

Osservatorio Mercati

9 SETTEMBRE 2020

IL PUNTO SUI MERCATI

Dopo il vivace rally estivo, che aveva portato temporaneamente l'indice azionario globale sopra i precedenti massimi storici di febbraio, negli ultimi giorni stiamo assistendo ad una parziale correzione trainata dagli USA e in particolare dalla tecnologia, ovvero dagli stessi comparti che avevo finora guidato i rialzi. Il resto dei listini, tra cui quelli europei, erano rimasti decisamente più indietro nel sentiero di recupero, beneficiando solo in parte delle sorprese positive in ambito di politica fiscale (approvazione a fine luglio del Recovery Fund) e scontando, invece, una composizione settoriale meno premiante (maggior esposizione a settori value, rispetto alla tecnologia e al growth in generale), oltre che un nuovo aumento dei casi di covid-19 verso la fine dell'estate.

I titoli legati alla tecnologia avevano continuato ad essere i più favoriti, riflettendo certamente la straordinaria accelerazione nell'adozione del digitale causata dal coronavirus, ma suscitando anche un crescente nervosismo in merito ai rialzi stellari messi a segno di recente soprattutto da parte di alcune mega-cap digitali (i famosi FAANGM più altre società tra cui Tesla e Zoom ad esempio) e alla sostenibilità delle valutazioni raggiunte. Apple, per esempio, era la stata la prima società ad oltrepassare ad agosto la soglia dei 2 mila miliardi di dollari di capitalizzazione di mercato, superando addirittura per qualche giorno la totalità dell'indice Russell 2000 (che include 2000 mid e small cap USA), un traguardo favorito anche dall'annuncio dello split 1-4 delle azioni che, abbassando il prezzo, le ha rese più accessibili anche agli investitori individuali (senza tuttavia incidere minimamente sul valore intrinseco della società). Le prese di profitto sono scattate alla fine della scorsa settimana, dopo che sono anche emersi chiari segnali di come lo strabiliante rally dei mega tech fosse stato accentuato da un eccesso di euforia finanziaria, con un vero e proprio boom del trading anche attraverso opzioni, sia da parte di alcuni investitori istituzionali sia da una crescente platea di investitori retail.

Considerato il peso raggiunto da questi colossi digitali - basti pensare che le prime 5 società dello S&P 500 (Apple,

INDICI AZIONARI DA INIZIO ANNO



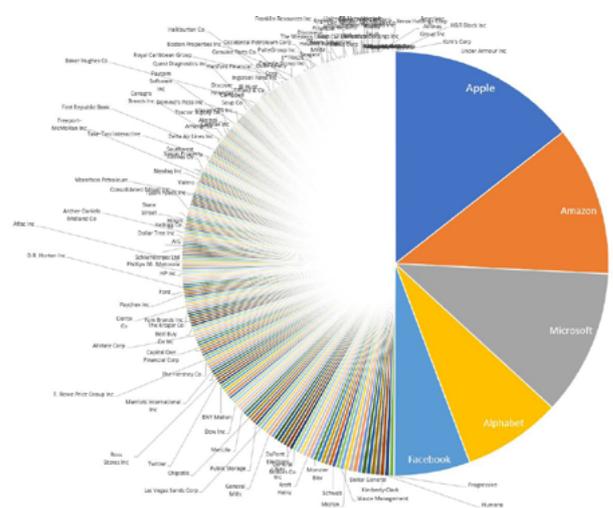
Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P., 9 settembre 2020

LE MEGA CAP TECNOLOGICHE SEGNANO TRAGUARDI RECORD



Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P., 9 settembre 2020

S&P 500



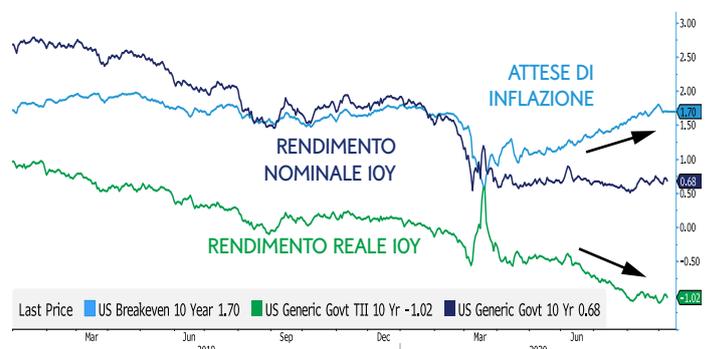
Fonte: theirrelevanceinvestor.com

Amazon, Microsoft, Google e Facebook) sono arrivate a pesare il 25% della capitalizzazione di mercato totale, tanto quanto le ultime 389! - non stupisce che il movimento abbia scosso l'intero mercato. Gli altri settori e le altre aree geografiche ex-USA, tra cui l'Europa, hanno reagito relativamente meglio, segnalando che lo storno potrebbe aver rappresentato un fisiologico aggiustamento di eccessi e che il mercato potrebbe essere pronto ad una parziale rotazione verso alcuni settori finora sfavoriti, sempre che il miglioramento del quadro economico e sanitario prosegua. Naturalmente, ciò dovrà essere meglio appurato nel prossimo periodo.

Nel mondo obbligazionario, i titoli corporate ed emergenti hanno beneficiato di un ulteriore moderato restringimento degli spread di credito, mentre i rendimenti governativi core sono rimasti sostanzialmente stabili in prossimità dei minimi storici. A dispetto di questa apparente stabilità, i rendimenti reali sono significativamente scesi, spingendosi in territorio profondamente negativo anche negli USA.

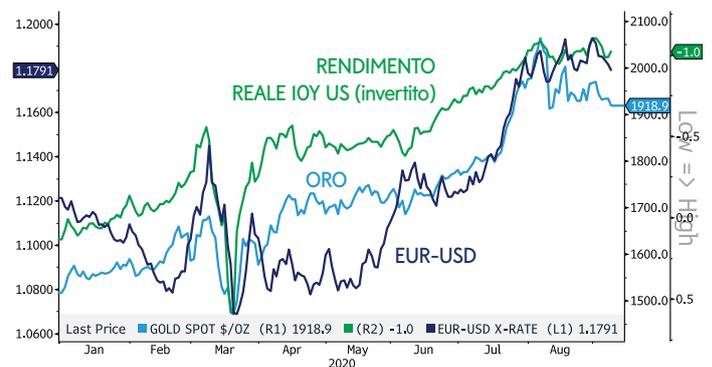
Notevoli sono stati, infine, i movimenti in ambito valutario e nelle materie prime, con un indebolimento del dollaro e un apprezzamento dell'oro e di altri metalli preziosi, entrambi correlati all'appena citata discesa dei tassi reali americani e al restringimento del loro premio rispetto a quelli del resto del mondo. Il tasso di cambio euro-dollaro è salito verso quota 1,20, livello in concomitanza del quale sono circolate indiscrezioni circa una possibile reazione della BCE ad un euro troppo forte, che potrebbe mettere a rischio la ripresa dell'economia e dell'inflazione (già scesa ad agosto in territorio negativo) nell'area euro. Bisogna riconoscere, comunque, che il recente rafforzamento dell'euro riflette anche un miglioramento percepito dagli investitori delle prospettive economico-politiche europee, specie a seguito dell'approvazione del Recovery Fund.

US TREASURY IOY: DISCESA DEL RENDIMENTO REALE



Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P., 8 settembre 2020

IL CALO DEI RENDIMENTI REALI USA HA PENALIZZATO IL DOLLARO E FAVORITO I METALLI PREZIOSI



Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P., 8 settembre 2020

L'ANALISI DELLO SCENARIO: DISCONNESSIONE TRA WALL STREET E MAIN STREET?

Si sente molto discutere, negli ultimi tempi, di una presunta disconnessione tra mercati finanziari ed economia reale e di una sopravvalutazione dei primi: il recupero dell'azionario globale sembra stonare, infatti, almeno in apparenza, con l'attuale quadro, composto da una dilagante pandemia, dalla peggiore recessione economica della storia recente e da una protratta incertezza sugli sviluppi futuri. Ma Wall Street e Main Street hanno davvero intrapreso percorsi divergenti?

1) Il legame tra economia e mercati è ancora valido. A ben vedere, l'evoluzione del quadro economico aiuta a spiegare

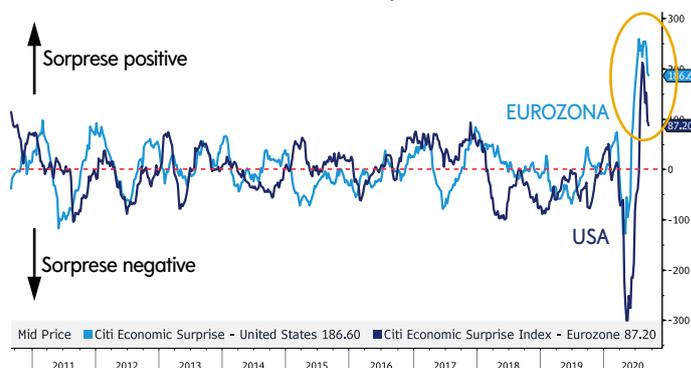
l'eccezionalità e la rapidità dei movimenti di mercato osservati in questi ultimi mesi. L'attuale recessione si è rivelata, infatti, la più profonda, ma allo stesso tempo anche la più rapida della storia recente. La contrazione del PIL globale nel secondo trimestre è stata record (-9,1% negli USA e -12,1% nell'Eurozona rispetto al primo trimestre), ad eccezione della Cina che è già tornata ad una crescita positiva (+11,5% trimestrale e +3,2% su base annua), tuttavia è stata in seguito registrata una ripresa già piuttosto significativa e i dati macro hanno continuato a sorprendere mediamente in positivo nell'ultimo periodo, portando a revisioni al rialzo del PIL nel trimestre in corso. Ciò vale soprattutto per gli USA, dove, contrariamente a quanto atteso, l'incremento dei casi a inizio estate non ha avuto grosse ripercussioni. In Europa, invece, la recente ondata di ritorno sta frenando (ma non arrestando) la ripresa delle attività (per un aggiornamento più puntuale e costante sui dati si rimanda alle pubblicazioni settimanali del Livello I di Drive).

La velocità, sia della discesa che del recupero, dei mercati azionari in questa crisi appare decisamente meno anomala, rispetto a quelle passate, se aggiustata per la concomitante velocità di evoluzione del ciclo economico. Ad esempio, è vero che lo S&P 500 ha recuperato in soli sei mesi tutti i cali precedenti, mentre aveva impiegato oltre cinque anni a fare lo stesso dopo la crisi finanziaria del 2008, ma è altrettanto vero che in quell'occasione il tasso di disoccupazione aveva impiegato più di due anni per raggiungere il picco massimo (contro due mesi nell'attuale crisi) e altri quattro anni e sette mesi per rientrare del 56% del movimento, come ha invece già fatto stavolta in soli quattro mesi (dal massimo del 14,7% di aprile all'8,4% di agosto) ⁽¹⁾.

Lo stesso dicasi per altre primarie variabili economiche, come le vendite al dettaglio (due anni dal picco minimo per tornare al massimo pre-crisi, contro i tre mesi di oggi) o la produzione industriale (un anno e mezzo per recuperare circa la metà del calo, un risultato già raggiunto stavolta in soli tre mesi). Anche i risultati aziendali e le stime sugli utili futuri sono coerenti con una ripresa piuttosto rapida. Il calo degli utili ha toccato verosimilmente il punto di minimo nel 2° trimestre e si è attestato su un drammatico -30% aggregato per l'S&P 500, eppure ha sorpreso positivamente di oltre il 20% rispetto alle attese iniziali. Certamente ciò è stato facilitato dal fatto che gli analisti avevano già rivisto notevolmente al ribasso le stime, tuttavia ben l'80% delle società ha superato le attese! Inoltre, negli ultimi tempi le revisioni delle stime sugli utili futuri hanno iniziato ad essere riviste verso l'alto.

(1) La discesa dal picco massimo di disoccupazione ad oggi è stata del 6,2%, che corrisponde al 56% circa del precedente incremento (10,9%, dal minimo pre-crisi del 3,5% al massimo di aprile del 14,4%).

INDICI DI SORPRESA DEI DATI ECONOMICI (Citi economic surprise index)



Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P., 8 settembre 2020

IL LEGAME TRA ECONOMIA E MERCATI È ANCORA VALIDO



Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P., 8 settembre 2020

Le valutazioni dei mercati (esprese come rapporto prezzo/utile) si ridimensionano notevolmente se calcolate sugli utili dei prossimi 1-2 anni, invece che su quelli correnti, evidentemente distorti al ribasso dall'impatto dei lockdown.

2) Qualcosa di "strano" c'è. Un aspetto, per così dire, anomalo di questa ripresa rispetto a quelle passate è tuttavia riconoscibile, ovvero la sua composizione e il grado di disuguaglianza che la caratterizza. Come già evidenziato, infatti, le performance aggregate degli indici mascherano un andamento sottostante molto disomogeneo e perfino divergente in alcuni casi. Pochi settori e addirittura poche società hanno generato buona parte dei rialzi, come ben testimoniato, ad esempio, dallo scollamento tra l'andamento dell'indice S&P 500 pesato in base alla capitalizzazione di mercato (tradizionalmente osservato) e quello equamente pesato, che attribuisce lo stesso peso a ciascun titolo e non è quindi influenzato dalle performance monstre delle mega cap. Al di là degli eccessi già discussi che hanno caratterizzato queste ultime, la dicotomia che si è creata nel mercato è a sua volta giustificabile facendo riferimento al contesto economico.

Nel rebus delle più svariate lettere che sono state utilizzate negli ultimi mesi per descrivere l'andamento della ripresa post-covid (V, U, L, W, ...) viene spesso citata negli ultimi tempi la "K", la cui forma cattura, in effetti, piuttosto bene le dinamiche in atto. Dopo una prima fase di crollo economico generalizzato causata dai lockdown, le economie hanno registrato un parziale e generalizzato rimbalzo, grazie anche all'intervento straordinario delle autorità monetarie e fiscali. Di lì in poi, alcuni comparti hanno eccezionalmente accelerato, beneficiando addirittura della pandemia (i business legati allo "stay at home", ossia la tecnologia, il mondo dei servizi digitali, delle vendite online, del lavoro da remoto, ecc...), mentre tutto il resto è stato ampiamente penalizzato, e ciò si è riflesso molto bene sui mercati.

INDICE	RAPPORTO P/E		
	2020	2021	2022
USA (S&P 500)	26,2	20,7	17,8
Paesi avanzati (MSCI W)	24,5	19,0	16,4
Globale (MSCI ACW)	23,5	18,1	15,6
Paesi emergenti (MSCI EM)	18,0	13,6	11,6
Giappone (Nikkei 225)	22,8	18,2	16,0
Eurozona (Eurostoxx)	23,9	16,2	13,6

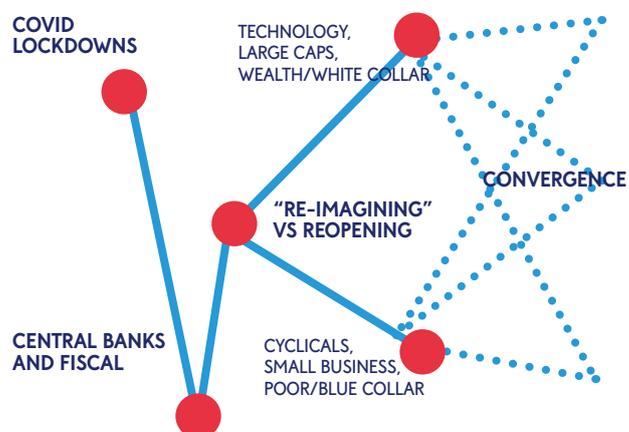
Fonte: Bloomberg

PERFORMANCE DA INIZIO ANNO



Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P., 8 settembre 2020

UNA RIPRESA A FORMA DI K



Fonte: JP Morgan

Ancora una volta, non si tratta quindi di una disconnessione tra Wall Street e Main Street, ma piuttosto di un fenomeno generalizzato che ha coinvolto entrambe. A differenza della bolla internet del 2000, i rialzi della tecnologia si basano oggi su ragioni fondamentali, quali una maggior profittabilità e un'elevata qualità dei bilanci; inoltre, è innegabile che il settore stia beneficiando di alcuni importanti trend di lungo periodo. Allo stesso tempo, i livelli raggiunti da alcuni dei popolari colossi tech rispecchiano almeno in parte, come detto, un eccesso di euforia e dovrebbero indurre alla prudenza e alla diversificazione, ma **escludendo i comparti che più hanno corso finora, il resto del mercato presenta valutazioni molto più moderate** e dunque un maggior spazio di recupero nella misura in cui il miglioramento della crisi economico-sanitaria lo consenta.

3) Lower for...ever? Un altro aspetto che più volte abbiamo indicato come centrale nello spiegare il recupero dei mercati nell'attuale crisi e l'apparente scollamento rispetto all'economia reale, è l'eccezionalità e la tempestività, rispetto alle crisi passate, dei supporti monetari e fiscali. Su questo punto sono giunte ulteriori conferme nell'ultimo periodo. **Il passaggio da un target puntuale ad un target medio flessibile di inflazione al 2% da parte della Fed** implica, infatti, il mantenimento di tassi bassi e di un approccio monetario accomodante ancora più a lungo, visto che ci sarà più tolleranza nei confronti di un'accelerazione anche al di sopra del 2% per qualche tempo, a patto che ciò vada a compensare precedenti periodi di permanenza al di sotto del target, come è stato quasi sempre negli ultimi anni.

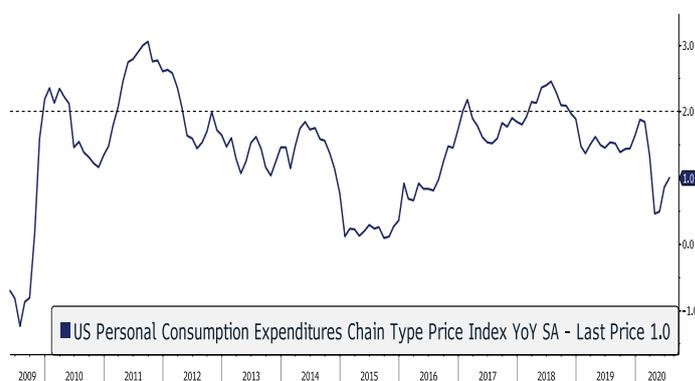
Si stima, per riferimento, che il primo rialzo dei tassi dopo la crisi finanziaria, attuato nel 2015, sarebbe stato posticipato al 2018 con la nuova funzione di reazione della Banca Centrale USA. Il mercato attende ora di ricevere maggiori dettagli anche sulle modalità con cui la Fed intende raggiungere questo nuovo obiettivo, che saranno probabilmente comunicate al prossimo meeting del 16 settembre. In ogni caso, tassi nominali stabilmente bassi e un possibile aumento dell'inflazione attesa aprono la strada a tassi reali potenzialmente ancora più bassi (ricordiamo la relazione che lega tassi nominali e tassi reali: tassi reali \approx tassi nominali - inflazione attesa). Ciò non fa altro che accentuare la **carenza di alternative di rendimento a disposizione degli investitori** e favorire gli asset reali come le azioni e alcune materie prime, nonché i comparti obbligazionari che offrono un premio di rendimento (high yield ed emergenti). A parità di altre condizioni, una discesa dei rendimenti fa infatti salire il premio al rischio dei mercati azionari e ne aumenta l'attrattiva rispetto alle obbligazioni. Detto in altri termini, **il livello medio di riferimento per le valutazioni dell'azionario viene aggiustato verso l'alto quando i tassi scendono**, perché gli utili attesi futuri

ESCLUDENDO I TITOLI TECNOLOGICI, LE VALUTAZIONI DEL MERCATO SI RIDIMENSIONANO NOTEVOLMENTE (P/E 12 mesi fwd)



Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P., 8 settembre 2020

INFLAZIONE USA (PCE, % a/a)



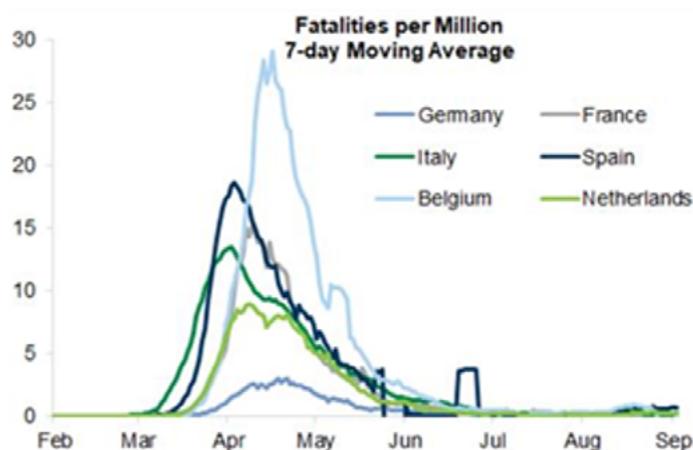
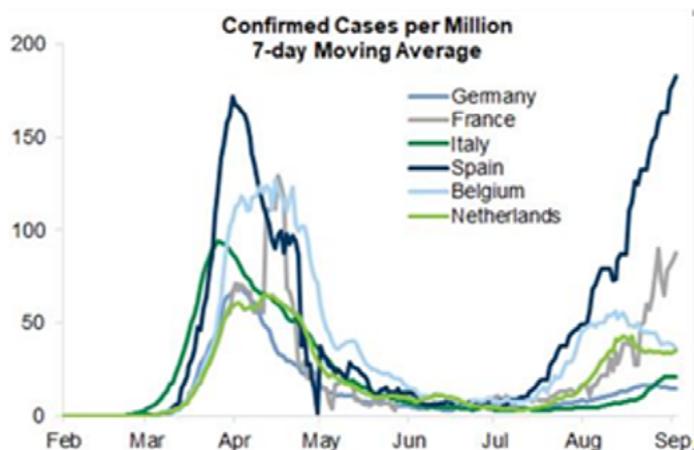
Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P., 8 settembre 2020

vengono attualizzati ad un tasso inferiore. Le attuali valutazioni dei mercati sono dunque meno eccessive di quanto potrebbe apparire da un semplice confronto con la media storica, in quanto il contesto è profondamente cambiato.

RIFLESSIONI SULLO SCENARIO FUTURO

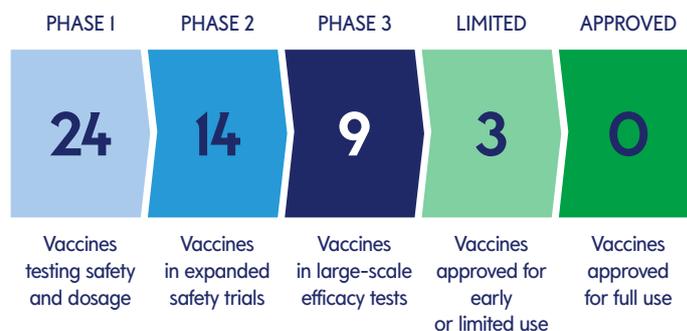
Il recupero dei mercati post-covid ha finora sorpreso per la sua rapidità, ma in realtà riflette piuttosto bene il quadro economico sottostante: una ripresa già significativa, per quanto altamente diseguale, dell'economia globale, favorita da straordinari supporti monetari e fiscali. D'ora in avanti bisognerà capire se ci sarà una convergenza tra i due segmenti della "K" descritti e, in questo caso, se sarà verso l'alto o verso il basso. In altri termini, il mercato ha ragione nell'anticipare un ulteriore proseguimento della ripresa e, se sì, in quale misura? Difficile dare una risposta definitiva, viste le numerose fonti di incertezza presenti. Certamente, l'evoluzione della pandemia rimane una variabile chiave: la reintroduzione di nuovi lockdown appare al momento piuttosto improbabile, visto che in Europa il ritorno dei casi ha avuto finora conseguenze molto meno gravi e ci si sta sempre più orientando verso una logica di convivenza con il virus, ma è comunque possibile che la presenza del virus continui a rappresentare un freno per certe attività e che la ripresa rimanga dunque incompleta e disomogenea per alcuni trimestri.

SALGONO I CASI IN EUROPA, MA LA MORTALITÀ RIMANE BASSA



A maggior ragione considerando che questa crisi innescato o accentuato dei trend di lungo periodo, che molto probabilmente favoriranno in maniera stabile certi settori rispetto ad altri e richiederanno un processo più o meno lungo di graduale riallocazione delle risorse e della forza lavoro. In positivo, notiamo tuttavia che la ricerca sui vaccini è oramai a buon punto: attualmente ci sono oltre 30 candidati in fase di test sugli umani, dei quali nove già nella terza e ultima fase di sperimentazione (e addirittura 3 già approvati in via preliminare e limitata da Cina e Russia prima di avere adeguate evidenze dalla fase 3). Un risultato record,

LO STATO DELLA RICERCA SUI VACCINI



Fonte: The New York Times

visto che in media sono necessari 10 anni per lo sviluppo di un vaccino e che finora per il più rapido ne sono stati impiegati 4. Anche se chiaramente bisognerà poi valutare l'effettiva efficacia dei candidati e difficilmente avremo una disponibilità su larga scala prima di qualche mese, un annuncio di questo tipo potrebbe dare nuovo impulso alle classi di attivo rischiose, in un contesto in cui le politiche monetarie rimarranno a lungo supportive e gli investimenti obbligazionari a basso rischio offrono in tutto il mondo rendimenti reali negativi e scarse alternative. In ogni caso, ribadiamo l'importanza, in un contesto di mercato finora molto polarizzato e di perdurante incertezza, di mantenere un'adeguata diversificazione agli investimenti, onde ridurre il rischio di concentrazione ed evitare di trovarsi impreparati di fronte ad eventuali rotazioni che dovessero scaturire da una variazione dello scenario di riferimento.

Tra gli altri eventi di rilievo nel prossimo periodo ricordiamo innanzitutto i meeting della BCE (il 10 settembre, con l'aggiornamento delle stime economiche ed eventuali cenni a nuove mosse) e della Fed (il 16 settembre, con possibili maggiori dettagli sul nuovo quadro strategico di riferimento). In Europa l'attenzione è rivolta anche all'annosa questione Brexit, con alcune importanti scadenze in avvicinamento e un accordo ancora mancante. Negli USA, invece, rimane alta l'attesa per l'approvazione del nuovo pacchetto fiscale, finora rinviato per mancanza di accordo tra i due partiti, mentre entra nel vivo la corsa alle elezioni presidenziali del 3 novembre. Su questo tema daremo maggiori approfondimenti il prossimo mese, ma al momento il risultato non è per nulla scontato, visto il recente assottigliamento del divario nei sondaggi tra Biden e Trump; inoltre, le logiche di politica interna potrebbero influenzare anche la gestione dei già difficili rapporti con la Cina.