



Fase 2



Guardare avanti

I mercati finanziari, si sa, guardano sempre avanti. In questi giorni stanno già provando a immaginare come saranno i mesi che arriveranno dopo la fase più critica della pandemia. Se le notizie di marzo sui numeri tragici del Coronavirus avevano mandato in tilt le Borse, ora inizia a comparire un po' di fiducia nel futuro dell'economia. Lo dimostra il forte rally dei principali listini azionari che negli ultimi giorni di aprile hanno riguadagnato parte del terreno perso. L'indice americano S&P500, il barometro delle grandi aziende americane, è risalito di quasi un terzo dai minimi segnati a metà marzo. L'EuroStoxx50, l'analogo paniere europeo, ha fatto un balzo in avanti di oltre il 25%.

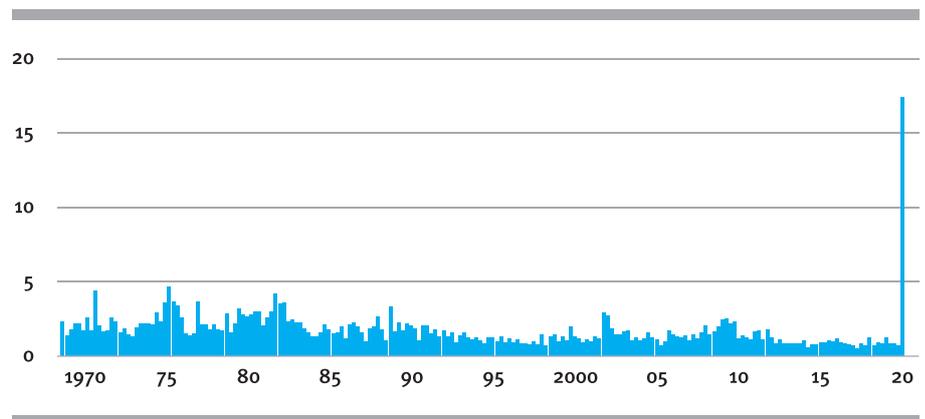


Una ripresa a V?

Gli operatori stanno mostrando di credere in una graduale uscita dalla «Fase 1», quella più drammatica. L'umore positivo sembra sposare lo scenario di una ripresa a «V», vale a dire di una rimonta pressoché immediata dopo il pesante precipizio. L'ipotesi è che la «Fase 2» possa traghettare le principali economie fuori dalla recessione già nel 2021. La cautela tuttavia rimane in primo piano, anche per la grande incertezza che domina sulla scena. Questa incertezza è riflessa nelle previsioni delle grandi case di ricerca che in questo periodo sono molto distanti tra loro.

L'incertezza macroeconomica è la più alta nella storia recente

Dispersione delle previsioni trimestrali del PIL (distanza tra il 25° e 75° percentile)



Fonti: BofA Research Investment Committee, Philadelphia Federal Reserve

Tra le uniche certezze c'è la forte discesa del Pil globale che quest'anno è visto calare in misura maggiore di quanto accaduto con la crisi del 2008. Stando alle stime del Fondo monetario

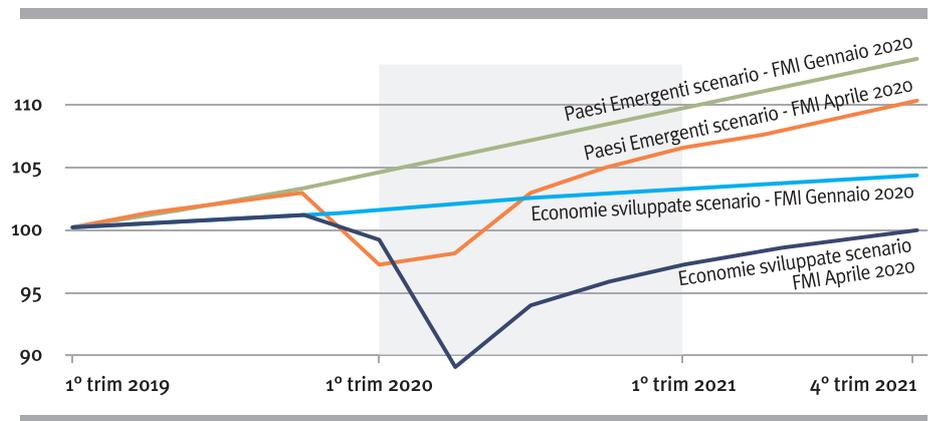


Fase 2

internazionale (Fmi), nel 2020 avremo una caduta del Pil del pianeta del 3%. Tuttavia l'aspettativa è che già nel 2021 possa arrivare un forte rimbalzo, con un incremento addirittura superiore al 4%.

Le previsioni del Fondo Monetario Internazionale

PIL (primo trimestre 2019 = 100)



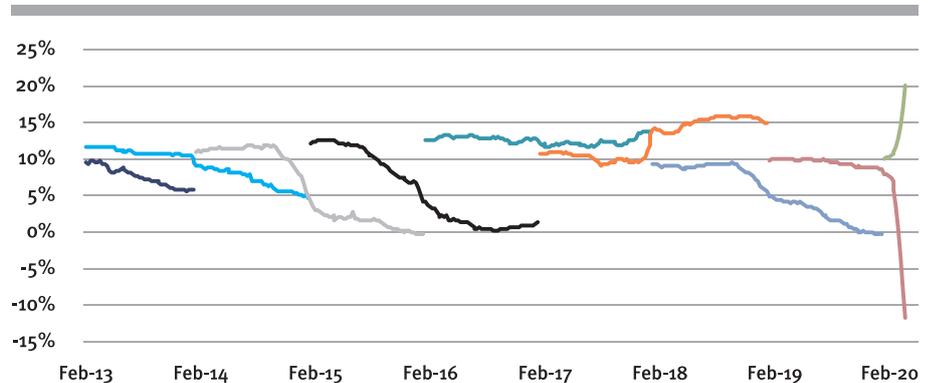
Fonti: FMI



L'economia reale

Intanto gli occhi sono puntati sui dati dal mondo dell'economia reale. I segnali più importanti sono attesi dall'andamento degli utili aziendali. In America la stagione delle trimestrali ha già dato evidenze di perdite profonde. Non è tanto sul presente che si concentra l'analisi degli operatori. Il loro sguardo è già rivolto al 2021 e alle prospettive future dell'economia. L'ipotesi è di una risalita a doppia cifra degli utili delle aziende. Questo aspetto ha messo i listini di buon umore.

Evoluzione stime utili per azione MSCI World



Fonti: I/B/E/S, Thomson Datastream, Ersel



Fase 2



Le Banche Centrali

Ad aggiungere energia sono stati anche stimoli all'economia e alle imprese senza precedenti. In poche settimane, *i policymakers* hanno varato imponenti misure monetarie, fiscali e finanziarie, portando così fiducia sui listini. Anche se non concordate a tavolino, le diverse mosse, quelle della Fed americana e della Bce in testa, sono state pressoché simultanee e molto simili nelle diverse aree. Gli interventi hanno contenuto la crisi con una liquidità che promette di restare abbondante per molto tempo. Anche per questo, lo scenario ipotizzato dalle Borse sembra essere quello di uno stato di malessere economico molto severo ma che durerà relativamente poco. Tuttavia, affinché, questo scenario davvero si realizzi, i tempi del *lockdown* non potranno andare oltre i pochi mesi. Allo stesso tempo dovranno essere evitati errori, con aperture premature e indiscriminate. L'espansione della pandemia comincia sì a essere circoscritta ma il livello di guardia dovrà restare alto.



I mercati azionari

Il ritorno della fiducia degli operatori si è visto soprattutto sui mercati azionari che hanno vissuto un vero e proprio rally. L'andamento tuttavia è differente a seconda del Paese e del settore. I listini europei sono rimasti indietro rispetto a quelli americani, penalizzati anche dalla diversa composizione dei panieri e dal minor peso della tecnologia negli indici. Nell'area europea, i titoli delle aziende farmaceutiche sono stati tra i pochi rimasti sui livelli pre-crisi.

Come già osservato il mese scorso, le Borse asiatiche hanno saputo tenere meglio testa alle vendite rispetto a quelle dei Paesi occidentali. Questo nonostante l'area sia stata la prima a essere colpita dal Coronavirus. Si tratta, anche in questo caso, di listini in cui il peso dei titoli tecnologici è più elevato, e questo ha sicuramente rappresentato un vantaggio importante.

In questo contesto abbiamo ridotto in misura importante il sottopeso sui mercati sviluppati con un'esposizione vicino alla neutralità sugli Usa. La struttura in opzioni call sull'S&P500 ci consente di contenere le perdite in caso di nuove correzioni del mercato.

I mercati emergenti, e in particolare l'Asia su cui è concentrata l'esposizione per i portafogli, potranno rappresentare una buona opportunità ma riteniamo che sia necessaria una fase di stabilizzazione per poter escludere nuovi episodi di forte stress che avrebbero un impatto pesante sull'area.



Fase 2



I mercati obbligazionari

Sul mercato obbligazionario i tassi sui titoli di Stato dei principali Paesi occidentali sono rimasti su livelli particolarmente contenuti. L'iniezione di liquidità delle Banche centrali ha consentito di superare una fase molto difficile in cui la corsa alla liquidità aveva colpito anche questi beni rifugio. Le misure messe in atto hanno fatto ampio ricorso a quanto già predisposto per la grande crisi del 2008 ma sono rapidamente andate oltre. La Fed americana si è, infatti, impegnata anche nell'acquisto di titoli corporate, inizialmente solo in ambito Investment grade, quindi anche Fallen angels e High yield. Nell'area euro, come già ricordato, la novità più rilevante ha riguarda il *Pepp*, il piano di acquisti di titoli di Stato varato dalla Bce. Tra i segmenti a spread del mercato obbligazionario è iniziato il processo di normalizzazione per quanto riguarda le emissioni aziendali ad alto merito di credito mentre rimangono maggiori dislocazioni tra gli high yield e gli altri ambiti in cui le Banche centrali non sono direttamente attive con misure di supporto.

Nell'ultimo mese il comportamento delle strategie in portafoglio ricalca sostanzialmente quello degli indici. Il debito emergente in valuta locale è sostanzialmente rimasto sui minimi. Nelle linee di gestione abbiamo inserito un Etf dedicato ai governativi in valuta forte sulla parte breve della curva e a cambi coperti che, rispetto agli altri segmenti di questa asset class, pensiamo possa chiudere più rapidamente i gap di valutazione.



Le valute

L'esposizione valutaria complessiva è stabile. Continuiamo però a tenere il dollaro sotto osservazione in quanto differenziale dei tassi, parità dei poteri di acquisto e doppio deficit non ne giustificano appieno la forza.