Confidence must be earned

Amundi ASSET MANAGEMENT

19 Marzo 2020

Interventi più consistenti di politica economica, ma i mercati aspettano un vero catalizzatore

INVESTMETN TALKS

Pascal BLANQUÉ
Group Chief Investment Officer

Vincent MORTIER
Deputy Group Chief Investment Officer

Monica DEFEND
Global Head of Research

- ***Dove ci troviamo nella crisi e cosa guardare:*** *gli investitori sono passati da una sottovalutazione della gravità della crisi (mercati vivaci) a una completa escalation globale (con l'adesione degli Stati Uniti alle misure di emergenza) che ha portato a turbative del mercato e a reazioni eccessive. Siamo ancora in questa fase di iper-reazione, che probabilmente continuerà per un po' di tempo poiché il flusso di notizie è pesante.* ***È importante considerare la Cina e l'Italia come indicatori principali di ciò che i paesi possono aspettarsi.*** *I dati macroeconomici, non sorprende, saranno molto deboli, come abbiamo visto nei dati relativi alle vendite al dettaglio e alla produzione industriale in Cina a gennaio e febbraio. Sarà fondamentale che l'attività riprenda dopo le misure di contenimento. Ancora una volta, la Cina è il nostro indicatore principale. L'Italia sarà cruciale nel valutare l'impatto e la durata della crisi in Europa, seguita dagli Stati Uniti. È ancora troppo presto per vedere grandi miglioramenti;* ***le prossime due settimane saranno cruciali per vedere gli effetti delle misure di contenimento e per stimare la durata potenziale della contrazione economica.*** *Qualsiasi sorpresa positiva (o negativa) in questo senso sposterà il sentiment del mercato. Inoltre, la ripresa dell'attività in Cina consentirà di valutare il rischio di un secondo ciclo di epidemia.*
- ***Risposta politica:*** *Per la prima volta dal 2008 le autorità stanno sentendo la necessità di un'azione globale coordinata, come evidenziato dalla dichiarazione del G7 in cui i leader hanno affermato che avrebbero "fatto tutto il necessario" per sostenere l'economia globale. A livello nazionale, i decisori stanno annunciando reti di protezione e pacchetti fiscali per sostenere le loro economie e la spesa sanitaria, mentre le principali banche centrali sono intervenute per fornire liquidità, programmi di QE e tagli dei tassi d'interesse. La decisione della BCE di lanciare un nuovo PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) temporaneo del valore di 750 € è solo l'ultima di una serie di misure volte a contrastare nell'eurozona il rischio derivante dall'epidemia di coronavirus e a preservare la stabilità finanziaria nella zona euro, evitando la frammentazione del sistema finanziario dell'UE che ha caratterizzato la crisi dell'euro.* ***Non siamo ancora alla fine di questa fase di interventi delle banche centrali: ci aspettiamo altre manovre e interventi anche sul fiscale.*** *L'obiettivo delle azioni di politica economica è di garantire che le economie sopravvivano ai temporanei regimi di blocco delle attività nazionali e, infine, di preservare la stabilità finanziaria. L'aumento del debito sarà l'inevitabile esito di questa crisi e la monetizzazione del debito la sua probabile soluzione.* ***Il QE tendente all'infinito e i tassi zero resteranno, se non per sempre, almeno per un periodo molto lungo. La politica del "denaro lanciato dall'elicottero"*** *(ovvero distribuito dalle banche centrali direttamente ai cittadini)* ***è ormai una possibilità reale, ma sarà un altro salto in acque inesplorate.*** *Emerge anche un'opportunità per l'Eurozona in questa crisi. A differenza della crisi dell'euro, il coronavirus sta colpendo tutti i paesi. L'incentivo a rafforzare il quadro istituzionale della zona euro e a muoversi verso l'emissione di titoli di debito della zona euro è più elevato che in passato:* ***siamo giunti al momento dell'"ora o mai più" per l'Eurozona.***
- ***Prospettive di mercato:*** *questo è un momento in cui è troppo tardi per vendere e troppo presto per acquistare. Vendere ora potrebbe danneggiare la capacità degli investitori di raggiungere i loro obiettivi a lungo termine. I mercati resteranno volatili alla ricerca di un catalizzatore "reale" in grado di innescare l'inversione di tendenza (un chiaro segnale di contenimento in Europa in un momento di spinta fiscale e monetaria coordinata, o la scoperta di una cura medica). In questa situazione,* ***manteniamo una visione prudente sugli attivi rischiosi e un forte focus sulla liquidità****. Nei mercati del credito,* ***è probabile che i tassi di insolvenza salgano*** *e che si verifichi una nuova ondata di declassamenti, soprattutto tra le società statunitensi con rating BBB, che potrebbero rientrare in territorio High Yield (HY). A livello settoriale,* ***l'energia sarà il settore più colpito*** *tra emittenti HY statunitensi, dal momento che, i prezzi del petrolio stanno collassando. Nel complesso, vi è ancora spazio per un ampliamento degli spread,* ***ma quando la polvere finalmente si***

***adagia, vi sono opportunità per modelli di business solidi**. Sarà determinante, per navigare in questa fase, la preferenza per le società con buoni fondamentali. Sui **mercati azionari**, questa fase ribassista potrebbe essere fuori dall'ordinario e probabilmente di estrema entità, ma non dovrebbe durare quanto quella del 2008-09. Manteniamo una visione costruttiva sull'ultima parte dell'anno, in previsione di una forte ripresa dei prezzi di mercato e di un miglioramento delle condizioni economiche.*

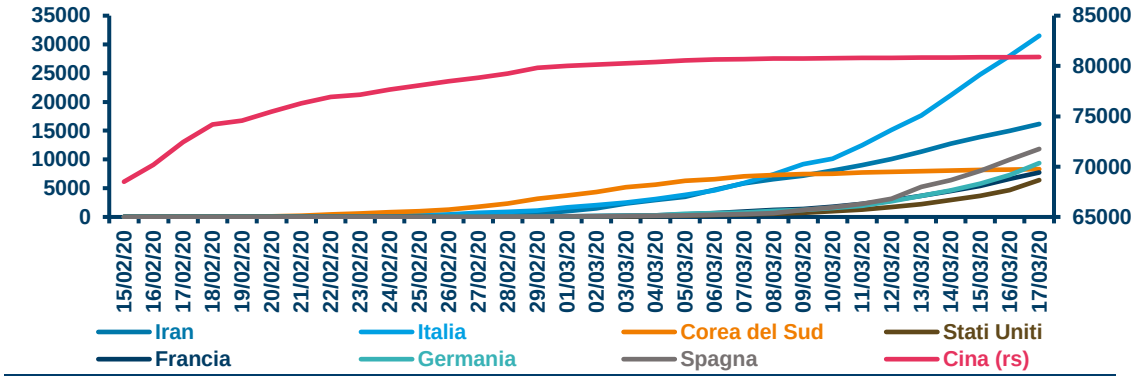
L'evoluzione della crisi

Per natura, ogni epidemia è uno shock contenibile e reversibile. Tuttavia, nel caso dell'attuale diffusione del coronavirus non è chiaro come il virus possa essere contenuto e quando arriverà il picco. **Il centro della pandemia si è ora spostato dall'est all'ovest e sembra che stia interessando più paesi dell'emisfero settentrionale**. La Cina e la Corea del Sud sembrano aver controllato la diffusione del virus e questo sembra essere più in generale il caso dell'Asia, dove i paesi, nella maggior parte delle circostanze, erano meglio preparati ad affrontare malattie epidemiche poiché le avevano già vissute recentemente.

"Le prossime due settimane sono fondamentali per valutare se le misure di contenimento stanno funzionando in Italia e in Europa, e per determinare quanto bassa e per quanto tempo durerà la contrazione economica ".

L'Europa si sta ora muovendo verso la chiusura e per la prima volta sta introducendo restrizioni alle frontiere per contenere la diffusione del virus (in una sorta di spirito nazionalista). Anche gli Stati Uniti stanno iniziando ad affrontare la crisi. Le prossime settimane saranno fondamentali per valutare se le misure di contenimento stanno funzionando in Europa, soprattutto in Italia, che al momento sta affrontando la situazione più critica essendo stato il primo paese occidentale ad affrontare la pandemia. Tuttavia, ciò non significa necessariamente un ritorno alla normalità, ma potrebbe esserci un certo allentamento parziale delle misure più estreme, che potrebbero almeno alleviare la pressione su alcuni settori dell'economia. Poi ci sarà un nuovo test poiché non è ancora chiaro se possa scatenarsi una seconda ondata di epidemia. Prosegue la ricerca per trovare un vaccino e una cura per il virus e questo potrebbe essere il vero elemento in grado di migliorare il sentiment si mercato, ma i progressi medici in questa direzione al momento sono limitati.

Covid-19 numero cumulativo di casi per Paese



Fonte: Amundi su dati Bloomberg, al 17 marzo 2020.

"La volatilità dormiente si è finalmente svegliata, toccando nuovi record a una velocità che non era mai stata sperimentata prima."

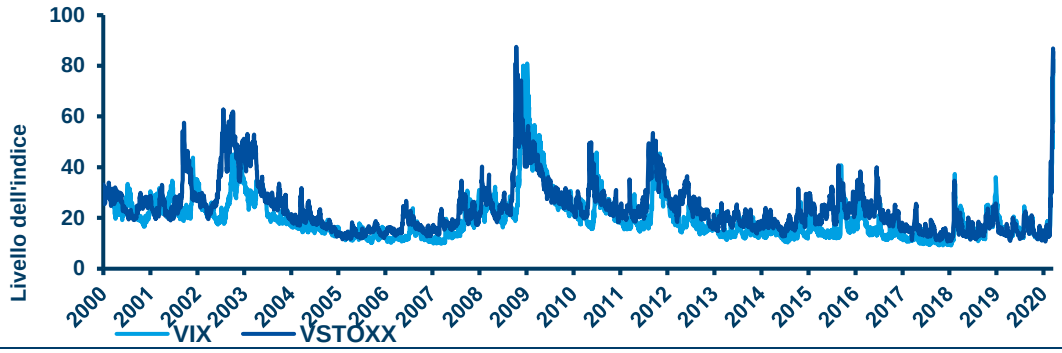
Reazione brutale del mercato: mercato del credito sotto osservazione

Nelle ultime settimane abbiamo assistito a **livelli estremi di volatilità nei mercati azionari**, simili a quelli sperimentati durante la grande crisi finanziaria del 2008 (GCF), in alcuni casi ancora di più.

La volatilità dormiente si è finalmente svegliata e i fondi di risk parity e le strategie di vendita automatica hanno portato a un picco di volatilità. Gli investitori hanno liquidato le azioni, la classe di attivi più liquida, innescando un movimento al ribasso estremamente rapido. Ma è importante sottolineare che **non si tratta di una crisi finanziaria, bensì di una crisi economica.**

Gli indici di volatilità VIX e VStoxx tornano a livelli mai visti dal 2008

Amundi
ASSET MANAGEMENT



Fonte: Amundi su dati Bloomberg, al 17 marzo 2020. L'indice VIX è un indicatore della volatilità implicita dell'indice S&P 500, VStoxx è una misura della volatilità implicita nell'indice EuroStoxx 50.

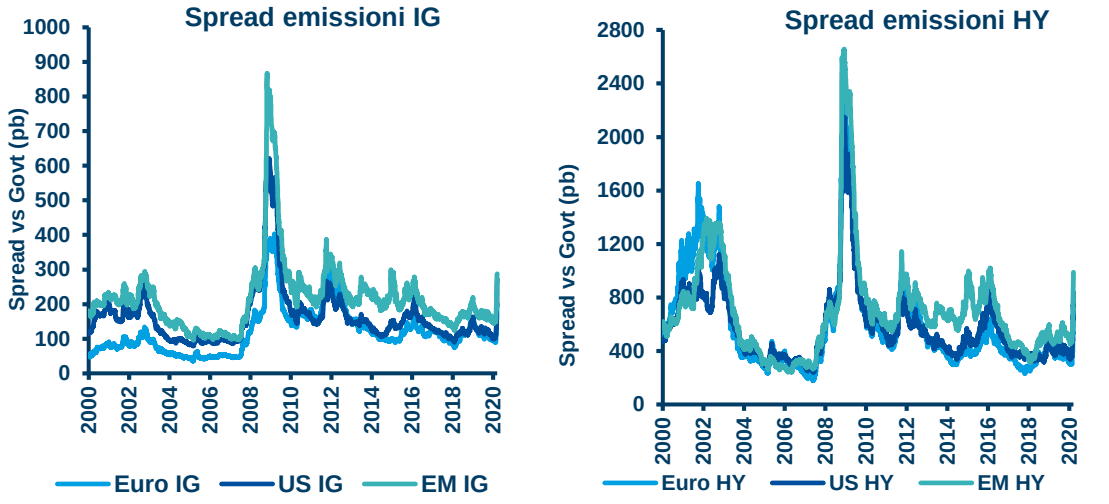
"Il mantra ora sembra una sorta di" qualunque cosa speriamo che funzioni", che non è del tutto rassicurante per i mercati finanziari, nonostante le enormi misure messe in atto".

Dopo il GCF, il sistema bancario è ora più solido e **i decisori di politica monetaria stanno adottando un approccio che prevede di fare "qualunque cosa" per evitare che anche questa si trasformi in una crisi finanziaria**. Il percorso potrebbe non essere semplice e i mercati potrebbero avere la sensazione che l'approccio possa invece essere di fare "qualunque cosa si spera che funzioni" e quindi non sentirsi rassicurati.

Il credito è l'area da monitorare maggiormente, per valutare la possibile trasformazione della crisi in una crisi finanziaria, con implicazioni forse più profonde. Anche gli spread sui mercati del credito si sono notevolmente ampliati, ma per il momento restano su livelli molto più compressi rispetto agli estremi della stretta creditizia del 2008.

"I mercati del credito sono l'area da monitorare, poiché un peggioramento estremo delle condizioni finanziarie potrebbe portare a una spirale di default, danneggiando ulteriormente la potenziale ripresa economica in futuro. "

Allargamento degli spread di credito, ma non una stretta creditizia



Fonte: Amundi su dati Bloomberg, al 17 marzo 2020. I dati si riferiscono agli indici ICE BofA per regione.

Se da un lato è vero che le condizioni finanziarie si sono notevolmente inasprite (e questo è ciò che le banche centrali stanno combattendo al momento), dall'altro **non vediamo, in questo momento, le condizioni estreme dei mercati del credito che si sono verificate durante la crisi del 2008**, quando una crisi finanziaria è stata all'origine di una profonda recessione economica globale. Questo è fondamentale, poiché qualsiasi stretta creditizia e di liquidità potrebbe determinare un rapido aumento del numero di insolvenze, portando a un aumento della disoccupazione e a un ulteriore impatto economico negativo.

Nuove frontiere per autorità monetarie e governi

Riteniamo che l'elevata incertezza e l'elevato livello di volatilità continueranno per un certo periodo di tempo. **Questo è il momento in cui è troppo tardi per vendere e troppo presto per comprare.** I mercati resteranno volatili alla ricerca di un catalizzatore che consenta di invertire la tendenza (un chiaro segnale di contenimento in Europa in un momento di spinta fiscale e monetaria coordinata, o la scoperta di una cura medica).

Amundi
ASSET MANAGEMENT

"I policymaker faranno tutto il necessario per evitare che una ripresa a U diventi una contrazione prolungata a L ".

Le autorità monetarie e politiche interverranno per evitare che la fase di minimo sia troppo profonda e **cercheranno di evitare che la prevista ripresa a "U" (con una fase di contrazione estesa) si trasformi in una recessione a "L".** Perché questo avvenga, è fondamentale evitare che la crisi dall'economia reale passi alla crisi finanziaria per poi tornare all'economia reale, perché potrebbe essere profonda e molto prolungata.

- **Le banche centrali (BC) stanno mettendo al lavoro tutte le loro munizioni:** hanno già fatto molto finora **e ci aspettiamo che facciano ancora di più**. Gli investitori non dovrebbero sottovalutare la potenza di fuoco delle BC in termini di capacità di allentare le condizioni finanziarie e di fornire liquidità alle imprese. La BCE, dopo qualche intoppo la scorsa settimana, ha dovuto dimostrare il proprio impegno a preservare la stabilità finanziaria nella zona euro e il 18 marzo ha compiuto una mossa coraggiosa con il nuovo programma temporaneo di acquisto di emergenza pandemica (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP), il programma di acquisto di obbligazioni societarie e governative, portando l'importo complessivo del *quantitative easing* a oltre 1.000 miliardi € per il 2020. Nel nuovo programma ci sono anche importanti novità: l'estensione ai titoli di Stato greci e l'estensione alla "carta commerciale" di emittenti non finanziari con una qualità creditizia sufficiente, insieme a minori restrizioni sui collaterali delle operazioni, degli standard di garanzia, in linea con quanto annunciato dalla Fed il giorno prima. Il programma è molto flessibile, consentendo "fluttuazioni nella distribuzione dei flussi di acquisto nel tempo, tra classi di attività e tra giurisdizioni e gli acquisti non saranno limitati dalla soglia auto-imposta del rapporto pari al 33% di emittente/emissione. La BCE prenderà in considerazione la revisione (di questi limiti) nella misura necessaria." Il messaggio che la BCE ha lanciato ai mercati è chiaro: la potenza di fuoco della BCE, in un certo senso, è illimitata se necessario. La Fed, oltre ad un aggressivo taglio dei tassi di interesse a zero, ha riavviato un massiccio programma di QE e lo strumento di finanziamento della carta commerciale, una misura non utilizzata dalla GCF. Nel mondo emergente, anche le banche centrali hanno tagliato i tassi. **Pertanto, i tassi sono destinati a rimanere straordinariamente bassi: la fine della crisi comporterà un aumento significativo del debito. La repressione finanziaria continuerà, per mantenere la sostenibilità di questa bolla debitoria.**

Principali banche centrali dei Paesi sviluppati e attività di controllo per sfidare la crisi

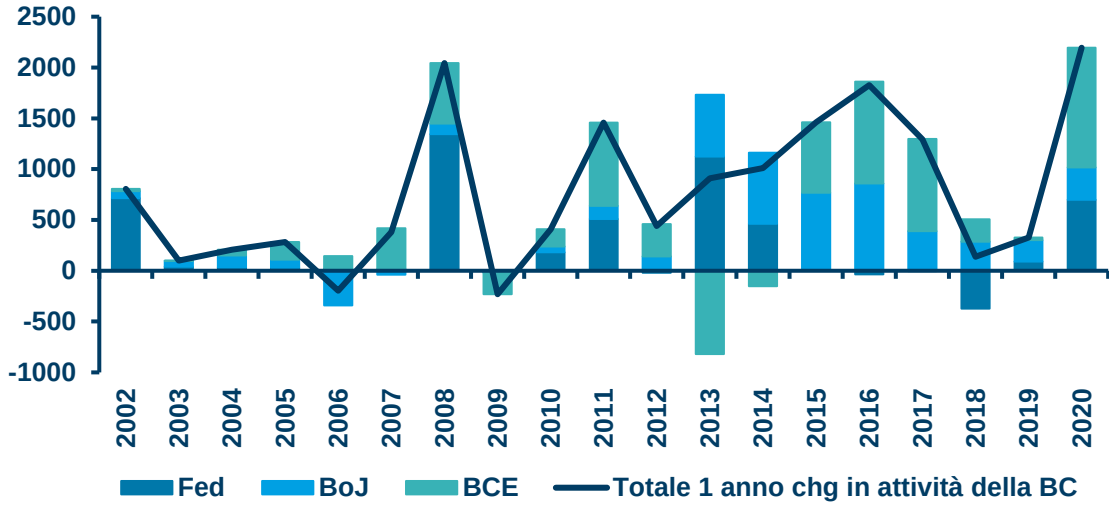
Banca centrale	Taglio tassi (pb)	QE supplementare	Vigilanza bancaria	Altre misure
Federal Reserve	150	700 Mrd $	Pieno utilizzo del capitale	Riavvio del meccanismo di finanziamento della carta commerciale
BCE	-	120 € mld +750 € mld PEPP	Utilizzo della riserva di capitale	Miglioramenti dei LTROs
BoJ	Nil	Aumento di 6 000 Mld ¥ per acquisti ETF e di 2 Mld ¥ per obbligazioni societarie e pagamenti commerciali		
BoE	25	Illimitato per il finanziamento di grandi imprese	Utilizzare un buffer anticiclico fino a 200 Mld £	

Fonte: Amundi Research, dati al 19 marzo 2020. BoJ=Banca del Giappone; BoE= Banca d'Inghilterra

Amundi
ASSET MANAGEMENT

"L'approccio espansivo delle banche centrali continuerà, dal momento che il QE è ormai indispensabile, insieme a una forte spinta fiscale ".

Tempo di QE: Variazione a 1 anno delle attività delle BC (in mld € con previsioni)



Fonte: Amundi Research, Datastream, al 19 marzo 2020.

- **Politica fiscale – tempo di osare, di osare molto:** sono già stati intrapresi molti interventi fiscali in quasi tutti i paesi e altri dovranno ancora essere adottati. Queste misure, tuttavia, sono ancora un po' incerte e poco coordinate, e mettono in luce la vulnerabilità dell'Eurozona. Finora la reazione dell'Europa è stata per lo più a livello nazionale, e la chiusura delle frontiere è, in un certo senso, un ulteriore passo in questa direzione. La gravità della crisi dimostrerà se è giunto il momento di un maggiore coordinamento. L'ultimo grande annuncio arriva dagli Stati Uniti, con la possibile iniezione di 1200 miliardi di dollari a sostegno dell'economia, tra cui misure di sostegno diretto ai consumatori, prestiti per le piccole imprese e possibili misure fiscali.

È indispensabile una forte interconnessione tra politica fiscale e monetaria

La pressione sta iniziando a crescere anche nello spazio delle obbligazioni governative. I mercati stanno iniziando a interrogarsi su come possano essere ripagate le consistenti spinte fiscali finanziate dal debito, e questo è ciò che sta spingendo l'allargamento degli spread delle obbligazioni periferiche e anche l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato americani subito dopo l'annuncio dell'enorme "fiscal push" (e nonostante la debolezza dei mercati azionari) e le prese di profitto sulle attività più liquide. **La risposta dovrà essere un QE ancora più aggressivo, coordinato con una spinta fiscale.** Questa è la soluzione che si sta concretizzando e il "denaro lanciato dall'elicottero" (ovvero distribuito direttamente ai cittadini dalle banche centrali) potrebbe essere la prossima frontiera, ora ancora più vicina dopo che il Presidente Trump ha espresso l'idea di mettere il denaro direttamente nelle tasche dei cittadini.

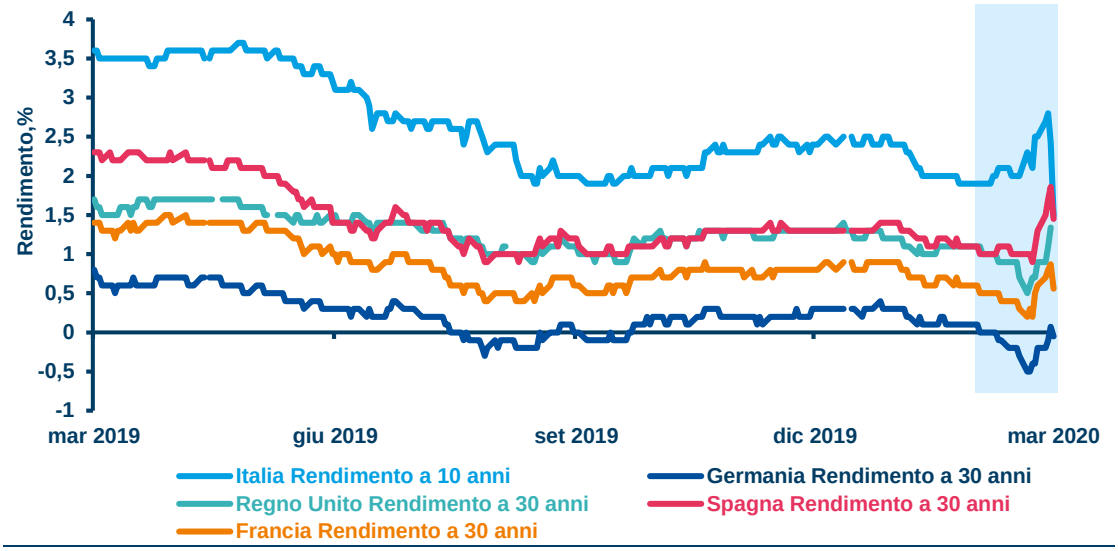
"È il momento: "ora o mai più" per l'Europa ".

Questa sarà la sfida che l'Europa dovrà affrontare in questo momento di verità per il progetto europeo. Finora, la risposta europea alla crisi (sia sanitaria che economica) non è stata coordinata e i mercati stanno iniziando a testare il percorso debitorio dei paesi più indebitati come l'Italia, con rendimenti che salgono su tutta la linea. La sfida più rilevante ma anche la più grande opportunità per l'Unione europea sarà di seguire un approccio nuovo e più coordinato per affrontare questa crisi senza precedenti. Sembra esserci una certa apertura anche da parte della Germania (insieme all'Italia e alla Francia) verso l'emissione di debito dell'Unione Europea, che abbia come obiettivo la risoluzione della crisi sanitaria con misure temporanee e straordinarie, o per attivare il Meccanismo europeo di stabilità (MES) per ridurre i costi di indebitamento dei paesi europei[1]. **È giunto il momento: "ora o mai più" per l'Europa.**

[1] Fonte: Bloomberg, dati al 18 marzo 2020.

Amundi ASSET MANAGEMENT

La prospettiva di un debito più elevato preme sui rendimenti dei titoli di Stato



Fonte: Amundi su dati Bloomberg, al 19 marzo 2020.

Come gestire l'attuale fase di mercato

Fino a quando non vedremo alcune misure di contenimento in Italia, e successivamente in altri paesi, l'incertezza persisterà e il flusso di notizie resterà frenetico. In questo momento è essenziale non farsi prendere dal pessimismo. **Gli investitori dovrebbero resistere alla tentazione di vendere in questo contesto di mercato ed essere disposti a tollerare una volatilità più elevata del previsto.** L'esperienza delle crisi passate dimostra **che la risposta emotiva è il maggiore rischio che gli investitori devono affrontare in un contesto così eccezionale** e le azioni intraprese in questa fase rischiano di danneggiare la loro capacità di raggiungere i loro obiettivi a lungo termine in modo irrimediabile. Vale la pena sottolineare che **le ingenti perdite della Grande Crisi Finanziaria sono state recuperate dagli asset che non hanno subito una perdita in conto capitale e si sono rivelate in grado di offrire opportunità di ingresso in attività di buona qualità a valutazioni interessanti.**

Al momento restiamo cauti sugli attivi rischiosi e ci concentriamo su alcuni attivi sopravvalutati di buona qualità o sulle aree che potrebbero riprendersi per prime (come i mercati emergenti, ad esempio). **Al momento, il monitoraggio della liquidità è fondamentale e costituisce per noi una priorità fondamentale**. Per quanto riguarda gli attivi rischiosi, azioni e credito, continuiamo a essere molto selettivi.

"Le prospettive per il mercato del credito sono più difficili, soprattutto nei settori che erano già in difficoltà (ad esempio, l'energia HY statunitense). C'è ancora spazio per l'ampliamento degli spread, ma quando la polvere si adagerà, ci saranno opportunità per modelli di business solidi. "

Mercato del credito

Il credito è sotto pressione. **La selezione è fondamentale, soprattutto nell'HY** per evitare le società più vulnerabili/indebitate e le aree di rischio (come alcune società americane legate alla produzione di olio di scisto).

Le banche centrali sono intervenute per sostenere l'economia attraverso diversi strumenti. Tuttavia, non possono sostenere la generazione di utili e **il tasso di default delle imprese è in aumento** (attualmente è valutato dai mercati al 6-8% negli Stati Uniti; per confronto, al culmine della grande crisi finanziaria è stato del 15%). È probabile una nuova ondata di declassamenti, soprattutto tra gli emittenti statunitensi con rating BBB, che potrebbero quindi rientrare nel territorio HY. A livello settoriale, l'**energia** sarà la più colpita tra gli emittenti HY statunitensi, dove il tasso di default potrebbe raggiungere il picco di circa il 25%.

Al momento, i mercati del credito sembrano funzionare, dal momento che la scorsa settimana le nuove emissioni hanno ancora incontrato l'appetito degli investitori, nonostante lo scenario difficile. Se le banche centrali riusciranno a calmare i mercati con massicce iniezioni di liquidità, e poiché crediamo che non entreremo in una protratta e profonda recessione globale, potrebbero presentarsi alcuni punti di ingresso interessanti.

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Mercato azionario

I mercati azionari hanno già corretto in modo significativo, ma i livelli attuali non stanno ancora scontando una vera e propria recessione globale.
Questa fase ribassista potrebbe essere fuori dall'ordinario e probabilmente di estrema entità, ma non durerà a lungo quanto quella del 2008. Manteniamo una visione costruttiva sull'ultima parte dell'anno e il principale sostegno ai mercati arriverà probabilmente dalle azioni delle autorità di politica economica.
Sul fronte delle azioni europee segnaliamo che durante la fase di "sell-off" i titoli di buona qualità hanno sovraperformato in misura significativa e **questo conferma ulteriormente la necessità di concentrarci sui titoli di qualità con un basso livello di leva finanziaria e bilanci sani.**

Costruzione del portafoglio

Osserviamo che la liquidazione di alcune posizioni da parte di investitori come fondi speculativi o fondi *risk parity*, che devono far fronte ai rimborsi o ridurre i rischi, potrebbe indurre una reazione disfunzionale del mercato nel breve termine. I titoli di Stato restano volatili e ciò compromette anche la potenziale capacità di copertura dei titoli di Stato USA. I rendimenti a zero o negativi sui titoli core e la ricerca di rendimenti ritorneranno non appena la situazione si stabilizzerà - questo appare chiaro dato l'orientamento monetario estremamente accomodante, ma nel breve periodo gli investitori dovrebbero essere consapevoli che potrebbero verificarsi alcune mosse nella direzione opposta.

In una prospettiva a lungo termine, crediamo che, sebbene la maggior parte delle aziende ritornerà alla normalità, alcune aree attraverseranno profonde trasformazioni. Probabilmente assisteremo a una nuova ondata di nazionalizzazione in alcuni settori (ad esempio, le compagnie aeree) e le forze di deglobalizzazione potrebbero essere ulteriormente rafforzate (è già in corso il reinsediamento della produzione locale) con il risultato che potrebbe aumentare la portata della diversificazione a livello di paese/regione.

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: 19 marzo 2020.

Amundi
ASSET MANAGEMENT