

# Alla ricerca del punto di minimo nella crisi del Covid-19



**Pascal  
BLANQUÉ**  
Group Chief  
Investment Officer



**Vincent  
MORTIER**  
Deputy Group Chief  
Investment Officer

In questo periodo senza precedenti di elevata incertezza da un punto di vista sanitario ed economico, i diversi fattori in gioco si stanno muovendo in direzioni diverse. Queste forze rendono l'esercizio delle previsioni del PIL abbastanza complicato e non particolarmente utile per il momento.

**I mercati stanno guidando il ciclo economico reale e quindi toccheranno il punto di minimo prima della fine della pandemia. Tuttavia, si calmeranno e saranno rassicurati sul percorso in avanti quando saranno in grado di ancorare le aspettative su tre punti:**

1. **Lo schema ciclico della pandemia**, o quando c'è qualche segno di rallentamento della **velocità del contagio**. Ciò dipende dalla variabile "**tempo**" (estensione del periodo di crisi) e dagli sforzi di mobilitazione (misure di contenimento in vigore nei diversi Stati). Un contenimento precoce con misure forti come quelle applicate in Cina e più recentemente nei principali paesi occidentali potrebbe contribuire a limitare la diffusione del virus;
2. **La tattica "qualunque cosa sia necessaria"** delle autorità fiscali e monetarie, e se le politiche monetarie e le misure fiscali siano considerate credibili ed efficaci o meno per alleviare le condizioni finanziarie delle aziende o per fornire risorse adeguate alle famiglie per affrontare un periodo di disoccupazione più elevata a causa della chiusura dell'attività economica;
3. **Il segmento a breve termine della curva del credito**, dopo le recenti dislocazioni, e i **rendimenti delle obbligazioni core**, che hanno iniziato a crescere dall'annuncio delle misure fiscali, senza contare l'aumento del debito futuro.

Dobbiamo riconoscere che ci troviamo in una **situazione simile a quella dell'ottobre 2008**, quando l'incertezza era molto elevata, la volatilità estrema e la liquidità svaniva. Il mercato ha toccato il minimo nel marzo dell'anno successivo. Tuttavia, questa volta sono state messe in atto misure straordinarie in una fase precedente della crisi (il 2008 è stato una lezione) e lo stimolo è significativamente più grande. **I mercati avranno bisogno di tempo per digerire tutte queste misure, ma inizieranno a considerare nei prezzi che sono illimitate.**

**Tuttavia, i bazooka politici non saranno efficaci a meno che non si verifichi una corrispondente riduzione della velocità di contagio.** La combinazione dei due fattori determinerà la tempistica della ripresa e, **finché la pandemia non sembra essere sotto controllo, la volatilità persisterà.**

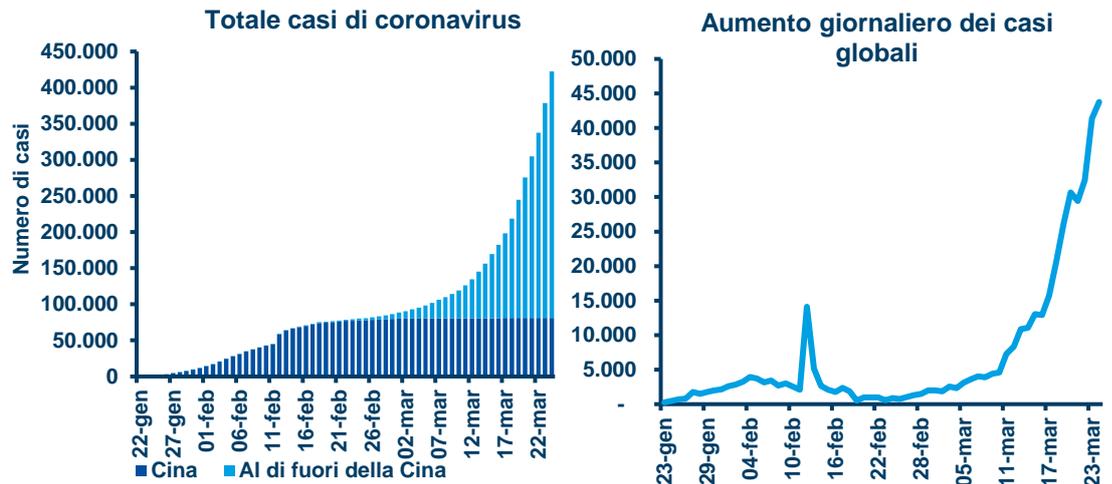
**A nostro avviso, ciò che più conta per gli investitori è la velocità della direzione della pandemia.** La direzione è ancora orientata verso un aumento del numero di casi, con una velocità crescente nelle ultime settimane. Quando le misure di contenimento iniziano a funzionare, la velocità dovrebbe rallentare. Ciò è accaduto prima in Cina e ora vediamo qualche segnale anche in Italia, che sta contribuendo a dare un po' di sollievo al mercato. Tuttavia, la normalità non arriverà direttamente dopo che la pandemia sarà contenuta, poiché rimarrà in vigore una sorta di allontanamento sociale (che si tradurrà in una maggiore percentuale di "smart working", maggiori consumi online, maggiore intrattenimento online e istruzione online, maggiore utilizzo dei social media, maggiore domanda e stipendio per i lavori medici, ecc.) fino a quando non sarà stato trovato un vaccino. Questo, ancora una volta, è il caso della Cina, dove l'attività sta lentamente riprendendo dopo il blocco ma resta ancora al di sotto dei livelli normali.

*"I mercati raggiungeranno i minimi quando le aspettative potranno essere ancorate a un rallentamento della velocità del contagio, all'efficacia del policy mix e al miglioramento delle condizioni finanziarie. Ci stiamo muovendo in questa direzione, ma non ci siamo ancora."*

La maggior parte dei paesi sono ancora lontani dal loro picco, con il Regno Unito e gli Stati Uniti ancora in fase di accelerazione, così come molti paesi dell'UE, mentre alcuni paesi emergenti sono ancora nella fase iniziale. Se questo blocco globale si rivelasse efficace, la pandemia dovrebbe accelerare verso il suo picco nel prossimo mese, dopo di che la velocità di crescita dei nuovi casi dovrebbe iniziare a diminuire.

**Ci stiamo muovendo in questa direzione, ma non ci siamo ancora e nel breve termine possiamo solo aspettarci un sollievo temporaneo dall'estrema dislocazione del mercato piuttosto che una ripresa piena e stabile.**

### Covid-19 numero totale di casi e aumento giornaliero



Fonte: Amundi sui dati Bloomberg, al 24 marzo 2020.

### È iniziato un nuovo regime finanziario: Implicazioni per gli investimenti

Ora riconosciamo che **"coronavirus"** è il nome della mano invisibile che guida il processo di **mean reversion**, riportando i rendimenti in linea con il trend fondamentale a lungo termine. I rendimenti dei titoli azionari si sono discostati da tale andamento nell'ultima fase del mercato rialzista e di recente non hanno considerato le tendenze al ribasso della produttività, della forza lavoro e della crescita degli utili. **Guardando oltre il breve termine, questa è una buona notizia per la sostenibilità a lungo termine dei rendimenti.** Tuttavia, nel credito il quantitative easing illimitato in alcuni casi (segmento Investment Grade, ad esempio) rimanderà il momento della verità, mentre **nel segmento High Yield i default saliranno inevitabilmente man mano che l'economia si contrae.**

### Indice S&P 500 vs trailing EPS



Fonte: Amundi sui dati Bloomberg. Dati al 23 marzo 2020. Indice dei prezzi S&P 500 rispetto all'ultimo utile per azione a 12 mesi, basato a 100 al 31 dic. 1959.

*"Il coronavirus è l'innescò di un nuovo cambiamento di regime. Ci sveglieremo il giorno dopo la fine della pandemia con posizioni di bilancio e monetarie che in precedenza avremmo considerato impensabili."*

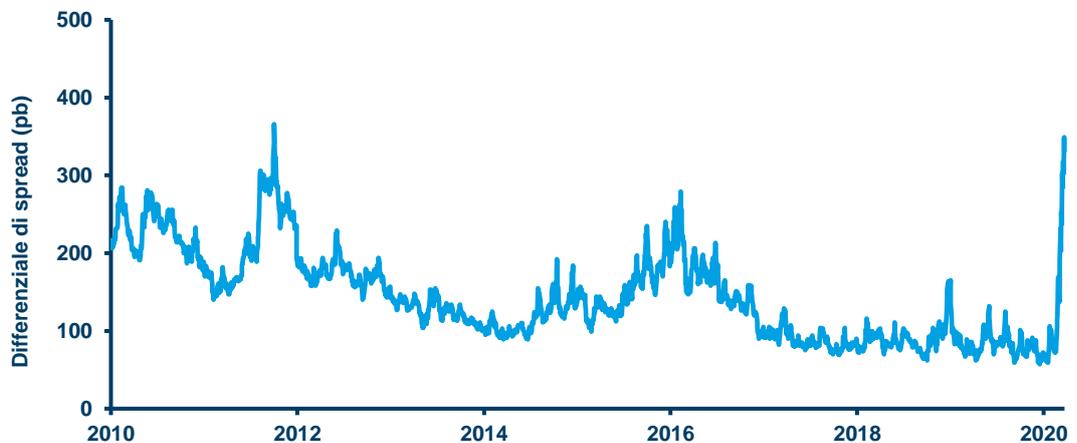
**"Il credito e i mercati emergenti saranno i candidati naturali per la ricerca di rendimento, ma sarà necessario un approccio selettivo per fronteggiare le revisioni dei rating, i default o la ristrutturazione del debito nella fase di transizione."**

**Il coronavirus è anche il fattore scatenante di un cambiamento di regime.** Come abbiamo sottolineato in precedenza, la prossima recessione (e questo è ciò che ci aspetta nei prossimi mesi) porterà la politica monetaria e fiscale al livello successivo. **Ci sveglieremo il giorno dopo la fine della pandemia con posizioni di bilancio e monetarie che in precedenza avremmo considerato impensabili:** l'indipendenza delle banche centrali al servizio delle esigenze di bilancio, "helicopter money" e livelli di debito insostenibili, con la monetizzazione del debito come possibile via d'uscita. Una riappropriazione da parte degli Stati di alcune funzioni sociali fondamentali che sono state trascurate negli ultimi anni (sanità, ad esempio), la nazionalizzazione di alcune aziende o settori (ad esempio, alcune compagnie aeree), l'accorpamento delle attività e lo spostamento dell'attenzione dai profitti ai salari (si veda, a titolo di esempio, il dibattito negli Stati Uniti, che intendono evitare che gli stimoli fiscali vengano utilizzati per operazioni di buyback aziendali o per aumentare le retribuzioni dei CEO) saranno tutti elementi nuovi di questo nuovo regime che finiranno per avere natura inflazionistica nel lungo periodo.

In questa fase di transizione, man mano che la crisi si evolve, sarà chiaro agli investitori che **il giorno dopo la fine della pandemia si ritroveranno con rendimenti obbligazionari core più bassi e con la necessità di trovare rendimenti altrove.** Il credito e il debito dei mercati emergenti saranno i candidati naturali, ma al momento la pressione su queste classi di attivi resta elevata e non è ancora il momento per punti di ingresso aggressivi.

Sul credito, lo scivolamento dei rating delle società (dal segmento BBB Investment Grade verso il segmento High Yield) e i default sono le principali sfide in un contesto di scarsa liquidità. Nell'ambito dei rating di bassa qualità, l'attenzione è rivolta alle società in grado di sopravvivere a un blocco temporaneo dell'attività economica (meno utili/nessun utile) con costi ancora regolari e talvolta elevati (rimborsi del debito): ciò che era insostenibile prima della crisi sarà seriamente messo in discussione e si tradurrà in default.

#### Differenziale di spread US Corporate BBB - BB



Fonte: Amundi sui dati Bloomberg. Dati al 23 marzo 2020. I dati si riferiscono al differenziale di spread (aggiustato per le opzioni) tra l'indice ICE BoA US Corporate BBB e l'indice ICE BoA US Corporate BB.

**"Nel settore del credito restiamo prudenti e altamente selettivi nel segmento high yield, mentre preferiamo i titoli Investment Grade, che dovrebbe beneficiare del sostegno delle banche centrali, così come le obbligazioni periferiche."**

Per quanto riguarda i mercati emergenti, l'attuale crisi si sta sviluppando insieme al crollo del petrolio. Se da un lato la politica monetaria ha un margine di manovra sufficiente quasi ovunque (grazie al calo delle pressioni inflazionistiche), dall'altro non tutti i paesi avranno un margine di manovra fiscale adeguato per contrastare il calo dei prezzi delle materie prime e il congelamento dell'attività turistica; alcuni paesi dovranno ristrutturare il proprio debito.

La gestione attiva e la selezione saranno essenziali per gestire questa fase intermedia e, in particolare, il trade-off tra performance e liquidità. Ora più che mai, **una solida gestione della liquidità farà la differenza**. Nel credito restiamo cauti e altamente selettivi nel segmento high yield, mentre preferiamo i titoli Investment Grade, che dovrebbe beneficiare del sostegno delle banche centrali, così come le obbligazioni periferiche. La continuazione del ciclo al ribasso del mercato potrebbe essere giustificata solo da uno shock permanente per la crescita potenziale, ma questo non è lo scenario più probabile in questo momento. Ai livelli attuali dei prezzi di mercato, si prevede un tasso di insolvenza pari a circa il 10% (per il segmento High Yield statunitense) e una recessione degli utili del 10-20% nel mercato statunitense nel 2020. **Si tratta certamente di una situazione preoccupante ma non critica.**

**In termini di gestione del portafoglio, questo scenario richiede un approccio ancora prudente, poiché riconosciamo che l'avversione globale al rischio persisterà nel breve termine e spingerà ad una fuga verso i beni rifugio in una combinazione di attivi di alta qualità, difensivi e liquidi.**

**" Per le azioni, l'avvio di una fase di ripresa potrebbe iniziare a registrarsi a livello regionale/paese, in una sorta di movimento "first in first out" dall'epidemia: la Cina è un buon candidato per questo"**

**I mercati azionari resteranno sotto pressione fino a quando non si materializzeranno segnali di stabilizzazione nella curva dell'evoluzione dell'epidemia.** Sul fronte azionario, vediamo emergere opportunità in settori ciclici di qualità che potrebbero riprendersi una volta ripristinato l'interesse verso i ciclici mentre ci avviciniamo al picco della pandemia. **L'avvio di una fase di ripresa potrebbe iniziare prima a livello regionale.** Questo è il caso della Cina, che ora sovraperforma il resto del mondo (S&P 500 è sceso di quasi il 27,6% dal suo picco - dal 19 febbraio al 24 marzo - mentre il CSI300 di Shenzhen è sceso in termini di USD solo dell'11,3% nello stesso periodo) poiché ha probabilmente superato la fase peggiore della pandemia e la sua economia sta già entrando nella fase di ripresa.

**La ripresa del dollaro è temporanea, a nostro avviso, e quando ci sarà più visibilità, sarà chiaro che, considerando i diversi premi per il rischio nei mercati emergenti e la valutazione delle valute, gli investitori sono ben remunerati per il rischio di un ulteriore deprezzamento delle valute.**

Il mondo dei Real assets come al solito si comporta con un ritardo rispetto ad altri segmenti di mercato, ma non sarà immune a questa crisi. Ci aspettiamo anche qui una revisione al ribasso delle valutazioni e uno stop temporaneo di accordi/ deal sul mercato. Anche questo settore sta attraversando una fase di revisione dei portafogli con la stessa attenzione alla qualità, al prezzo/valutazione e alla possibile liquidazione effettiva di asset.

## Definizioni

- **Programma di acquisto di attivi:** Un tipo di politica monetaria in cui le banche centrali acquistano titoli dal mercato per aumentare la massa monetaria e incoraggiare i prestiti e gli investimenti.
- **Punti base:** Un punto base è un'unità di misura pari a un centesimo di un punto percentuale (0,01%).
- **Differenziale di credito:** il differenziale per il rischio pagato dalle obbligazioni societarie e dai titoli di stato con rischi più alti rispetto al cosiddetto risk free (cioè il titolo di stato senza rischi).
- **Quantitative easing (QE):** Il QE è uno strumento di politica monetaria utilizzato dalle banche centrali per stimolare l'economia acquistando attività finanziarie da banche commerciali e altre istituzioni finanziarie.
- **Volatilità:** Misura statistica della dispersione dei rendimenti di un determinato titolo o indice di mercato. Di norma, più è elevata la volatilità, più è rischioso il titolo/mercato.

## 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 contenute 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. Data di primo utilizzo: **25 marzo 2020**.