



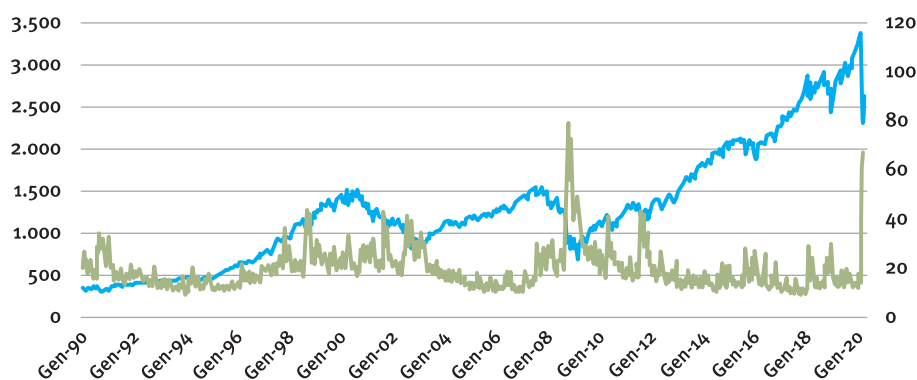
La geometria della ripresa



Mai prima d'ora

L'emergenza Coronavirus ha portato con sé anche un'inconsueta serie di violente oscillazioni sui mercati. Mai era successo che a picchi di rialzi, anche sopra al 10%, seguissero subito repentine ricadute di altrettanta entità. Mai prima d'ora era capitato di veder affondare i listini a così grande velocità, anche di 20 punti percentuali in poche sedute. Se da un lato questa volatilità eccessiva mette a dura prova anche i nervi degli investitori più navigati, dall'altro può però portare a grandi opportunità.

Indice Standard&Poor's e volatilità implicita



Fonte: Bloomberg

— Indice Borsa americana scala sx — Volatilità implicita scala dx

Uno sguardo ai numeri del passato mostra che le giornate nere in Borsa hanno sempre condotto a chance di guadagno. È successo nel 2008 dopo il fallimento di Lehman Brothes ma anche dopo la crisi asiatica del 1997 e dopo quella russa del 1998. In tutti questi casi, nell'anno seguito ai minimi, i listini hanno quasi sempre riguadagnato tra i 20 e i 50 punti percentuali del terreno perso. Sui cinque anni, la gran parte delle Borse ha, invece, recuperato tutto il terreno perso dalle giornate più buie, e per sei su dieci è arrivato addirittura il raddoppio dei valori.



I tempi incerti dell'emergenza

È difficile dire a che punto si trovi il mercato adesso e quando la volatilità potrà essere definitivamente placata. Dopo un mese di marzo a dir poco tumultuoso il quadro di riferimento continua a essere dominato da incertezza: in Cina le statistiche sul Coronavirus evidenziano un progressivo calo dei nuovi contagiati. Dall'Italia, Paese purtroppo tra i più colpiti dall'emergenza, arrivano indicazioni



La geometria della ripresa

contrastanti mentre si sta aprendo il nuovo pericoloso fronte degli Stati Uniti. Chiaro è che l'epidemia e le restrizioni che ne sono conseguite avranno impatti importanti sulla crescita economica globale e su quella degli utili aziendali. In arrivo ci sono già revisioni al ribasso delle previsioni.

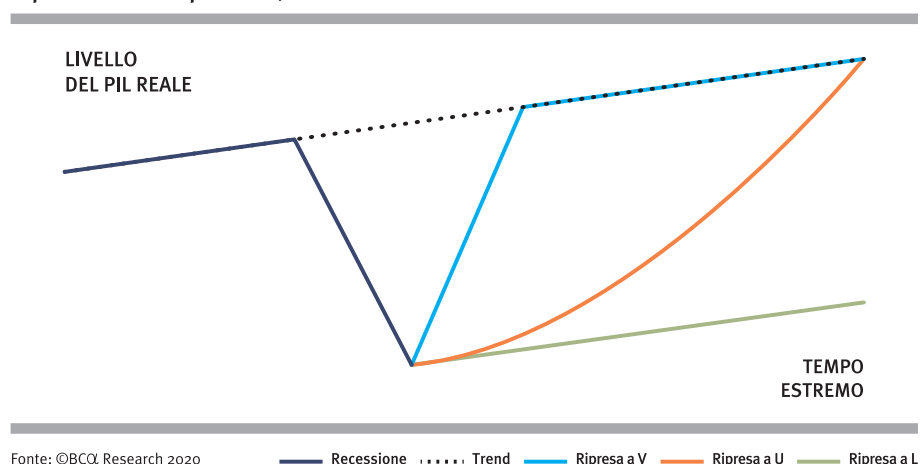


Le ipotesi sulla ripresa

Intanto si fanno già le prime ipotesi sulla ripresa: agli scenari base di uscita veloce dalla crisi (percorso a forma di V), si aggiungono però anche simulazioni con allungamento dei tempi di recupero delle condizioni di normalità (forme a U o a W).

Su questa geometria della ripresa stanno provando a intervenire i

Il profilo della ripresa: L, U o V?



policy makers. Le misure messe in campo negli ultimi giorni sono state colossali, in testa a tutte la manovra da 2mila miliardi di dollari in Usa, e sono riuscite a infondere un po' di fiducia nei mercati, in particolare su quello dei bond governativi.



I governi e le Banche Centrali

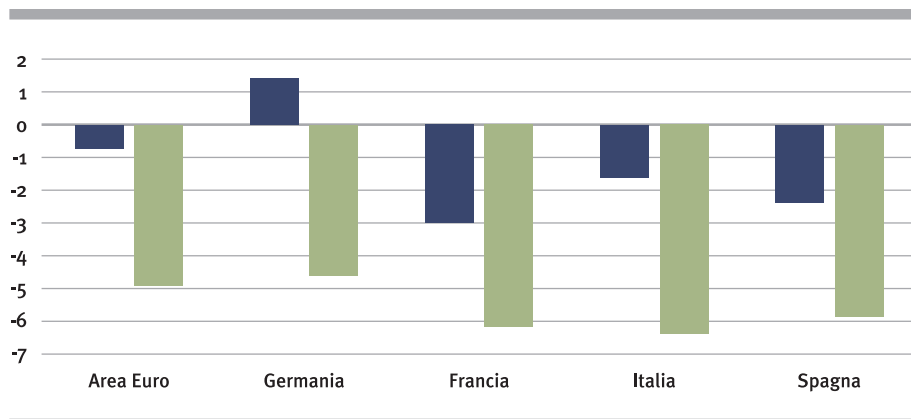
Sotto questo punto di vista è arrivata anche la reazione importante da parte della Bce, la Banca centrale europea, che ha annunciato un nuovo incremento degli acquisti sul mercato, con l'obiettivo di garantire la trasmissione della politica monetaria in modo tale che tutti i settori dell'economia possano trarne adeguato beneficio: famiglie, imprese, banche e governi. Si tratta di un pacchetto di 750 miliardi, utilizzabile a oltranza e comunque fino alla fine dell'anno, dotato di elevata flessibilità in termini di selezione di Paesi e,



La geometria della ripresa

elemento cruciale, dotato della possibilità di acquistare anche *non-financial commercial paper* emessi dalle aziende.

Deficit pubblico (% del PIL)



Fonte: Morgan Stanley

— 2019 — 2020

Su questo piano la risposta è stata importante. Sono molti però i quesiti ancora aperti. Da questo punto di vista c'è attesa per un'apertura dell'Europa all'emissione di eurobond che però rimane ancora interlocutoria.

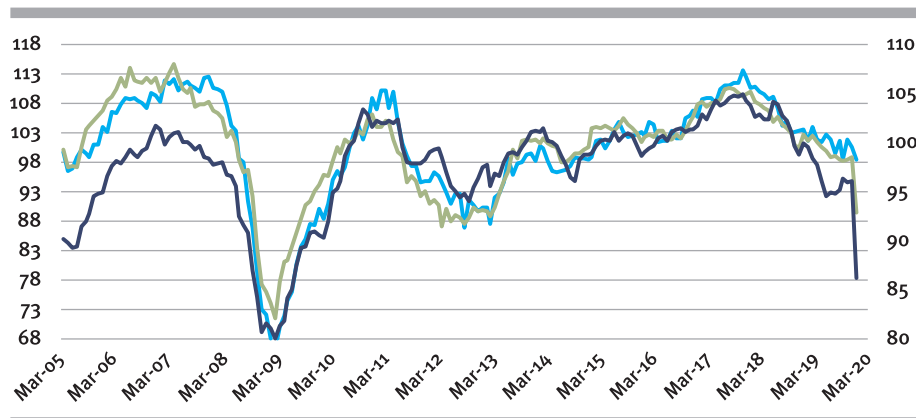


Il fronte sanitario

Sono tanti i tasselli da mettere insieme perché si arrivi davvero all'inizio di una rimonta.

Nel frattempo gli occhi saranno puntati anche sul fronte sanitario.

La fiducia degli imprenditori



Fonte: Bloomberg, Ersel

— Insee Francia — Isae Italia — Ifo Germania



La geometria della ripresa

È più che altro da qui che i mercati attendono notizie positive. La combinazione dei due fronti, quello dei *policymakers* e quello sanitario, determinerà i tempi della ripresa e, finché la pandemia non sarà sotto controllo, la prudenza dovrà restare alta.



I mercati azionari

La nuova crisi ha segnato in particolare i mercati azionari che hanno recepito il profondo deterioramento dello scenario economico conseguente alla pandemia con perdite dell'ordine del 30% da inizio anno, tutte realizzate nel mese di marzo. Tra le macro aree geografiche non si segnalano particolari distinzioni, tutte hanno sofferto allo stesso modo. I settori ciclici e finanziari sono stati i più penalizzati mentre i consumi non discrezionali e la salute, insieme ai tecnologici, si sono difesi meglio.



I mercati obbligazionari

I mercati obbligazionari hanno visto la fuga degli investitori su tutti i segmenti, dagli high yield (i titoli ad alto rendimento e ad alto rischio), ai corporate bond investment grade (con rating elevato), alle obbligazioni dei Paesi emergenti. Questa fuga incontrollata ha determinato una situazione di estremo stress nel mondo obbligazionario "a spread" con perdite molto elevate, in alcuni casi a doppia cifra. Per contro i governativi ad alto merito creditizio hanno visto incrementare i loro guadagni da inizio anno, data la violenta discesa dei tassi. Occorre tuttavia osservare che nelle giornate di maggior stress dei mercati, nemmeno i beni rifugio sono stati risparmiati a causa di consistenti flussi di vendita anche sui titoli di Stato dei Paesi di miglior qualità e sull'oro.



La gestione dei portafogli

Durante tutto il mese di marzo i portafogli sono stati oggetto di una costante attività di riduzione dei rischi con un taglio tra il 10 e 20% della quota azionaria, e riduzioni significative dei prodotti obbligazionari a maggiore rischio che sono meno liquidi, come i bond dei Paesi emergenti e di frontiera, il credito strutturato e i subordinati bancari. Abbiamo altresì aumentato l'esposizione ai prodotti gestiti internamente per avere maggior flessibilità nella gestione della quota azionaria investita con prodotti che possono muoversi in un intervallo compreso tra -50% e +150%, consentendo al team ampi margini di flessibilità grazie all'utilizzo di derivati. Pur nei limiti dei diversi mandati, l'obiettivo dei movimenti è stato quello di rendere i portafogli più semplici, più agili e più trasparenti.



La geometria della ripresa



L'attuale posizionamento

Riteniamo che il posizionamento attuale sia un punto di forza che ci consente di osservare l'evolvere del quadro nei prossimi giorni e settimane e di reagire nel modo più appropriato. Dai livelli attuali, il rischio dei portafogli potrà salire con una velocità che sarà funzione dei dati su aziende, economia e contagi. La composizione degli acquisti dipenderà da flussi, iniziative messe in campo da governi e Banche centrali e dalle anomalie di valutazione nei singoli segmenti di mercato.