

Coronavirus: cosa si prospetta per le economie e per i mercati?

È stato un periodo turbolento per gli investitori di tutto il mondo. Nel formulare previsioni sui mercati azionari e l'occupazione in tutto il continente è fondamentale concentrarsi sul dinamismo dell'attività

Paul Doyle, Responsabile azionario per l'Europa (Regno Unito escluso)



L'Europa è alle prese da ormai più di sei mesi con la pandemia di coronavirus, dopo aver trascorso il primo trimestre 2020 a osservare impotente

la diffusione della malattia in Cina e in Oriente. L'arrivo dell'epidemia nella nostra regione è stato seguito dalla chiusura delle frontiere, dall'introduzione di restrizioni di viaggio, dal ricorso al lavoro in remoto e dall'imposizione di limiti ai contatti sociali. Come in altre regioni, le economie europee sono state duramente penalizzate.

Come hanno reagito i mercati a questa situazione? I migliori risultati sono giunti inizialmente dai settori difensivi, in primis dalla tecnologia e dai prodotti farmaceutici; questo andamento è proseguito fino a quando le azioni value non hanno raggiunto un punto di minimo il 18 maggio.¹ A giugno il rimbalzo del mercato si è allargato. I multipli prezzo/utile (P/E) delle banche e delle azioni "value cicliche" avevano toccato il fondo, scendendo su livelli insostenibili.

Sino a fine aprile molti gestori attivi hanno sovraperformato l'indice di riferimento in virtù del loro posizionamento difensivo, e in questa fase non si è registrata alcuna discrepanza apparente: gli investitori sono stati prudenti, i dati pessimi. Più di recente tuttavia, si è prodotto uno scollamento tra i mercati azionari e i fondamentali economici, in particolare negli Stati Uniti.

Le azioni cicliche hanno evidenziato pessime performance fino a metà maggio, ma sono poi risalite velocemente: in un mese il sottoindice bancario ha recuperato



il 30%. Alimenti e bevande, che prima beneficiavano della loro natura difensiva, sono diventati il fanalino di coda, mentre il settore estrattivo e quello finanziario hanno messo a segno i risultati migliori. In quel periodo, i titoli con orientamento value hanno recuperato la maggior parte delle perdite, riportando in positivo i rendimenti da inizio anno. I mercati asiatici hanno evidenziato i movimenti più pronunciati, poiché la performance relativa di questi titoli ha subito una completa inversione.²

Alcuni ritengono che non si tratti semplicemente di una questione tattica, ma non ne siamo così sicuri. La performance relativa dei titoli value vs. growth è correlata con una serie di fattori, che possono essere così classificati: prima i rendimenti obbligazionari, poi il

dinamismo dell'indice PMI (indice dei responsabili degli acquisti, un indicatore delle tendenze economiche), quindi il dollaro USA e infine il prezzo del petrolio. Affinché una rotazione duri è necessario il contributo di questi fattori, ma al momento il compito principale della Federal Reserve è tenere sotto controllo i rendimenti obbligazionari.

Pertanto, la rotazione si è arrestata perché i rendimenti obbligazionari si sono fermati. E mentre il dinamismo degli indici PMI, così come la recente performance del mercato, suggerisce una ripresa a V, siamo ancora indietro del 20% rispetto alla norma,³ per cui si riscontra anche il secondo fattore: una perdita di slancio dell'attività economica.

► Perdita di slancio

A gennaio, prima della crisi del Covid-19, gli Stati Uniti e la Cina avevano firmato un accordo commerciale di fase 1 ed erano in procinto di passare alla fase 2. Sembrava che il presidente Trump e il suo omologo cinese avessero deciso di collaborare e che il magnate statunitense fosse certamente destinato a ottenere un secondo mandato. Poi è sopraggiunta la crisi, seguita dal crollo dei dati economici. Nell'ultimo mese si è registrato un miglioramento, ma non si prevede un'accelerazione di questa tendenza. Le vendite al dettaglio statunitensi per il mese di maggio hanno evidenziato un incremento su base annua del 17% – una straordinaria ripresa – ma ad aprile erano diminuite del 15%. La crescita settimanale delle vendite “same store” è da allora tornata in territorio negativo.⁴

La figura 1 mostra il rallentamento dell'indice economico settimanale della Fed di New York. L'indice delle sorprese economiche sembra aver raggiunto un picco e potrebbe deteriorarsi in futuro. Il PMI è sceso a 20 per poi risalire a 50, ma probabilmente è troppo tardi per sperare in un'ulteriore sovraperformance dei titoli finanziari e ciclici.

Figura 1: indice economico settimanale della Federal Reserve Bank di New York



Fonte: Bloomberg/Federal Reserve Bank di New York, luglio 2020.

È vero, la domanda ha una componente inespresa – ad esempio, era semplicemente impossibile acquistare un'auto o un immobile durante il lockdown, e adesso stiamo recuperando il tempo perduto – ed è destinata ad aumentare, ma è importante notare che questo dinamismo non sarà sostenibile.

Le vendite di auto cinesi, ad esempio, hanno recentemente subito una flessione del 17% nell'arco di quattro settimane e sono ora tornate ai livelli di marzo.⁵ Hanno beneficiato del supporto della banca centrale e della politica fiscale, ma credere in una continuazione di questo trend implicherebbe un aumento dei rendimenti obbligazionari e un'(improbabile) accelerazione della dinamica di crescita.

Ricadute sull'occupazione

Il mercato sconta attualmente una ripresa a V, ma riteniamo che la perdita di posti di lavoro pregiudichi questa possibilità.

Con la riapertura delle economie, i dati sull'occupazione sono destinati a peggiorare. L'aumento della disoccupazione penalizzerà i settori che dipendono dalle masse – tempo libero, ricettività e commercio al dettaglio – poiché avranno una capacità ridotta. Al termine di questa crisi l'economia globale avrà subito una contrazione di almeno il 10%: l'FMI stima una perdita di 10.000 miliardi di dollari in un'economia mondiale da 85.000 miliardi di dollari.⁶ Tutto ciò rappresenta un pericolo concreto per le economie orientate ai servizi come il Regno Unito, nonché ovviamente per gli Stati Uniti.

Pertanto, a fronte di una perdita del 10% del PIL e di un mercato del lavoro stagnante, non è possibile che l'inflazione raggiunga il 2%, per cui il rendimento decennale sarà ancorato a zero. I dati degli indici PMI, intanto, mostrano che la Cina è stata la prima ad entrare in questa fase di contrazione e anche la prima a uscirne. A marzo, quando il PMI cinese è passato da 30 a 50, le azioni bancarie hanno guadagnato il 35%, ma adesso sono tornate sui loro minimi relativi.⁷ Nel 2009 la crescita dell'offerta di moneta ha accelerato e i titoli ciclici hanno messo a segno un deciso rimbalzo; lo stesso è accaduto nel 2016. Tuttavia, l'offerta di moneta cinese ci dice adesso che non possiamo contare in futuro sulla performance dei segmenti ciclici.

Quindi, se un aumento dei rendimenti obbligazionari e degli indici PMI è da escludersi, e l'offerta di moneta cinese ristagna, ostacolando così le azioni value e cicliche, quali titoli ne trarranno vantaggio?

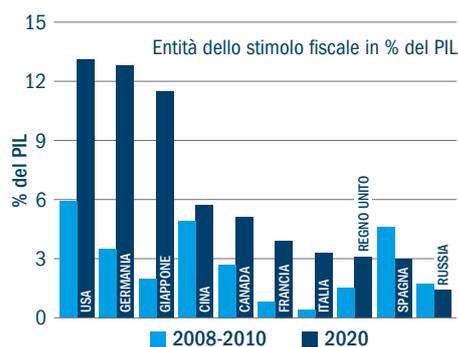
Il corollario del danno inferto ai settori ciclici è che possiamo aspettarci una ripresa della sovraperformance dei titoli tecnologici e farmaceutici. Con l'inflazione e i tassi d'interesse fermamente ancorati su livelli contenuti, è difficile trovare argomentazioni a sfavore delle azioni growth di natura difensiva. I rendimenti obbligazionari depressi riducono il tasso di sconto, favorendo gli attivi a lunga scadenza con cash flow elevati e sostenibili. Il PE relativo dei beni di prima necessità in Europa si attesta su un minimo decennale,⁸ e lo stesso vale per le utility, la tecnologia, la sanità e altri attivi a lunga scadenza.

In prospettiva

Uno degli effetti collaterali del crollo dei tassi d'interesse è che i governi hanno un incentivo a indebitarsi proprio mentre le economie hanno più bisogno di supporto. La figura 2 mostra che la risposta fiscale al coronavirus è di gran lunga superiore a quella che ha seguito la crisi finanziaria del 2008/09. Con questa combinazione di tassi d'interesse contenuti e imponente allentamento fiscale, non c'è da stupirsi che le azioni abbiano registrato un tale rimbalzo.

“ Prevediamo che tecnologia e farmaceutica torneranno a sovraperformare. Con l'inflazione e i tassi d'interesse fermamente ancorati su livelli contenuti, è difficile trovare argomentazioni a sfavore delle azioni growth di natura difensiva

Figura 2: lo stimolo fiscale attuale supera quello della CFG



Nota: le garanzie sui prestiti sono escluse in presenza di un importo specifico nelle notizie

Fonte: BCA Research, luglio 2020.

Se Joe Biden vincerà le elezioni presidenziali, una possibile revoca degli sgravi fiscali di Trump potrebbe incidere negativamente sugli utili dell'S&P 500. Negli Stati Uniti, tuttavia, è difficile realizzare un cambiamento interno – basti pensare all'incapacità di Trump di abrogare l'Obamacare – per cui sotto Biden gli sgravi fiscali potrebbero essere aboliti solo in parte. Quali sono le implicazioni di tutto questo per il dollaro USA? Il bilancio della Fed rispetto a quello di altre banche centrali è correlato alla valuta statunitense, quindi un bilancio in espansione e un indebolimento del biglietto verde rappresentano un rischio per i commerci. Il dollaro ha perso terreno a causa dell'impulso al credito fornito dalla Fed o causa della reflazione? È difficile da dire.

Se gli utili impiegano cinque anni per ritornare alla tendenza pre-virus, il valore attuale dei titoli azionari dovrebbe essere inferiore; ma i tassi d'interesse sono stati ridotti ovunque e i rendimenti a 10 e 30 anni sono crollati. Un calo del tasso di sconto suggerisce un aumento, non una diminuzione, delle valutazioni azionarie.

¹ Bloomberg, giugno 2020.

² Analisi di Columbia Threadneedle / Bloomberg Stoxx 600 Sector, 15 maggio-8 giugno 2020.

³ Dati Bloomberg / analisi di Columbia Threadneedle Investments.

⁴ Indice Johnson Redbook, giugno 2020.

⁵ Dati Wish Research, giugno 2020.

⁶ FMI, The Global Economic Reset—Promoting a More Inclusive Recovery, 11 giugno 2020.

⁷ Bloomberg, luglio 2020.

⁸ Analisi di Columbia Threadneedle / Bloomberg.

Per maggiori informazioni, visitare
COLUMBIATHREADNEEDLE.IT



Avvertenze: Esclusivamente ad uso di Investitori professionali e/o qualificati (non utilizzare o trasmettere a clienti retail). Questo documento viene distribuito unicamente a scopo informativo e non deve essere considerato rappresentativo di un particolare investimento. Non costituisce un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsivoglia titolo o altro strumento finanziario, né alla fornitura di servizi o consulenza in materia di investimenti. **Investire comporta dei rischi, tra cui il rischio di perdita del capitale. Il capitale è a rischio.** Il rischio di mercato può riguardare un singolo emittente, settore dell'economia, industria ovvero il mercato nel suo complesso. Il valore degli investimenti non è garantito e di conseguenza gli investitori potrebbero non recuperare l'importo originariamente investito. **Gli investimenti internazionali** comportano alcuni rischi e una certa volatilità in ragione della potenziale instabilità politica, economica o valutaria e di principi contabili e finanziari differenti. **I titoli nominati nel presente documento sono forniti a scopo illustrativo, sono soggetti a variazioni e non vanno interpretati come una raccomandazione di acquisto o di vendita. I titoli esaminati potrebbero rivelarsi o meno redditizi.** Le opinioni espresse sono valide alla data indicata, possono cambiare al mutare del contesto di mercato o di altre condizioni e possono differire da altre opinioni espresse da altre società consociate o affiliate di Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Le decisioni di investimento o gli investimenti effettivamente realizzati da Columbia Threadneedle e dalle sue affiliate, per conto proprio o per conto di clienti, possono non riflettere necessariamente le opinioni espresse. Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono una consulenza d'investimento e non tengono conto delle circostanze specifiche di ciascun investitore. Le decisioni di investimento dovrebbero essere sempre effettuate in funzione delle esigenze finanziarie, degli obiettivi, delle finalità, dell'orizzonte di investimento e della tolleranza al rischio di ciascun investitore. Le classi di attivi descritte potrebbero non essere idonee per tutti gli investitori. **I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri e nessuna previsione deve essere considerata come una garanzia.** Le informazioni e le opinioni fornite da terze parti sono state ottenute da fonti ritenute attendibili, ma non si rilascia alcuna garanzia in merito alla loro accuratezza e completezza. Il presente documento e i relativi contenuti non sono stati esaminati da alcuna autorità di regolamentazione.

Publicato da Threadneedle Asset Management Limited. Registrata in Inghilterra e Galles, numero di iscrizione 573204, Cannon Place, 78 Cannon Street, Londra, EC4N 6AG, Regno Unito. Autorizzata e regolamentata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority. Il presente documento è distribuito da Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, che è regolamentata dalla Dubai Financial Services Authority (DFSA). Per i Distributori: Il presente documento intende fornire ai distributori informazioni sui prodotti e i servizi del Gruppo e la sua ulteriore diffusione non è autorizzata. Per i Clienti istituzionali: Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono raccomandazioni finanziarie e sono riservate unicamente a soggetti con adeguate conoscenze in materia di investimenti e che soddisfano i criteri regolamentari per essere classificati come Clienti professionali o Controparti di mercato e nessun altro Soggetto è autorizzato a farvi affidamento. **Columbia Threadneedle Investments è il marchio commerciale globale del gruppo di società di Columbia e Threadneedle.**
columbiathreadneedle.com

Publicato il 09.2020 | Valido fino al 03.2021 | J30888 | 3235525