

## Molte notizie negative sono già prezzate nelle attività finanziarie USA: un approccio graduale per esplorare la dislocazione del mercato



**Kenneth J. TAUBES**  
CIO of US Investment



**Marco PIRONCINI**  
Head of Equities, US  
Portfolio Manager



**Christine TODD**  
Head of US Fixed  
Income



**Paresh UPADHYAYA**  
Director of Currency  
Strategy, US Portfolio  
Manager

- **Gli Stati Uniti e la crisi pandemica:** L'economia americana è entrata in recessione, indotta dalle misure sociali di distanziamento e di quarantena introdotte per affrontare la crisi pandemica. Per monitorare quanto profonda sarà la recessione, utilizziamo sia i dati macroeconomici tradizionali (ad esempio, le vendite settimanali al dettaglio, le richieste di sussidi da parte di chi è senza lavoro) che i big data (ad esempio, i dati relativi alla ristorazione, alle vendite di viaggi e alle ricerche di Google per le statistiche sulla "recessione" e sulla disoccupazione). Entrambe le serie di variabili suggeriscono un collasso senza precedenti della domanda interna.
- **Reddito fisso USA:** Per quanto riguarda il mercato dei Treasury, fino a quando continuerà la pandemia COVID-19, ma con i segnali che la curva si sta appiattendendo in Europa e si sta avvicinando negli Stati Uniti, i rendimenti dei Treasury americani potrebbero scendere al minimo. Nel lungo periodo, i fondamentali dei Treasury sembrano in difficoltà, con l'aumento dei deficit di bilancio e l'aumento delle emissioni dei titoli di stato. **Per quanto riguarda i mercati del credito, dopo il forte sell-off di marzo, siamo alla ricerca di una certa stabilizzazione.** Vi sono alcune evidenze del ritorno della liquidità sui mercati obbligazionari statunitensi. Il premio per la liquidità è stato quasi eliminato dal mercato e il premio per il credito riprende la sua importanza nella valutazione. Il nuovo strumento della Fed per l'acquisto di obbligazioni societarie sosterrà la stabilità e la liquidità dei mercati del credito. Ciò non è stato tuttavia completamente scontato dal mercato lungo tutta la struttura a termine. Assorbita dal programma di acquisti di titoli corporate della Fed, l'offerta di obbligazioni corporate a breve scadenza è molto bassa, a fronte di una domanda elevata.
- I mercati High Yield stanno iniziando a riprendersi, sebbene la liquidità del mercato non si è del tutto normalizzata. Ci sono segnali di ripresa delle nuove emissioni che potrebbero offrire interessanti opportunità di investimento, poiché, dall'analisi dei dati storici, in media, emerge che i titoli High Yield offrono rendimenti interessanti rispetto ai titoli di Stato su un orizzonte temporale di due anni dal raggiungimento dello spread di 800 pb. Per quanto riguarda il credito cartolarizzato, restiamo positivi sul mercato immobiliare residenziale e manteniamo una preferenza per le emissioni di qualità elevata nel segmento dei titoli garantiti da ipoteche commerciali, dove vi è il rischio di modifiche delle condizioni dei mutui sottostanti. Data la persistente incertezza economica e la focalizzazione del mercato sulle misure politiche recentemente adottate, **favoremo gli attivi di alta qualità all'interno di ciascun settore obbligazionario.**
- **Outlook azioni USA:** Dopo aver raggiunto un massimo storico il 19 febbraio, le azioni statunitensi sono crollate a partire da quel picco di oltre il 33% alla data del 23 marzo, per poi recuperare in parte terreno. Dopo un sell-off così rapido, un rimbalzo è giustificato. **Guardando oltre, l'andamento dei mercati resta offuscato dall'elevata incertezza** sull'entità della ricaduta economica del virus, che si rifletterà sulla performance degli utili societari. Manteniamo un atteggiamento prudente e aspettiamo le evidenze relative all'andamento degli utili USA, insieme alle indicazioni delle aziende sui trimestri futuri. In una prospettiva di lungo termine, i titoli statunitensi hanno sovraperformato la maggior parte dei mercati per ragioni strutturali (ad esempio, un'economia più forte, un'elevata quota di titoli growth). Dopo uno shock esterno, le aziende che escono dalla crisi in condizioni migliori tendono ad essere quelle in grado di cogliere le opportunità che potrebbero emergere nella fase successiva. A livello settoriale, **gli investitori dovrebbero evitare i settori che sono stati più duramente colpiti**, poiché questi non finiscono mai col trainare la fase successiva di ripresa del mercato. Date le circostanze attuali, è molto difficile definire quando il mercato raggiungerà il punto di minimo. **Tuttavia, l'enorme dislocazione del mercato può offrire agli investitori che hanno un orizzonte di lungo termine l'opportunità di entrare gradualmente nel mercato.**

**"L'economia statunitense è sul punto di subire la peggiore recessione dalla Grande Depressione".**

### Gli Stati Uniti entrano in recessione

Non c'è dubbio che gli Stati Uniti siano entrati in una recessione. Ma questa non è la tipica recessione che abbiamo visto nella storia moderna. Non è stata causata da un aumento dei prezzi del petrolio o da un surriscaldamento dell'economia o - la causa delle ultime tre recessioni - da dislocazioni dei prezzi delle attività finanziarie. La crisi pandemica COVID-19, la prima dall'influenza spagnola del 1918-19, ha innescato questa recessione. Le misure di isolamento sociale e di quarantena per fronteggiare la diffusione della pandemia stanno effettivamente pesando sull'economia. Secondo le stime di consensus (fonte Bloomberg), l'economia statunitense è prevista in contrazione del -4,4% annualizzato nel primo trimestre, per poi crollare del -20,4% nel secondo trimestre, prima di rimbalzare nella seconda metà dell'anno. Basti dire che **l'economia è sul punto di subire la peggiore recessione dalla Grande Depressione**. Al fine di determinare l'ampiezza e la gravità di questa recessione, guardiamo alle variabili macroeconomiche tradizionali e ai "big data" non tradizionali - cioè, una vasta serie di dati che possono essere analizzati per rivelare modelli e tendenze.

## Outlook mercati obbligazionari USA

### Mercato dei Treasury

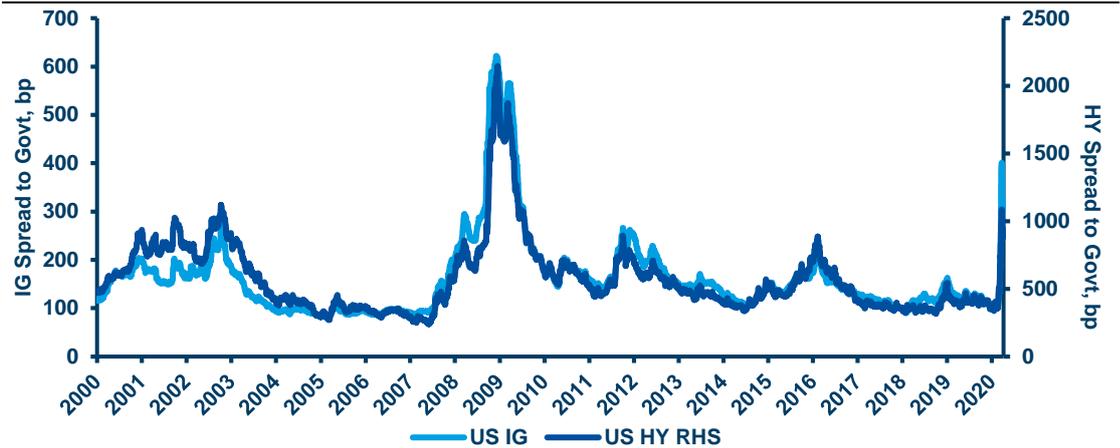
Fino a quando la pandemia COVID-19 continuerà sulla traiettoria attuale, con i segnali che la curva si sta appiattendendo in Europa e si sta avvicinando negli Stati Uniti, **i rendimenti dei Treasury USA potrebbero essere scesi al minimo**. In ogni caso, il mercato dei Treasury statunitensi registrerà flussi, come bene rifugio, durante i periodi di maggiore incertezza sulla pandemia, ma poi vedrà aumentare i rendimenti man mano che questa incertezza svanirà. Nel lungo periodo, i fondamentali dei Treasury sembrano essere deboli, visti i crescenti deficit di bilancio superiori al 10% del PIL e le crescenti emissioni di Treasury per il prossimo futuro. Un fattore critico sarà costituito dalla velocità e dall'ampiezza della ripresa: una ripresa lenta sosterrà i Treasury, mentre una più robusta contribuirà a far salire i rendimenti.

### Mercati del Credito

I mercati del credito sono stati duramente colpiti dalla prospettiva di una profonda recessione e di un aumento del rischio di default. **Dopo il forte sell-off di marzo, siamo alla ricerca di una stabilizzazione dei mercati**. A questo proposito, ci concentriamo su cinque punti dopo l'intervento politico senza precedenti: un appiattimento della curva del numero di nuovi casi; il sostegno delle banche centrali; il sostegno fiscale; la riduzione dei risultati economici; e una maggiore chiarezza sulla disponibilità di un vaccino e di terapie. Le **curve del credito** si stanno normalizzando e i differenziali di qualità si riflettono nei prezzi di mercato. Tale distinzione è prova del ritorno della liquidità sui mercati obbligazionari statunitensi. Il premio per la liquidità è stato quasi eliminato dal mercato e il premio per il credito riprende la sua importanza nella valutazione. **Soprattutto nel settore energetico, vi sono rischi significativi di deterioramento permanente**. In tutto il segmento del credito statunitense, vi sono segnali di acquisti opportunistici da USA e Asia. Riteniamo che il nuovo strumento della Fed per l'acquisto di obbligazioni societarie, denominato **Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF)**, sia uno sviluppo molto importante, in quanto sosterrà la stabilità e la liquidità nei mercati del credito. Tuttavia, riteniamo che questo fattore positivo non sia stato completamente scontato dal mercato lungo tutta la struttura a termine. Poiché la Fed inizia ad acquistare obbligazioni corporate Investment Grade a breve termine in modo massiccio, **ciò contribuirà a sostenere la stabilità in tutto il mercato e a considerare maggiormente i fondamentali**. L'azione della Fed ha contribuito a stimolare la propensione al rischio tra gli investitori da una posizione in cui la liquidità sembrava essere l'unica opzione. **Assorbita dal programma di acquisti di titoli corporate della Fed, l'offerta di obbligazioni corporate a breve scadenza è molto bassa, a fronte di una domanda elevata**. Un livello record di nuove emissioni si è concentrato sulla parte lunga della curva, sebbene vi siano evidenze di un nascente interesse per le obbligazioni corporate Investment Grade a scadenza intermedia sia nelle nuove emissioni che nei mercati secondari. Gli spread corporate Investment Grade si sono ridotti di circa 100 punti base dall'apice della crisi di liquidità. Detto questo, **la differenziazione del credito è cruciale e si prevedono declassamenti di rating per alcuni emittenti di obbligazioni societarie**. Il numero di "fallen angel" supererà probabilmente quello della crisi finanziaria del 2008-09.

**"Poiché la Fed acquista obbligazioni Investment Grade a breve termine, ciò contribuirà a sostenere la stabilità del mercato e a considerare maggiormente i fondamentali."**

## Spread USA Investment Grade e High Yield verso Treasury, pb



Fonte: Amundi, Bloomberg, ICE indici. Dati al 7 aprile 2020.

**"Riteniamo che il credito corporate offra interessanti opportunità d'investimento, ma è necessario concentrarsi sulla selezione del credito poiché le condizioni sono difficili."**

I mercati High Yield stanno iniziando a mostrare segnali di ripresa, anche se la situazione non si è del tutto normalizzata. Dopo il netto allargamento degli spread High Yield a oltre 1.000 pb a marzo, **sembrano esserci segnali di normalizzazione, poiché le nuove emissioni sono riprese sulle obbligazioni corporate High Yield di alta qualità** e sono state ben accolte.

La liquidità del mercato è stata scarsa a marzo, soprattutto nel mercato dei prestiti bancari rispetto al mercato obbligazionario High Yield. Lo spread bid-ask si è ridotto, ma resta ampio. **Potrebbero esserci punti di ingresso interessanti**, poiché, dall'analisi dei dati storici, in media, emerge che i titoli High Yield offrono rendimenti interessanti rispetto ai titoli di Stato su un orizzonte temporale di due anni dal raggiungimento dello spread di 800 pb.

**Le valutazioni delle obbligazioni corporate statunitensi di alta qualità e con duration elevata sembrano interessanti**, ma è fondamentale fare delle distinzioni. In sintesi, riteniamo che il credito corporate offra interessanti opportunità d'investimento. A margine, possono esserci opportunità in titoli corporate di qualità superiore e con duration elevata, principalmente in emissioni per le quali nutriamo forti convinzioni, e utilizzando titoli cartolarizzati RMBS non di agenzia.

#### Credito cartolarizzato

Date le riforme post-Grande crisi finanziaria, le garanzie sottostanti e il rafforzamento del credito sono forti in questo mercato. Soprattutto nei livelli più elevati di cartolarizzazione, la domanda è forte e la liquidità è disponibile. I titoli subordinati stanno ricevendo una certa attenzione, ma l'interesse degli investitori è ancora limitato. Il mercato delle nuove emissioni di dei CLO (collateralised loan obligation) è stato recentemente riaperto con due operazioni concluse con successo. **Restiamo positivi sul mercato immobiliare residenziale** e manteniamo una preferenza per le emissioni di qualità elevata nel segmento dei titoli garantiti da ipoteche commerciali, dove vi è il rischio di modifiche delle condizioni dei mutui sottostanti.

#### Lezioni dal passato e opportunità d'investimento

Le conseguenze involontarie delle riforme a seguito della Grande crisi finanziaria che hanno rafforzato il sistema bancario hanno anche limitato la sua capacità di assorbire richieste di liquidità della portata e della velocità che abbiamo visto a metà marzo. Con questa crisi pandemica, ci troviamo in un territorio inesplorato, e non ci sono precedenti da seguire che corrispondano perfettamente alla situazione attuale. **Riteniamo che gli strumenti della Fed rappresentino un importante supporto che contribuirà a ripristinare la liquidità dei mercati.**

Nonostante l'aumento del rischio di credito, il netto riprezzamento degli spread ha creato notevoli opportunità d'investimento. Per la maggior parte dei settori non governativi del **mercato obbligazionario statunitense, i premi di rendimento rispetto ai Treasury al netto delle perdite attese si collocano su livelli molto interessanti.** Ciò vale per tutte le categorie di rating. Data la persistente incertezza economica e la focalizzazione del mercato sulle misure politiche recentemente adottate, **favoremmo gli attivi di alta qualità all'interno di ciascun settore obbligazionario.** Diversamente dalla crisi finanziaria del 2008, il sistema finanziario si

trova su basi più solide e la disponibilità di credito non dovrebbe essere gravemente compromessa una volta ripresa l'attività economica.

## Outlook mercati azionari USA

**"I trend di mercato restano offuscati dall'elevata incertezza sull'entità della ricaduta economica del virus."**

Dopo aver raggiunto un massimo storico il 19 febbraio, le azioni statunitensi sono crollate a partire da quel picco di oltre il 33% alla data del 23 marzo, per poi recuperare in parte terreno. Dopo un sell-off così rapido, un rimbalzo è giustificato e si sono aperte alcune opportunità di investimento.

Guardando oltre, **l'andamento del mercato resta offuscato dall'elevata incertezza sull'entità della ricaduta economica del virus**, che si rifletterà sulla performance degli utili societari. Alcuni chiarimenti potrebbero venire dalla pubblicazione dei dati relativi al primo trimestre (da fine aprile a metà maggio). Fino ad allora, è probabile che i mercati rimangano volatili.

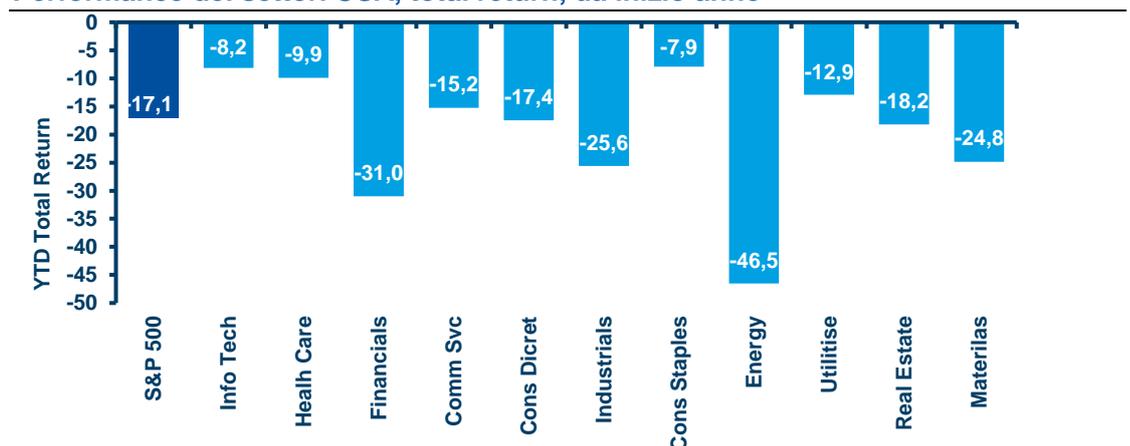
Data la portata del rimbalzo già registrato dal 23 marzo e l'incertezza che circonda le attuali previsioni, riteniamo che sia improbabile che nel breve periodo si verifichino ulteriori rimbalzi. **Manteniamo un atteggiamento prudente** e aspettiamo evidenze relative all'andamento degli utili USA, insieme alle indicazioni delle aziende sui trimestri futuri. A nostro avviso, se nel 2020 gli utili americani dovessero scendere di almeno il 20%, l'indice S&P 500 potrebbe scendere di nuovo invece di risalire ulteriormente.

In una prospettiva di lungo termine, i titoli statunitensi hanno sovraperformato la maggior parte dei mercati per ragioni strutturali (ad esempio, economia più forte, elevata quota di titoli growth). Dopo uno shock esterno, le aziende che escono dalla crisi in condizioni migliori tendono ad essere **quelle in grado di cogliere le opportunità che potrebbero emergere nella fase successiva**. Riteniamo che i titoli USA possano continuare a essere in testa alla ripresa dopo questa crisi, grazie all'elevata innovazione e alla solidità del settore corporate.

A **livello settoriale**, gli investitori dovrebbero evitare i settori che sono stati più duramente colpiti, poiché questi non finiscono mai col trainare la fase successiva di ripresa del mercato. I settori più colpiti potrebbero essere le **compagnie aeree e di crociera, i rivenditori di materiali edili, gli immobili commerciali e il petrolio di scisto. Il settore sanitario, la tecnologia, le comunicazioni e i finanziari dovrebbero superare meglio la crisi.**

**"Dopo uno shock esterno, le aziende che escono dalla crisi in condizioni migliori tendono ad essere quelle in grado di cogliere le opportunità che potrebbero emergere nella fase successiva".**

Performance dei settori USA, total return, da inizio anno



Fonte: Amundi, Bloomberg. Dati al 7 aprile 2020.

Date le circostanze attuali, è molto difficile definire quando il mercato raggiungerà il punto di minimo. Tuttavia, l'enorme dislocazione del mercato può offrire agli investitori che hanno un orizzonte di lungo termine l'opportunità di entrare gradualmente nel mercato.

**Avvertenze**

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso 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: **9 aprile 2020**.