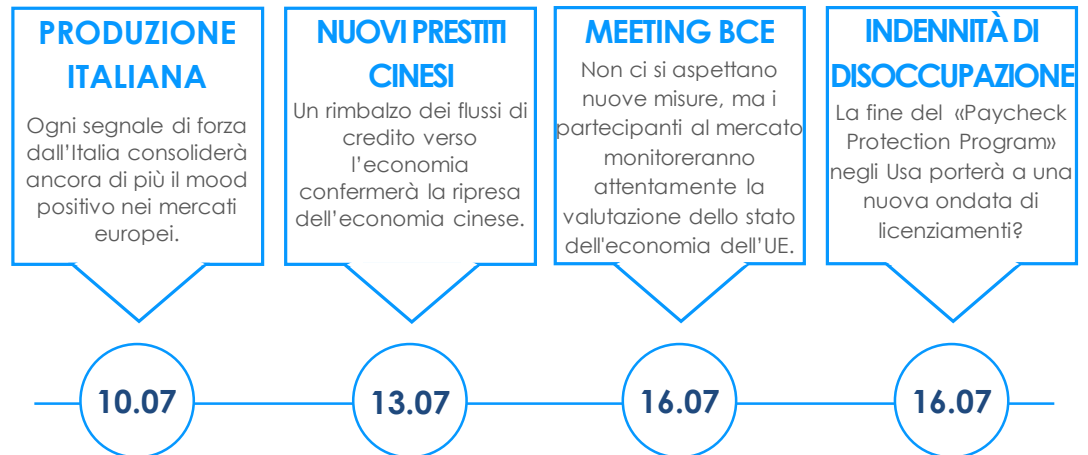


Eventi Principali

Azimut Global Network

- * **Milan**
- * Abu Dhabi
- * Cairo
- * Dubai
- * Dublin
- * Hong Kong
- * Istanbul
- * Lugano
- * Luxembourg
- * Mexico City
- * Miami
- * Monaco
- * Santiago
- * São Paulo
- * Shanghai
- * Singapore
- * Sydney
- * Taipei



Le peculiarità di una recessione strana

Il tipo di recessione indotta dal Covid-19 è molto inusuale, non solo per il modo in cui è cominciata (un caso molto raro di shock della domanda di offerta), ma anche per gli interventi dei legislatori.

In una normale recessione, i consumi iniziano a ridursi per una ragione qualsiasi e di conseguenza le imprese adattano progressivamente al ribasso la produzione e l'occupazione fino a raggiungere un nuovo equilibrio tra domanda e offerta.

In uno shock della domanda di offerta, spesa e produzione calano improvvisamente di pari passo. Dopo lo shock iniziale, l'economia si deve adattare al nuovo livello inferiore di attività, riducendo ulteriormente il PIL.

Va ricordato che il PIL può essere calcolato sia come la somma delle spese, che come la somma delle entrate, che come la somma del valore aggiunto.

Nel primo caso $PIL = C + G + I + NX$, dove C sono i consumi privati, G i consumi pubblici, I gli investimenti (inclusi gli inventari) e NX le esportazioni nette.

Nel secondo caso, $PIL = \pi + W + rK$, dove π sono i profitti aziendali, W i salari e rK i ritorni sul capitale.

Nell'ultimo caso, $PIL = (\text{il valore finale di tutti i beni e servizi}) - (\text{i costi intermedi})$.

In uno shock della domanda di offerta come quello indotto dal Covid-19, il PIL è allo stesso tempo impattato negativamente da: **domanda più bassa** (C, nel primo caso in quanto le persone sono a casa e non consumano), **offerta più bassa** («valore finale di tutti i beni e servizi» nel terzo caso in quanto la produzione era interrotta) e **guadagni più bassi** (π e W nel secondo caso).

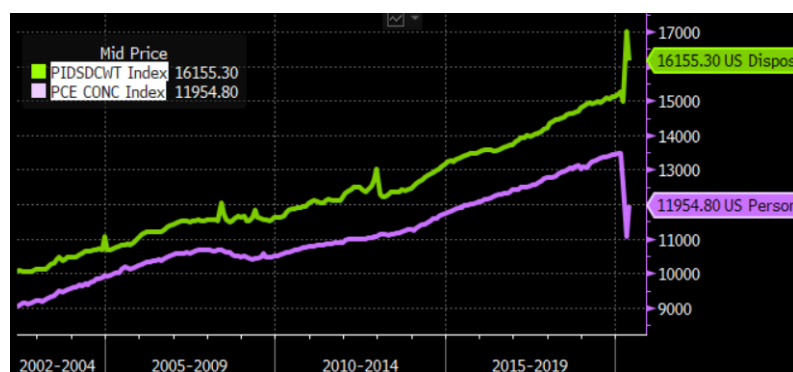
Al contrario di una normale recessione dove la contrazione del PIL è un processo ordinato e in qualche modo lineare/prevedibile, **in uno shock della domanda di offerta il PIL ha un primo calo dovuto alla causa imprevedibile dello shock e un secondo dopo che lo shock della domanda di offerta si attenua**. L'economia ha bisogno di adattarsi uniformemente al ribasso a causa delle perdite di guadagno di coloro che hanno perso il lavoro e dei bassi livelli di profitto dovuti al fallimento di alcune società. In un secondo momento la perdita di guadagno si ripercuote sull'economia, riducendo così la domanda complessiva e creando ulteriormente un circolo vizioso.

Le peculiarità di una recessione strana (continua)

In uno shock della domanda di offerta, dopo l'impatto iniziale è molto difficile prevedere la magnitudine del «secondo giro di effetti», per esempio quanto severo e persistente sarà la perdita di ricchezza e il conseguente calo nei consumi. Il rischio è di sovrastimare la velocità e l'ampiezza del recupero e sottostimare il secondo giro di effetti. La storia mostra che le previsioni dei governi e delle organizzazioni internazionali non sono sempre state accurate quando si tratta di prevedere in particolare le recessioni.

Per complicare ulteriormente le cose **la quantità impressionante di stimoli monetari e fiscali ha alterato il normale corso degli avvenimenti**. Focalizzandosi solo sugli stimoli fiscali e il loro impatto sul PIL, i pacchetti di supporto hanno impattato positivamente il fattore «G» nel calcolo del PIL che comprende le spese (ovvero aumento della spesa in deficit), il fattore «W» nel calcolo che comprende i guadagni (sussidio di disoccupazione) e il valore aggiunto in quanto i governi si sono assunti le spese di alcune imprese (soprattutto, ma non solo, quelli relativi al personale) o hanno fornite alcune sovvenzioni.

Per dare un'idea di quanto potenti (e distorsivi) siano stati gli stimoli, il seguente grafico mette a confronto il reddito a disposizione degli Stati Uniti (linea verde) e la spesa personale (linea viola). La differenza tra i due rappresenta il guadagno personale.



Mentre di solito le due linee tendono a muoversi in sincrono, di recente si è verificato un forte calo nei consumi e un notevole aumento del guadagno personale. Il primo è completamente capibile, ma il secondo è giustificabile solo dalle sovvenzioni e dai sussidi di disoccupazione che i governi hanno fornito, altrimenti le persone licenziate o messe in aspettativa avrebbero percepito un reddito notevolmente inferiore o nullo.

Fonte: Bloomberg

Nell'ambito del Cares Act (Coronavirus Aid, Relief and Economic Security), il pacchetto di stimoli da 2.000mld di dollari americani approvati dal governo degli Stati Uniti alla fine di marzo, **sono due i piani che stanno provocando questo comportamento anomalo di cui sopra**: il Pandemic Additional Compensation (PAC) e il Paycheck Protection Program (PPP).

Il primo prevede il pagamento di 600\$ a settimana (circa 2.500\$ al mese) per chiunque sia iscritto all'assistenza pubblica per la disoccupazione (dovrebbe scadere il 25 luglio pv). Questo pagamento straordinario è indipendente dallo stipendio percepito dal lavoratore ed è corrisposto in aggiunta all'indennità di disoccupazione standard. Va ricordato che in America il salario minimo è di 7,50\$ all'ora, che corrisponde a meno di 1.500\$ al mese. Questo significa che **molte persone che sono state messe in aspettativa a causa della pandemia hanno ricevuto un reddito maggiore** (anche il doppio considerando i benefit standard ed eccezionali) **per stare a casa a far nulla** invece che andare al lavoro. Di conseguenza, la situazione di molti cittadini appartenenti alle fasce di reddito più basse è migliorata dopo la pandemia. Considerando che la propensione al consumo delle famiglie a basso reddito è più alta, ci si può aspettare che **temporaneamente il consumo potrebbe aumentare a seguito del picco del tasso di disoccupazione**. La vera domanda è come reagiranno (adattando le loro spese) una volta che le misure di stimolo finiranno.

Il Paycheck Protection Program (PPP) è un programma che fornisce prestiti a piccole e medie imprese. Questi prestiti possono essere usati per gli stipendi, l'affitto o gli interessi del mutuo. I prestiti saranno sanati e non dovranno essere restituiti se tutti i dipendenti sono stati tenuti sul libro paga per almeno otto settimane. Dopo le otto settimane non c'è più l'obbligo di tenere i dipendenti. Il programma è terminato alla fine di giugno.

I dati sui salari non agricoli sono pubblicati nella prima settimana di ogni mese, ma si riferiscono alla situazione di primi dieci giorni del mese precedente. Questo significa **che la prima pubblicazione che terrà conto del numero di persone licenziate secondo le regole spiegate del PPP si avrà ad inizio settembre**.

Le peculiarità di una recessione strana (continua)

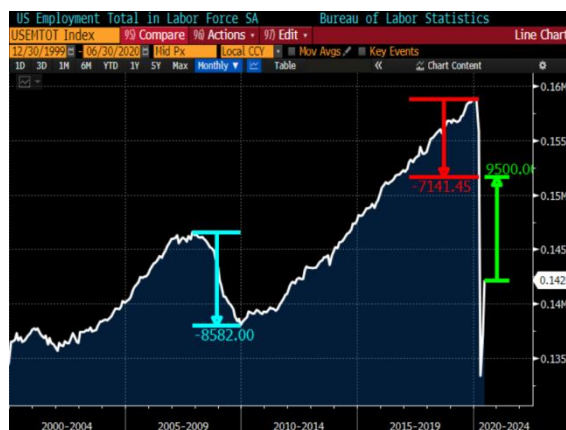
Quindi, anche se i dati sui salari non agricoli pubblicati settimana scorsa hanno visto battere le aspettative di nuovo consecutivamente (4,8mld vs 3,2mld), non bisognerebbe emozionarsi troppo.

Nel grafico in basso a sinistra, il numero di persone temporaneamente licenziate (che include anche quella che aspetto no di essere riassunte se l'economia americana riparte) è sceso dai 18mln di due mesi fa a 10,6mln. La media a lungo termine di questa misura (la linea rossa orizzontale) è circa 1,1mln, ciò significa che **ci sono 9,5mln di persone che probabilmente non stanno lavorando a causa del coronavirus**. Nel grafico in basso a destra si trova il numero di persone che sono attualmente assunte, 142mln. Se assumiamo che i 9,5mln di persone temporaneamente disoccupate saranno reintegrate appena l'economia americana riaprirà, allora il numero di persone assunte sale circa a 152,5mln.

Quindi, nello scenario migliore, **l'economia americana sosterrà una perdita permanente di 7,1mln di lavori**, quasi lo stesso calo (-8,6mln) registrata durante la grande crisi finanziaria del 2008-2009. Anzi, considerando che sono previsti più licenziamenti alla scadenza del PPP, l'impatto sul mercato del lavoro potrebbe essere persino maggiore rispetto al 2008.



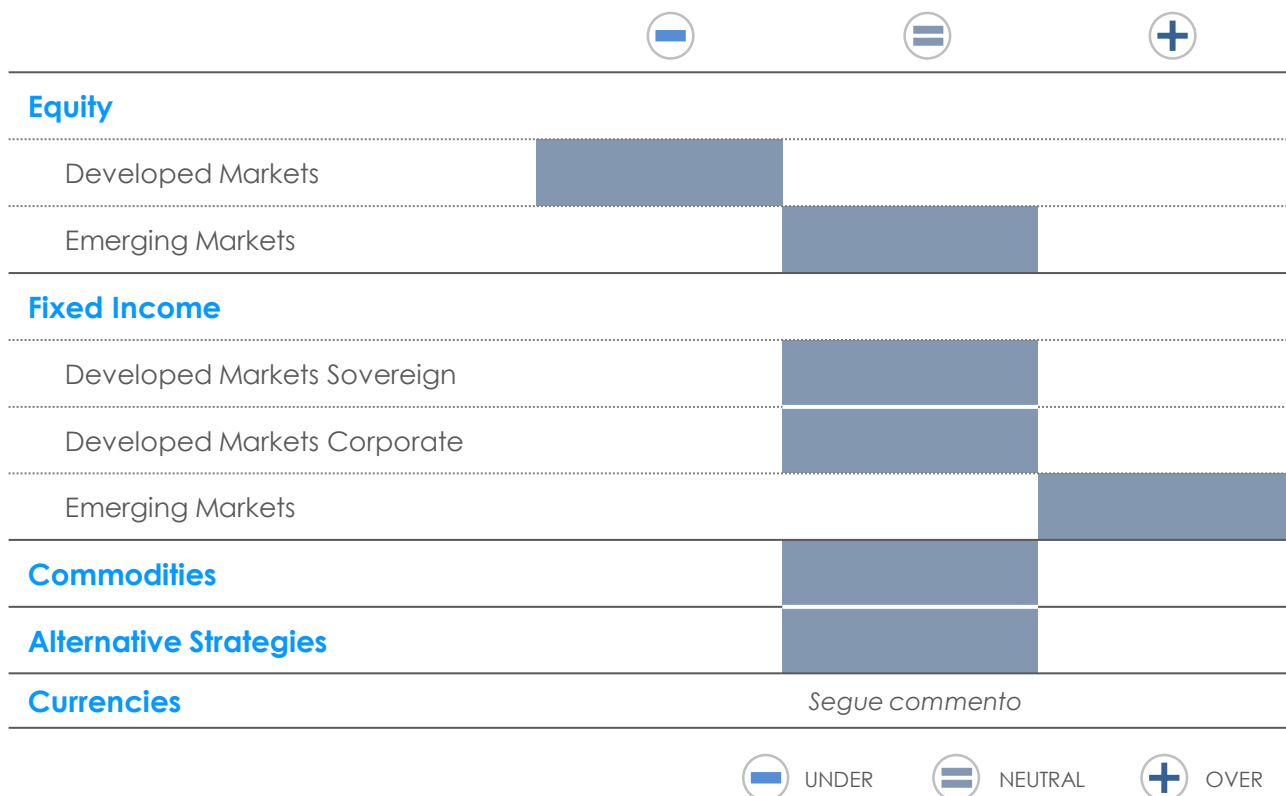
Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

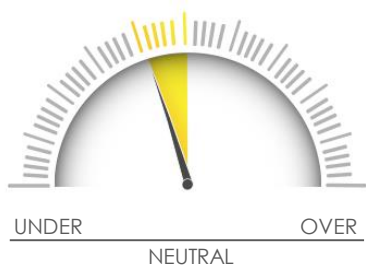
Per concludere: si è dell'idea che **nei prossimi due o tre mesi i guadagni personali potrebbero essere soggetti ad un doppio colpo di scena riguardante i due programmi federali (PAC e PPP), con conseguente riduzione di consumi, PIL e profitti**. I dati buoni degli ultimi mesi potrebbero essere stati il canto delle sirene che forse era meglio non ascoltare, in quanto il risveglio potrebbe essere brusco.

Asset Allocation View



Equity

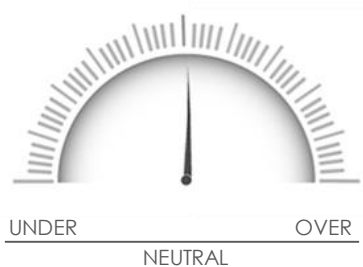
Developed Markets



È stata leggermente ridotta la raccomandazione a sottopeso alla luce della serie di dati macro superiori alle aspettative. Anche se i dati positivi potrebbero capovolgersi nel medio termine, nel breve potrebbero ulteriormente sostenere i mercati azionari. In termini di mercati, si è ridotta la raccomandazione al mercato azionario americano, in quanto il paese sta affrontando una seconda ondata di contagi e c'è paura di un possibile aumento delle imposte sul reddito da capitale qualora Biden vicesse le elezioni (sta diventando lo scenario più probabile). Tra i mercati sviluppati si ribadisce unanimemente la positività sull'Europa.



Emerging Markets

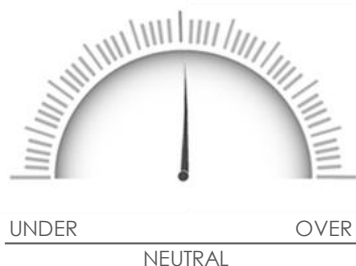


È stata aumentata a neutrale la raccomandazione a questa asset class con una forte preferenza verso le regioni asiatiche ex-Giappone e la Cina in particolare. Il principale catalizzatore è il recente picco nei sondaggi di Joe Biden. Se eletto, dovrebbe arrestare, e forse anche invertire, la politica di Trump contro la Cina. Ciò potrebbe portare ad una veloce ripresa delle azioni cinesi, che sono state bruscamente svendute negli ultimi anni. Le valutazioni delle azioni cinesi sono attualmente la metà dei mercati statunitensi e le società tecnologiche scambiano a multipli molto più ragionevoli. Invariata la view sulle altre regioni.



Fixed Income

Developed Markets Sovereign



Si mantiene una view neutrale. La FED sta apparentemente controllando la curva dei rendimenti, anche se non ufficialmente, in quanto i tassi a lungo termine sono in un range molto stretto da diverse settimane. In generale, si conferma l'idea che i QE messi in atto dalle maggiori banche centrali dovrebbero mantenere i tassi vicini ai livelli attuali in tutti i mercati. C'è poco valore da trovare in questa fase, ma ciò non implica che vi sia un rischio al ribasso, almeno a breve termine.

EU Core



EU Periphery



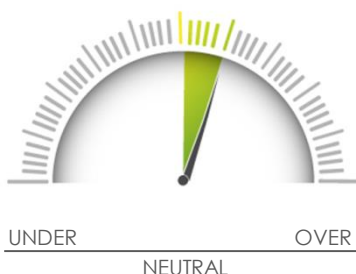
US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



Si mantiene una view di leggero sovrappeso. Sfortunatamente, come in molte asset class, i livelli raggiunti non sono più particolarmente attrattivi. Ciononostante, a causa dei vari QE, gli investment grade corporate sono protetti come quelli sovrani, ma offrono rendimenti leggermente più alti. Nel fixed income, gli investment grade sembrano essere i titoli migliori in termini di rischio/rendimento. Si rafforza la view di sottopeso sugli high yields americani ed europei in quanto i loro spread sono troppo contratti e ci si aspetta un aumento del tasso di default.

IG Europe



IG US



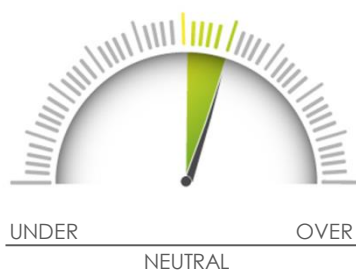
HY Europe



HY US



Emerging Markets



Si mantiene la raccomandazione di leggero sovrappeso in quanto questi bond non hanno beneficiato dello stesso recupero degli altri segmenti del mercato del credito. Questi bond sono rimasti indietro a causa delle banche centrali locali che non hanno avviato QE, quindi gli investitori sono stati cauti negli acquisti. Considerando i bassi livelli di risk-free, la compressione degli spread nei corporate dei mercati sviluppati e il rimbalzo delle commodity, c'è spazio per un recupero dei bond emergenti. Tra questi si preferiscono i local currency bond.

Local Currency



Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



La view è neutrale con una leggera tendenza positiva. Si continuano a preferire i metalli preziosi, non solo per il contesto di bassi rendimenti, ma anche come copertura contro turbolenze inaspettate. A causa della possibilità che l'Euro possa continuare ad essere forte nel breve termine, per gli investitori europei i metalli preziosi potrebbero rappresentare soluzioni meno attraenti in quanto la forza dell'euro potrebbe intaccare le performance.

Precious



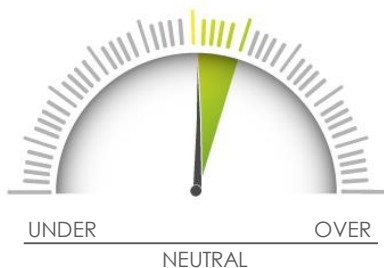
Energy



Industrial



Alternative Strategies



Si mantiene la raccomandazione a neutrale sulle strategie alternative liquide, a causa della riduzione dei rendimenti attesi su altre asset class. Ciò implica che altre asset class hanno ora un rischio al ribasso più elevato e potrebbero essere vulnerabili anche alla volatilità.

Pertanto le strategie alternative/decorrelate sono più interessanti su base relativa.

Low Volatility



Medium Volatility



High Volatility



Currencies

Euro: si mantiene la view leggermente positiva in quanto ci sono stati sviluppi positivi come i progressi fatti con il Recovery Fund e una migliore gestione della crisi del coronavirus. L'Europa è stata la principale posizione di sottopeso nei portafogli degli investitori, pertanto vi è spazio affinché l'euro rimanga forte nel breve e medio termine, grazie ai flussi di acquisti.

Dollaro americano: view leggermente negativa a causa delle aspettative di forza dell'Euro, l'aumento di nuovi casi dopo la riapertura e il crescente consenso per Joe Biden ai polls, in quanto ci si aspetta che verranno implementate politiche meno «market friendly» rispetto a quelle di Trump.

Yen giapponese: view leggermente negativa. Non ci sono catalizzatori positivi in vista.

Valute emergenti: view costruttiva. La maggior parte delle valute emergenti sembra essere sottovalutata e i rendimenti offerti sono sempre più interessanti visto il repentino calo dei rendimenti a scadenza nei mercati sviluppati.

Euro



USD



Yen



Emerging



Il presente documento è stato redatto da Azimut sotto la propria esclusiva responsabilità ed è destinato esclusivamente alla rete di consulenti finanziari a scopo informativo.

Ne è quindi vietata la consegna in ogni sua forma (copia fotostatica, email ecc.) a soggetti terzi. Azimut, pertanto, non potrà essere ritenuta responsabile per danni derivanti dall'utilizzo, da parte di terzi cui il presente documento dovesse essere messo a disposizione, dei dati, delle informazioni e delle opinioni contenuti nel presente documento o di danni comunque asseriti come ad essi connessi.

I dati, le informazioni e le opinioni contenuti non costituiscono e, in nessun caso, possono essere interpretati come un'offerta né un invito né una raccomandazione a effettuare investimenti o disinvestimenti né una sollecitazione all'acquisto, alla vendita, alla sottoscrizione di strumenti finanziari né attività di consulenza finanziaria, legale, fiscale o ricerca in materia di investimenti né come invito o a farne qualsiasi altro utilizzo. Nella redazione del presente documento non sono stati presi in considerazione obiettivi personali di investimento, situazioni e bisogni finanziari di qualsivoglia potenziale destinatario del documento stesso.

E' necessario che l'investitore concluda un'operazione solo dopo averne compreso la natura e il grado di esposizione ai rischi che esso comporta tramite un'attenta lettura della documentazione di offerta alla quale si rimanda. Per valutare le soluzioni più adatte alle proprie esigenze personali, si consiglia di rivolgersi al proprio consulente finanziario.

Si precisa che le informazioni contenute nel presente documento possono provenire, in tutto o in parte, da fonti terze e conseguentemente Azimut è sollevata da ogni responsabilità per eventuali inesattezze nel contenuto di tali informazioni.

Il documento è di proprietà di Azimut, la quale si riserva il diritto di apportare ogni modifica del contenuto del documento in ogni momento senza preavviso, senza, tuttavia, assumere obblighi o garanzie di aggiornamento e/o rettifica. I destinatari del presente messaggio si assumono piena ed assoluta responsabilità per l'utilizzo dei dati, le informazioni e le opinioni contenuti nonché per le scelte di investimento eventualmente effettuate sulla base dello stesso in quanto l'eventuale utilizzo come supporto di scelte di operazioni di investimento non è consentito ed è a completo rischio dell'utente.