioni di rifinanziamento a lungo termine per le banche (TLTRO III) e l'introduzione di un nuovo programma simile, ma specifico per l'emergenza e non vincolato ai prestiti all'economia reale (PELTROs, *pandemic emergency longer-term refinancing operations*); è stata anche ribadita l'intenzione di utilizzare la massima flessibilità - temporale, per asset class e per Paese - nell'ambito del programma di acquisto titoli dedicato alla pandemia (PEPP), la cui dimensione (attualmente €750mld) potrebbe essere estesa se necessario. Dal punto di vista fiscale, gli interventi messi in atto a livello mondiale nell'arco di solo un paio di mesi quest'anno ammontano a circa il 6% del PIL, più di quelli complessivamente adottati tra il 2009 e il 2011, senza contare tutte le misure c.d. "sotto la linea" (acquisti di capitale, finanziamenti) e le garanzie statali su finanziamenti.

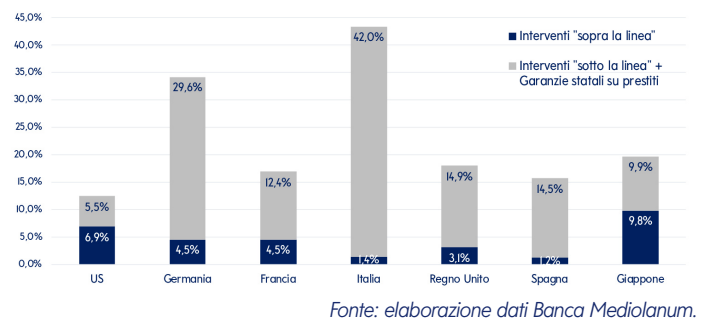
La manovra statunitense spicca per dimensione, oltre \$2,5 mila miliardi (circa il 12,5% del PIL), ma anche in Europa sono stati fatti alcuni importanti passi avanti, con l'approvazione di un pacchetto complessivo da €540 miliardi, composto di linee di credito del MES per i Governi, piano di finanziamenti alle imprese della BEI, e fondo SURE per l'occupazione. Positiva soprattutto la volontà di definire un piano per la ripresa, a cui sta lavorando la Commissione Europea, di cui al momento rimangono però ancora incerti dimensione, tempi e modalità di erogazione e fonti di finanziamento. Una strategia comune è fondamentale soprattutto per l'Italia e gli altri Paesi più in difficoltà dal punto di vista delle finanze pubbliche, basti pensare che in Italia il deficit dovrebbe superare quest'anno il 10% e il debito raggiungere il 160% circa del PIL.

I primi dati e analisi sull'efficacia di tali misure sono complessivamente confortanti: in Europa il rapporto sui finanziamenti bancari nel primo trimestre 2020 pubblicato dalla BCE ha evidenziato un forte incremento della domanda di credito da parte delle imprese già nel mese di marzo, accompagnato da un inasprimento molto limitato delle condizioni di accesso al credito, diversamente da quanto tipicamente accade durante le crisi.

### ESPANSIONE BILANCI PRINCIPALI 4 BANCHE CENTRALI



### INTERVENTI FISCALI (%PIL 2019)



### ECB BANK LENDING SURVEY (1° trimestre 2020)



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

# Osservatorio Mercati

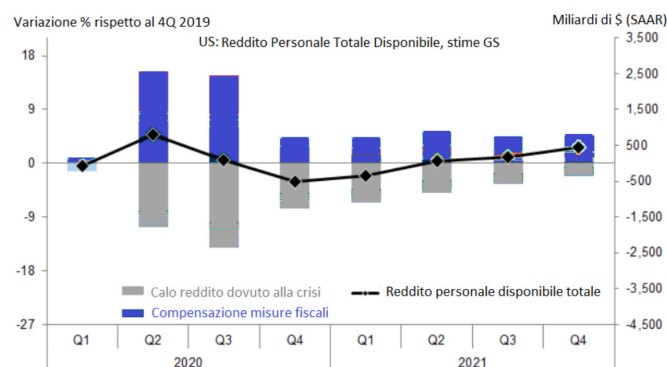
5 MAGGIO 2020

Negli USA, un'analisi di Goldman Sachs mostra come le contromisure del Governo dovrebbero riuscire a compensare molto bene la caduta di reddito personale disponibile totale tra il 2020 e il 2021.

## GUARDANDO AVANTI

Nel breve termine, l'attenzione rimane rivolta all'uscita dalla pandemia, in particolare al buon esito della fase 2, ormai intrapresa in diversi Paesi, e alla ricerca di cure e vaccini, dove iniziano ad esserci risultati interessanti e su cui il dispiegamento di forze, sia nel privato che nel pubblico, fa ben sperare. Sarà importante monitorare nel tempo anche l'andamento degli indicatori economici e l'efficacia di implementazione degli strumenti di supporto introdotti. Infine, la stabilità dei rapporti geopolitici, su cui negli ultimi giorni sono riaffiorati alcuni timori, viste le accuse sempre più pesanti mosse dagli USA alla Cina sulla gestione dell'epidemia. Queste saranno prerogative essenziali ad una completa ripresa, che dovrà necessariamente passare anche dal ripristino della fiducia dei vari operatori economici.

Se, nel breve, modalità e tempi della ripresa rimangono dunque incerti, più si sposta l'attenzione su un orizzonte temporale medio-lungo, più questa incertezza si attenua: è sicuramente lecito chiedersi se e in che modo il mondo post-virus sarà diverso da quello precedente, ma il livello di confidenza sulla stima di una ripresa dell'economia in aggregato è piuttosto elevato. Per questo motivo intraprendere oggi una strategia di ingresso sui mercati appare quanto mai appropriato: gli spread di credito obbligazionari a livello mondiale sono tra i più alti degli ultimi vent'anni, e i mercati azionari, se valutati sulla crescita media degli utili attesa nei prossimi due-tre anni, sono certamente interessanti.



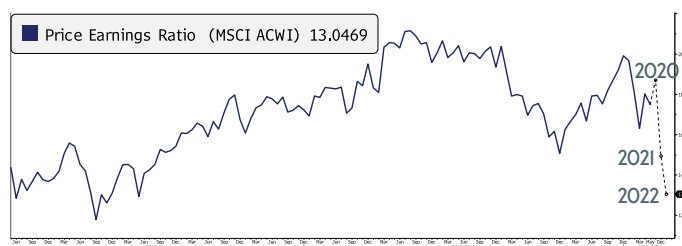
Fonte: GS Research

## SPREAD DI CREDITO INDICE HIGH YIELD GLOBALE (OAS)



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

## VALUTAZIONI INDICE AZIONARIO GLOBALE (P/E ultimi 12 mesi e proiezioni basate sugli utili attesi a fine 2020, fine 2021 e fine 2022)



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