

USA: Covid-19 e guerra sul petrolio richiedono un'azione decisiva. La Fed si muove per alleviare lo stress finanziario



Christine TODD

Head of Fixed Income, US



Marco PIRONDINI

Head of Equities, US
Portfolio Manager



**Paresh
UPADHYAYA**

Director of Currency

- **L'incertezza circa l'entità e la durata della crisi sanitaria globale sta trainando la volatilità e testando la liquidità** nei mercati finanziari mondiali. Oltre all'interruzione della catena di approvvigionamento e al crollo della domanda a causa del coronavirus, è stato registrato un ulteriore, e anche grave, shock di offerta negli Stati Uniti e nell'economia globale. L'OPEC a guida saudita ha avviato una guerra sul prezzo del petrolio con i grandi produttori di petrolio non-OPEC, mettendo gli investitori in allerta per una recessione globale e aumentando le probabilità di una recessione negli Stati Uniti.
- **Banche centrali in azione: domenica 15 marzo l'azione coordinata tra le banche centrali del G-10 e l'importante annuncio della Federal Reserve sul taglio a zero dei tassi di interesse e sull'allentamento quantitativo, mirano a stabilizzare la liquidità e la fiducia del mercato.** La Fed ha anche ridotto a zero i coefficienti di riserva obbligatoria per le banche, liberando così la liquidità per le banche del paese. Ciò consente alle banche di concedere più prestiti e migliora i loro margini perché la liquidità si sposta da un impiego a un tasso prossimo allo zero sulle riserve bancarie verso asset a rendimenti più elevati. Ciò avviene dopo il significativo impegno della Fed di venerdì a infondere 1.500 miliardi di dollari nei mercati dei capitali a breve termine.
- **Le misure di ieri notte non sono state in grado di tranquillizzare i mercati finanziari.** Le azioni stanno registrando perdite significative in Europa, la volatilità sta raggiungendo livelli record toccati durante la Grande Crisi Finanziaria e il rendimento degli US Treasury è in discesa. Queste misure mirano a ripristinare la liquidità nel sistema, alleviare lo stress finanziario ed evitare che il segmento produttivo dell'economia soffra di uno shock permanente. Tuttavia, queste misure possono fare poco per sostenere la domanda o ripristinare la catena di approvvigionamento: reazioni esagerate e volatilità permarranno fintanto che le misure di contenimento non produrranno qualche effetto, gli stimoli fiscali non diventeranno più importanti e coordinati (ci aspettiamo misure dall'Econfin di oggi) e non avremo prospettive sullo sviluppo di una terapia farmacologica.
- **I mercati stanno osservando anche quanto successo in Cina. Dati rilasciati di recente mostrano che la produzione industriale, le vendite al dettaglio e le spese in conto capitale sono crollate nei primi due mesi dell'anno.** Ora l'attività si sta riprendendo ma i danni sono stati elevati e ciò è quanto i mercati si aspettano per il resto del mondo che si trova a fronteggiare ora il Covid-19. Poco conforto è previsto per i mercati fino a quando in Cina non si materializzeranno segnali più concreti di ripresa, che indichino la possibile strada da percorrere.
- **È l'ora della politica fiscale.** Tutti gli occhi sono puntati su Washington e su una potenziale politica fiscale più espansiva oltre a quella già approvata dalla Camera dei Rappresentanti. Proseguire con lo stimolo fiscale da parte del ramo esecutivo e del Congresso degli Stati Uniti - e dei governi di tutto il mondo - sarà fondamentale per supportare e accelerare l'azione delle banche centrali.
- **Siamo incoraggiati dalla significativa iniezione di liquidità e dall'apparente coordinamento delle azioni delle banche centrali. In attesa della risposta del mercato e della politica fiscale, continueremo - con determinazione e pazienza - a mantenere alta l'attenzione su liquidità ed elevata flessibilità.** Gli investitori attivi di lungo periodo dovrebbero continuare a individuare con attenzione quei titoli non correttamente prezzati e a riposizionare i portafogli per garantire elevata liquidità e trarre vantaggio dalla dislocazione dei prezzi degli asset, a vantaggio dei rendimenti degli investimenti nel lungo periodo.

La Federal Reserve in azione per alleviare lo stress finanziario

Riducendo i tassi di 100 punti base a quasi zero domenica 15 marzo, la Fed ha enfatizzato gli effetti dell'epidemia da coronavirus sulla crescita a breve termine e i rischi sulle prospettive economiche a lungo termine. La Fed ha annunciato che i tassi rimarranno a livelli prossimi allo zero fintanto che il Comitato "è fiducioso che l'economia abbia resistito agli eventi recenti ed è sulla buona strada per raggiungere i suoi obiettivi di massima occupazione e stabilità dei prezzi". **In risposta al grave inasprimento delle condizioni finanziarie, la Fed ha anche avviato il suo programma di Quantitative Easing (QE)**, aumentando immediatamente gli acquisti in titoli del Tesoro di 500 miliardi di dollari e in titoli legati alle cartolarizzazioni dei mutui di 200 miliardi. La Fed ha annunciato il suo obiettivo di sostenere il flusso di credito a famiglie e imprese. Possiamo aspettarci da parte della Fed un continuo reinvestimento dei rimborsi di titoli delle agency e di titoli garantiti da mutui. È importante sottolineare che la Fed, insieme ad altre cinque banche centrali del G10, offrirà condizioni più interessanti per le linee di swap in USD, con l'obiettivo di prevenire interruzioni nei mercati di finanziamenti in dollari.

“L'iniezione di liquidità può fare molto per alleviare lo stress finanziario.”

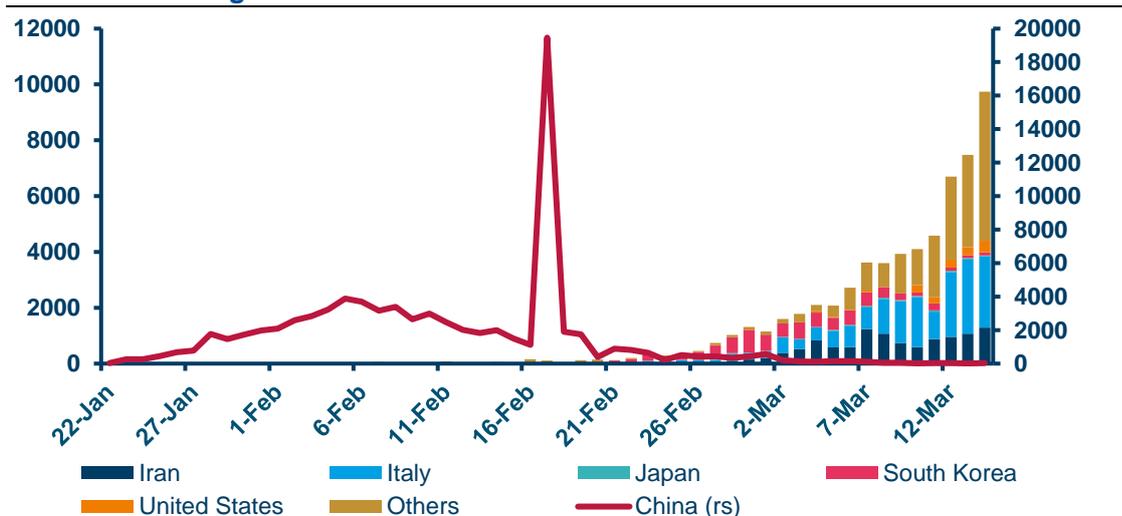
Le azioni della Fed della fine della scorsa settimana e di questo fine settimana servono a far fronte al restringimento delle condizioni finanziarie, al **forte calo dei tassi reali e al crollo delle aspettative di inflazione al di sotto dell'1%**. Infine, l'immissione di liquidità può fare molto per alleviare lo stress finanziario nei mercati monetari e restringere significativamente il premio pagato per i finanziamenti in USD.

Tre fasi dell'epidemia: adesso siamo nel mezzo della fase 2, alla ricerca della ripresa

Lo shock iniziale dell'infezione da Covid-19 e l'incertezza attorno al suo contenimento e al potenziale impatto sull'economia cinese sono stati caratterizzati dalla "fase 1" della risposta del mercato. I titoli rifugio come i Treasury americani si sono apprezzati e la curva dei rendimenti si è appiattita quando molti investitori hanno cercato di ridurre il rischio temendo l'impatto economico delle interruzioni della catena di approvvigionamento. I mercati azionari, difendendo i massimi storici, sono stati meno turbati dalla "emergenza sanitaria globale" e sostenuti dagli utili societari e dalla continua crescita economica.

Siamo ora in una fase più grave della crisi, con un'infezione in espansione affrontata con misure di contenimento generalmente rapide e severe. Negli Stati Uniti, le azioni proattive sono state in gran parte limitate a singoli Stati e alle restrizioni di viaggio che interessano i cittadini non statunitensi che arrivano negli Stati Uniti dall'Europa. I dati sui sondaggi indicano una crescita nettamente più debole in Cina e, in modo significativo, per l'economia globale. La volatilità è aumentata vertiginosamente, con i meccanismi di interruzione di borsa statunitensi che si sono innescati due volte durante la scorsa settimana e i rendimenti dei titoli del Tesoro a 10 anni che hanno superato il segno dello 0,40%, 1,50% in meno rispetto all'inizio dell'anno. Gli spread creditizi si sono notevolmente ampliati.

Casi confermati giornalmente di Covid-19



Fonte: World Health Organization Daily Situation report. Dati al 14 marzo 2020.

“Una massiccia risposta politica dovrebbe essere in grado di stabilizzare i mercati e un fattore decisivo potrebbe essere la prospettiva di un vaccino e/o di una cura.”

Come comunità globale, **auspichiamo che arrivi la fase finale del recupero, quando l'incidenza dell'infezione si abbasserà e i recuperi accelereranno. I mercati dovrebbero trarre sollievo, soprattutto se esisterà la prospettiva di vaccinazioni e / o trattamenti.** I mercati e la crescita possono riprendersi con il doppio sforzo di banche centrali e governi su stimoli fiscali, con minore dipendenza e impatto dalle misure monetarie. Il Congresso degli Stati Uniti e il ramo esecutivo devono trovare un terreno comune per fare tutto il possibile per contenere la diffusione e l'impatto del virus. È necessario un accordo bipartisan per attuare programmi come prestiti mirati, differimenti fiscali, riduzioni delle imposte sui salari, assistenza sanitaria e congedi per malattia retribuiti. Alla fine, potrebbero esserci alcuni cambiamenti nelle catene di approvvigionamento e nei comportamenti a lungo termine dei consumatori. Riteniamo che la maggior parte dell'impatto legato al virus sui mercati globali sia transitorio, più grave nella prima metà del 2020 e probabilmente perderà intensità nel terzo trimestre.

Lo Shock sull'offerta di petrolio si innesta sullo shock da domanda del coronavirus

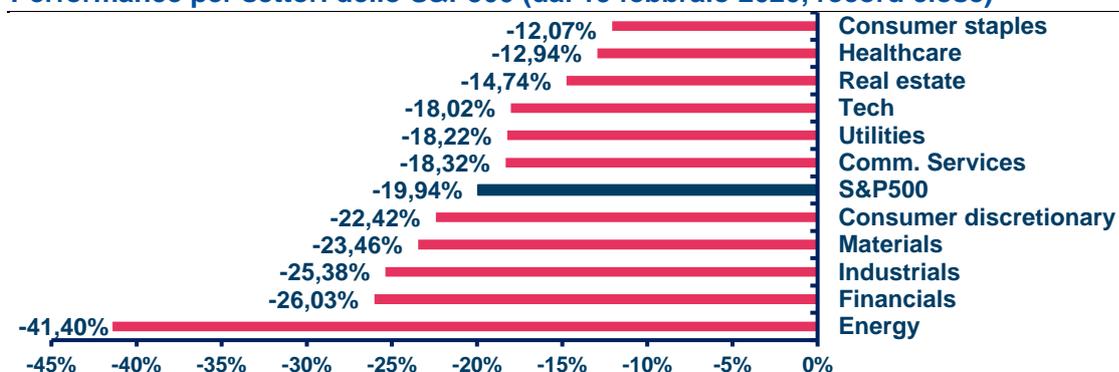
Mentre la diffusione del Covid-19 grava pesantemente sulla domanda di petrolio, i negoziati tra Arabia Saudita e Russia si sono interrotti. La Russia ha rifiutato di ridurre la produzione e l'Arabia Saudita ha risposto non solo aumentando la produzione, ma offrendo anche petrolio a un prezzo scontato inferiore a \$ 35 al barile. I prezzi del petrolio sono crollati di oltre il 25% e abbiamo assistito al più grande calo giornaliero dalla prima guerra del Golfo nel 1991.

La caduta dei prezzi del petrolio potrebbe avere un impatto misto sull'economia americana. L'impatto negativo immediato sarà una recessione energetica se i prezzi del petrolio rimarranno a questi livelli nei prossimi mesi. Le società di esplorazione e produzione sono particolarmente vulnerabili, con elevati costi di estrazione, debito significativo e crescenti preoccupazioni legate alla liquidità. I fallimenti delle imprese in questo settore impatteranno sulle spese in conto capitale (il settore energetico contribuisce per circa il 5% del capitale investito totale), pari allo 0,5% del PIL. I mercati del lavoro e del credito degli Stati Uniti sono vulnerabili a una recessione energetica poiché il settore impiega 640.000 lavoratori, ovvero circa lo 0,5% della forza lavoro totale. L'ultima recessione energetica si è verificata nel 2015-2016 quando il forte calo dei prezzi del petrolio ha portato a una riduzione del 25% del capitale investito; gli economisti stimano 110 mila perdite di posti di lavoro a questo livello di calo di degli investimenti.

Alcuni di questi effetti negativi saranno compensati dall'impatto positivo di una "riduzione delle tasse" sul consumatore per i prezzi del petrolio più bassi, che potrebbero stimolare la spesa. Le aziende del tabacco e le case automobilistiche tendono a beneficiare di prezzi più bassi presso la pompa, dove viene venduta la maggior parte delle sigarette. Inoltre, i prezzi più convenienti del carburante possono compensare parte delle turbolenze legate al virus per le compagnie aeree e per l'industria della navigazione, oltre a favorire i settori agricoli e manifatturieri in difficoltà.

I mercati finanziari stanno pesando maggiormente i fallimenti del settore energetico rispetto all'aumento dei consumi e alla riduzione dei costi. Gli spread del credito continuano ad allargarsi, guidati dal settore energetico, e i mercati azionari stanno raggiungendo nuovi minimi.

Performance per settori dello S&P500 (dal 19 febbraio 2020, record close)



Fonte: Amundi on Bloomberg data, al 13 marzo 2020.

“Sui mercati finanziari pesano più i fallimenti nel settore energetico rispetto all'aumento dei consumi e alla riduzione dei costi.”

“La possibilità di una recessione negli Stati Uniti è aumentata, ma non è il nostro scenario base.”

Non una recessione da manuale

Stiamo navigando in territori sconosciuti, con l'attuale crisi scatenata da una malattia altamente infettiva ed esacerbata dalla sovrapposizione di elezioni presidenziali americane e da una battaglia internazionale per il dominio del bene più prezioso del mondo. I rischi attuali sono diversi dalle recessioni "normali" che emergono da condizioni come un investimento eccessivo, bolle finanziarie, stretta di liquidità, consumatori in affanno o inflazione in aumento. La mancanza di un copione per la risposta politica e l'assenza di precedenti rendono difficile prevedere l'entità, la durata o la probabilità di una recessione. La possibilità di una recessione negli Stati Uniti è aumentata, ma non è il nostro scenario di base. Prima dell'attuale crisi, il PIL globale stava mostrando segnali di miglioramento. Negli Stati Uniti, i consumatori erano fiduciosi e propensi alla spesa e le piccole imprese erano ottimiste e investivano, guidando una crescita costante. Il doppio colpo di una pandemia e il crollo dei prezzi delle materie prime ha invertito lo slancio e aumentato le prospettive di crescita negativa nel secondo trimestre. **Poiché prevediamo che la minaccia del virus diminuirà nei prossimi mesi, è probabile che la recessione sia poco profonda.**

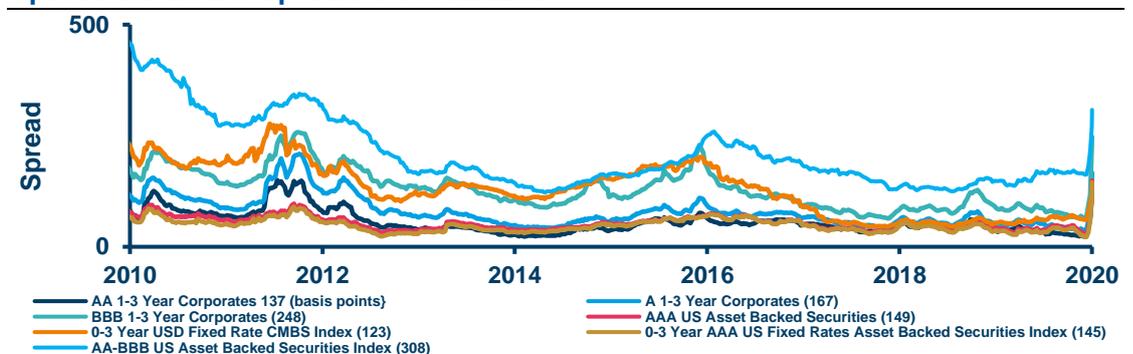
Al momento non esistono forze recessive come investimenti eccessivi, una Fed aggressiva e picchi dei prezzi del petrolio, e non prevediamo un prolungato ridimensionamento della spesa dei consumatori in intrattenimento, ristorazione e viaggi. **Un continuo incremento di richieste di rifinanziamento e il calo dei prezzi del petrolio sono altri due fattori che mitigano il rischio di una recessione economica negli Stati Uniti.** Le richieste di prestiti ipotecari per il rifinanziamento sono aumentate del 223% su base annua e il forte calo dei prezzi del petrolio all'ingrosso suggerisce risparmi significativi in quanto il prezzo del petrolio al dettaglio potrebbe avvicinarsi a \$ 2,00 al gallone.

Reddito fisso: opportunità selettive sul credito, con focus sulla liquidità

Attendiamo livelli elevati e continuativi di volatilità nei mercati del reddito fisso, piuttosto che perdite permanenti. Sebbene esistano vulnerabilità, in particolare nel settore energetico (esplorazione e produzione), ci aspettiamo che i fondamentali recuperino la stabilità pre-coronavirus e che le valutazioni rimbalzino. **Gli spread del credito si sono notevolmente ampliati e il reddito fisso statunitense è negoziato a forte sconto.** Sebbene possa esserci ulteriore spazio per movimenti degli spread, vi sono indubbiamente opportunità significative di guadagno quando tornerà maggiore chiarezza. I premi sul rendimento del credito societario si stanno avvicinando a quelli registrati durante la crisi energetica del 2015 e sono pari quasi a due terzi del livello registrato durante la Grande Crisi finanziaria (GFC). Con il sistema bancario e le condizioni di liquidità significativamente più forti rispetto alla Grande Crisi, riteniamo che gli spread societari siano selettivamente interessanti, soprattutto per gli emittenti di qualità più elevata e più liquidi.

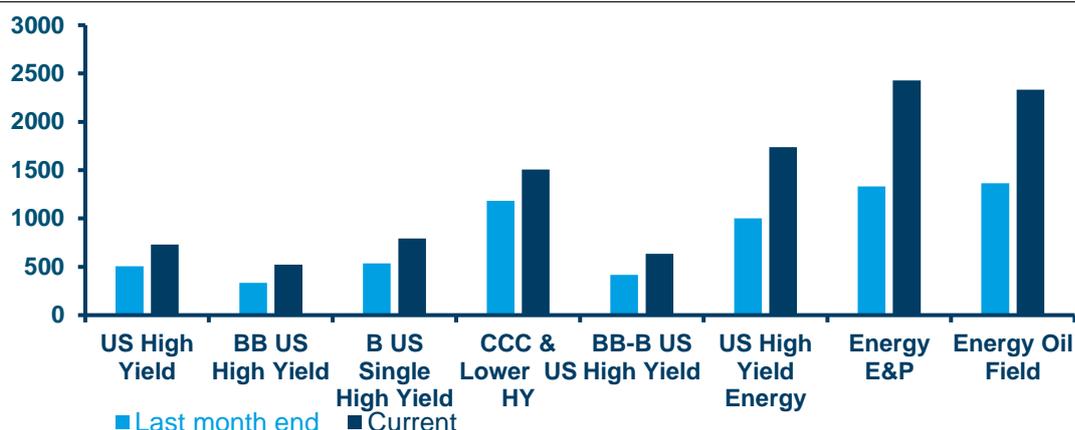
Anche i prezzi delle attività cartolarizzate statunitensi hanno sofferto. **Gli RMBS e ABS offrono rendimenti interessanti con una duration moderata, i titoli legati mutui delle agenzie rafforzano la liquidità del portafoglio a valutazioni interessanti.** I titoli garantiti da ipoteca cosiddetti "jumbo prime" non di agenzie sono una migliore fonte di finanziamento per acquisti opportunistici.

Spread dei titoli Corporate e Securitized



“Riteniamo che gli spread dei titoli societari siano selettivamente interessanti, con una preferenza per gli emittenti di più elevata qualità e maggiore liquidità.”

Spread delle obbligazioni High Yield statunitensi (basis points)



Fonte: Amundi on ICE BofA data, al 13 marzo 2020. Each index is a subset of the ICE BofA US HY Index

Il crollo dei rendimenti del Tesoro del 9 marzo non ha precedenti e riflette una corsa emotiva verso la qualità. Ad un certo punto, l'intera curva dei rendimenti degli Stati Uniti è scesa sotto l'1% per la prima volta nella storia. **Nonostante il forte calo, la curva dei rendimenti rimane inclinata verso l'alto**, quindi non segnala una recessione o rendimenti USA negativi. L'azione decisiva della Fed sostiene una curva dei rendimenti inclinata verso l'alto e i bassi rendimenti dei titoli del Tesoro USA riflettono preoccupazioni per la crescita debole e l'inflazione anemica. **Nel mercato del tesoro, le obbligazioni a 30 anni sembrano più interessanti di quelle a 10 anni.** I TIPS (Treasury Inflation-protected securities) evidenziano livelli di break even inflation storicamente bassi e riflettono con preoccupazione le motivazioni alla base della azione della Fed del fine settimana. Tuttavia, i rendimenti del Tesoro e le aspettative di inflazione rimarranno probabilmente bassi fino a quando non vi saranno prove della scomparsa del virus e dell'accordo sul petrolio tra Russia e Arabia Saudita.

Azioni americane: attese di ulteriore volatilità

Riteniamo che i mercati azionari rimarranno probabilmente volatili per tre motivi:

1. Gli sforzi di contenimento continuano a intensificarsi al di fuori della Cina.

Inizialmente, l'impatto economico del virus era legato all'offerta in seguito alla chiusura delle regioni della Cina, che aveva limitato la disponibilità di beni prodotti in Cina. Ora, però, la risposta al virus sta influenzando la domanda a livello globale poiché le persone annullano viaggi programmati, riunioni ed eventi e i governi limitano i movimenti tra e all'interno dei loro Paesi. Ciò sta causando un rallentamento della crescita economica globale.

2. Lo stress finanziario è in aumento, soprattutto nel settore petrolifero

Una crescita economica più lenta, in particolare una recessione, renderà più difficile per le società onorare il proprio debito, che in percentuale del PIL ha superato il suo picco precedente. Inoltre, la percentuale di debito aziendale con rating BBB è raddoppiata negli ultimi dieci anni a oltre il 50%. Le compagnie energetiche sono particolarmente a rischio a causa del crollo dei prezzi del petrolio.

3. C'è una maggiore probabilità che il prossimo presidente sia un Democratico.

I dati del sondaggio indicano che il principale fattore che influenza il comportamento di voto è la forza dell'economia. Un presidente Democratico probabilmente cercherebbe di aumentare le tasse e la regolamentazione, entrambi elementi a impatto negativo sui profitti delle società e sui prezzi delle azioni.

Alla fine, la gravità del calo delle azioni a breve termine sarà legata principalmente al grande impatto che il coronavirus ha sulla crescita degli Stati Uniti e a livello globale. A nostro avviso, lo scenario più probabile è **una prolungata ripresa a forma di "U", in cui la crescita economica diminuisce per almeno un paio di trimestri e poi si riprende gradualmente** con il sostegno della politica monetaria accomodante e lo stimolo fiscale come riduzione delle imposte sui salari. Data la difficoltà di prevedere la profondità del ribasso e i tempi della ripresa,

“Crediamo che l'approccio più prudente sia investire in società con livelli di debito gestibili, margini di profitto elevati e posizioni concorrenziali stabili.”

riteniamo che l'approccio **più prudente sia quello di investire in società con livelli di debito gestibili, margini di profitto elevati e posizioni concorrenziali stabili.**

Conclusioni

Se da un lato vediamo una crescente probabilità di una contrazione economica globale, l'impatto sull'economia americana potrebbe essere meno grave di altri paesi o regioni. Con l'aspettativa che lo shock della domanda dell'attuale crisi della salute pubblica sia temporaneo e che lo shock dell'offerta della guerra dei prezzi del petrolio troverà una soluzione razionale, la nostra prospettiva è ottimista.

Nel frattempo, le azioni coordinate della banca centrale e del governo serviranno a stabilizzare la crescita globale. Abbiamo assistito ad un forte sostegno alle aziende e ai consumatori sotto forma di tassi di indebitamento più bassi, programmi di prestiti agevolati, agevolazioni fiscali, sicurezza sul lavoro e copertura sanitaria. Inoltre, l'estensione della Fed di linee di credito agevolate e dei programmi di acquisto di attività serve a rafforzare la fiducia e le operazioni dei mercati finanziari. Con le banche centrali che insistono sulla necessità di fornire stimoli fiscali, probabilmente associati a un ulteriore allentamento monetario, la crescita economica è pronta a rimbalzare alla scomparsa dell'epidemia di coronavirus e dopo un ritorno a prezzi del petrolio razionali.

Sembra che i lavoratori stiano tornando alle fabbriche in Cina e che il motore economico stia ripartendo. Allo stesso modo, nei prossimi mesi, con maggiore chiarezza sulla durata e sulla gravità dell'attuale crisi, i consumatori statunitensi si sentiranno di nuovo fiduciosi. La domanda compressa dovrebbe innescare un rimbalzo dell'attività, un recupero delle attività rischiose e una normalizzazione della corsa alla attività di alta qualità (flight to quality). **Fino ad allora, è fondamentale che gli investitori siano pazienti e coraggiosi, mantenendo la liquidità del portafoglio sfruttando al contempo le opportunità selettive per aggiungere titoli ipervenduti.**

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. Data di primo utilizzo: 16 marzo 2020.