

Neutralità e flessibilità contro il contagio da Coronavirus

Incertezza e volatilità rimangono protagoniste a causa dell'emergenza sanitaria globale dell'epidemia di Coronavirus. A guidare le variabili economiche e finanziarie sono le evidenze circa l'andamento dei contagi, su cui però la visibilità è ancora bassa, e l'introduzione delle misure di supporto annunciate. Il giudizio del team gestionale di Anima sulle principali asset class viene ricondotto alla neutralità.

L'epidemia di Coronavirus ha contagiato ormai anche i mercati finanziari portando con sé livelli elevati di incertezza e volatilità. In questa fase delicata sono **due sostanzialmente i fattori che preoccupano gli investitori.** In primo luogo il fatto che, nelle ultime settimane, l'emergenza sanitaria per la diffusione dell'epidemia di COVID-19 si sia estesa su scala globale e con un'avanzata sempre più drammatica nei Paesi avanzati: dalla Cina, da cui tutto è partito, il virus si è diffuso in Europa e nelle ultime settimane con una forte accelerata anche in America.

In secondo luogo, ma non per importanza, **la certezza ormai che le misure drastiche adottate dai vari governi per il contenimento dei contagi, sull'esempio della diffi-**

cile esperienza italiana, – sia di confinamento nella propria abitazione (lockdown), sia di blocco (shut down) delle attività produttive – avranno un impatto negativo sulla crescita economica di tutto il pianeta: stime di discesa annualizzata del PIL a doppia cifra nei mesi di blocco dell'attività non sono irrealistiche (secondo l'agenzia governativa francese INSEE, l'economia sta operando a un ritmo inferiore del 35% rispetto alla norma) e **una recessione globale è data ormai come scontata dalla maggior parte degli economisti.**

Il 2020, pertanto, dopo un'apertura d'anno positiva, dalla fine del mese di febbraio **ha visto tutte le principali asset class diventare oggetto di un forte re-pricing.** La diffusione dell'epidemia dai confini della Cina prima

all'Europa e poi oltre oceano agli Usa, insieme appunto al progressivo *shut down* introdotto da vari Paesi per fronteggiare l'emergenza Coronavirus, hanno innescato vendite su tutte le attività finanziarie, alterando anche le normali correlazioni, a tal punto che anche le obbligazioni risk-free – in primis il Bund decennale e a proposito si veda il **Grafico 1** relativo al suo rendimento nell'arco di un anno - sono state oggetto di pressioni ribassiste.

I mercati hanno così registrato movimenti estremi, collezionando una serie di record negativi.

Memori dell'insegnamento della grande crisi finanziaria del 2008, le principali autorità monetarie e fiscali questa volta sono intervenute fin da subito, annunciando piani di reazione tempestivi e straordinari di grande portata, che tuttavia nell'immediato non sono stati in grado di cambiare il sentiment degli investitori e arrestare il trend dei mercati, entrati nel più rapido mercato Orso (*bear markets*) della storia (si veda il **Grafico 2 relativo all'andamento dei principali indici azionari).**

Da settimane, pertanto, si sta assistendo ad **una corsa contro il tempo da parte delle autorità di tutto il pianeta, con un coordinamento senza precedenti fra banche centrali e governi.** Sul fronte della **politica monetaria**, in particolare, si è innanzitutto cercato di **incrementare le dimensioni e al contempo il grado di diversificazione dei propri stimoli monetari.** Pertanto sono stati tagliati drasticamente i tassi (nuovi minimi storici sono stati raggiunti in Australia, Regno Unito e Norvegia) e lanciati piani di acquisto titoli di grandi dimensioni (basta pensare al Qe senza limiti di tempo e quantità varato dalla Fed). Il tutto per **migliorare la liquidità dei mercati e garantire la regolare trasmissione del credito dalle istituzioni finanziarie all'economia reale.**

Sul fronte invece della **politica fiscale** le autorità hanno varato **pacchetti importanti per sostenere il reddito disponibile delle famiglie e compensare il crollo dei ricavi per le imprese** (potenziamento degli ammortizzatori sociali, sovvenzioni e prestiti agevolati, garanzie sul credito bancario). Tuttavia, ad oggi, i singoli paesi del vecchio continente hanno messo in campo azioni fiscali per un ammontare pari al 3,5% del PIL, ancora molto poco se paragonato a quanto fatto dagli Stati Uniti dove lo stimolo è stato invece nell'ordine del 13%.

Per approfondire i diversi interventi di politica monetaria ultra espansiva annunciati da Fed e BCE, si possono consultare i post pubblicati nel "**Blog della gestione**" di Anima ¹

¹ <https://www.animasgr.it/IT/consulente-finanziario/mercati-e-approfondimenti/Pagine/Blog-della-gestione.aspx>.

Se l'intervento rapido e incisivo delle autorità è stato fondamentale per contenere il pessimismo degli investitori e porre un freno all'inasprimento delle condizioni finanziarie, tuttavia **riteniamo che per un'inversione duratura e sostenuta dei mercati sarà cruciale ottenere evidenze da un lato circa l'efficacia delle misure annunciate e dall'altro circa il miglioramento del flusso di notizie relativo alla pandemia.**

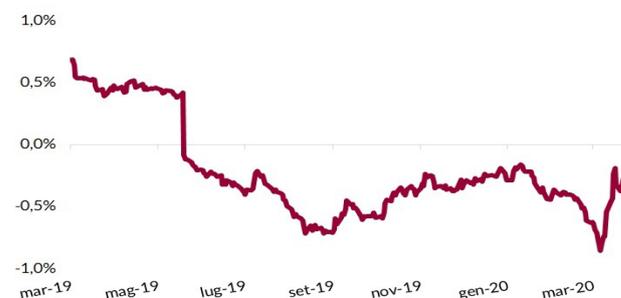
In questo senso, determinante sarà l'identificazione di un protocollo di cura della COVID-19 o quanto meno un cambio di pendenza della curva dei contagi in Europa e Stati Uniti, preludio dell'allentamento delle misure di lockdown (in questo senso l'Italia continua ad essere un "laboratorio" pilota). In questo caso, infatti, gli investitori potrebbero concentrarsi sulla prospettiva del "dopo Coronavirus" e della fase della "gestione dell'emergenza" per avviare la ripresa economica. In questa prospettiva le indicazioni in arrivo dalla Cina, dove l'emergenza sanitaria in parte è rientrata, sono incoraggianti, con un 90% del tessuto produttivo tornato regolarmente in funzione.

Per il momento, però, la visibilità su questi sviluppi resta ancora molto bassa, proprio per la ragione che quella in atto non è una crisi nata nel settore finanziario, come quella del 2008, ma è stata scatenata da **un elemento esogeno ai mercati, il virus appunto.** In questo contesto, nel breve periodo, **il team gestionale di Anima considera perciò opportuno mantenere tatticamente un'esposizione neutrale sulle diverse asset class.**

Al contempo, a maggior ragione a queste condizioni, un

Grafico 1

Rendimento Bund decennale

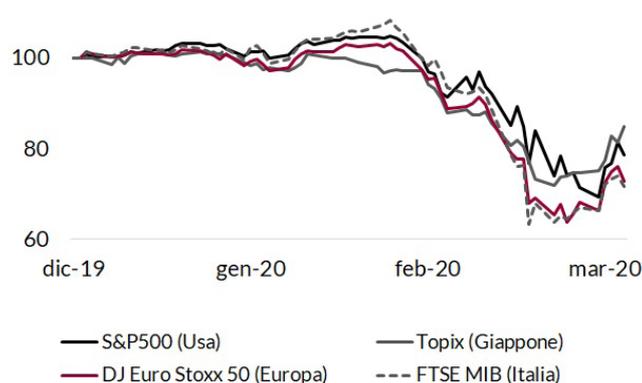


Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg. Dati al 27/03/2020.

ruolo centrale viene ad avere l'importante componente di liquidità mantenuta in molti portafogli, una scelta allocativa fondamentale e volta ad un duplice obiettivo: smorzare la volatilità e cogliere le opportunità di investimento che dovessero presentarsi.

Grafico 2

Principali listini azionari a confronto



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg. Dati al 27/03/2020.

Mercati obbligazionari e valute Gli acquisti della BCE "barriera" per gli spread

Con riferimento ai mercati obbligazionari, le autorità monetarie sono intervenute in modo aggressivo per garantire ai Governi condizioni di finanziamento favorevoli, compensando le pressioni rialziste sui tassi provocate dal deterioramento delle metriche fiscali. Notevole anche il supporto offerto alle obbligazioni a più alto merito di credito, oggetto di misure specifiche in molti paesi (per la prima volta, anche negli Stati Uniti): il profilo rischio/rendimento di questi strumenti è in netto miglioramento e le occasioni d'acquisto non mancano, ma le valutazioni non sono estreme e il comparto resta illiquido e vulnerabile a ulteriori flussi di liquidazione.

Nel dettaglio, per quanto riguarda le **obbligazioni governative**, nelle fasi di maggiore volatilità, anche i Paesi Core hanno a tratti perso la loro funzione di porto sicuro. Ai livelli attuali, con rendimenti molto compressi (si veda ancora il **Grafico 1** relativo al rendimento del Bund decennale), l'esposizione sui governativi Core è in generale di neutralità o sottopeso. Sui Paesi periferici, come l'Italia, gli spread restano vulnerabili nelle fasi di sell-off (si veda il **Grafico 3** relativo allo Spread BTP/Bund), ma il programma di acquisto di titoli pubblici della BCE riteniamo limiterà il potenziale di allargamento. **La view viene comunque in questa fase delicata**

ricondata a neutrale. In merito alle **obbligazioni societarie**, la forte penalizzazione dei titoli societari ha riportato i rendimenti su livelli interessanti in un'ottica di medio termine (i livelli del 2012), considerato che già scontano una recessione. L'asset class rimane, tuttavia, sensibile alla volatilità, che incide negativamente sui prezzi anche per effetto dell'allargamento del differenziale "denaro-lettera". All'interno dei portafogli dei fondi obbligazionari di Anima si privilegiano titoli con scadenza ravvicinata, che non sono stati immuni dai ribassi ma meno esposti al rischio di un deterioramento dei fondamentali.

Mercati azionari

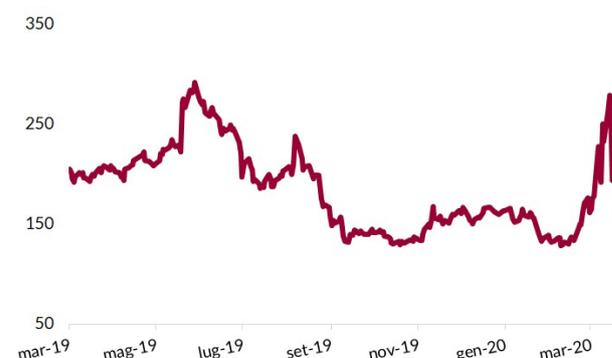
Europa: fondamentale il supporto di politiche monetarie e stimoli fiscali

Per quanto riguarda i mercati azionari, in particolare, la storia insegna che nelle fasi di eccezionale volatilità è fondamentale concentrarsi sul posizionamento settoriale: la probabilità di generare valore utilizzando la cassa come elemento allocativo è di gran lunga inferiore. Su questo fronte, la nostra preferenza per temi e settori difensivi resta spiccata (consumi di base, salute, telecomunicazioni ed utilities), ma si stanno valutando selezionate opportunità anche in altri ambiti: i finanziari, in particolare, sono stati duramente penalizzati, in continuità con le crisi precedenti, ma la maggiore solidità dei fondamentali, il sostegno delle banche centrali e l'allentamento della pressione regolamentare tratteggiano un quadro più costruttivo.

Inoltre, ci sono settori che stanno beneficiando

Grafico 3

Spread Btp/Bund decennale



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg. Dati al 27/03/2020.

dell'emergenza in atto, oltre a quello sanitario, medico e biomedico, come quello tecnologico, ad esempio, per quanto riguarda le società che forniscono strumenti e applicazioni per lavorare a distanza, visto il grande utilizzo dello smart working (o meglio home working) e della modalità di formazione a distanza (distance learning); e ancora le tematiche ESG. Anche sulle Borse europee, a causa dell'attuale incertezza sull'evoluzione dell'epidemia, **il posizionamento è nel breve periodo orientato alla neutralità.**

Italia: riflettori puntati sul Pil domestico

Le ultime settimane sono state caratterizzate dall'escalation dell'emergenza sanitaria legata al Coronavirus, specialmente nel Nord Italia. **La rapidità del contagio, accompagnato dal progressivo shut down, ha portato molti analisti a tagliare le stime di crescita per il Pil del 2020, anche per l'importanza che riveste questa peculiare area del paese.** In particolare, in base alle stime del Centro Studi di Confindustria (contenute nel rapporto di primavera presentato nei giorni scorsi), il Pil italiano quest'anno risulterà in calo del 6%, con una caduta stimata nel II trimestre del 10% rispetto alla fine del 2019, sottolineando che ogni settimana di blocco normativo delle attività produttive potrebbe costare una percentuale di Pil ulteriore nell'ordine di almeno lo 0,75%. Nelle prossime settimane, pertanto, sarà fondamentale monitorare da un lato gli sviluppi del Covid-19 e dall'altro le misure adottate da parte del governo italiano - già intervenuto con il decreto "Cura Italia" e il decreto "Liquidità" - per supportare l'inevitabile rallentamento della crescita economica. **Il posizionamento al pari delle altre Borse europee è neutrale.**

USA: il virus incide anche sulle elezioni

Per la decima volta dal secondo dopoguerra il mercato azionario americano registra una discesa superiore al -20%, ma è la prima volta che questo accade per una pandemia globale e nell'arco di solo poche settimane. Basti pensare che dai massimi storici del 19 febbraio, il mercato è arrivato a perdere il 34%, salvo mettere a segno un parziale recupero in scia all'approvazione di un massiccio piano fiscale da parte del Congresso USA. Per approfondire si legga il post pubblicato nel "**Blog della gestione**" sui bear markets².

Alla luce della diffusione dell'epidemia in Usa, particolarmente allarmante è la situazione sul mercato del lavoro americano: i nuovi sussidi di disoccupazione sono schizzati a 3,3 milioni nella settimana conclusa il 21

marzo e poi a 6,3 milioni nella settimana successiva, valori estremi se confrontati con il record precedente di 700'000 che risale al 1982. Se il lockdown si protrasse per due mesi, si stima che il tasso di disoccupazione supererebbe il 10% nel II trimestre. **Inoltre, va considerato che l'accelerazione del contagio del Coronavirus in vista delle elezioni di novembre ha cambiato molti equilibri, rimescolando le carte,** innescando una cooperazione bi-partisan tra il Presidente Trump e in particolare il governatore dello Stato di New York (Andrew Cuomo), l'area ad oggi più colpita.

Pertanto, questa gestione dell'emergenza sanitaria potrebbe avere anche implicazioni sul fronte politico in vista delle presidenziali, ma è ancora presto per dirlo. Sicuramente porre rimedio agli effetti recessivi della pandemia farebbe guadagnare terreno al candidato repubblicano, di qui **il piano economico da 2mila miliardi di dollari a favore di imprese e famiglie di grandi proporzioni per contrastare la crisi,** che in qualche modo sta oscurando il candidato democratico Biden. Senza dimenticare che Trump ha già siglato l'importante provvedimento che introduce sussidi di disoccupazione, congedi lavorativi retribuiti e tamponi gratuiti, richieste che erano state avanzate proprio dallo stesso Biden. **Anche in questo caso la view è neutrale.**

Borse emergenti: focus sulle misure di stimolo

Nonostante l'incertezza legata all'epidemia di Coronavirus, il mercato si è focalizzato sulle misure di stimolo messe in pratica o annunciate dalle autorità politiche e monetarie: l'aspettativa degli investitori è che quanto maggiori saranno i danni, tanto maggiore sarà l'entità del supporto.

A riprova, nelle ultime settimane molte Banche Centrali hanno tagliato i tassi (Filippine, Tailandia, Messico, Russia, Brasile) e ulteriori manovre sono in arrivo (pur con un atteggiamento cauto delle autorità monetarie finalizzato a contenere i rischi di squilibri finanziari). Anche sul piano fiscale sempre più Paesi (in particolare nell'area asiatica - Hong Kong, Singapore, Korea, Taiwan, Tailandia, Malesia) stanno annunciando interventi di stimolo, a favore soprattutto dei settori più impattati dalla crisi.

I mercati emergenti rappresentano per loro natura e per le valutazioni fondamentali quelli in cui i rendimenti attesi, sia lato azionario che obbligazionario, rimarranno interessanti nel lungo periodo, ma nel breve vista l'elevata volatilità su tutti i mercati azionari, anche in questo caso **il posizionamento è comunque oggi improntato alla neutralità.**

² <https://www.animasgr.it/IT/consulente-finanziario/mercati-e-approfondimenti/Pagine/blog/?id=112>

Giappone: neutralità per effetto coronavirus

Cautela nel breve periodo anche su questo mercato azionario a causa dell'impatto del virus e della situazione economica.

Per il Giappone, infatti, più che per altri Paesi si preannunciano tempi di **recessione**: il Pil del quarto trimestre del 2019 è stato ben sotto le attese per l'impatto dell'aumento dell'Iva ad ottobre, ma il virus probabilmente avrà un significativo impatto negativo sull'andamento economico giapponese per l'inizio del 2020 (impatti in particolare su turismo, investimenti, export; intanto i consumi domestici rimangono depressi dall'aumento dell'IVA).

Si potrebbero però aprire delle opportunità di investimento in quanto i miglioramenti della governance continuano: sempre più attivisti stanno mettendo pressione alle società e questo porta a re-rating delle stesse.

Le opinioni e il contenuto del documento non costituiscono una raccomandazione, un consiglio o un invito ad effettuare operazioni finanziarie di investimento o di altro tipo. ANIMA non si assume alcuna responsabilità in relazione all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni riportate in questa pubblicazione, pur prestando la massima attenzione nella sua redazione. ANIMA pertanto declina ogni responsabilità per eventuali errori od omissioni.