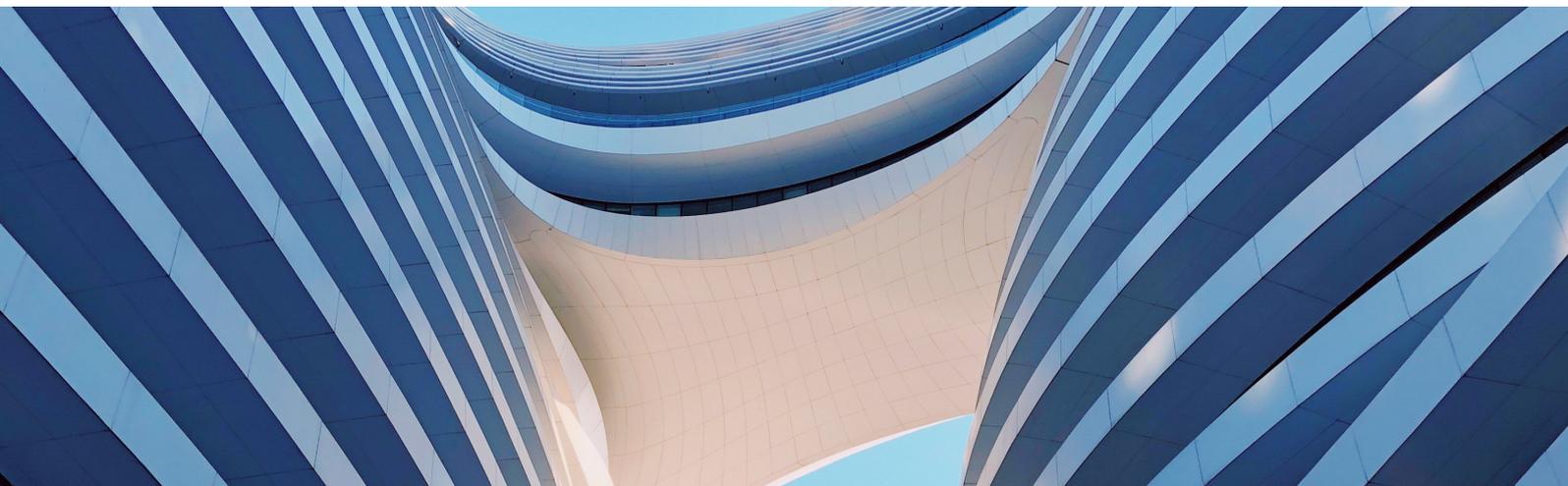


MERCATI E CORONAVIRUS

L'approfondimento a cura dell'Investment Team di Quaestio Capital sugli impatti della pandemia di Coronavirus nei mercati finanziari.



Banche Centrali: stimoli fiscali e monetari senza precedenti

Le Banche Centrali, come risposta alla pandemia, hanno riproposto politiche monetarie estremamente accomodanti a sostegno dell'economia per un ammontare pari al 13% del PIL globale.

Non da meno, le politiche fiscali mettono in campo risorse finanziarie potenziali addirittura maggiori che rappresentano il 16% del PIL globale.

Tabella 1

| Paesi | Iniezione di liquidità potenziale delle Banche Centrali | | Potenziale stimolo Fiscale | | Stimolo combinato Fiscale + Monetario | |
|----------------|---|------------|----------------------------|------------|---------------------------------------|------------|
| | \$ Trl | % PIL | \$ Trl | % PIL | \$ Trl | % PIL |
| US | 6.21 | 29% | 3.3 | 15% | 9.51 | 44% |
| Eurozona | 1.78 | 13% | 4.13 | 31% | 5.9 | 44% |
| Giappone | 1.03 | 20% | 2.08 | 40% | 3.11 | 60% |
| UK | 0.37 | 14% | 0.19 | 7% | 0.56 | 21% |
| Cina | 1.33 | 9% | 1.22 | 8% | 2.54 | 18% |
| Altri | 0.84 | | 2.84 | | 3.68 | |
| Globale | 11.56 | 13% | 13.75 | 16% | 25.31 | 29% |

Fonte: Cornerstone, rielaborazione Quaestio

Le Banche Centrali hanno varcato confini mai oltrepassati:

- la FED compra Junk Bonds («Fallen Angels»);
- la BCE oltrepassa i «Capital Keys»;
- la BoE finanzia direttamente lo scoperto di c/c del Tesoro.

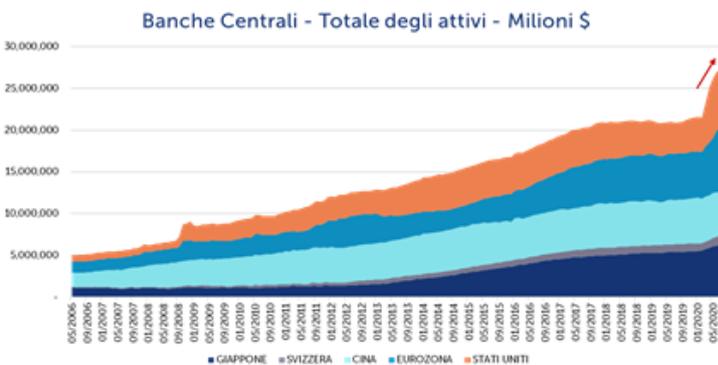
“ LE BANCHE CENTRALI
HANNO VARCATO
CONFINI MAI
OLTREPASSATI ”



Tabella 2

| Aggregati Monetari - % changes yoy | | |
|------------------------------------|-------|-------|
| Country | M1 | M2 |
| 2005 | 9.7% | 7.0% |
| 2006 | 5.2% | 7.4% |
| 2007 | 4.9% | 8.2% |
| 2008 | 4.3% | 9.3% |
| 2009 | 11.6% | 8.6% |
| 2010 | 8.1% | 7.0% |
| 2011 | 6.5% | 8.6% |
| 2012 | 6.2% | 8.1% |
| 2013 | 6.8% | 7.1% |
| 2014 | 6.8% | 7.0% |
| 2015 | 9.5% | 8.0% |
| 2016 | 12.0% | 7.7% |
| 2017 | 8.9% | 5.9% |
| 2018 | 4.5% | 5.7% |
| 2019 | 6.2% | 6.8% |
| 2020 | 14.9% | 12.6% |

Grafico 1



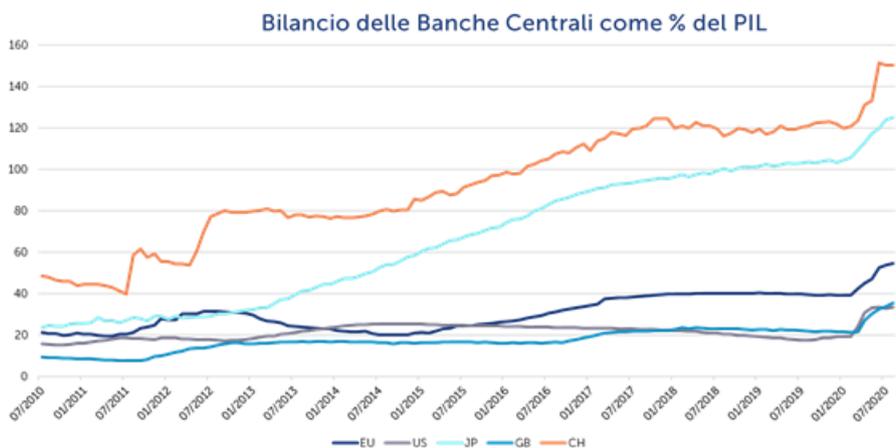
Fonte: Bloomberg, rielaborazione Quaestio

Le misure senza precedenti delle Banche Centrali si sono riflesse in aumenti rilevanti dei rispettivi bilanci che, nel caso della Svizzera e del Giappone, hanno superato il valore del PIL.

Il Valore di M2, considerato nella Tabella 2, non esaurisce gli attivi delle Banche Centrali: nel caso della Svizzera, che non ha aumentato la massa monetaria, l'incremento del bilancio della Banca Nazionale Svizzera è dovuto in gran parte alle riserve in valuta estera per contenere la forza del Franco.

Questa strategia non è sostenibile nel lungo periodo: è un preludio ad un nuovo rafforzamento della valuta-rifugio?

Grafico 2



Fonte: Bloomberg, rielaborazione Quaestio

La maggior parte delle Banche Centrali ha inaugurato una stagione di politica monetaria creativa: Quantitative Easing, tassi negativi, Yield Curve Control.

Fra le Banche Centrali occidentali solo quella svizzera non indulge a innovazioni, salvo vantare due record: quello dei tassi negativi e quello relativo alla sterilizzazione del cambio.

Paradossalmente si distingue l'ortodossia della Banca Popolare Cinese: tassi più alti e positivi, curva dei rendimenti inclinata positivamente, assenza di Quantitative Easing.

In Cina si preferisce la via tradizionale del credito per sostenere l'economia reale, altrove lo stimolo monetario innovativo: chi avrà ragione?

Tabella 3

| | Tassi Prossimi allo Zero | Tassi Negativi | QE Titoli di Stato | QE Titoli Societari | QE Azioni | Yield Control | Forward Guidance |
|----------|--------------------------|----------------|--------------------|---------------------|-----------|---------------|------------------|
| US | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| Eurozone | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| UK | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| Svizzera | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| Giappone | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| Cina | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |

Fonte: Quaestio

“ LA MAGGIOR PARTE DELLE BANCHE CENTRALI HA INAUGURATO UNA STAGIONE DI POLITICA MONETARIA CREATIVA ”

Condizioni eccezionali richiedono provvedimenti eccezionali

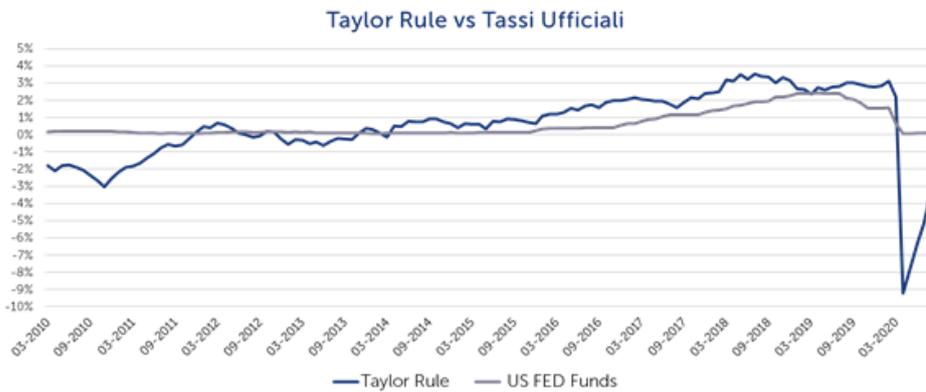
Gli incrementi inusitati in tempo di pace della massa monetaria e dei bilanci delle Banche Centrali sono stati richiesti e spiegati dalle variazioni degli aggregati reali, prodotto interno lordo ed occupazione in primis.

Secondo la Taylor Rule i tassi ufficiali dovrebbero essere in territorio fortemente negativo.

Non potendo agire liberamente sui tassi, date le dislocazioni che avverrebbero sul mercato dei capitali, si è preferito agire sulle quantità.

Dato che gli squilibri attendono comunque compensazioni, ci aspettiamo quindi dislocazioni sui mercati delle valute e sui metalli preziosi.

Grafico 3



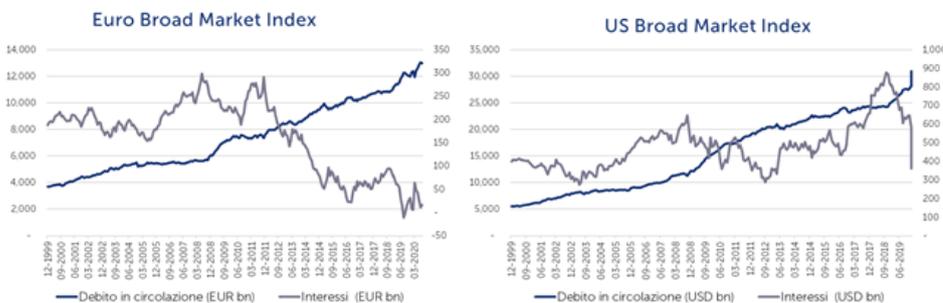
Debito (stock) vs cedole (flussi)

Le esigenze di finanziamento combinate con la discesa dei tassi hanno creato una notevole divergenza, che recentemente si è acuita, fra ammontare delle attività finanziarie (stock) e proventi che ne derivano (flussi cedolari).

Le caratteristiche stesse del mercato tendono a peggiorare la situazione:

- da un lato la crescente "fame" di collateral, necessario per facilitare le transazioni reali e finanziarie, permette a chi può esercitare il Signoraggio di finanziarsi senza problemi a qualunque livello di rendimento;
- dall'altro, le variabili demografiche spingono ad un aumento delle allocazioni obbligazionarie, deprimendo ancora di più i rendimenti: i flussi cedolari saranno insufficienti per i futuri pensionati.

Grafici 4 e 5



Fonte: BofA Merrill Lynch, rielaborazione Quaestio.

Tassi reali e tassi reali attesi: preoccupa la convergenza

Aspettative di inflazione al rialzo, per l'attivismo della politica monetaria, combinate con tassi ufficiali ai livelli minimi, hanno trascinato in territorio fortemente negativo i tassi reali.

I tassi reali sono la variabile finanziaria più idonea ad esprimere le attese sull'andamento futuro dell'economia reale (PIL, disoccupazione, ecc.).





Nell'ultimo decennio a tassi reali contenuti si erano accompagnate aspettative di miglioramento dell'economia reale, espresse da attese di tassi reali notevolmente più elevate.

Tuttavia, nell'ultimo periodo abbiamo osservato sia un trend discendente dei tassi reali spot che di quelli attesi, che sono ormai convergenti; solo in Giappone il trend mostra un timido rialzo.

Grafici 6, 7 e 8



Fonte: Bloomberg, rielaborazione Quaestio.

Gli spread di credito si sono normalizzati

Le opinioni degli operatori sono quanto mai divise:

- sulle modalità e sulla forma della ripresa: a V, U, W, L, K. Mario Draghi ha aggiunto recentemente il simbolo della radice quadrata;
- sulle diverse implicazioni a breve, medio e lungo termine;
- sulla diversa rischiosità delle asset class: gli investitori del mercato del credito sono, di solito, i più pessimisti.

Tabelle 4 e 5

US Corporate CDS

| US Investment Grade | 15-Sep | 21-Feb |
|------------------------------------|--------|--------|
| <i>tenor</i> | 5 | 5 |
| <i>spread</i> | 69 | 45 |
| <i>Recovery Rate</i> | 40% | 40% |
| <i>Implied Default Probability</i> | 5.6% | 3.7% |

| US High Yield | 15-Sep | 21-Feb |
|------------------------------------|--------|--------|
| <i>tenor</i> | 5 | 5 |
| <i>spread</i> | 353 | 300 |
| <i>Recovery Rate</i> | 40% | 40% |
| <i>Implied Default Probability</i> | 25.5% | 22.1% |

Tabelle 6 e 7

EU Corporate CDS

| Euro Investment Grade | 15-Sep | 21-Feb |
|------------------------------------|--------|--------|
| <i>tenor</i> | 5 | 5 |
| <i>spread</i> | 54 | 44 |
| <i>Recovery Rate</i> | 40% | 40% |
| <i>Implied Default Probability</i> | 4.4% | 3.6% |

| Euro High Yield | 15-Sep | 21-Feb |
|------------------------------------|--------|--------|
| <i>tenor</i> | 5 | 5 |
| <i>spread</i> | 313 | 220 |
| <i>Recovery Rate</i> | 40% | 40% |
| <i>Implied Default Probability</i> | 23.0% | 16.8% |

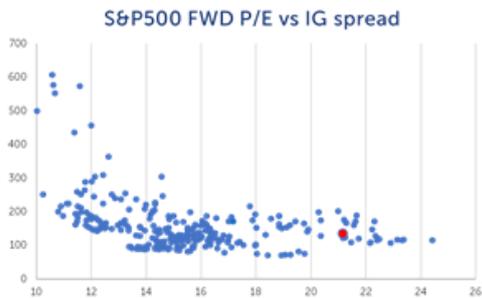
Fonte: Bloomberg, rielaborazione Quaestio.

Il credito è conveniente?

Le opinioni degli investitori del mercato azionario e delle commodity, nonostante le recenti vicende del prezzo del petrolio, sono differenti:

- nei termini della metrica di valutazione più utilizzata, il rapporto prezzo/utili forward, i titoli dell'indice MSCI World hanno ripreso le valutazioni ante-crisi;
- le commodities sono quasi tornate al livello pre-crisi;
- come si mostra nel grafico 9, la relazione fra bond ed equity USA sta tornando verso una situazione di equilibrio, anche se il mercato azionario continua ad essere più caro, in una prospettiva storica, rispetto a quello del credito.

Grafico 9



Fonte: Bloomberg, rielaborazione Quaestio.

Tabella 8

| MSCI WORLD Developed | 15-Sep | 21-Feb | Ratio |
|----------------------|--------|--------|--------|
| Price / Earnings | 18.04 | 16.15 | 111.7% |
| Commodities | | | |
| BCOMTR Index | 153 | 161 | 95.3% |

Alta divergenza fra strumenti correlati: allarme per una possibile correzione?

Il mercato azionario USA è correntemente dominato dall'andamento di pochi nomi, tutti appartenenti all'area tecnologica.

L'esperienza della bolla Dot-Com dei primi anni 2000 mostra che la correzione fu anticipata da una divergenza estrema fra:

- l'andamento di pochi titoli ed il mercato generale;
- la performance dei titoli "Value" rispetto ai titoli "Growth".

La differenza fondamentale rispetto al 2000: i soliti noti (FAANG*) crescono e producono utili.

Grafici 10 e 11



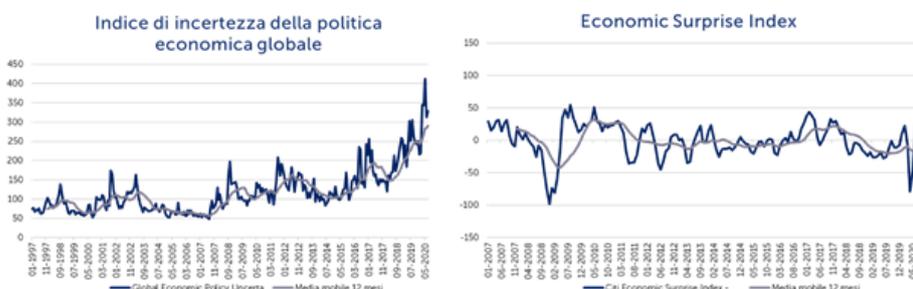
Fonte: Bloomberg, rielaborazione Quaestio.

Regna l'incertezza: comandano i flussi e non le relazioni di equilibrio di lungo termine

L'indice di incertezza economica, calcolato dal National Bureau of Economic Research, ha raggiunto il massimo storico, doppiando le rilevazioni registrate in ciascuno degli ultimi episodi di crisi finanziaria (2001, 2008, 2011, 2015 e 2018) per poi flettere. Il corollario che ne discende è chiaro: data la grande incertezza degli scenari (input), le previsioni econometriche e i modelli macroeconomici forniscono dati (output) privi della consueta affidabilità.

Infatti, l'indice che calcola gli scostamenti fra previsioni e dati realizzati, dopo un brusco calo registrato all'inizio della pandemia, mostra un altrettanto veloce miglioramento: lo scostamento fra le attese di disoccupati USA del mese di maggio (+7.5 milioni) e il dato effettivo (-2.5 milioni) costituisce un precedente che finirà nei libri di testo.

Grafici 12 e 13



*FAANG: Facebook, Amazon, Apple, Netflix e Google.

Economia reale vs attese sui mercati azionari

Gli indicatori che maggiormente influenzano i corsi dei mercati azionari sono gli indici PMI, che rappresentano le prospettive di crescita dell'economia reale.

Tali indicatori sono pressoché ovunque tornati in tempi brevissimi sopra quota 50, un livello che implica una crescita attesa, influenzati dalla magnitudo delle politiche monetarie e fiscali.

Un indice che invece rappresenta il sentiment degli investitori è quello che raffronta il rapporto fra opzioni Put e Call sull'indice S&P500. È considerato un ottimo indicatore "Contrarian": se come adesso prevale l'interesse sugli acquisti (Call) che sulle coperture (Put), si inferisce un atteggiamento (troppo) euforico da parte degli investitori.

Grafici 14 e 15



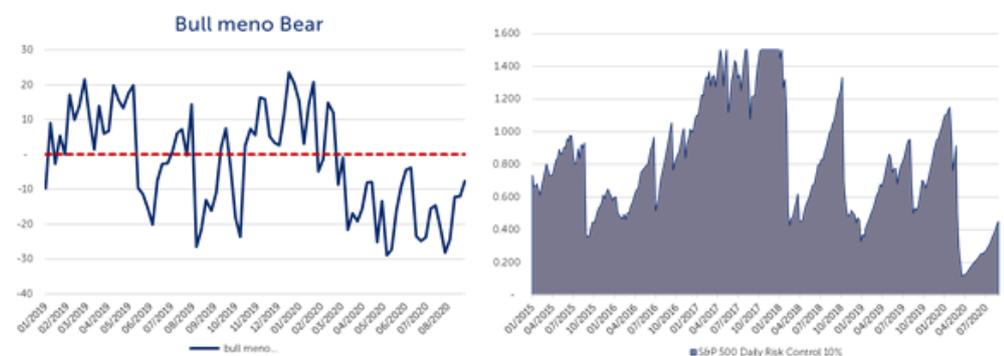
Fonte: Bloomberg, rielaborazione Quaestio.

Da "There is no Alternative" a "Fear of Missing Out"

Il mercato azionario è salito per l'azione congiunta delle autorità monetarie e fiscali: il sentiment è molto migliorato ma è ancora in territorio negativo come mostra il grafico di sinistra che raffigura la percentuale di investitori ottimisti rispetto a quelli pessimisti. Detto altrimenti: non c'è (ancora) nessun operatore "costretto" a vendere.

Considerando le gestioni algoritmiche, i CTAs (le gestioni Trend Following), le gestioni "Risk Parity" e quelle "Risk Control", esse vantano un'allocazione azionaria in ascesa, ma comunque ben lontana dai massimi.

Grafici 16 e 17

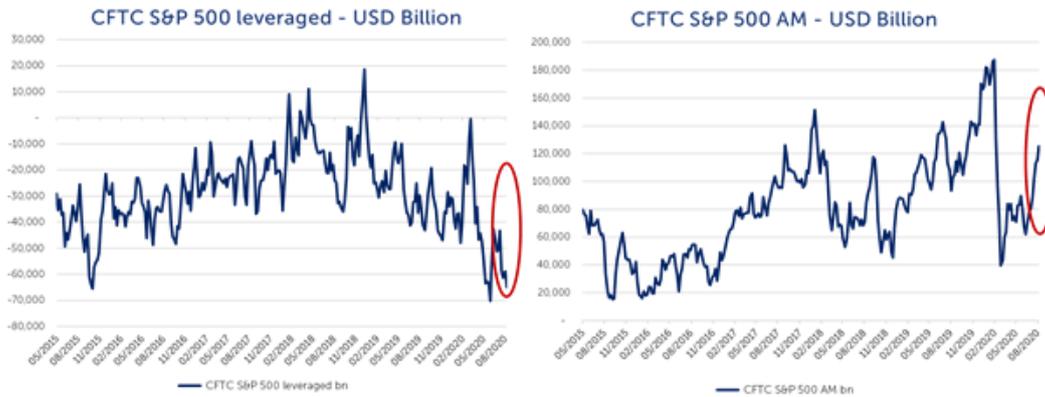


Fonte: Bloomberg, rielaborazione Quaestio.

I fondi hedge al momento sono "Net Short": con tutta probabilità preferiscono strategie market neutral, coprendo il rischio assunto sulle società azionarie con i futures sugli indici azionari.

I gestori "Real Money", come Quaestio, hanno una posizione di rischio azionario in chiara ascesa, sebbene ancora lontana dai livelli precisi.

Grafici 18 e 19



Fonte: Bloomberg, rielaborazione Quaestio.

Commodities e valute dei mercati emergenti lontane dai massimi

I risky asset hanno recuperato gran parte delle perdite registrate da fine febbraio, quando il mercato azionario e quello obbligazionario erano prossimi ai massimi storici.

Tuttavia, le commodities (sia il tradizionale indice Bloomberg, maggiormente investito in energia, che l'indice di BNP*, privo del settore agricolo e maggiormente pesato sui metalli preziosi) ed un indice rappresentativo dell'andamento delle valute locali dei mercati emergenti sono ancora ben lontani dai massimi assoluti.

Questa caratteristica, unita alla bassa correlazione con i mercati azionari, ci ha spinto ad aumentarne gradualmente l'esposizione, con l'obiettivo di aumentare la diversificazione delle fonti di rischio delle nostre gestioni.

Grafico 20



Fonte: Bloomberg, rielaborazione Quaestio.

Periodo di Analisi 10 anni: dal 4 settembre 2010 al 3 settembre 2020.

Tabella 9

| Correlation Matrix* | EM Currency | Commodities | Gold | MSCI World |
|---------------------|-------------|-------------|-------|------------|
| EM Currency | 1.000 | 0.567 | 0.063 | 0.294 |
| Commodities | 0.567 | 1.000 | 0.360 | 0.313 |
| Gold | 0.063 | 0.360 | 1.000 | 0.073 |
| MSCI World | 0.294 | 0.313 | 0.073 | 1.000 |

Avanti Adagio

Negli ultimi mesi abbiamo assistito a una crisi economica diversa da quelle del passato in quanto causata da un evento esogeno. Questo frangente di mercato è contraddistinto da segnali di mercato contrastanti:

- alcuni indicatori di sentiment sono positivi, altri negativi;
- alcuni mercati hanno ritrovato i livelli precrisi, altri ne sono ancora lontani;
- emerge una divergenza fra gestori hedge e gestori long only.

Gli squilibri sono palesi:

- dimensione dei bilanci delle Banche Centrali;
- misure senza precedenti in tempo di pace delle politiche monetarie e fiscali;
- livello attuale ed atteso dei tassi reali.

Dati gli importi degli stimoli attuati, il nostro Investment Team favorisce una posizione moderatamente lunga, in presenza di numerosi presidi (opzioni, valute ed oro), che possano contrastare gli episodi di incremento repentino della volatilità.

*BNP Paribas Energy & Metals Enhanced Roll TR Index.





Contatti

Quaestio Capital SGR SpA
Corso Como, 15 - 20154 Milano
tel +39 02 3676 5200
info@quaestiocapital.com
www.quaestiocapital.com

IMPORTANTI AVVERTENZE LEGALI

Le informazioni contenute in questo documento sono a scopo esclusivamente informativo, di natura non pubblicitaria né promozionale. Il messaggio riflette il punto di vista di Quaestio Capital SGR S.p.A. ed è soggetto a eventuali modifiche. Non costituisce consulenza in materia di investimenti, sollecitazione al risparmio o collocamento di strumenti finanziari.

Copyright © 2020 Quaestio Capital SGR S.p.A. - Tutti i diritti riservati. È vietata la riproduzione totale o parziale del presente materiale senza previa autorizzazione scritta del proprietario del copyright.