

---

La fiducia  
va meritata

**Amundi**

ASSET MANAGEMENT

---

CIO INSIGHTS | OTTOBRE 2020

# I trend della liquidità sulla scia del Covid-19: le implicazioni per la costruzione del portafoglio

---



**Pascal  
BLANQUÉ**  
Group Chief  
Investment Officer



**Vincent  
MORTIER**  
Deputy Group  
Chief Investment  
Officer

## Editoriale

*La crisi causata dal Covid-19 ha scatenato la maggior stretta di liquidità dal 2008 a oggi. A differenza di quanto avvenuto ai tempi della Grande crisi finanziaria (GCF), lo shock senza precedenti che ha colpito l'economia reale ha provocato un peggioramento repentino delle condizioni finanziarie e ha dimostrato che, in circostanze estreme, la liquidità può prosciugarsi non solo sul fronte degli attivi rischiosi, ma anche su quello degli attivi privi di rischio. Il picco della crisi si è avuto nei mesi di febbraio e di marzo. La liquidità del mercato è migliorata notevolmente da allora, ma non si è completamente normalizzata e permangono aree in cui è ancora scarsa.*

*Il settore dell'asset management si è trovato alle prese con questa crisi di liquidità e ne è uscito quasi indenne nonostante abbia risentito dei deflussi e dei repentini crolli dei prezzi degli attivi. Questa crisi ha tuttavia evidenziato ancora una volta l'importanza di una politica efficace e attiva di gestione mediante riserve di liquidità, swing pricing, stress test e l'accesso a un ampio assortimento di controparti o di strumenti che possono risultare più liquidi durante gli stress di mercato. Si tratta di un aspetto cruciale per poter assolvere ai doveri fiduciari e per essere pronti a far fronte a tutti i riscatti durante le strette di liquidità, mantenendo al contempo invariata la struttura del portafoglio nell'interesse degli investitori. Così facendo, i grandi attori internazionali che possono contare su strutture di trading globale riescono a garantire il miglior mix in termini di collegamenti alle sedi della liquidità e di relazioni con le controparti, e in circostanze estreme potrebbero diventare persino fornitori di liquidità.*

*In futuro, gli investitori faranno bene a non trascurare l'importanza della liquidità. Noi consigliamo di detenere un numero maggiore e non minore di attivi ai fini della liquidità, a prescindere dalle considerazioni sulle valutazioni (ciò riguarda i Treasury USA) e dall'apparente liquidità del mercato. La situazione attuale è caratterizzata dal disallineamento tra mercati finanziari ed economia reale, un aspetto che costituirà un punto di forte vulnerabilità e un rischio per la ripresa se verrà meno l'appetito per il rischio degli investitori. Una seconda ondata del virus, le tensioni geopolitiche che riguarderanno soprattutto le relazioni USA-Cina, nonché le storie idiosincratice riguardanti i Paesi emergenti potrebbero causare un aumento della volatilità e strette di liquidità.*

*Per quanto riguarda i mercati finanziari, tra le aree a cui fare attenzione nei prossimi mesi c'è quella della decelerazione degli stimoli monetari (anche se le banche centrali rimarranno molto accomodanti) che potrebbe causare una sorta di taper tantrum sui mercati e un possibile repricing delle aspettative d'inflazione. Un altro rischio è rappresentato dalla riduzione dell'esposizione da parte degli acquirenti speculativi che hanno sfruttato le dislocazioni di mercato all'inizio dell'anno e che ora intendono monetizzare i forti guadagni. Inoltre, in alcuni settori le valutazioni stanno diventando eccessive e potrebbero quindi scatenare alcune prese di beneficio e la liquidazione di posizioni pesanti. All'interno del settore corporate, le società fortemente indebitate potrebbero perdere l'accesso al mercato, con un picco di insolvenze e di default e gravi ripercussioni sui bilanci delle banche. Questi fattori potrebbero drenare la liquidità dai mercati e vanno monitorati con attenzione. Questo è il motivo per cui la sua gestione dovrebbe rivestire un ruolo chiave per gli investitori e per l'asset management nel suo insieme.*

*La liquidità deve essere integrata nel processo di costruzione del portafoglio in quanto rappresenta una dimensione fondamentale; ne è infatti il terzo pilastro che va ad aggiungersi al rischio e al rendimento. Gli investitori non dovrebbero più considerare la liquidità come un elemento esogeno ed ex-post, statico e misurato in modo irregolare, ma come una dimensione endogena, ex-ante e costante della costruzione del portafoglio. La liquidità dovrebbe diventare uno dei parametri chiave, e gli investitori dovrebbero fare delle ipotesi sulle future dinamiche della liquidità del mercato così come fanno per tutte le altre metriche del portafoglio. Ciò richiede un grande sforzo nella raccolta dei dati, nello sviluppo di metodologie, e nella definizione di norme e misure. La liquidità dovrebbe essere valutata a livello del portafoglio e comprendere il monitoraggio dei trade-off, ovvero il trade-off tra liquidità e rendimento, ma in questo punto del ciclo anche il trade-off tra liquidità e ritorno, qualità e rendimento.*

*Nella costruzione del portafoglio, gli investitori dovrebbero tenere a mente la distinzione tra ciò che è liquido e ciò che è quotato, e analizzare la liquidità a livello di asset class, segmento e singolo strumento. La liquidità può anche essere utilizzata per sfruttare delle opportunità che possono emergere nei periodi di stress dei mercati. Ciò è quanto è successo durante la crisi causata dal Covid-19, quando gli investitori in grado di distinguere tra liquidità e solvibilità hanno sfruttato le dislocazioni per conseguire maggiori rendimenti adeguati per il rischio. Se si entra in un periodo di rischio più alto di default, la ricerca nel comparto del credito diventa indispensabile per valutare il rischio potenziale di riduzione del capitale, ma anche quei titoli la cui valutazione di mercato non riflette il profilo di rischio del credito e pertanto offre un premio per la liquidità. Infine, gli investitori dovrebbero considerare che l'approccio alla gestione della liquidità non è universale e che quindi va personalizzato in base agli obiettivi d'investimento e alla tolleranza al rischio di liquidità.*

# Il Covid-19 e la crisi della liquidità: cosa abbiamo imparato

*“A marzo, al picco della crisi di liquidità causata dal Covid-19, le tensioni sui finanziamenti nel sistema finanziario globale hanno raggiunto i massimi dal 2008”.*

Lo scoppio della pandemia da Covid-19 ha **scatenato la crisi di liquidità più profonda dalla Grande crisi finanziaria, mettendo a nudo la fragilità dei mercati e l'importanza di una solida gestione della liquidità da parte degli investitori**. Ci sono quattro importanti lezioni che gli investitori possono imparare da questa crisi.

**LEZIONE 1: gli shock senza precedenti per l'economia reale possono causare un peggioramento repentino delle condizioni dei mercati finanziari globali.**

La liquidità nei mercati finanziari globali è stata oggetto di fortissime pressioni alla fine di febbraio/agli inizi di marzo, quando gli operatori di mercato hanno iniziato a temere che l'epidemia da Covid-19 potesse trasformarsi in una pandemia mondiale. Le misure di lockdown prese successivamente hanno gettato l'economia mondiale in una profonda recessione che non ha precedenti nella storia e che rappresenta una minaccia per la stabilità del sistema finanziario mondiale. A differenza di quanto accaduto con la Grande crisi finanziaria, **la crisi causata dal Covid-19 è nata all'interno dell'economia reale e tra gli attivi privi di rischio, minando la capacità di intermediazione degli operatori**. A marzo, al picco della crisi di liquidità causata dal Covid-19, le tensioni sui finanziamenti nel sistema finanziario globale hanno raggiunto i massimi dal 2008. Non era mai successo che l'economia passasse da una situazione di normalità a una situazione di forte stress in un solo mese, e ciò significa che rischi sconosciuti possono produrre shock estremamente rapidi sui mercati. La reazione repentina e senza precedenti delle banche centrali ha impedito che un tale shock economico scatenasse un'altra crisi finanziaria.

**Grafico 1: Le tensioni sui finanziamenti nel sistema finanziario globale non sono mai state così alte dal 2008.**



Fonte: Bloomberg, BofA, Amundi. Dati al 12 ottobre 2020. L'indicatore del rischio di liquidità è un parametro che misura le tensioni sui finanziamenti nel sistema finanziario globale prendendo come riferimento il rapporto basato sullo spread nei tassi, nel credito e nelle valute.

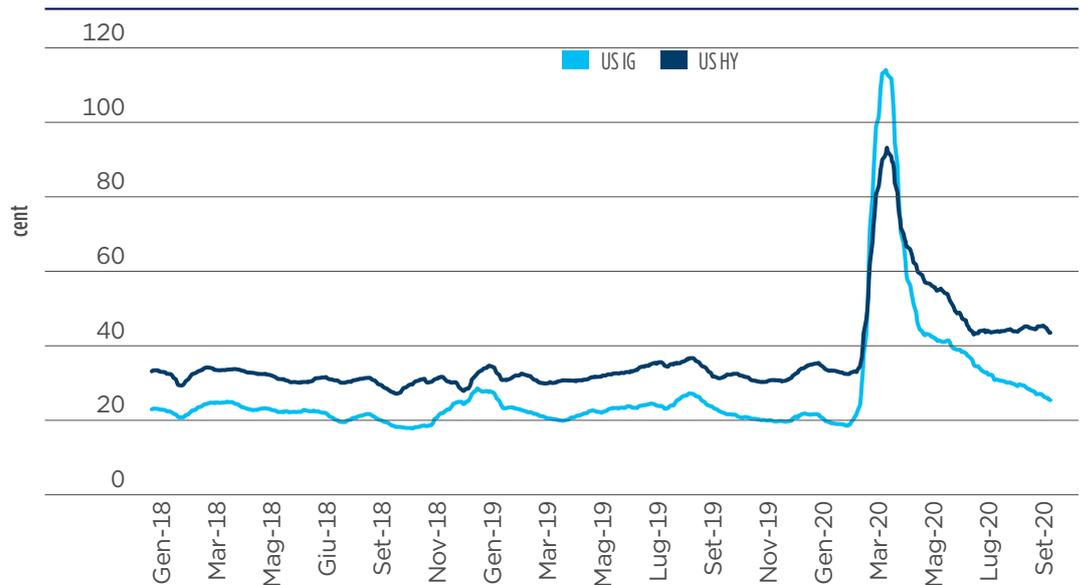
**LEZIONE 2: in circostanze estreme, la liquidità si prosciuga, con ripercussioni non solo per gli attivi rischiosi, ma anche per quelli privi di rischio.**

Durante la fase acuta della crisi causata dal Covid-19, la liquidità si è all'improvviso prosciugata. Si stima che la profondità dello S&P 500 sia diminuita di oltre il 90%, a livelli - secondo JP Morgan - peggiori rispetto a quelli osservati durante il crack del mercato azionario nel 1929. Gli spread del credito sono schizzati alle stelle e l'indice VIX sulla volatilità è salito ai massimi dal 2008. L'attività del mercato primario ha subito una battuta d'arresto nel segmento high yield (HY), in quello dei prestiti con effetto leva e in quello del debito privato. Alcuni mercati si sono prosciugati completamente, rendendo difficile l'esecuzione delle transazioni, gli spread denaro-lettera si sono ampliati nei vari segmenti del mercato, mentre i market maker hanno dimostrato una crescente avversione al rischio e una certa riluttanza nel fissare i prezzi.

Il trading elettronico ha subito una battuta d'arresto in gran parte delle classi di attivi, soprattutto per quanto riguarda l'universo del credito. In generale, sono stati colpiti anche gli strumenti liquidi come i Treasury USA. **Il repricing dei rendimenti dei Treasury**

*“Il prosciugamento della liquidità è stato aggravato dal ruolo del quantitative trading, con una volatilità record che sta costringendo a ridurre ulteriormente l’indebitamento tra le strategie quantitative e le strategie di controllo del rischio (VAR)”.*

**Grafico 2: spread denaro-lettera dei mercati delle obbligazioni IG e HY negli USA, media a 20 giorni, centesimi di dollari**



Fonte: MarketAxess, Amundi. Dati al 12 ottobre 2020.

decennali è stato circa di sei volte superiore a quello scontato ex ante nei mercati delle opzioni. Il prosciugamento della liquidità è stato aggravato dal ruolo del quantitative trading e dalle strategie di rischio che sono state costrette a vendere in un contesto di crescente volatilità. Ciò ha scatenato un loop di retroazioni negative di volatilità, illiquidità e deflussi, mettendo a nudo la fragilità sottostante dei mercati.

### LEZIONE 3: i derivati possono essere una fonte di liquidità nella ricerca di uno strumento di gestione del rischio in tempi di crisi.

Non tutti i mercati sono stati interessati nello stesso modo da questo fenomeno. Per esempio, gli indici CDS<sup>1</sup> hanno svolto la funzione di fonte alternativa di liquidità al trading e di copertura del rischio di credito. Ciò è confermato dall'improvviso aumento dei volumi delle contrattazioni dei CDS che dimostrano come i **derivati, se utilizzati saggiamente, possono essere un efficace strumento di gestione del rischio per gli investitori, contribuendo al buon funzionamento del mercato finanziario nel suo complesso** (si vedano le Q&A: il punto di vista del trading). I derivati consentono agli investitori di disporre una copertura contro i rischi indesiderati e sono uno strumento potente ed efficace di gestione del rischio. Quando i mercati sono perturbati e gli spread si ampliano, la rotazione di un portafoglio cash può diventare molto costosa. Invece è possibile costituire un'esposizione ai derivati con un modesto costo iniziale, utilizzarla come tutela nei confronti di un rischio specifico - anche per un breve periodo di tempo - e liquidarla rapidamente quando non serve più perché i derivati sono spesso più liquidi dell'attivo sottostante. Tuttavia, visto che creano un effetto leva, questi ultimi devono essere utilizzati entro un robusto framework di gestione del rischio e in combinazione con una potente infrastruttura tecnologica.

*“I derivati, se utilizzati saggiamente, possono essere un efficace strumento di gestione del rischio per gli investitori e contribuire al buon funzionamento del mercato finanziario”.*

### LEZIONE 4: quando la liquidità svanisce dai mercati, gli interventi delle banche centrali che agiscono come acquirenti di ultima istanza servono a ripristinare il funzionamento del mercato

In questo contesto di diminuzione della liquidità del mercato, le banche centrali hanno iniettato un'ampia liquidità macro. Le principali banche centrali hanno intrapreso azioni rapide e audaci, utilizzando sia strumenti convenzionali, sia strumenti innovativi per stabilizzare le condizioni della liquidità e supportare l'economia (si vedano gli interventi delle banche centrali durante la crisi da Covid-19). **Le banche centrali sono diventate de facto le acquirenti di ultima istanza dei mercati finanziari.**

<sup>1</sup> Un CDS è un accordo bilaterale tra chi acquista e chi vende protezione in cui l'acquirente si impegna a effettuare un pagamento fisso periodico al venditore in cambio di una protezione contro un evento di credito di un attivo sottostante o di un portafoglio di attivi. Il sottostante può essere un'entità di riferimento singola (CDS su nominativi singoli), un portafoglio di entità di riferimento (indice CDS) o un determinato volume di perdite in un paniere di entità di riferimento (tranche di CDS). Fonte: Federal Reserve Bank di New York.

### Gli interventi delle banche centrali durante la crisi da Covid-19

All'inizio della crisi causata dal Covid-19, le banche centrali hanno applicato le lezioni apprese durante la Grande crisi finanziaria:

- **agire rapidamente e massicciamente**, a differenza di quanto avvenne nella zona Euro nel 2008-2009, quando la reazione fu lenta e tiepida.
- **Fare tutto ciò che è necessario per mantenere funzionante l'intermediazione dei mercati finanziari e del credito**
- **fare un passo in più; questa volta hanno lavorato anche con la politica fiscale** (quest'anno gli stimoli fiscali globali dovrebbero ammontare complessivamente a circa il 3,5% del PIL mondiale). Come abbiamo indicato nel nostro [paper](#) recente, i confini tra politica fiscale e monetaria sono diventati più sfumati, e ciò ha portato a una monetizzazione de-facto del debito.
- **prevenire la fuga di capitali** dai mercati emergenti.

Inoltre, le principali banche centrali sono andate oltre i loro limiti e hanno ampliato la loro "cassetta degli attrezzi":

- **Federal Reserve USA**: ha tagliato i tassi ufficiali di 150 pb, ha rilanciato il suo programma di QE del valore di 700 mld e che ora include le **obbligazioni societarie HY**, ha riavviato le linee di swap, supportato i mercati repo e i dispositivi di finanziamento introdotti in origine nel 2008 per far fronte ai problemi di liquidità e di credito sui mercati.
- **BCE**: per far fronte all'emergenza da Covid-19 ha lanciato un programma di acquisti di titoli pubblici e privati (PEPP), dotato di un'elevata flessibilità per poter deviare dalla capital key rule; e limiti sospesi per i prestiti degli Stati dell'UE per una risposta totale all'epidemia del valore di 320 miliardi di euro.
- **BoE**: taglio dei tassi ufficiali di 65 pb; revisione del programma di QE, con acquisti extra di titoli di Stato e di obbligazioni societarie, per un totale di 645 miliardi di sterline; ha introdotto un piano di prestiti alle imprese per un totale di 330 miliardi di sterline.
- **BoJ**: ha annunciato **acquisti illimitati** di titoli di Stato e aumentato gli acquisti di azioni attraverso gli ETF; pagherà le istituzioni che erogano prestiti.
- **Banche centrali** dei mercati emergenti: le banche centrali dei mercati emergenti hanno introdotto **misure aggressive di allentamento monetario**, tagliato i tassi di riferimento ai minimi storici nonostante la debolezza delle valute e i deflussi di capitale. Alcune di loro hanno varato **misure non convenzionali di politica monetaria** per la primissima volta nella loro storia. Quindici BC dei ME hanno annunciato di aver varato nuovi programmi o di aver incrementato gli acquisti di titoli di Stato attraverso strumenti multipli per far fronte all'impatto senza precedenti del Covid-19.

Nel complesso, le banche centrali dei G4 hanno ampliato il loro bilancio di circa il 20% del PIL in soli tre mesi rispetto al 6% del primo anno della Grande crisi finanziaria. Il bilancio della Fed è aumentato di circa 3 miliardi dalla fine di febbraio e ha raggiunto i 7 miliardi di dollari a giugno. Gran parte della crescita è da ricondurre agli acquisti di titoli, soprattutto Treasury e MBS.

Le misure adottate si sono rivelate efficaci e le condizioni relative alla liquidità del mercato sono migliorate notevolmente da marzo perché le azioni delle banche centrali hanno contribuito a contenere la volatilità e a stabilizzare la liquidità dei mercati nelle diverse classi di attivi. Oggigiorno, molti mesi dopo l'inizio della crisi, il sentiment degli investitori è ritornato in un territorio dove le tensioni sono minori del solito.

### Grafico 3: il sentiment degli investitori è diventato più positivo dagli inizi di maggio



*“Le banche centrali sono diventate de facto le acquirenti di ultima istanza dei mercati finanziari.”*

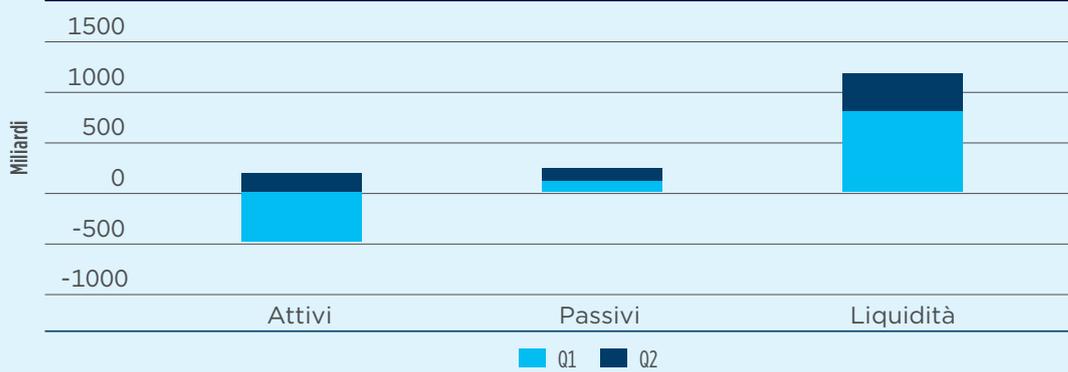
Fonte: Bloomberg, BofA, Amundi. Dati al 12 ottobre 2020. L'indicatore dei flussi è un parametro che misura il sentiment degli investitori riguardo ad azioni, obbligazioni, mercati monetari, e che viene calcolato utilizzando i flussi e i volumi degli investimenti.

## Focus: il settore dell'asset management durante la crisi causata dal Covid-19

*“Il settore dell'asset management è emerso dimagrito, ma comunque in buona salute, dalle recenti turbative dei mercati”.*

Il settore dell'asset management è stato intaccato, ma comunque in buona salute, dalle recenti turbative dei mercati. La crisi ha colpito in generale il settore dell'asset management nel primo trimestre del 2020, quando una serie di deflussi e di gravi effetti del mercato hanno avuto gravi ripercussioni sulle masse gestite. Gli investitori si sono messi alla ricerca di beni rifugio e hanno investito quantità record di denaro nei fondi del mercato monetario (oltre 1.000 miliardi di flussi nel primo semestre dell'anno), mentre hanno venduto in modo massiccio i fondi attivi, soprattutto nel primo trimestre. Buona tenuta degli ETF, con flussi netti leggermente positivi.

**Grafico 4: flussi mondiali dei fondi comuni d'investimento, 1° semestre 2020, miliardi €**



Fonte: Broadridge, Amundi. Dati al 12 ottobre 2020.

**Molti fondi hanno attivato strumenti d'emergenza per la gestione della liquidità. Solo alcuni non sono riusciti a far fronte alle richieste di riscatto oppure sono stati costretti a sospendere le contrattazioni.** Secondo Fitch Ratings, solo 117 fondi dei quasi 35.000 venduti in Europa sono stati sospesi, per un totale di circa 54 miliardi di euro di attivi interessati dalle sospensioni. Queste ultime si sono concentrate nei Paesi nordici, dove la sospensione dei riscatti è l'unico strumento di gestione della liquidità a disposizione dei fondi. Di conseguenza sembrerebbe che le normative che disciplinano i fondi di investimento abbiano funzionato come di dovere. La resilienza tra i fondi di investimento è dipesa dal supporto senza eguali delle banche centrali. Secondo i calcoli dell'agenzia di rating Fitch, dall'inizio della crisi le banche centrali hanno messo a disposizione in totale 93,8 miliardi di dollari per supportare i fondi d'investimento. Visto che la crisi causata dal Covid-19 si trascina, e che alcune società si vedono declassare il rating o vanno in fallimento per diverse ragioni (incapacità di servire il debito, ridotte opportunità di business), gli asset manager potrebbero dover far fronte a un ridimensionamento dei loro portafogli e a una nuova, possibile ondata di riscatti. Con una liquidità inferiore ai livelli pre-crisi e scarsamente presente in alcune aree del mercato, c'è il rischio che risulti difficile valutare alcuni attivi, e quindi potrebbero scattare ulteriori sospensioni dei fondi. Per proteggere gli investitori da una potenziale crisi di liquidità, gli asset manager potrebbero implementare una politica efficace e attiva di gestione della liquidità, con elevate riserve sia a livello di fondo, sia di gruppo, con uno stress testing granulare per sfruttare i punti di ingresso ed evitare una trappola di liquidità nel caso di peggioramento dell'outlook economico. Ciò potrebbe consentire agli asset manager di adempiere al loro dovere fiduciario, di essere pronti a far fronte a tutti i riscatti persino nel caso di condizioni di tensione sui mercati, e di adoperarsi per mantenere invariata la struttura del portafoglio negli interessi degli investitori più fedeli.

In questo caso, forse è giusto applicare lo slogan “grande è bello”. **I grandi asset manager con una clientela diversificata e l'accesso a differenti pool di liquidità possono essere meglio posizionati per far fronte ad altre sfide sul fronte della liquidità rispetto agli attori di piccole dimensioni con un accesso più ristretto alla liquidità e una concentrazione possibilmente più alta di attivi fra pochi investitori.** Le grandi dimensioni potrebbero però non bastare. Quando si implementano alcune idee di

*“Per una buona gestione della liquidità nei periodi di tensione è indispensabile adottare una politica di gestione attiva della liquidità, mantenere cuscinetti di liquidità adeguati e cercare di non modificare la struttura del portafoglio nonostante i deflussi, così da proteggere i clienti ancora investiti”.*

investimento, è importante selezionare con attenzione anche gli strumenti migliori dal punto di vista della liquidità. La liquidità deve diventare un elemento chiave della politica di costruzione del portafoglio che ogni asset manager dovrebbe mettere in pratica (si veda il capitolo: Il ruolo della liquidità nella costruzione del portafoglio).

## Che cosa succederà riguardo al rischio di liquidità?

Per via delle azioni delle banche centrali, **i mercati finanziari usciranno dalla crisi causata dal Covid-19 ancora più inondati di macro liquidità rispetto a com'erano all'inizio della crisi**. Tuttavia, nonostante i miglioramenti appena illustrati, rimangono delle distorsioni. In generale, la liquidità del mercato è ora più scarsa e più costosa di quanto non fosse prima dello scoppio dell'epidemia. **Di conseguenza, la liquidità rimane vulnerabile ai movimenti del mercato e alle notizie idiosincratice, e quindi potrebbe prosciugarsi in tempi rapidi, soprattutto nei mercati emergenti**.

**Tabella 1. Valutazione della liquidità dei diversi segmenti di mercato prima e dopo la crisi**

Segmento	Valutazione della liquidità rispetto al livello pre-crisi	Trend recente
Titoli di Stato	BUONA	Condizioni favorevoli
Credito IG	BUONA	Condizioni stabili rispetto alla fine del 2019. Tuttavia, la liquidità è più scarsa e più costosa ed è soggetta al rischio idiosincratice.
Obbligazioni societarie HY	ALCUNI PROBLEMI	La liquidità si è stabilizzata, anche se attorno a livelli inferiori rispetto al 2019. La liquidità è caratterizzata da una bassa resilienza e da una forte sensibilità alle storie idiosincratice.
Obbligazioni dei Mercati Emergenti	ALCUNI PROBLEMI	Alcuni problemi in aree specifiche e per le grandi dimensioni. Nel complesso la liquidità si è stabilizzata, anche se attorno a livelli inferiori rispetto al 2019. La liquidità è caratterizzata da una bassa resilienza e da una forte sensibilità alle storie idiosincratice.
Azioni dei mercati sviluppati	BUONA	La liquidità è abbondante. I volumi sono significativamente più alti rispetto ai livelli pre-Covid, nonostante l'aumento della volatilità, con un rischio maggiore di oscillazioni intra-day e un forte impatto del mercato sugli ordini
Azioni dei Paesi emergenti	BUONA	La liquidità è stabile rispetto ai livelli pre-Covid, nonostante l'aumento della volatilità, con un rischio maggiore di oscillazioni intra-day e un forte impatto del mercato sugli ordini
Valute	CATTIVA	Sia i G7, sia i mercati emergenti sono lontani dai livelli di liquidità osservati all'inizio dell'anno. La Turchia rappresenta la maggior sfida, con un ampliamento degli spread dovuto alle condizioni ancora difficili dei finanziamenti

Fonte: Amundi al 12 ottobre 2020 Unicamente a fini illustrativi, le opinioni sono soggette a cambiamenti.

La situazione attuale è caratterizzata dal **disallineamento tra mercati finanziari ed economia reale, noto anche come "il grande sganciamento dai fondamentali macro"**. Questo elemento costituirà in futuro un punto di forte vulnerabilità e un rischio per la ripresa nel caso in cui venga meno l'appetito per il rischio degli investitori. Grazie alla costante azione delle BC, la liquidità dei mercati non è più ritenuta un problema. **Tuttavia, gli investitori non dovrebbero disinteressarsi alle condizioni della liquidità**. Trigger diversi potrebbero indurli ad adottare nuovamente un atteggiamento di avversione al rischio.

Tra questi trigger, **sul fronte economico**, quelli più rilevanti sono:

- seconda ondata del virus con nuovi lockdown che bloccheranno la nascente ripresa;
- incidenti geopolitici, con rinnovate tensioni tra Stati Uniti e Cina, con un conflitto che si sposta dal fronte commerciale a quello tecnologico e che forse investirà anche la gara sul vaccino anti-Covid 19; e
- storie idiosincratice nei mercati emergenti.

**Sui mercati finanziari**, i rischi principali sono:

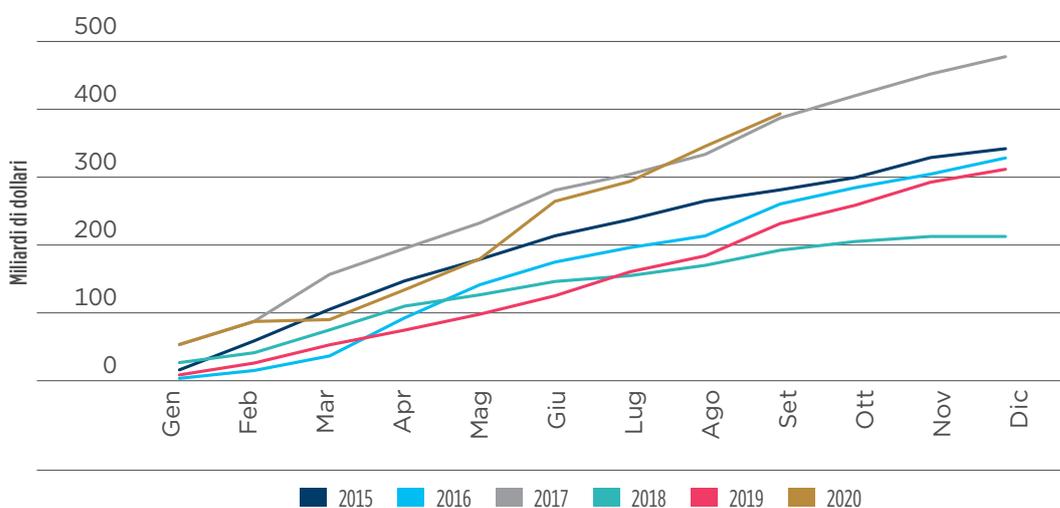
- Ora che ci avviciniamo al 2021, gli stimoli monetari potrebbero essere meno aggressivi (ma ancora molto accomodanti) in una fase in cui l'economia inizia a riprendersi. Inoltre, le aspettative d'inflazione possono cambiare così da tener conto di un rimbalzo ciclico. **Uno spostamento marginale nelle aspettative del mercato svolgerebbe la**

*“Ora che ci avviciniamo al 2021, gli stimoli monetari potrebbero essere meno aggressivi (ma ancora molto accomodanti) in una fase in cui l'economia inizia a riprendersi. Uno spostamento marginale nelle aspettative dei mercati potrebbe scatenare un aumento della volatilità”.*

**funzione di taper tantrum sui mercati drenati dalla liquidità e aumenterebbero la volatilità e le distorsioni.**

- L'altro rischio è che gli acquirenti speculativi che hanno sfruttato le distorsioni sui mercati del credito nella prima parte dell'anno con ottimi risultati, riducano la loro esposizione per realizzare i guadagni ottenuti con le loro posizioni.
- Alcune valutazioni eccessive (il settore IT ha raggiunto i massimi di tutti i tempi) e la crescente dominanza delle cinque 'super-star' USA del settore tecnologico (anche in termini di liquidità) è stata acuita dalla crisi causata dal Covid-19. Eventuali liquidazioni delle posizioni, con la fine delle operazioni di lunga durata, oppure operazioni affollate potrebbero drenare ulteriormente la liquidità dal mercato.
- Vulnerabilità del settore societario. Le società pesantemente indebitate potrebbero perdere l'accesso al mercato, scatenando potenzialmente un forte aumento di insolvenze e default, con pesanti ripercussioni sui bilanci e sul ruolo del settore bancario come fornitore di liquidità. Le emissioni di obbligazioni HY sono state massicce negli ultimi anni e di qualità altalenante, soprattutto sul mercato USA. Sarà fondamentale gestire attentamente la liquidità ed essere fortemente selettivi.

**Grafico 5. Emissioni cumulative di HY USA, miliardi di dollari**



Fonte: Bloomberg, Amundi Research Dati al 12 ottobre 2020.

*“Se la ripresa economica sarà di breve durata e registrerà un’inversione di tendenza, queste vulnerabilità potrebbero acuire l’inasprimento delle condizioni finanziarie causando una maggiore instabilità e un ulteriore prosciugamento della liquidità”.*

Tutti questi fattori potrebbero drenare la liquidità dai mercati e vanno monitorati con attenzione. Inoltre, la pandemia potrebbe intensificare alcune vulnerabilità che si sono consolidate nell’ultimo decennio o che potrebbero scatenare ulteriore volatilità sui mercati:

- attualmente, le banche sono in una posizione migliore sia in termini di capitali e di liquidità di quanto non fossero all’esordio della Grande crisi finanziaria. Tuttavia, la loro resilienza potrebbe essere messa alla prova in alcuni Paesi per via delle pesanti perdite sui mercati e nel credito, spingendole a tagliare i prestiti all’economia reale e amplificando il rallentamento dell’attività economica.
- a causa della recessione, potrebbero crearsi ulteriori tensioni per le società finanziarie non bancarie.
- alcuni mercati emergenti e di frontiera si troveranno alle prese con elevati requisiti esterni di rifinanziamento e potrebbero aver bisogno del supporto delle istituzioni internazionali per far fronte ai loro obblighi.

Questi temi saranno fondamentali nei prossimi mesi perché mettono a nudo la fragilità del sistema finanziario. **Se la ripresa economica sarà di breve durata e cederà il passo a una recessione, queste vulnerabilità potrebbero acuire l’irrigidimento delle condizioni finanziarie causando una maggiore instabilità”.** Questo è il motivo per cui la gestione della liquidità dovrebbe rimanere un aspetto cruciale per gli investitori e per l’intero settore dell’asset management.



**Matthieu GUIGNARD**  
Global Head of  
Product Development &  
Capital Markets – ETF,  
Indexing & Smart Beta

## Focus: utilizzare gli ETF per gestire la liquidità nei mercati sotto stress

Durante la crisi causata dal Covid-19, gli ETF sono riusciti a fornire un accesso continuo e una liquidità resiliente persino in quei segmenti di mercato dove il prosciugamento della liquidità è stato più acuto. Le autorità monetarie -tra cui la BoE, la Banca dei Regolamenti internazionali (BRI) e la Fed- hanno riconosciuto in questa resilienza e nel ruolo associato dei prezzi degli ETF un meccanismo di *price discovery*. **Vista questa esperienza, il ruolo degli ETF come strumento per gestire il rischio di liquidità potrebbe uscirne rafforzato.**

### La liquidità resiliente in tempi volatili

Durante le vendite a valanga di marzo, la volatilità è schizzata a livelli che non si vedevano dalla Grande crisi finanziaria. Questo fatto, unitamente alle forti pressioni a vendere, ha portato a una diminuzione della liquidità tra le classi di attivi. Gli ETF sono riusciti a offrire agli investitori un accesso istantaneo al mercato grazie ai prezzi trasparenti ed eseguibili, anche se con degli spread denaro-lettera più ampi dovuti al prosciugamento della liquidità negli strumenti sottostanti. Si stima che i volumi stimati scambiati sul mercato europeo degli ETF siano stati due-tre volte superiori alle medie del 2019, con flussi significativi scambiati sul mercato secondario. Gli ETF hanno fatto da ammortizzatori, offrendo un buffer di liquidità e consentendo una gestione flessibile del rischio. Tale ruolo è stato particolarmente rilevante nel segmento obbligazionario, dove gli investitori hanno potuto vendere gli ETF creditizi, compresi quelli High Yield, quando le operazioni con alcune delle obbligazioni liquide erano difficili o addirittura impossibili da eseguire.

### Grafico 6: ETF IG in euro, differenza media denaro-lettera



Fonte: Amundi, Bloomberg. Dati al 25 settembre 2020.

### La scoperta del prezzo nei segmenti prosciugati del mercato

La crisi causata dal Covid-19 ha anche evidenziato il ruolo di “price discovery” degli ETF. A causa del volume limitato degli scambi, i prezzi non erano eseguibili per molte obbligazioni liquide, e quindi gli investitori facevano molta fatica a valutare correttamente i portafogli e gestire il rischio. I prezzi non riflettevano quali erano le opportunità di negoziare obbligazioni. Nel frattempo, i prezzi degli ETF creditizi continuavano invece a esibire prezzi aggiornati ed eseguibili che riflettevano il prezzo di mercato delle obbligazioni sottostanti. Di conseguenza, i prezzi degli ETF hanno fornito un’indicazione del valore equo delle obbligazioni, agendo da meccanismo per la price discovery. Questo ruolo è stato riconosciuto dalla BRI, che ha concluso: “Visto lo stallo relativo dei prezzi delle obbligazioni e dei NAV, i prezzi degli ETF possono essere uno strumento utile per il monitoraggio dei mercati e offrire input preziosi ai modelli di gestione del rischio che richiedono valutazioni aggiornate, per esempio i modelli di rischio del trading book.”<sup>2</sup>. Il fatto che la Fed abbia deciso di includere gli ETF nel programma di QE è una riprova della resilienza del modello di pricing degli ETF, soprattutto perché la Fed ha indicato chiaramente che non avrebbe acquistato titoli che, a suo avviso, non avevano un valore equo. Conferma inoltre che gli ETF possono essere strumenti di stabilità finanziaria e armi potenti nella gestione del

<sup>2</sup>BRI Bollettino n.6, “The recent distress incorporate bond markets: cues from ETFs”, Sirio Aramonte e Fernando Avalos, 14 aprile 2020.

“Gli ETF possono essere uno strumento di stabilità finanziaria e un’arma potente di gestione del rischio”.

*“La liquidità, dopo il rischio e il rendimento, può essere considerata il terzo pilastro della teoria sulla costruzione del portafoglio”.*

rischio. Grazie al loro meccanismo di adeguamento del prezzo, gli ETF sono stati in grado di mantenere una liquidità continua.

## Il ruolo della liquidità nella costruzione del portafoglio

Ora ci soffermeremo su come le considerazioni sulla liquidità possano essere integrate in un'accurata analisi del portafoglio. La liquidità può essere considerata, in aggiunto al rischio e al rendimento, il terzo pilastro nella teoria sulla costruzione del portafoglio. L'analisi di portafoglio tradizionale si basa sull'assunto che tutti gli asset sono liquidi in qualsiasi momento. Tuttavia, la crisi causata dal Covid-19 ha dimostrato che un tale assunto può dimostrarsi fallace nei periodi di forte stress dei mercati finanziari. Per questo motivo, per poter effettuare un'analisi completa, la liquidità deve essere inclusa nel quadro teorico. Ci sono perlomeno tre considerazioni di cui gli investitori devono tener conto quando si accostano al tema della liquidità.

### 1. Regna ancora una certa confusione tra liquidità macro e liquidità dei mercati

- **Liquidità macro:** la liquidità ha pronunciate caratteristiche macroeconomiche e potrebbe essere identificata con diversi aggregati monetari e, più in generale, al livello del bilancio delle banche centrali.
- **Liquidità del mercato:** la liquidità nel mercato viene definita come la capacità di negoziare un grosso ordine su un determinato strumento finanziario con un impatto limitato sul prezzo. Ciò dipende dalle dinamiche dell'offerta e della domanda (flussi di fondi ad esempio) che possono variare nel corso del tempo e che sono soprattutto correlati al numero e al tipo di intermediari che negoziano un determinato titolo, al contesto di mercato o alla normativa.

**Se teniamo a mente queste due diverse definizioni di liquidità, potremmo trovarci di fronte a un paradosso: nonostante l'ampia liquidità a livello macroeconomico, essa potrebbe prosciugarsi a livello microeconomico, come abbiamo visto all'inizio di questa crisi, costringendo le banche centrali ad altre misure accomodanti per ripristinare il funzionamento del mercato.**

### 2. La liquidità è un'arma a doppio taglio: un rischio, ma anche un'opportunità

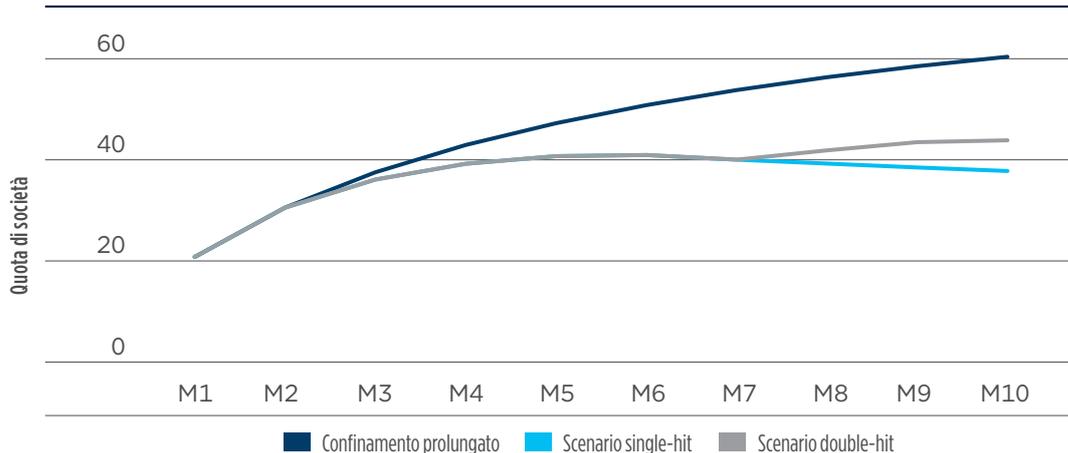
Il prosciugamento della liquidità sul mercato deve essere considerato un rischio quando si è esposti a costi elevati per via della liquidazione di alcune posizioni per far fronte alle richieste di riscatto o per ridurre i rischi di portafoglio. Infatti, a causa della penuria di liquidità nel mercato, può accadere che non si riesca a far fronte alle passività e che si debbano effettuare variazioni indesiderate alla struttura del portafoglio. Un tale scenario si è verificato dopo il 2008, quando l'abbandono delle operazioni di market-making da parte delle banche, unitamente alla ricerca affannosa del rendimento indotta dal QE, ha evidenziato l'incombente squilibrio tra attività e passività.

Tuttavia, nei periodi di dislocazione, l'illiquidità dei mercati può anche offrire delle opportunità, e in quanto tale rappresenta una fonte potenziale di alfa per gli investitori dotati di sufficienti riserve di liquidità, e quindi in grado di entrare sul mercato con una mossa “contrarian” e acquistare attivi in sofferenza dal valore intrinseco potenzialmente elevato.

Le opportunità sono emerse nel corso della crisi provocata dal Covid-19, quando gli investitori sono riusciti a operare un distinguo tra liquidità e solvibilità in quella che, perlomeno inizialmente, è stata una crisi di liquidità incentrata sulla curva del credito societario, e a sfruttare le distorsioni dei mercati per ottenere maggiori rendimenti aggiustati per il rischio. Le banche centrali stanno offrendo alle società un ponte di liquidità e un accesso al credito tramite meccanismi diversi, mentre i governi hanno predisposto degli aiuti sotto forma di sgravi fiscali. Stando a un recente [studio dell'OCSE](#), fino al 60% delle imprese lamenterebbe una penuria di liquidità in uno scenario *double-hit* (ovvero con una seconda ondata di infezioni da Covid-19) se non ci fossero interventi sul piano politico.

Tuttavia, le banche centrali non riusciranno a risolvere il **problema della solvibilità** se i ricavi delle società non saranno sufficienti. Se un *business model* è insostenibile o

*“Mantenere sufficienti livelli di liquidità non è solo un modo per mitigare i rischi in caso di peggioramento congiunturale, ma anche un'occasione per poter entrare sul mercato nelle fasi di dislocazione quando si presentano delle opportunità”.*

**Grafico 7: penuria di liquidità senza interventi politici in tre diversi scenari**

Fonte: OCSE, Amundi. Dati al 12 ottobre 2020. La quota di società si riferisce alla percentuale di società alle prese con una penuria di liquidità in tre diversi scenari. Lo scenario di confinamento prolungato prevede un brusco calo delle attività in ogni mese preso in considerazione, visto che non si conosce la lunghezza del confinamento e della transizione alla normalità. Lo scenario single-hit prevede un brusco calo dell'attività per due mesi, seguito da una transizione progressiva verso la normalità per un periodo di quattro mesi e un ritorno ai livelli di attività precisi a partire dal settimo mese dall'inizio della pandemia. Lo scenario double-hit si sovrappone con lo scenario single-hit per i primi sette mesi, ma poi modella una seconda ondata a partire dall'ottavo mese.

messo pesantemente in crisi dal distanziamento sociale e da altre nuove misure sulla sicurezza, gli stimoli monetari possono solo ritardare, ma non evitare, i default, con una "zombificazione" del settore societario. Alla fine, alcune società andranno in bancarotta, con ripercussioni sui bilanci delle banche e degli investitori istituzionali.

### 3. Quotato e liquido sono due concetti diversi

Regna una certa confusione quando si tratta di valutare la liquidità degli strumenti quotati e di quelli non quotati. Sembra esistere la convinzione che gli strumenti quotati siano liquidi, perché si presume che beneficino della presenza dei market maker e di un vasto novero di intermediari, mentre questo non è il caso degli strumenti non quotati. La realtà è invece più sfumata. Infatti, esistono degli strumenti quotati che possono essere poco richiesti, soprattutto in caso di picchi di volatilità, quando i market maker possono essere restii a operare in condizioni di mercato estreme. Esistono poi degli strumenti che sono generalmente poco liquidi. Si tratta normalmente di società a bassa capitalizzazione o di alcuni strumenti derivati i cui volumi, nonostante vengano scambiati sulle borse valori, possono essere molto esigui (ad es. opzioni quotate con date di scadenza a lungo termine). Per contro, alcuni strumenti non quotati possono invece essere molto liquidi nonostante vengano negoziati over the counter. Questo è il caso, ad esempio, degli indici CDS che, come menzionato nella lezione 3 del precedente capitolo, sono stati molto liquidi durante la crisi (si veda anche la sezione Q&A alla fine di questo documento). Secondo la Federal Reserve di New York "Oggi, gli indici CDS sono gli strumenti più diffusi per fare valutazioni sull'esposizione al rischio creditizio. Sono più liquidi, e vengono scambiati con differenziali denaro-lettera più contenuti rispetto a quelli dei panieri di obbligazioni liquide o di contratti CDS su nominativi singoli"<sup>3</sup>. Da tutte le considerazioni qui esposte si deduce che nell'attività di costruzione del portafoglio si dovrebbe tener conto della liquidità a livello di asset class, di segmento e di singolo strumento.

### Principi degli investitori attivi riguardo alla gestione della liquidità

Guardando alle lezioni che abbiamo appreso finora dalla crisi e alle principali considerazioni sul tema, crediamo che gli investitori debbano ispirarsi ad alcuni principi chiave nella loro gestione della liquidità.

Anche se la liquidità macro a disposizione è enorme, **non siate indifferenti al rischio di liquidità**. La crisi da Covid-19 ci ricorda che i disallineamenti a livello di liquidità esistono, e che c'è un trade-off tra rendimento e liquidità. È vero che la liquidità in eccesso può incidere negativamente sul potenziale di rendimento, ma la liquidità è fondamentale nei periodi di crisi.

→ Ora che stiamo entrando nella fase successiva della crisi causata dal Covid-19, fase in cui aumenteranno i default e prevarrà un clima di incertezza fino alla disponibilità di

<sup>3</sup> Fonte Federal Reserve di New York, Economic Policy Review, Volume 26, Numero 3, giugno 2020.

*“Non tutti gli strumenti quotati sono fortemente liquidi, e quelli liquidi possono sperimentare un drenaggio di liquidità nei periodi di forti turbative. Alcuni contratti non quotati, contrariamente a quanto si crede di solito, possono invece essere fortemente liquidi come nel caso degli indici CDS”.*

un vaccino, gli investitori farebbero bene a detenere più attivi, e non meno, ai fini della liquidità, a prescindere dalle considerazioni sulle valutazioni (ciò riguarda i Treasury USA) e dall'apparente tranquillità del mercato.

### **C'è da attendersi una crescente volatilità del dollaro che vede messo in discussione il suo ruolo di valuta dominante**

L'espansione dei bilanci delle banche centrali non deve mascherare il rischio di un'erosione della base globale della liquidità del dollaro USA. Ad uno a uno, i fattori che hanno favorito la crescita mondiale sono diventati negativi: le operazioni euro/dollaro si sono ridotte di numero; il crollo del prezzo del petrolio ha mandato fuori fase la pompa di riciclo dei petrodollari e trasformato l'equazione di bilancio dei produttori di petrolio in un incubo: anche l'aumento del protezionismo e del populismo, nonché la contrazione del commercio mondiale, sono fattori che hanno giocato un ruolo di primo piano. Questi trend sono stati acuiti dalla crisi provocata dal Covid-19.

→ Ciò non aiuterà molto gli investitori a capire il livello che il dollaro USA raggiungerà come valuta, ma indica piuttosto una crescente volatilità e una perturbazione della finanza/dell'economia reale.

### **Abbinare ricerca sul credito e valutazione della liquidità**

Visto che stiamo entrando in un periodo di rischio più elevato di default, la ricerca nel credito diventa indispensabile per valutare il rischio potenziale di diminuzione del capitale e per valutare quei titoli la cui quotazione di mercato non riflette il profilo di rischio del credito e pertanto offre un premio per la liquidità.

→ Visto che i periodi di correzione dei mercati possono causare una vendita indiscriminata di attivi, offrono anche un'ampia dispersione in termini di premi per la liquidità di cui possono beneficiare gli investitori attivi.

### **Far sì che le valutazioni sulla liquidità diventino un parametro chiave nella costruzione del portafoglio**

Nell'approccio tradizionale alla costruzione del portafoglio, basato sulle valutazioni del rischio e del rendimento, si dà per scontato che tutti gli attivi siano sempre liquidi, e quindi la liquidità non è un fattore preso in considerazione. Tuttavia, questo assunto è contraddetto dalla realtà. Non solo non tutti gli attivi sono liquidi, ma la liquidità è un elemento dinamico e che cambia nel corso del tempo.

→ Di conseguenza la liquidità va integrata a pieno titolo come dimensione chiave nel processo di costruzione del portafoglio. Gli investitori non dovrebbero più considerare la liquidità come un elemento esogeno ed ex-post, statico e misurato in modo irregolare, ma come una dimensione endogena, ex-ante e costante della costruzione del portafoglio. La liquidità dovrebbe diventare una delle metriche chiave, e gli investitori dovrebbero elaborare delle ipotesi sulle future dinamiche della liquidità del mercato così come fanno per tutte le altre metriche dei portafogli. La nuova frontiera efficiente deve includere il trade-off tra rischio, rendimento e liquidità.

→ Ciò richiede grandi sforzi nella raccolta dei dati, nella costruzione delle metodologie, nella definizione delle norme e delle misurazioni. Solo ciò che si può misurare si può gestire. Inoltre, visto che la liquidità non è statica, ma varia nel tempo a seconda dei cambiamenti a livello normativo, del contesto di mercato e del comportamento degli investitori, è indispensabile valutare in modo continuativo il profilo della liquidità di ogni strumento investito.

→ Una tale valutazione consentirebbe agli investitori di cercare la via migliore a livello di liquidità (e non solo a livello di rischio e rendimento) su come implementare le idee di investimento. Ciò potrebbe avvenire attraverso un CDS invece che attraverso un'obbligazione o un'azione o altri derivati.

### **Nell'approccio alla gestione della liquidità, si devono considerare tutti i trade-off**

La liquidità dovrebbe essere valutata al livello del portafoglio. In termini di rischio, ciò consente in una certa qual misura di mitigare il rischio di liquidità, con altri asset che offrono un profilo di rischio e di liquidità differente. Per quanto riguarda la generazione di alpha, i premi per la liquidità dovrebbero essere considerati una fonte di alfa che gli investitori potrebbero sfruttare combinando attivi pubblici e privati. All'interno dell'attività di costruzione del portafoglio, gli investitori dovrebbero considerare tutti i diversi trade-off inclusi nelle decisioni d'investimento. Esiste un trade-off tra mettere al sicuro il capitale per far fronte ai potenziali deflussi nei periodi di stress ed essere capaci di cogliere appieno le opportunità in modo controciclico, così come esiste un trade-off

*“La crisi causata dal Covid-19 ci ha ricordato che accadono dei disallineamenti a livello di liquidità e che esiste un trade-off tra rendimenti e liquidità. Viste le forti incertezze future, è il momento di detenere più attivi liquidi di quanto sembri necessario.”*

“La liquidità dovrebbe diventare uno dei parametri chiave nella costruzione del portafoglio. Solo ciò che si misura può essere gestito. Ecco perché è così importante valutare regolarmente la liquidità di tutti gli investimenti”.

“Qualsiasi decisione d’investimento implicherà una serie di trade-off. Il trade-off tra liquidità e performance è ora più rilevante del trade-off tra rendimento tradizionale e volatilità”.

tra mettere al sicuro il capitale nei mercati privati e sfruttare le dislocazioni in quelli pubblici.

→ Il trade-off tra liquidità e performance dovrebbe essere ritenuto più rilevante e più importante del classico trade-off tra rendimento e volatilità. Un determinato livello di liquidità implica un certo tipo di performance.

#### Aggiustare la liquidità in modo dinamico attraverso riserve di liquidità calibrate

Le crisi presentano sia rischi, sia opportunità. Pertanto, gli investitori dovrebbero adottare un approccio dinamico alla gestione della liquidità. Sul fronte dei rischi, è fondamentale calibrare le riserve di liquidità basate su stress test granulari. Ciò dovrebbe aiutare a definire le riserve necessarie a supportare le performance in un periodo di crisi. La gestione della liquidità non può essere soltanto contro-ciclica.

→ Questo è il motivo per cui una tale gestione dovrebbe essere considerata una solida disciplina di portafoglio basata su prese di beneficio sistematiche quando i prezzi salgono. Uscire dalla fase rialzista del mercato con adeguati depositi remunerati è indispensabile per beneficiare delle distorsioni dei prezzi causate dalle strette sulla liquidità. Da questo punto di vista, la gestione della liquidità dovrebbe essere considerata un’area naturale per la gestione attiva, in particolare per beneficiare del ritorno alla media (*mean reversion*).

#### Cercare di mantenere la struttura del portafoglio quanto più invariata possibile

Un tale obiettivo andrebbe perseguito nonostante le richieste di riscatto, così da proteggere i clienti che rimangono investiti (**meccanismo di swing pricing**). Il suo raggiungimento dipenderà da molti fattori, tra cui lo scenario macroeconomico, le condizioni di mercato prevalenti, lo spread denaro-lettera, e la strategia di liquidazione del fondo. Pertanto, quando si vuole ottenere della liquidità, i gestori dei portafogli dovrebbero cercare di vendere una quota di tutti gli attivi detenuti nel fondo, non solo i più facili da liquidare.

→ I costi di esecuzione degli ordini per far fronte alle numerose richieste di riscatto dovrebbero essere trasferiti agli investitori che hanno dato origine ai flussi. In questo modo chi rimane investito vedrebbe protetta la valutazione del suo investimento. Tali strumenti possono incoraggiare gli investitori a non disinvestire e dare ai gestori il tempo necessario per riposizionare i portafogli mentre sono alle prese con adesioni e riscatti.

#### Adeguare la politica di gestione della liquidità agli obiettivi d’investimento

Infine, gli investitori farebbero bene a ricordare che **l’approccio alla gestione della liquidità non è universale** e che quindi andrebbe personalizzato in base agli obiettivi d’investimento e alla tolleranza al rischio di liquidità.

**Tabella 2. Gestione della liquidità in portafogli multi-asset (MA)**

	Portafogli MA orientati al reddito	Portafogli conservativi liquidi (ad es. fondi OICVM)	Portafogli growth diversificati liquidi	Attività istituzionali con attivi illiquidi
% approssimata degli attivi potenzialmente illiquidi (più di una settimana per la liquidazione) per portafoglio e tipo	20%	10%	5%	A volte categorie separate per gli attivi illiquidi (ad es. settore immobiliare, infrastrutture, debito privato). Normalmente 5%-15% a seconda del benchmark/del profilo di rischio
Condizioni normali cuscinetti di liquidità	2%	4%	5%	5%
Condizioni di stress cuscinetti di liquidità	4%	8%	10%	10%
Tipi di attivi utilizzati per fornire liquidità	Cash, fondi del mercato monetario, Treasury, azioni			

	Portafogli MA orientati al reddito	Portafogli conservativi liquidi (ad es. fondi OICVM)	Portafogli growth diversificati liquidi	Attività istituzionali con attivi illiquidi
Commenti sulla gestione della liquidità	Gli attivi destinati a rimanere totalmente liquidi rappresentano una quota relativamente modesta rispetto alle altre strategie MA a causa delle esigenze di distribuzione del reddito. Focalizzazione sul miglioramento del DTS (mantenendo l'esposizione ai mercati emergenti e alle obbligazioni HY), crescente qualità dei crediti	La qualità del credito viene generalmente mantenuta elevata, preferenza per un impiego del bilancio DTS nell'area dei titoli di Stato, dove le BC possono intervenire meglio (ad es. BTP)	Di solito aumenta solo il livello di cash rispetto alla media per ridurre l'utilizzo del capitale proprio, ma il rapporto delle attività liquide è tra i più alti nel range MA.	A seconda delle dinamiche dei flussi, per sventare un'eventuale crisi di liquidità, l'uso del contante può essere aumentato fino a superare i normali livelli target.

Fonte: Amundi al 12 ottobre 2020.



**Gianluca MINIERI**  
CEO of Amundi  
Intermediation UK  
and Ireland

## Q&A: l'opinione del trading desk sulla liquidità

### Quale è la sua valutazione della crisi causata dal Covid-19 nell'ottica di un trading desk?

Per via dello scoppio della pandemia da Covid-19, il primo semestre del 2020 è stato uno dei periodi di maggior attività per i trading desk dalla stretta creditizia del 2008. A febbraio e a marzo, in linea con l'andamento del virus, i mercati finanziari sono stati disfunzionali. Per alcune settimane tra la fine di febbraio e la metà di marzo, il trading elettronico si è interrotto nella maggior parte delle classi di attivi, soprattutto nello spazio del credito, dove la scoperta del prezzo e della liquidità sono avvenute perlopiù tramite *voice trading*. Abbiamo assistito a tre fasi:

- tra la fine di febbraio e gli inizi di marzo, i volumi delle contrattazioni sono aumentati vertiginosamente perché gli investitori hanno reagito al nuovo scenario ribilanciando in modo consistente i loro portafogli e mettendo in atto strategie di copertura. La liquidità è diventata più costosa ma non ha superato il picco del 2008. Ciò sta a indicare che il mercato ha funzionato ragionevolmente bene e che i market maker sono riusciti a far fronte alla crescente domanda di liquidità.
- a marzo, quando la crisi è peggiorata ovunque, il prezzo della liquidità è schizzato alle stelle perché gli operatori hanno iniziato a ridurre l'offerta per via delle difficili condizioni di finanziamento.
- all'inizio di aprile, i volumi di trading sono risaliti a livelli leggermente superiori ai valori pre-Covid, supportati principalmente dagli interventi delle banche centrali. La liquidità ha iniziato a essere più abbondante, e il suo prezzo è ritornato a livelli

analoghi, seppur ancora leggermente superiori, a quelli osservati prima della crisi causata dal Covid-19.

### Qual è stato il comportamento degli operatori del mercato durante la crisi?

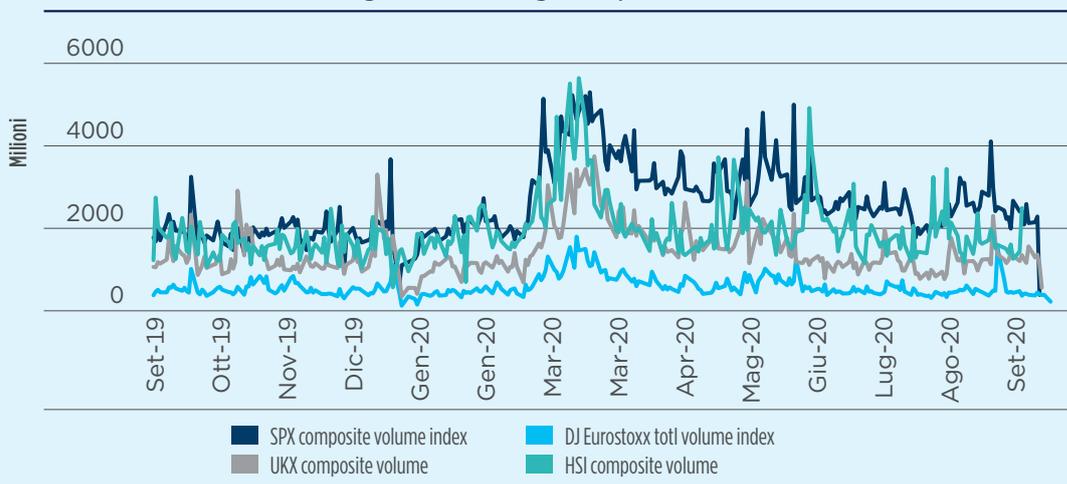
Man mano che i mercati finanziari diventavano volatili e illiquidi, i market maker hanno iniziato a essere restii a indicare un impegno di prezzo sulle piattaforme elettroniche. Tuttavia, buona parte delle banche d'investimento più grandi ha continuato a fornire la liquidità a buon prezzo, supportando de facto i mercati finanziari ed evitando un loro ulteriore peggioramento. Per contro, i broker e le banche più piccole sono apparsi più avversi al rischio, e il loro supporto è svanito quando le real money firm ne avevano più bisogno. Ciò dimostra che non tutti i fornitori di liquidità sono egualmente affidabili.

### Com'è ora la situazione in termini di liquidità del mercato riguardo alle azioni?

Quando sono state smantellate le misure di lockdown ed è iniziata la lenta ripresa delle economie, la liquidità è migliorata in tutte le classi di attivi, e i volumi delle contrattazioni sono ritornati ai livelli pre-Covid in gran parte dei mercati. Per quanto riguarda le azioni, da inizio anno a oggi i volumi globali evidenziano un incremento, pur rimanendo più bassi rispetto al picco di marzo. Nell'ambito delle azioni americane, i volumi evidenziano un aumento del 34% rispetto ai livelli pre-Covid 19, ma comunque inferiori del 54% rispetto al picco di marzo. C'è stata una ripresa analoga in Europa, nel Regno Unito e in Asia, anche se il confronto.

*“Per alcune settimane tra la fine di febbraio e la metà di marzo, la liquidità del mercato è svanita dalle piattaforme di trading elettronico perché i market maker sono diventati sempre più avversi al rischio e restii a fare il prezzo”.*

**Grafico 8: volumi di trading delle azioni globali, azioni in milioni**



Fonte: Bloomberg, Amundi. Dati al 12 ottobre 2020.

*“Il ruolo degli indici CDS è stato fondamentale come fonte alternativa di liquidità sia a livello di operazioni, sia a livello di copertura nei confronti del rischio di credito”.*

### Qual è stato l'impatto della crisi sul mercato del credito?

Sul fronte del credito, abbiamo assistito a un ampliamento selvaggio degli spread nei mesi di febbraio-marzo, a cui è poi seguito un ampio ritracciamento. All'apice della crisi, i dealer hanno fatto fatica a offrire liquidità mentre erano impegnati a scaricare il rischio dai loro portafogli. **Il ruolo degli indici dei CDS è stato fondamentale** come fonte alternativa di liquidità sia a livello di operazioni, sia a livello di copertura nei confronti del rischio di credito. Infatti, i volumi degli scambi degli indici CDS sono aumentati sensibilmente in questo periodo, sia internamente, sia sul mercato in generale.

Nel secondo trimestre del 2020, il volume del debt capital market internazionale europeo (DCM) è salito globalmente del 71% rispetto allo stesso periodo del 2019. **Ciò dimostra che, nonostante il picco di volatilità e la riduzione del livello globale di liquidità, i mercati dei capitali hanno funzionato bene durante le turbolenze, svolgendo un ruolo essenziale, insieme agli emittenti, nel collegare chi fornisce e chi assorbe liquidità, così da soddisfare le esigenze di finanziamento e il fabbisogno di rifinanziamento.** Negli ultimi mesi, le condizioni della liquidità sono migliorate sui mercati del credito, dove il volume quotidiano medio degli scambi è salito in modo significativo sia nel segmento Investment Grade, sia in quello High Yield. Gli spread si sono ristretti in modo significativo rispetto al picco di marzo, anche se rimangono più ampi rispetto ai livelli pre-Covid. In

*“La liquidità sui mercati valutari rimane al di sotto dei livelli pre-crisi, con aree di vulnerabilità”.*

un certo senso, la crisi ha costretto i mercati del credito a ritornare a un approccio più basato sui fondamentali, con un repricing parziale del rischio, dopo essere stati guidati a lungo dai fattori tecnici.

### **Qual è la sua opinione sulla liquidità nei mercati valutari?**

Per quanto riguarda i mercati valutari, anche in questo caso le condizioni della liquidità sono migliorate ma non al punto da ritornare ai livelli antecedenti allo scoppio della pandemia. I volumi rimangono in genere modesti (a maggio hanno toccato i minimi degli ultimi 15 anni), anche se hanno messo a segno una ripresa a giugno, quando i mercati hanno iniziato a scontare il rischio di una seconda ondata del virus. Ciò mostra come gli importi da liquidare durante le fasi di risk-off possano essere elevati, ponendo un rischio continuo per i mercati valutari. Tuttavia, nonostante i miglioramenti appena illustrati, rimangono delle distorsioni. Secondo le stime di JP Morgan, in termini assoluti la profondità del mercato valutario è circa del 35% inferiore ai livelli pre-Covid.

### **Conclusione**

La liquidità continua a essere vulnerabile ai movimenti dei mercati e alle notizie idiosincratice che ne potrebbero causare un rapido prosciugamento. È importante che gli investitori abbiano accesso a fonti multiple di liquidità. A tal riguardo, i grandi attori internazionali dotati di organizzazioni di trading globali sono quelli maggiormente in grado di garantire il miglior mix di collegamento alle sedi della liquidità e di relazioni con le controparti.

## Definizioni

- **Alpha:** L'extrarendimento rispetto al rendimento atteso del mercato aggiustato per il beta; un alfa positivo suggerisce un valore rettificato per il rischio aggiunto dal gestore rispetto all'indice.
- **Programma di acquisti degli attivi:** un tipo di politica monetaria in cui le banche centrali acquistano i titoli dal mercato per aumentare l'offerta di moneta e per agevolare i prestiti e gli investimenti.
- **Punti base:** un punto base è un'unità di misura pari a un centesimo di punto percentuale (0,01%).
- **Differenziale denaro-lettera:** la differenza tra il prezzo più alto che un acquirente è disposto a pagare per un attivo e il prezzo più basso che il venditore è disposto ad accettare.
- **Rating delle obbligazioni:** se i rating forniti da Moody's e da S&P differiscono, viene utilizzato il più alto dei due. I rating delle obbligazioni sono ordinati dal più alto al più basso nel portafoglio. Se ci si basa sui parametri utilizzati da S&P, da AAA (il massimo rating possibile) a BBB le obbligazioni sono considerate investment grade, da BB fino ai rating più bassi sono considerate non-investment grade. Le disponibilità liquide equivalenti e alcune obbligazioni possono non avere un rating.
- **Credit Default Swap (CDS):** un CDS è un contratto finanziario swap che prevede l'impegno del venditore a effettuare un pagamento all'acquirente nell'evento di un default o di un altro evento creditizio.
- **Spread del credito:** differenziale tra il rendimento di un'obbligazione creditizia e il rendimento dei Treasury. Lo spread aggiustato per le opzioni è una misura dello spread aggiustata in modo da tener conto di possibili opzioni incorporate.
- **Tasso di default:** la percentuale degli emittenti che non è riuscita a pagare gli interessi o il capitale nei 12 mesi precedenti. Tasso di default basato sugli indici BofA. L'universo è composto da emittenti facenti parte dell'indice corrispondente nei 12 mesi precedenti alla data del default. Gli indici presi in considerazione per il mercato societario sono ICE BofA.
- **Fallen angel:** un "Fallen angel" è un'obbligazione alla quale era stato assegnato un rating investment-grade, ma che è stato poi ridotto allo stato di obbligazione spazzatura per via dell'indebolimento delle condizioni finanziarie dell'emittente.
- **Valute:** i mercati valutari sono mercati dove i partecipanti possono vendere e comprare valute.
- **Profondità del mercato:** è la capacità del mercato di sostenere ordini di mercato relativamente grandi senza ripercussioni sul prezzo del titolo.
- **Market maker:** gli intermediari finanziari che inseriscono quotazioni di acquisto/di vendita per dare liquidità a uno strumento finanziario. I market maker acquistano e vendono per conto proprio (e come tale, questa attività può essere ad alta intensità di capitale) con l'obiettivo di trarre profitto dal differenziale denaro-lettera.
- **MBS, CMBS, ABS:** Mortgage-backed security (MBS), commercial mortgage-backed security (CMBS), asset-backed security (ABS).
- **Spread aggiustato per l'opzione (OAS):** misura il differenziale tra un titolo a reddito fisso e il tasso di rendimento privo di rischio, che viene aggiustato per prendere in considerazione un'opzione incorporata.
- **Quantitative easing (QE):** il Quantitative easing (QE) è uno strumento di politica monetaria utilizzato dalle banche centrali per stimolare l'economia mediante l'acquisto di attivi finanziari da parte delle banche commerciali e di altre istituzioni finanziarie.
- **Spread:** il differenziale tra due prezzi o tassi di interesse.
- **Solvibilità:** la solvibilità è la capacità di una società di far fronte ai debiti e alle obbligazioni finanziarie a lungo termine.
- **Volatilità:** una misura statistica della dispersione dei rendimenti per un dato titolo o indice di mercato. Di solito, maggiore la volatilità, maggiore il rischio del titolo/del mercato.
- **VIX:** VIX è l'indice che misura la volatilità delle opzioni del mercato di Chicago (CBOE). L'indice VIX misura le aspettative di mercato della volatilità a breve termine sullo S&P 500 (azioni americane).

## Contributi



**Claudia  
BERTINO**  
*Head of Amundi  
Investment Insights  
Unit*



**Laura  
FIOROT**  
*Deputy Head  
of Investment  
Insights Unit*



**Francesca  
PANELLI**  
*Amundi Investment  
Insights Unit  
Specialist*



**Francesco  
SANDRINI**  
*Head of Balanced,  
Income & Real  
Return*

---

### 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. 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: 26 ottobre 2020.

Chief Editors

**Pascal BLANQUÉ**  
*Chief Investment Officer*

**Vincent MORTIER**  
*Deputy Chief Investment Officer*



<http://www.amundi.it>

**Amundi**  

---

**ASSET MANAGEMENT**