



2020

Politica d'investimento Q2/2020

Edizione in italiano

Un vortice di incertezze fra panico e razionalità

Politica d'investimento

La pandemia del coronavirus Covid-19 ha mutato in modo drastico gli scenari sia finanziari che economici determinando soprattutto brusche correzioni dei valori azionari, e non solo, nonché imponendo interventi massicci di natura monetaria e fiscale. Fare previsioni è arduo, ma questi interventi potrebbero tuttavia non essere sufficienti a proteggere il sistema da un rischio di recessione ormai inevitabile, determinando un deterioramento progressivo delle condizioni finanziarie con conseguenti situazioni di illiquidità ed insolvenza da parte degli emittenti più vulnerabili. D'altro canto, come in ogni situazione di mercato particolarmente critica, vanno evitate le scelte sull'onda del panico e dell'emozionalità. Anzi, un'analisi accurata dell'andamento delle diverse classi d'investimento nelle fasi di turbolenza può condurre ad opportunità di medio-lungo periodo. La storia finanziaria indica come crisi profonde e repentine siano poi state seguite da rally altrettanto importanti e talvolta rapidi. A noi saperli cogliere.

Outlook

Al momento è prevedibile una lunga fase di incertezza legata alla dinamica epidemiologica del virus ed ai suoi impatti su bilanci pubblici, istituzioni finanziarie ed aziende. Lo shock di offerta iniziale nato dal polo cinese si è evoluto in shock da domanda e turbolenza finanziaria. L'elevato livello di indebitamento, o leverage, presente nell'ambito finanziario, immobiliare, privato, potrebbe in parte vanificare le riduzioni di tassi d'interesse da parte delle banche centrali in quanto, al di là di questi termini di riferimento, il premio di rischio è destinato a crescere per il timore di default ed illiquidità, almeno a breve termine. Pesano anche le cadute dei consumi privati ed il tutto può generare una spirale deflazionistica ma, in una fase successiva, si potrebbe invece assistere ad uno scenario nuovo: ripensamento delle scelte globalizzate, eventuale monetizzazione del debito, nazionalizzazioni diffuse e politiche assistenzialistiche ancora più marcate, soprattutto in certi Paesi europei, con possibilità dunque di riaccendere l'inflazione a più lungo termine, favorendo i debitori pubblici e privati ma penalizzando ancora una volta i risparmiatori.

Macro

Le difficoltà che la pandemia può creare nelle catene di approvvigionamento per le aziende, sempre più dipendenti dalla Cina, i limiti nella circolazione di beni e persone, la minore domanda e la maggiori spese a carico di istituzioni pubbliche e private, peseranno sulla crescita di molti Paesi ed imporranno, interventi massicci di natura monetaria e fiscale con programmi di

interventi pubblici e misure straordinarie. Sarà inoltre determinante il ristabilimento rapido delle filiere produttive. L'Amministrazione Trump ha avviato un ampio programma di defiscalizzazione ed altre misure di sostegno straordinarie – con misure specifiche per i settori più colpiti - per un pacchetto di oltre \$ 2'000 miliardi. Alla vigilia della turbolenza, i dati economici USA apparivano comunque positivi, tanto più in confronto alle omologhe statistiche europee. Altre ampie misure di sostegno sono venute dal Governo Cinese, la cui economia mostrava peraltro segni di rallentamento già alla vigilia dell'esplosione del virus. In Italia, le rigide misure adottate e la manovra di € 25 miliardi (con pari ammontare per una seconda misura), possono portare ad una situazione particolarmente difficile per i conti pubblici, anche se la Commissione europea è pronta a cedere sui vincoli di bilancio date le circostanze. In Germania, il governo ha messo a disposizione liquidità per un minimo di € 550 miliardi e senza un tetto massimo, dichiarandosi pronto a preparare altri fondi. La Francia, da parte sua, spenderà inizialmente € 45 miliardi (potranno arrivare fino a € 300 miliardi) per aiutare le piccole imprese ed i dipendenti. In Gran Bretagna, dove Johnson inizialmente aveva deciso per un approccio contrario al lockdown, infine ha cambiato rotta e stanziato stimoli per £ 330 miliardi. La Spagna, invece, ha annunciato un piano di stimoli da € 200 miliardi. Per la Svizzera, nonostante i suoi fondamentali relativamente solidi, si prospetta un calo della domanda interna e dell'export, tanto più in caso di apprezzamento ulteriore del franco. Ricordiamo al riguardo che l'interventismo della Confederazione, oltre ad aver seguito la politica di rigidità iniziata in Ticino in merito alla pandemia, ha dedicato CHF 10 miliardi per affrontare l'emergenza. In ultimo, il G-20 inietterà \$ 5'000 miliardi per fronteggiare l'emergenza, così come il FMI che ha stanziato \$ 1'000 miliardi.

Reddito fisso

Mentre i rendimenti dei titoli governativi hanno toccato i minimi storici assoluti per poi rimbalzare, non sono mancati interventi straordinari a sostegno dei mercati finanziari. La Federal Reserve statunitense si è dimostrata ancora una volta particolarmente reattiva, intervenendo con due tagli dei tassi d'interesse a breve termine portandolo a zero, iniettando \$ 1,5 trilioni nel sistema e lanciando un nuovo quantitativo easing (QE) da \$ 700 miliardi. Le altre banche centrali si sono mosse nella stessa direzione, anche se con interventi di volumi meno sostanziali: la Banca d'Inghilterra ha ridotto il suo tasso di 65 pb portandolo a 0,1 pb e ha lanciato un nuovo QE; la Banca del Giappone fornirà ampia liquidità ai mercati raddoppiando gli acquisti di ETF azionari. La Banca centrale europea (BCE) dopo un primo programma di QE a € 120 miliardi che ha pesantemente deluso i mercati, si è decisa ad intervenire con un piano straordinario lasciando invariato il

tasso di riferimento. La BCE ha lanciato un nuovo programma di acquisto denominato PEPP -Pandemic Emergency Purchase Programme- per un valore di almeno € 750 miliardi, durata almeno fino la fine dell'anno ed includerà anche i Commercial Papers ed il debito Greco. Per le scelte di allocazione in campo obbligazionario corporate la parola d'obbligo è cautela, in quanto lo stress finanziario a cui vengono sottoposte le aziende porterà inevitabilmente ad un incremento dei default, soprattutto nei settori più fragili quali trasporti, OIL e automotive non IG. L'allargamento drammatico degli spread rappresenta comunque un'opportunità per investire su emittenti solidi considerati i possibili rischi di illiquidità. Le emissioni dei mercati emergenti, che offrono tassi di rendimento elevati, potrebbero beneficiare di una crescita più stabile grazie a un dollaro debole e politiche extra-accomodanti da parte delle banche centrali, anche se nel breve le rispettive divise sono in fase di indebolimento. A risultare interessanti sono soprattutto quelli dell'area asiatica che hanno dimostrato una buona capacità di resistenza anche grazie alla risposta cinese alla pandemia. Altrettanto interessante appare il settore delle emissioni high-yield, ma va considerata la loro correlazione con i valori azionari di riferimento e un mercato che risulta gravemente poco liquido nei giorni di stress. Oltre alla diversificazione, va usata cautela fino a quando il mercato equity non mostri una qualche forma di stabilizzazione.

Mercati azionari

La "tempesta perfetta" si è abbattuta su di un rally che dopo 11 anni pressoché ininterrotti, era comunque alla ricerca di sostegni, soprattutto a Wall Street, dopo la fase di ampia liquidità, i diffusi buy-back societari e le agevolazioni fiscali societarie. Tuttavia le correzioni osservate in alcune sedute appaiono eccessive oltre che indiscriminate, soprattutto a causa dei programmi computerizzati e degli algoritmi "impazziti", e sarà determinante trovare la giusta soglia di valutazione "extra-emozionale", pur mettendo in conto un calo prospettico degli utili in molti settori. Quanto avvenuto, pur con tutte le cautele che lo scenario impone, conferma ancora il nostro gradimento di massima, all'interno di un portafoglio, per la componente azionaria, seppur con un approccio prudente e con la riduzione dei settori più esposti al rischio, come quelli del lusso, delle materie prime, linee aeree, turismo. A livello di diversificazione geografica, seppur i mercati azionari europei, così come quello nipponico, appaiono teoricamente più interessanti in termini di valorizzazione, preferiamo ancora la maggior sicurezza dei listini USA, anzitutto per la maggior liquidità. In Svizzera, dopo le correzioni, il settore farmaceutico risulta interessante. I mercati emergenti e la stessa Cina, seppur promettenti, dovranno fare i conti con l'impatto della pandemia. Fra i settori le nostre preferenze vanno a quelli legati alla dinamica demografica, ai temi dell'acqua, della cybersicurezza e a quanto

legato al mondo delle batterie di nuova generazione.

Investimenti alternativi

Il nuovo scenario ha avuto un impatto pesante su gran parte delle materie prime, il cui destinatario principale è la Cina. Se a soffrire sono stati i metalli industriali, un calo ancora più drammatico è stato quello del greggio, a causa della rottura degli accordi in seno alla OPEC+. In particolare il rifiuto della Russia ad accettare i tagli supplementari produzione proposti dall'Arabia Saudita, ha determinato un rapido e pesante crollo delle quotazioni del greggio a causa della prevista minore domanda e della maggiore offerta. La decisione di Mosca deriva da una condizione finanziaria che si è andata rafforzando negli ultimi anni, in termini di debito e di riserve, e da un prezzo di "break even" intorno ai \$ 40 al barile, rispetto agli 80-90 necessari a finanziare i progetti di riforma e diversificazione dell'Arabia Saudita. Ma la nuova "guerra dei prezzi" penalizza soprattutto l'industria dello shale oil USA, con un "break even point" intorno ai \$ 50, in cui i costi sono maggiori, la produttività dei pozzi inferiore e la situazione finanziaria di molte società pesante. Successivamente, con l'intervento di Trump, la situazione si è distesa con la Russia e l'Arabia Saudita che dovrebbero accordarsi per un taglio di 10-15 milioni di barili giornalieri. A questo punto, i tassi a zero e negativi, unitamente a tensioni ed incertezze, favoriscono ancora l'oro quale bene rifugio. In realtà, aveva già imboccato un trend positivo a causa delle incertezze economiche e geopolitiche, dei massicci acquisti effettuati da alcune banche centrali e dell'accresciuta volatilità dei listini azionari. E' pur vero che con l'emergere della pandemia e con il crollo dei mercati, l'oro è stato sotto pressione per la scelta di molti gestori di venderlo per coprire le forti perdite sofferte su altre porzioni di portafoglio. A medio-lungo termine può beneficiare, oltre che dell'attuale fase critica, sia di evoluzioni deflative estreme, che inflattive degli scenari. Fra i prodotti alternativi risultano interessanti quelli che sfruttano l'accresciuta volatilità dei mercati.

Mercato valutario

La riduzione del differenziale fra i rendimenti di dollaro ed euro può giocare a sfavore del biglietto verde, almeno momentaneamente, viste anche le pressioni politiche sfavorevoli. Tuttavia saranno le evoluzioni economiche e dei mercati a definire i trend, che potrebbero alla lunga penalizzare la valuta comune europea. A rafforzarsi ulteriormente potrebbero essere il franco svizzero e lo yen giapponese, che conferma per il momento il ruolo di "valuta rifugio". Alcune monete dei mercati emergenti offrono rendimenti interessanti, ma il rischio monetario andrebbe adeguatamente protetto per evitare quelle perdite in conto capitale di cui la storia finanziaria è costellata e che i momenti di turbolenza finanziaria accentuano.

Disclaimer

Tutte le informazioni contenute nel presente documento si basano su dati ottenuti da fonti considerate attendibili. Axion SWISS Bank esclude comunque qualsiasi responsabilità per eventuali errori, omissioni o imprecisioni degli stessi. L'analisi e le valutazioni espresse al momento della pubblicazione del presente documento possono essere modificate in ogni momento senza obbligo di preavviso. Il documento è stato predisposto a scopi puramente informativi e non deve essere considerato o interpretato come un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualunque valore mobiliare menzionato nel rapporto. Axion SWISS Bank esclude inoltre ogni genere di responsabilità per eventuali spese, perdite o danni in relazione con l'uso del presente documento o di qualsiasi parte di esso. È proibita ogni riproduzione o trasmissione a terzi senza la preventiva autorizzazione di Axion SWISS Bank.

Axion SWISS Bank SA
Viale S. Franscini 22
CH 6901 Lugano
Svizzera

Tel: +41(0)91 910 95 10
Fax: +41(0)91 910 95 14
Web: www.axionbank.ch
Email: mail@axionbank.ch