



- **La pandemia innesca una recessione globale**
- **I programmi di aiuto stabilizzano i mercati**
- **Ancora incerta la strategia di normalizzazione**

La pandemia innesca una recessione globale

Le restrizioni della quarantena e del distanziamento fisico resesi necessarie in tutto il mondo hanno anche pesanti ricadute sull'economia. Secondo le prime stime ufficiali di vari istituti nazionali, nel 2020 la performance economica di paesi come USA, Germania, Italia e Spagna subirà un crollo compreso tra il 3 e l'8%.

Queste cifre si riferiscono a scenari di base in cui si ipotizza una ripresa in progressivo rafforzamento nella seconda metà dell'anno. Non possiamo soffermarci in questa sede sui dettagli e sulle componenti aleatorie di queste prime previsioni, ma è chiaro che si prospetta un tracollo dell'economia globale senza precedenti dall'epoca del secondo conflitto mondiale. Al momento attuale è difficilissimo predire la durata delle restrizioni che frenano l'economia, ma naturalmente questa variabile influenza in modo enorme le previsioni circa il futuro trend. Ad oggi la maggior parte degli scenari di base presuppone che la ripresa inizierà tra due-quattro mesi circa.

I programmi di aiuto stabilizzano i mercati

Senza precedenti è anche la portata dei programmi di aiuto all'economia varati in tutto il mondo. Le più importanti banche centrali hanno attuato pacchetti di misure: tagli ai tassi, ampliamento dei programmi di acquisto di titoli di Stato e massicce iniezioni di liquidità nel sistema finanziario. In molti paesi, tra cui in particolare la Svizzera, sono state concesse garanzie e fidejussioni attingendo alle finanze pubbliche (gettito fiscale), in modo da agevolare un accesso rapido delle imprese al credito. Inoltre si rimpinguano i fondi per finanziare il lavoro ridotto e le assicurazioni contro la disoccupazione. In alcuni casi, ad esempio negli USA e in Italia, lo Stato versa (modeste) somme forfettarie alle economie domestiche private. Riteniamo che gli stimoli fiscali varati in tutto il mondo, dell'ordine di diverse migliaia di miliardi di dollari, ammontino a quasi il 3% della performance economica globale. Finora, malgrado

sensibili perdite sui corsi, i mercati e il sistema finanziario hanno mantenuto i nervi saldi di fronte alla crisi, grazie anche e soprattutto alla rapidità con cui governi e banche centrali hanno varato le suddette misure. Le autorità avevano infatti già a portata di mano un'intera panoplia di strumenti, introdotti durante la crisi finanziaria 2008/09 e la crisi dell'euro, e hanno messo a frutto le esperienze maturate in quell'occasione.

Malgrado la loro enorme portata, però, le misure varate finora potrebbero rivelarsi insufficienti a impedire un netto crollo dell'economia e della domanda globali. Questa crisi mette alla prova – come mai prima – la capacità della comunità internazionale di reagire adeguatamente non solo sul piano sanitario, ma anche su quello economico. Finora gli interventi messi in campo contro le conseguenze economiche dell'emergenza sono stati attuati prevalentemente dai singoli governi. In una seconda fase, il richiamo a una maggiore cooperazione internazionale, tenuto conto della portata dei problemi, potrebbe intensificarsi ed essere meglio recepito. I sostegni al fronte interno da parte delle economie forti potrebbero non bastare, se nel complesso a livello globale c'è un crollo eccessivo della domanda. Nell'UE, dalle discussioni sull'introduzione degli euro-bond sembra emergere una soluzione di compromesso in cui verrebbero stanziati a livello comunitario fondi per continuare a pagare i salari.

Ancora incerta la strategia di normalizzazione

Nella propria strategia di normalizzazione, i paesi europei dovranno attuare numerose misure collaterali prima di assumersi la responsabilità di allentare in maniera decisa l'attuale «lockdown». Tali misure dovranno agire su due fronti: da un lato proteggere i soggetti più fragili, particolarmente esposti al rischio di ammalarsi, dall'altro utilizzare sistematicamente tutti i mezzi disponibili per ridurre in modo significativo la diffusione dell'epidemia anche quando saremo tornati, almeno in parte, alla vita «normale». Gli esempi di potenziali misure da valutare attentamente nell'ambito di una strategia di normalizzazione sono molteplici; tra questi ricordiamo in particolare una maggiore disponibilità di test, la possibilità di ricostruire le catene dei contagi grazie ad appositi strumenti tecnologici, l'impiego di mascherine sui mezzi pubblici e il proseguimento del telelavoro, laddove opportuno. In Europa, in ogni modo, è difficile che si possa partire con l'attuazione di una simile strategia prima di fine aprile.

USA: epicentro della pandemia

Dopo che Donald Trump ha negato per settimane la pericolosità del coronavirus, gli USA stanno rapidamente diventando l'epicentro della pandemia. Di conseguenza, le previsioni sul PIL si fanno sempre più fosche. Tuttavia, rispetto ad altre regioni – in particolare all'Europa – le revisioni al ribasso degli economisti sono state finora perlopiù relativamente moderate, in parte a causa della minore dipendenza dell'economia americana dal commercio internazionale. Se il fatto di avere un'economia interna forte è stato spesso un vantaggio in tempi di crisi, attualmente potrebbe diventare una spada di Damocle. Nel mondo, nessuna economia nazionale dipende così tanto dai consumi privati quanto quella statunitense: ad essi, infatti, è imputabile circa il 70% della performance economica complessiva. Le misure di quarantena, delle quali si stanno definendo l'entità e la durata, paralizzano gran parte dell'economia USA. Alla luce della grande dipendenza dai consumi privati e dei rischi per il mercato del lavoro (fig. 1), molte previsioni appaiono ancora troppo ottimistiche. È del tutto realistico che il PIL statunitense calerà di oltre il 5%.

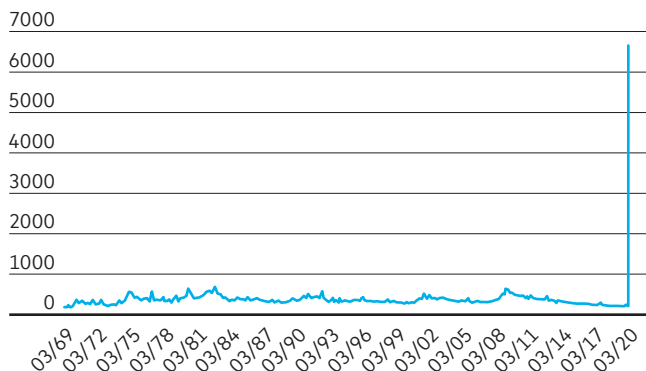
UE: recessione breve, ma violenta

Per alcuni paesi dell'Eurozona si fa già conto su un crollo della performance economica, talora di proporzioni drammatiche. Italia e Spagna, in particolare, dovrebbero essere duramente colpite, ma anche per Germania e Francia le previsioni si aggirano attorno a un -5%. Appare quindi essenziale evitare un'ondata di insolvenze e arginare l'esplosione del numero di disoccupati. A tal fine sono stati avviati programmi di spesa, di credito e di fidejussione. Finora, molti indicatori anticipatori rispecchiano solo in parte la drammaticità della situazione (fig. 2), poiché al momento dei sondaggi si poteva a stento prevedere l'effettiva portata delle misure.

Svizzera: previsione SECO troppo ottimistica

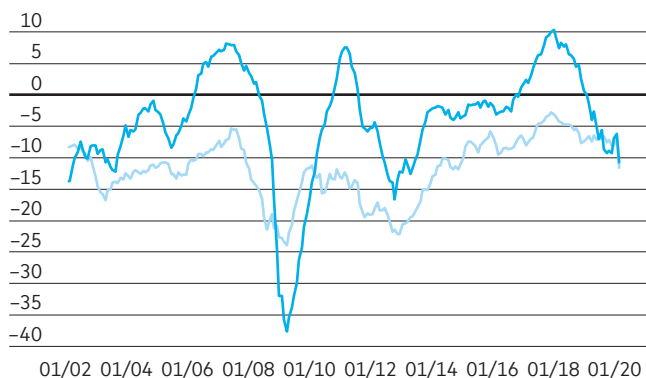
Anche la congiuntura svizzera (fig. 3) non può sottrarsi all'influsso catastrofico del coronavirus. Come in altri paesi, anche qui molti settori sono alla paralisi totale: pensiamo al turismo, al settore alberghiero e della ristorazione, ma anche ai normali negozi delle nostre città. Perfino gruppi come Coop non sono indenni da ripercussioni. Pertanto, riteniamo molto ottimistica e poco realistica la previsione di una crescita del PIL pari al -1,3% formulata il 19 marzo dalla Segreteria di Stato dell'economia (SECO).

Fig. 1: USA – Nuove richieste sussidi di disoccupazione



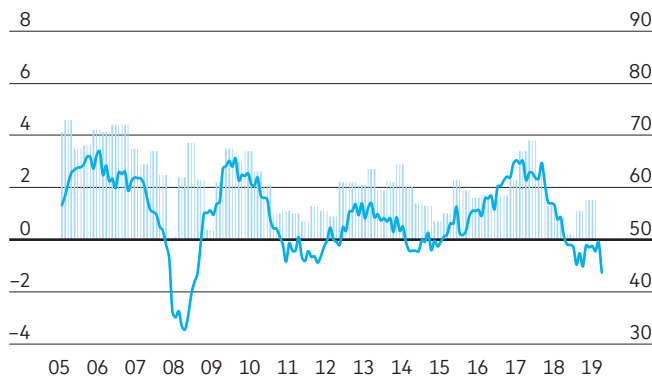
■ Nuove richieste sussidi di disoccupazione (dato settimanale, in migliaia)
Fonte: BKB, Bloomberg

Fig. 2: Eurozona – Indicatori anticipatori



■ Fiducia dell'industria
■ Fiducia dei consumatori
Fonte: BKB, Bloomberg

Fig. 3: Svizzera – Indicatore anticipatore e PIL



■ Indice PMI Industria (scala destra)
■ PIL (YoY, in %, scala sinistra)
Fonte: BKB (Bloomberg)

La Fed adotta misure drastiche

La banca centrale statunitense (Fed), in riunione speciale, ha varato un pacchetto di aiuti completo al fine di sostenere l'economia e stabilizzare il sistema finanziario. Oltre a tagliare di 100 punti base il suo principale tasso di riferimento, portandolo allo 0%–0,25% (fig. 1), l'istituto ha dato il via libera all'acquisto diretto di obbligazioni societarie sul mercato primario e secondario e all'acquisto illimitato di titoli di Stato USA e titoli garantiti da ipoteche; in più, si concederanno crediti alle imprese private. Il presidente Powell ha dichiarato che la Fed non si porrà limiti nella suddetta politica di acquisti nella misura in cui ciò sia necessario per il corretto funzionamento dei mercati e l'attuazione della politica monetaria.

La BCE amplia il quantitative easing

Per contrastare la minaccia economica sempre più grave rappresentata dalla crisi «coronavirus», la Banca centrale europea (BCE) ha disposto un ulteriore allentamento – fuori programma – della propria politica monetaria. Il piano varato dall'istituto (PEPP – Pandemic Emergency Purchase Programme) prevede acquisti netti di attivi per ulteriori 750 miliardi di euro. Al nuovo programma non si applicherà la regola vigente finora, secondo cui la BCE non poteva acquistare più di un terzo dei titoli di Stato di un paese membro. Viene a cadere anche il termine minimo di un anno per gli strumenti di debito acquistabili: la BCE potrà così acquistare anche obbligazioni con scadenza a 70 giorni.

Prospettive

Dopo il recente crollo dei corsi, i mercati obbligazionari di Europa e USA sono alla ricerca di un nuovo equilibrio. A breve, fintantoché nelle classi d'investimento rischiose non si profilerà un bottom, è possibile un'ulteriore salita dei rendimenti nei mercati obbligazionari importanti. A medio termine, le massicce misure di politica monetaria dovrebbero fungere da supporto per i mercati dei bond su entrambe le sponde dell'Atlantico. Riteniamo che su questo orizzonte temporale gli interessi negli USA e nell'Eurozona resteranno prossimi al livello odierno. Questo in virtù di un'inflazione tuttora stagnante, che a lungo termine comprime i tassi.

Mercato immobiliare svizzero

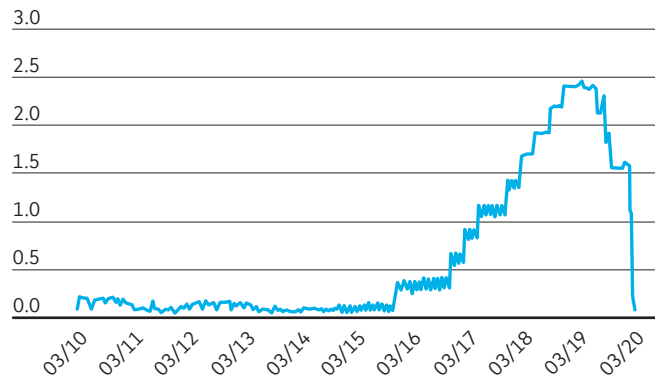
La cavalcata degli investimenti immobiliari svizzeri quotati non si è arrestata con la crisi, ma a marzo ha comunque subito una battuta d'arresto. La correzione, iniziata a febbraio, si è accentuata nel mese successivo: i fondi immobiliari hanno ceduto il 6,25%, le azioni addirittura quasi il 13,5%. Se si considera l'andamento da inizio anno, però, il comparto tiene duro, con perdite pari rispettivamente al 3,5% e al 9,5% circa. Rispetto a quanto lasciato sul terreno dai mercati azionari in generale, si tratta di un calo moderato.

L'andamento dei corsi, però, ha anche effetti positivi. L'impennata dei prezzi degli asset quotati ha determinato nell'ultimo anno aggi straordinariamente elevati, quindi una discrepanza tra valutazioni immobiliari e quotazioni di borsa. Questi squilibri di valutazione, benché non siano rientrati del tutto, sono stati però spesso ricondotti entro limiti ragionevoli.

Al momento, il rischio insito negli investimenti immobiliari risiede più nell'andamento delle pigioni che non nelle attuali oscillazioni del mercato. Se a causa della crisi si verificheranno situazioni di inadempienza più frequenti e prolungate, ciò inciderà sull'andamento reddituale e quindi sull'evoluzione del valore. Attualmente non è possibile formulare stime serie su ciò che accadrà. Se questo rischio non si concretizzerà, gli investimenti immobiliari resteranno appetibili rispetto ad altre classi di asset. La domanda è superiore all'offerta, i rendimenti distribuiti rimangono interessanti e le valutazioni si sono normalizzate.

Manteniamo la ponderazione neutra del 5% negli investimenti immobiliari indiretti.

Fig. 1: Effective Fed Funds Rate



Fonte: BKB, Bloomberg

Mercati azionari in modalità di crisi

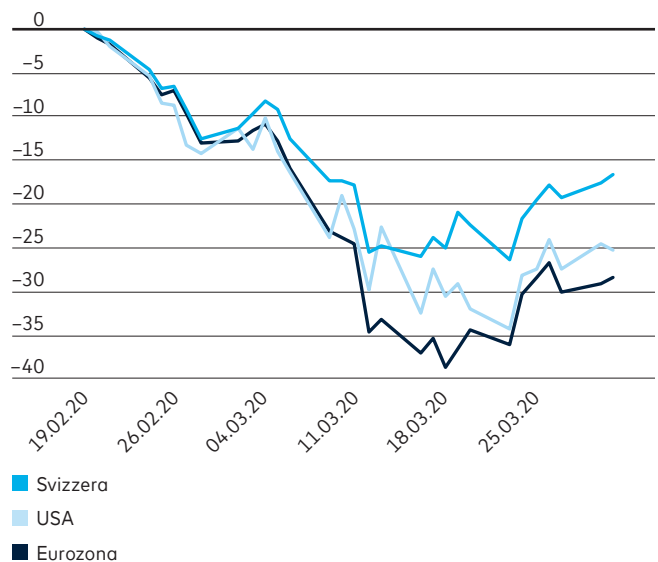
I mercati azionari hanno reagito con notevoli perdite sui corsi alle drastiche misure introdotte in tutto il mondo per contenere la pandemia da coronavirus. Nel corso del mese, l'incertezza sulla durata delle restrizioni e sull'entità dei danni all'economia ha determinato sul mercato svizzero un crollo della performance pari al 26,3% rispetto all'ultimo massimo del 19 febbraio, mentre il mercato europeo ha lasciato sul terreno fino al 38,6% in CHF e quello americano fino al 34,4%. Verso fine mese, le misure di politica monetaria e fiscale varate nell'ambito dei massicci pacchetti di aiuti sono riuscite a mitigare le perdite (fig. 1). A soffrire particolarmente sono state le azioni del settore finanziario, a fronte degli interessi in calo e del rischio di inadempimenti legate ai crediti. Hanno registrato perdite superiori alla media anche i titoli industriali e quelli relativi ai beni di consumo ciclici, ad esempio il settore turistico e automotive. Per contro, si sono mostrate relativamente più stabili in tutto il mondo le azioni del settore sanitario e quelle relative ai beni di consumo non ciclici, nonché i titoli IT e delle telecomunicazioni.

Strategia d'investimento

Abbiamo approfittato dei ribassi dei corsi del mese di marzo per calibrare progressivamente la nostra quota azionaria mediante acquisti supplementari, sfruttando la liquidità proveniente dalle sottoponderazioni operate a inizio anno e a febbraio. A fine mese, la quota azionaria detenuta nell'ambito dei mandati di gestione patrimoniale era inferiore di circa l'1% a quella prevista a livello strategico. Consigliamo di mantenere le posizioni azionarie: agire spinti dal panico è una pessima decisione. I consistenti programmi di aiuti dovrebbero contribuire ad attenuare le conseguenze negative per le imprese. Anche in occasione dei crolli di borsa del passato, ancora più catastrofici, la scelta di tenere duro ha ripagato nel medio e lungo termine (fig. 2).

Fig. 1: Andamento dei mercati azionari regionali dal 19.2.2020, in %

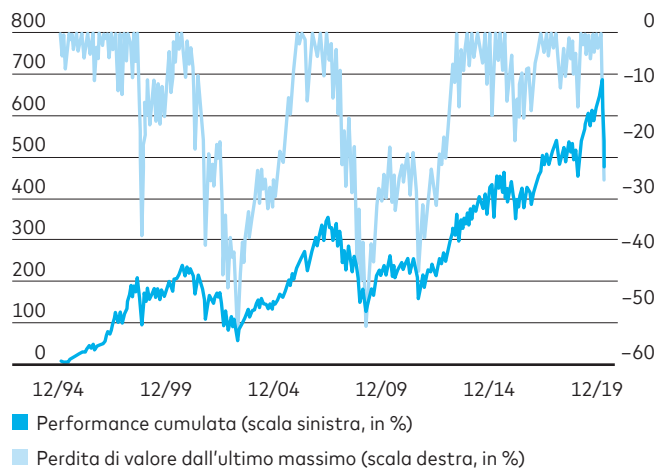
Net Total Return in CHF



Fonte: BKB, Bloomberg (MSCI)

Fig. 2: Performance di lungo termine e perdite di valore temporanee sul mercato azionario svizzero

Swiss Performance Index, dal 31.12.1994



Fonte: BKB, Bloomberg

© Banca Cler. Senza impegno. I nostri suggerimenti si fondano su dati di dominio pubblico che riteniamo affidabili, ma per i quali non ci assumiamo alcuna responsabilità. Non possiamo neppure garantirne la completezza e l'esattezza. La Banca Cler si riserva il diritto di modificare senza preavviso e in qualsiasi momento le opinioni qui riportate. Lo scenario d'investimento presentato in questa pubblicazione potrebbe non essere confacente alle esigenze di determinati investitori, in relazione ai loro obiettivi d'investimento, all'orizzonte temporale oppure al contesto globale della posizione finanziaria. Sugeriamo agli investitori di richiedere la consulenza di un esperto presso la propria banca prima di prendere qualsiasi decisione in merito agli investimenti. Questa pubblicazione è stata prodotta in collaborazione con la BKB.