the day after

#3 | Maggio 2020

Resilienza ESG durante la crisi Covid: il Green è il nuovo Oro?

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Autori

Jean-Jacques BARBÉRIS
Head of Institutional and Corporate Clients Coverage

Marie BRIÈRE
Head of the Investor Research Center

Gli autori desiderano ringraziare Monica Defend e Stefano Ramelli per i loro utili commenti.

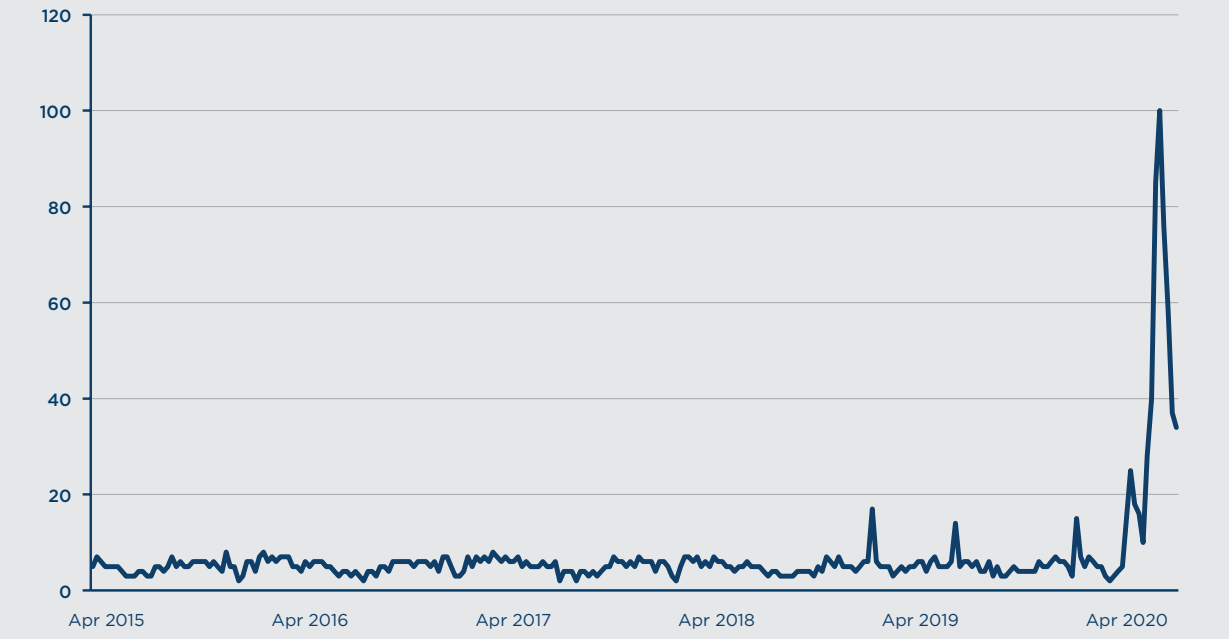
Pandemia: un rischio trascurato

Il 23 febbraio 2020, quando l'Italia ha annunciato il blocco in Lombardia, e poi l'11 marzo 2020, quando l'Organizzazione Mondiale della Sanità ha classificato il Covid-19 come pandemia, la malattia comparsa in Cina in poche settimane si è trasformata in una delle più gravi crisi sanitarie mai conosciute. I mercati azionari di tutti i centri finanziari sono crollati.

L'entità della reazione è stata in funzione della gravità dello shock sociale ed economico, ma è stata legata anche al fatto che i mercati sono stati colti di sorpresa e non sono stati pronti ad anticipare shock di questo tipo. Anche se le epidemie non sono una novità nella storia recente (SARS nel 2002, H1N1 nel 2010, Ebola nel 2014 e MERS nel 2019), e anche se il rischio di pandemia era stato identificato in molti studi prospettici – per esempio nel lavoro delle agenzie di sicurezza nazionali delle grandi democrazie occidentali, il rischio di una pandemia non figurava nell'elenco dei 10 rischi più probabili citati nel "Global Risk Report"[2] del World Economic Forum del 2020 pubblicato a gennaio 2020. Gli intervistati hanno citato i rischi climatici, seguiti dai rischi informatici, come principali preoccupazioni. Anche le ricerche per il termine "epidemia" su Google (in tutto il mondo) erano relativamente rare prima dell'inizio dell'epidemia di Covid-19. La pandemia, per la sua grandezza, rappresenta una situazione estrema.

" Il mondo è stato colto di sorpresa: una pandemia globale non era tra i maggiori rischi per gli investitori. "

Grafico 1: Indice di ricerca giornaliera dei trend globali di Google per il termine "Epidemia"



Fonte: Google, al 16 aprile 2020.

2. https://www.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2020

Le conseguenze economiche si ripercuotono in modo disomogeneo sulle imprese

Gli studi accademici stanno analizzando il potenziale impatto macroeconomico della pandemia (Barro, 2020[3]; Gourinchas, 2020[4]; Eichenbaum (2020)[5]). Le stime sono difficili perché l'entità dell'impatto dipende dalla diffusione della malattia (in termini di mancato contributo al PIL), ma anche, e soprattutto, dalle risposte politiche per limitare il contagio. Ad esempio, le misure di contenimento, le restrizioni nazionali e internazionali sui viaggi e le chiusure delle frontiere riducono la spesa delle famiglie e la capacità produttiva delle imprese, mentre le misure di sostegno permettono di mantenere i salari e l'accesso delle imprese al credito, evitano licenziamenti, interruzioni delle catene di produzione e fallimenti a cascata, quindi riducono teoricamente la gravità della crisi. Ma le risposte politiche sono endogene e dipendono esse stesse dalla portata dell'epidemia e dall'impatto economico previsto.

Inoltre, l'effetto della crisi sul risparmio netto a breve e medio termine è soggetto a sviluppi potenzialmente contraddittori: un aumento dei risparmi a breve termine dovuto a limitazioni della propensione al consumo, e al possibile utilizzo dei risparmi accumulati in seguito, ma senza alcuna certezza sulle tempistiche future. Inoltre, l'incertezza sullo sviluppo della situazione sanitaria ed economica può esacerbare l'impatto negativo della crisi[6].

A livello delle aziende, questo shock macroeconomico si sta manifestando in modi diversi. Ad esempio, sta sconvolgendo le catene di produzione, causando carenza di manodopera, chiusura di impianti di produzione, calo della domanda e difficoltà di accesso alle linee di credito. L'elevato grado di incertezza che ha caratterizzato lo shock ha portato molti investitori a rinunciare agli attivi finanziari considerati rischiosi, in particolare alle azioni, e a rivolgersi verso la liquidità. Ma l'impatto della crisi è stato finora molto diverso, all'interno dei diversi settori e tra di essi. Ramelli e Wagner (2020)[7] hanno analizzato l'impatto della crisi sui mercati azionari statunitensi tra il 2 gennaio e il 20 marzo 2020.

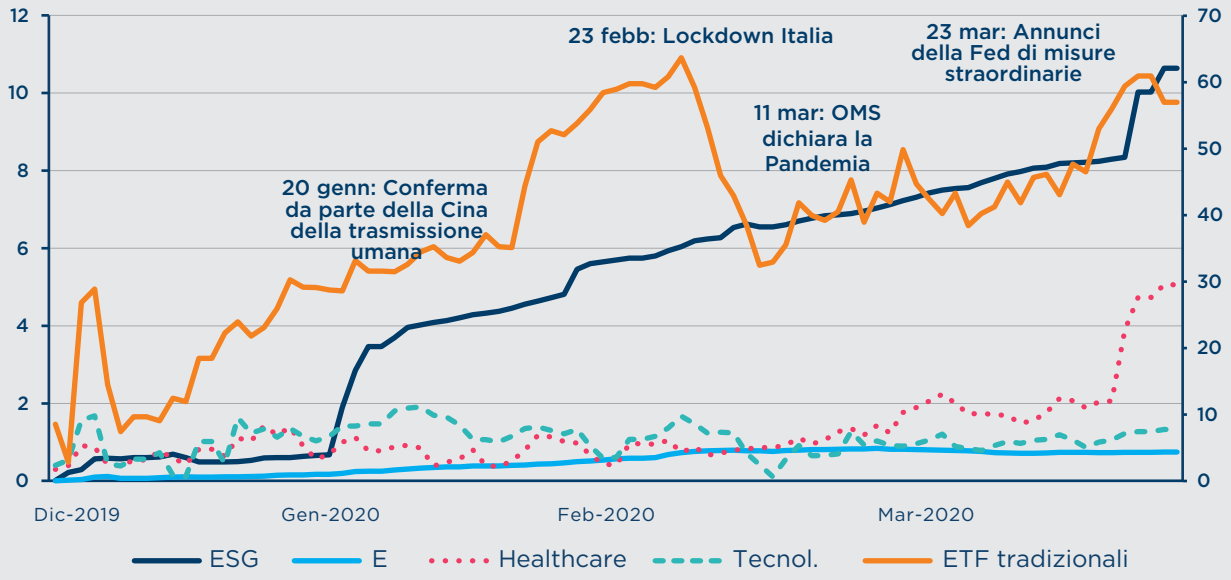
Il settore farmaceutico, delle telecomunicazioni, dei prodotti alimentari e dei beni di prima necessità hanno registrato una performance relativamente positiva, mentre il settore energetico, dei servizi al consumo, dei beni di consumo durevoli e delle società immobiliari hanno sofferto in modo particolare. All'interno dei diversi settori, le società il cui business è più esposto alla Cina e al commercio internazionale in generale sono state particolarmente colpite nelle fasi iniziali della crisi, tra il 2 gennaio e il 20 febbraio 2020. Dopo l'inizio dell'epidemia in Europa e l'annuncio delle prime misure di contenimento in Italia il 23 febbraio, gli investitori hanno iniziato a discriminare tra le società sulla base soprattutto dei livelli di debito e di liquidità. Mentre inizialmente gli analisti erano preoccupati principalmente per il commercio internazionale, in seguito hanno rivolto la loro attenzione ai problemi di liquidità. Inoltre, le società esposte a precedenti epidemie sono state considerate meno vulnerabili dagli analisti (Hassan, 2020)[8].

3. Barro RJ, Ursúa JF e Weng J. Il coronavirus e la grande pandemia influenzale: Lezioni dall'influenza "spagnola" per i potenziali effetti del coronavirus sulla mortalità e sull'attività economica. N. W26866. National Bureau of Economic Research, 2020
4. Gourinchas PO. Appiattimento della curva pandemica e della curva di recessione. Per mitigare la crisi economica COVID: agire in fretta e fare tutto ciò che serve, 2020
5. Eichenbaum MS, Rebelo S e Trabandt M. La macroeconomia delle epidemie. N. W26882. National Bureau of Economic Research, 2020
6. Barro (2020) stima l'impatto economico dell'epidemia di influenza spagnola, che uccise 39 milioni di persone dal 1918 al 1920. Nello studio, il PIL medio pro capite dei 43 paesi è diminuito del 6%. Gourinchas (2020) stima una riduzione del PIL americano del 6,5% rispetto al 2019, per un confinamento di due mesi, e del 10% per tre mesi. Le attuali misure di contenimento stanno contribuendo a appiattire la curva dell'epidemia, ma possono anche accentuare la gravità della recessione. Infine, la politica di contenimento ottimale da un punto di vista economico dipende dalle tendenze dell'epidemia e dal relativo impatto economico. Le stime di Eichenbaum (2020), che si basano su un modello di epidemiologia canonica ampliato con la modellizzazione delle interazioni tra decisioni economiche ed epidemie, mostrano che un contenimento ottimale salva 0,6 milioni di vite negli Stati Uniti, ma amplifica la gravità della recessione riducendo il consumo dal 2% (senza contenimento) al 9% (con contenimento).
7. Ramelli S e Wagner AF. Reazioni frenetiche dei mercati azionari al Covid-19. 2020
8. Hassan TA, Hollander S, van Lent L e Tahoun A. Esposizione delle aziende alle malattie epidemiologiche: COVID-19, SARS, e H1N1, 2020

Le società che integrano i criteri ESG sono state più resilienti nel recente periodo di crisi

Prima dell'attuale crisi pandemica, la responsabilità sociale delle imprese (Corporate Social Responsibility, CSR) era già diventata un importante criterio di investimento, influenzando in modo significativo la valutazione delle attività finanziarie sia sui mercati azionari che su quelli obbligazionari. Diversi e recenti studi hanno dimostrato che le società con migliori performance extrafinanziarie ("ESG") hanno visto i prezzi delle loro azioni salire più di quelli dei loro concorrenti. Questo fenomeno è dovuto probabilmente e in modo preponderante alla domanda da parte degli investitori, vale a dire che gli investitori hanno sempre più integrato queste tematiche nelle loro decisioni di investimento. E durante la recente crisi pandemica? L'indice MSCI World ha perso il 14,5% a marzo, ma il 62% dei fondi ESG focalizzati sulle aziende a grande capitalizzazione ha sovraperformato l'indice[9]. Il 42% dei fondi (fondi aperti e ETF disponibili sul mercato statunitense) si è posizionato nel primo quartile della propria categoria Morningstar[10]. Questa sovraperformance è in parte dovuta all'esposizione di questi fondi a settori meno colpiti da misure di contenimento e di distanziamento sociale, come la Tecnologia o le Telecomunicazioni, ma non solo. Anche i flussi di investimenti nei fondi ESG sono stati molto più resilienti durante la crisi. Abbiamo analizzato i flussi di investimento relativi a 1.662 ETF quotati sul mercato statunitense, di cui 75 classificati ESG, 24 specializzati in tematiche ambientali (basse emissioni di carbonio, acqua, energia pulita, ecc.), 53 specializzati in Healthcare e 30 in Tecnologia[11]. I flussi cumulati hanno continuato ad aumentare durante il periodo di crisi, mentre le vendite massicce si sono verificate dopo la fase iniziale del lockdown in Italia per gli ETF azionari tradizionali, ma anche per gli ETF specializzati in settori con scarsa esposizione, come la Tecnologia e, in misura minore, l'Healthcare (cfr. grafico 2)

Grafico 2: Flussi cumulativi in ETF quotati negli USA durante la crisi del Covid-19 (mld USD)



Fonte: Bloomberg, elaborazione dati degli autori. I flussi cumulativi sono espressi in miliardi di USD. I flussi cumulativi tradizionali degli ETF quotati negli Stati Uniti vengono visualizzati sull'asse destro, ESG, E, Healthcare e tecnologia a sinistra.

9. Si veda l'articolo del Financial Times: https://www.ft.com/content/46bb05a9-23b2-4958-888a-c3e614d75199
10. https://www.morningstar.com/articles/972475/sustainable-equity-funds-are-outperforming-in-bear-market
11. La scelta di concentrarsi sugli ETF, senza includere nell'analisi il più ampio mercato dei fondi comuni di investimento, è dovuta alla disponibilità, quasi in tempo reale, dei dati dei flussi per gli ETF, mentre c'è un ritardo molto più lungo per i fondi comuni di investimento.

Tabella 1: Crescita media giornaliera dei titoli in circolazione, ETF quotati negli Stati Uniti

Variabile	Media	Standard Deviation	Rapporto (media ESG/Tradizionali)	Numero*
Prima della crisi dei subprime (1/1/2007 - 9/10/2007)				
ETF ESG	2.67%	2.96%	1.271	2424
ETF tradizionali	2.10%	16.21%		72922
Crisi dei subprime (10/10/2007 - 10/3/2009)				
ETF ESG	0.80%	1.01%	1.732	5550
ETF tradizionali	0.46%	1.18%		162060
Prima della crisi di Covid (11/3/2009 - 30/12/2019)				
ETF ESG	4.37%	21.99%	1.272	202968
ETF tradizionali	3.44%	67.53%		4392002
Crisi di Covid (31/12/2019 - 14/4/2020)				
ETF ESG	1.28%	8.78%	4.618	5700
ETF tradizionali	0.28%	1.59%		120612

Fonte: Bloomberg, elaborazione dati degli autori.

Questa resilienza dei fondi ESG non è del tutto nuova. Durante la crisi dei subprime, abbiamo assistito a un fenomeno analogo, ma su scala più ridotta. Ad esempio, il tasso di crescita medio dei titoli in circolazione degli ETF quotati negli Stati Uniti è stato in media 1,7 volte superiore per i fondi azionari ESG rispetto ai fondi azionari tradizionali durante la crisi dei subprime (crescita giornaliera dello 0,80% per i fondi ESG contro lo 0,46% per i fondi tradizionali), mentre era solo 1,3 volte superiore prima della crisi. Durante la crisi del Covid-19, questo tasso di crescita giornaliero è stato 4,6 volte più elevato per i fondi ESG rispetto ai fondi tradizionali (1,28% contro 0,28%), rispetto all'1,3 nel periodo tra le due crisi (cfr. Tabella 1).

Ci sono diverse ragioni possibili alla base della resilienza dei flussi dei fondi ESG. Da un lato, è possibile che gli investitori abbiano percepito gli ESG come fondi "a prova di pandemia". I fondi ESG tendono a sovrappesare i settori che hanno superato meglio la crisi, come l'Healthcare e la Tecnologia, e sottopesare quelli che sono stati maggiormente colpiti, come i trasporti, l'energia, le materie di base, ecc.

Un'altra ragione può derivare da una segregazione dei due mercati. Investitori con diverse caratteristiche e strategie di investimento possono investire separatamente nei segmenti di mercato degli ETF ESG e tradizionali. Pertanto, gli investitori con orizzonti temporali più brevi e maggiori esigenze di liquidità potrebbero posizionarsi su ETF azionari tradizionali, con volumi di negoziazione più ampi e maggiore liquidità, il che spiegherebbe i massicci disinvestimenti registrati da questi fondi durante le crisi, mentre gli investitori con orizzonti temporali più lunghi potrebbero mantenere i loro investimenti in fondi ESG.

Infine, è possibile che gli investitori abbiano dimostrato una maggiore "fedeltà" ai loro investimenti ESG. Bollen (2007)[12] ha dimostrato come i flussi verso i fondi comuni ESG sono più sensibili dei fondi tradizionali ai rendimenti positivi passati, ma meno sensibili ai rendimenti negativi. Un'ipotesi coerente con questo comportamento è che gli investitori traggano un'utilità positiva dal semplice atto di investire responsabilmente, che può compensare gli effetti negativi associati alla performance negativa, portandoli a mantenere i loro investimenti durante le crisi.

C'è un'ultima ragione. Anche in assenza di una particolare "fedeltà", i fondi ESG potrebbero

12. Bollen NP. *Mutual fund attributes and investor behavior*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 42(3), 2007

aver beneficiato della preferenza degli investitori e aver svolto il ruolo di "bene rifugio" all'interno dei mercati azionari per l'unica ragione per cui gli investitori anticipano quello che faranno gli altri. Tali preferenze si manifestano di solito durante le crisi in termini di movimenti di capitale tra classi di attività, ma anche all'interno di ciascuna classe di attività tra diversi segmenti di mercato ad esempio, all'interno dei titoli di Stato, tra obbligazioni di recente emissioni e quelle di emissione meno recente, o tra titoli nominali e indicizzati all'inflazione[13].

Nella crisi del Covid-19 - che chiaramente ha forti implicazioni sociali e ambientali - sembra che gli investitori abbiano percepito la forte performance ESG come una caratteristica difensiva.

" L'impatto della crisi del Covid-19 è stato finora molto diverso, tra i diversi settori e all'interno di ciascuno di essi. "

Prospettive sui futuri trend ESG

La crisi del Covid-19 ha riportato le tematiche sociali in primo piano nell'ambito ESG. Le decisioni delle imprese che riguardano i propri dipendenti (in particolare la salute e la protezione sociale dei lavoratori, le politiche di smartworking o di contrasto alla disoccupazione, nonché la fornitura di catene di produzione per attrezzature mediche) sono diventate sempre più importanti. Ciò è evidente, ad esempio, nella reazione dell'andamento delle azioni di Amazon a seguito delle controversie sulle condizioni di lavoro dei suoi dipendenti durante la crisi, nonché i numerosi articoli della stampa sulla politica di responsabilità sociale di impresa relativa a Covid. Anche il ruolo in tema ambientale e climatico delle imprese potrebbe essere meglio valutato dagli operatori di mercato.

Sta diventando impossibile sostenere che gli investitori non debbano preoccuparsi degli impatti ambientali legati alle attività delle imprese. Covid-19 ci ricorda che le calamità naturali possono verificarsi all'improvviso e che siamo più vulnerabili di quanto avremmo immaginato in precedenza.

Oggi è difficile prevedere se le questioni ESG continueranno a essere una priorità per gli investitori, considerando i grandi problemi economici e finanziari che dovremo affrontare nei prossimi anni. Ma la nostra analisi evidenzia che l'interesse degli investitori per l'ESG non è diminuito durante questa crisi - anzi, al contrario. In questo senso, ci auguriamo che i recenti trend che abbiamo osservato sulle attività finanziarie ESG continueranno e si amplificheranno nei prossimi mesi.

13. Briere M e Signori O. Do Inflation Linked Bonds Still Diversify? European Financial Management, 15 (2), 2009

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Avvertenze

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenuti sono prodotti da Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i Paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d'offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all'investimento. Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Amundi SGR S.p.A., non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso con qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria.
Dati, opinioni e stime possono essere modificati senza preavviso. Il presente documento è stato predisposto da Amundi, società anonima con capitale di 1.086.262.605 € - Società di gestione approvata dell'AMF N°GP 04000036 – Sede legale: 90, boulevard Pasteur – 75015 Parigi – Francia 437 574 452 RCS Parigi.

Data di primo utilizzo: 18 maggio 2020.