

# Coronavirus: aggiornamenti alla luce dei recenti sviluppi

*A cura della Direzione Investimenti di Fideuram Investimenti*

---

Lo scenario attuale: un'introduzione

**Da quando l'epidemia del coronavirus** ha finito di essere un fenomeno limitato alla provincia cinese di Hubei e **ha progressivamente assunto le caratteristiche di una pandemia globale i mercati azionari e del credito hanno sofferto una violenta e profonda correzione**, mentre i titoli governativi di alta qualità hanno goduto di forti rialzi. Anche beni rifugio come l'oro hanno sofferto una correzione.

Ad aggravare il contesto è stato **il tracollo del prezzo del petrolio** a causa del disaccordo tra i paesi produttori **con conseguente allargamento degli spread degli emittenti sovrani esportatori** e aumento del rischio di credito per le aziende più deboli del settore.

L'andamento del mercato negli ultimi giorni è stato guidato dalla seguente logica:

- ✓ l'epidemia è caratterizzata da un elevato livello di virulenza e ha la capacità di mettere in crisi le strutture sanitarie preposte a fargli fronte;
- ✓ le necessarie misure di contenimento hanno l'effetto di rallentare o bloccare lo svolgimento delle naturali attività economiche portando ad sensibile rallentamento nella crescita con il rischio di una recessione;
- ✓ il rischio di una recessione provoca un taglio delle prospettive di crescita degli utili ed un aumento del rischio di default per le aziende maggiormente colpite e con merito di credito più basso.

Per comprendere le prospettive e decidere quali siano i comportamenti corretti da tenere per gli investitori è necessario analizzare:

1. quali siano le **dinamiche dei mercati** per comprendere quanto scontino del rischio effettivo di prolungamento della crisi sanitaria e del possibile rallentamento economico. I mercati infatti possono essere realisti ma anche eccedere nelle reazioni oltre a quanto giustificato dalle grandezze economiche;
2. quali siano le **dinamiche della pandemia** per comprendere quando ci si approssimerà al momento di svolta del ciclo di diffusione del virus e al superamento del momento di crisi. Il primo momento è importante perché potrebbe determinare l'avvio di una reazione di recupero dei mercati; il secondo momento è importante perché ci permetterà di avere una stima più puntuale dell'impatto sul ciclo economico.

3. **l'evoluzione del quadro macroeconomico.** Le dinamiche di questa crisi portano a pensare che possa essere una crisi profonda ma di breve durata. E' importante quindi stimare quale possa essere il grado di rallentamento e quale la durata della fasi di flessione;

4. **l'evoluzione della politica monetaria e della politica fiscale.** La politica monetaria ha la responsabilità di consentire il mantenimento del funzionamento del sistema finanziario e favorire le condizioni di accesso al credito ma da sola non è sufficiente; la politica fiscale potrà favorire il contenimento degli impatti economici e la veloce ripresa della crescita. La misura e la qualità degli interventi saranno determinanti affinché la ripresa sia più veloce o più lenta e con impatti strutturali maggiori.

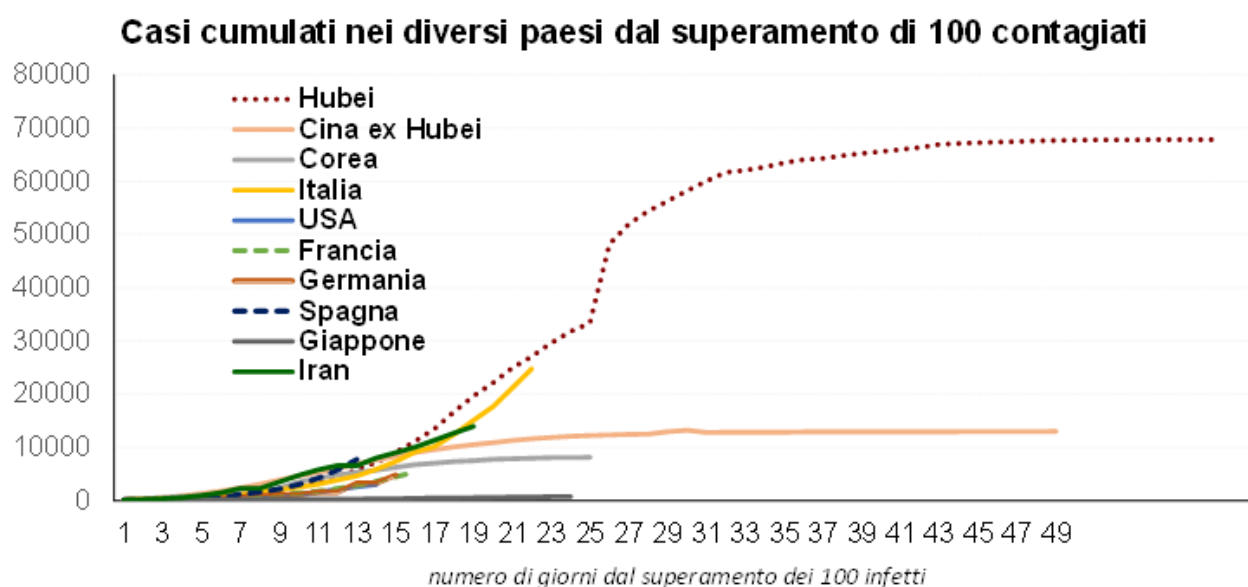
## La diffusione del virus

Il fenomeno sanitario mostra che diversi paesi si collocano in fasi diverse del ciclo di diffusione del virus e che l'ampiezza dello stesso può dipendere dalle diverse azioni di contenimento, dalla capacità del sistema sanitario di gestione della crisi e dall'evoluzione dell'esperienza di gestione del fenomeno oltre che, per il futuro, dell'individuazione di cure più efficaci.

**La diffusione del virus al di fuori della Cina è ancora in fase di accelerazione.** Oltre all'Italia altri paesi europei vivono una fase di forte accelerazione, in primis la Spagna, e molti stanno adottando le drastiche misure di contenimento introdotte dal governo italiano nei giorni scorsi, o come nel caso degli USA dove il numero di casi inizia ad essere significativo, hanno dichiarato lo stato di emergenza nazionale.

Dati positivi dal lato del contenimento vengono dalla Cina e dalla Corea, ma non è ancora possibile ipotizzare quando verrà raggiunto il picco della diffusione a livello globale.

### GRAFICO 1



Dati al 15 marzo

## Impatto macroeconomico: come cambiano le nostre previsioni?

**La diffusione del coronavirus avrà un rilevante impatto negativo sull'andamento dell'attività economica a livello globale nel breve periodo.** Questo impatto non è ancora evidente nell'andamento dei dati macro ufficiali, con la sola eccezione della Cina, dove gli indicatori relativi all'attività produttiva e alla domanda del mese di febbraio hanno registrato una pesante correzione, visto il sostanziale blocco dell'attività imposto dalle autorità (almeno per parte del periodo). **Le drastiche misure decise anche da altri governi nelle economie avanzate, a partire dall'Italia, rendono probabile una correzione significativa della crescita a livello globale nella prima parte dell'anno, con uno scenario di recessione nel primo semestre.**

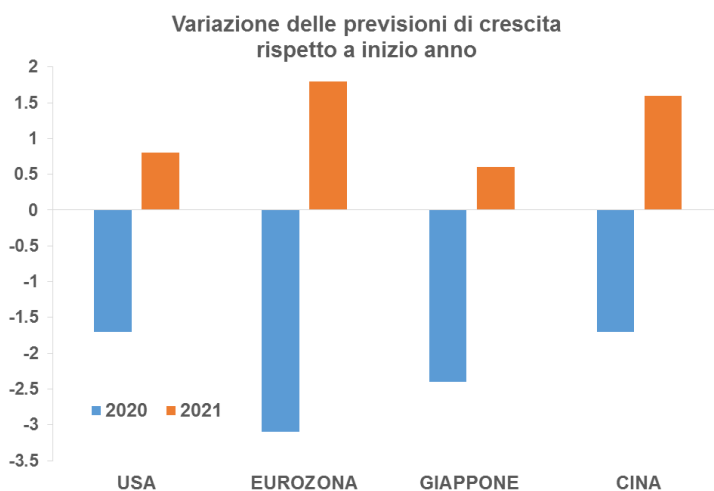
**Rispetto alle previsioni di inizio anno abbiamo pertanto rivisto al ribasso le nostre stime di crescita globale del -2%** (si veda il grafico per le stime relative a ciascuna area). Più in particolare, questo scenario

contempla condizioni di recessione "tecnica" (ovvero due trimestri di crescita negativa) nell'Area Euro e in Giappone, mentre al momento l'impatto per gli USA è largamente concentrato nel secondo trimestre, mentre per la Cina la fase di correzione più pesante dovrebbe già essere stata superata.

**Anche il consenso degli analisti si sta gradualmente muovendo nella direzione di una riduzione significativa delle previsioni di crescita.** Nel corso degli ultimi giorni, ad esempio, sia JPM che Goldman Sachs hanno abbracciato uno scenario di breve recessione a livello globale.

**Il nostro scenario centrale rimane basato sull'ipotesi che la diffusione del**

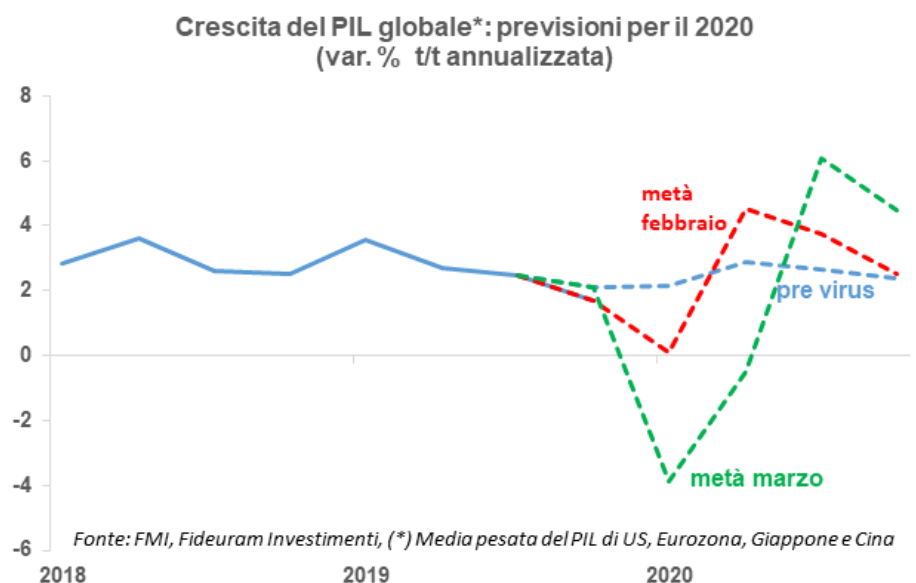
**GRAFICO 2**



Fonte: Fideuram Investimenti. Nel caso del Giappone la revisione delle stime per il 2020 riflette anche il maggior impatto dell'aumento dell'IVA

**coronavirus rappresenti uno shock negativo di natura transitoria e continuiamo a prevedere che, una volta che la situazione sia migliorata dal punto di vista sanitario, si registri un marcato recupero dei ritmi di crescita a livello globale, con una significativa accelerazione dell'attività economica in particolare nella seconda parte dell'anno e nel 2021 (per il quale abbiamo rivisto sensibilmente al rialzo le nostre stime di crescita rispetto alle stime precedenti la diffusione del coronavirus).**

**GRAFICO 3**



## L'evoluzione della politica monetaria e fiscale

**Questo recupero dell'attività economica sarà determinato anche dall'ingente azione di stimolo messa in opera dai policy-makers**, sia sul versante della politica monetaria, sia soprattutto su quello della politica fiscale (che rappresenta ovviamente la risposta più efficace vista la natura dello shock per l'economia). **La risposta della politica monetaria è già stata decisamente rapida: la Fed nel corso delle ultime due settimane ha portato i tassi a zero** (con un taglio cumulato di 150 pb) **e riavviato il QE**, mentre **la BCE ha introdotto ampie misure di finanziamento con condizioni particolarmente favorevoli per supportare in particolare piccole e medie imprese** (oltre ad avere aumentato gli acquisti di titoli). **Anche la risposta delle autorità fiscali sta ora assumendo dimensioni molto rilevanti**. Il primo obiettivo a livello globale è quello di fornire fondi per affrontare l'emergenza sanitaria e le sue implicazioni negative dirette per imprese e famiglie, ma stanno già prendendo corpo, sia negli USA che in Europa, anche ingenti pacchetti di stimolo che possano garantire la ripresa dell'attività economica una volta affrontata l'emergenza sanitaria.

## L'andamento dei mercati

### *Andamento delle principali asset class*

	Performance in EUR dal 21/2/2020
S&P 500	-20.7%
STOXX 600	-30.1%
TOPIX	-23.7%
MSCI Emerging Market	-19.7%
US Treasury Bond Index (EUR hedged)	2.9%
EU Government Bond Index	-1.9%
Global Corporate (EUR hedged)	-5.1%
Global High Yield (EUR hedged)	-11.2%
EM Sovereign Bonds (EUR hedged)	-11.3%
EM Local Currency Bonds	-11.3%
US Dollar	-2.4%
Gold	-10.1%
Oil	-42.9%

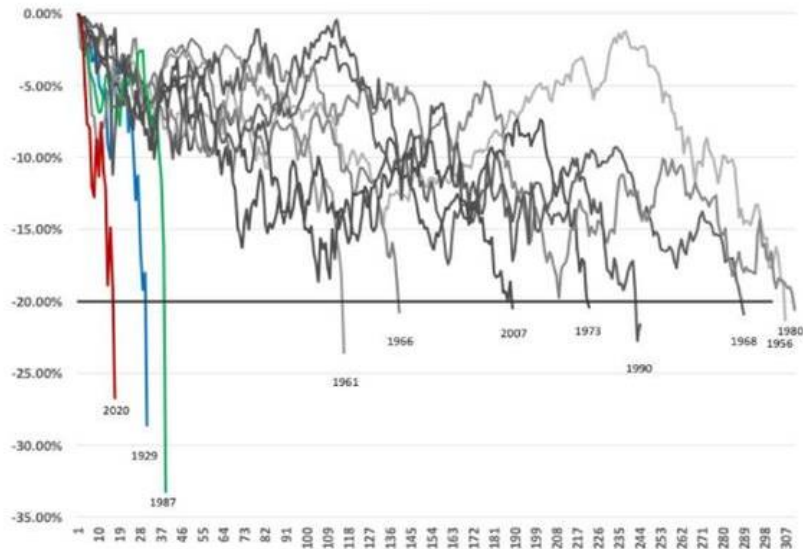
DATI AL 13 MARZO 2020

**La correzione dei mercati è stata violenta e veloce.** Nella tabella qui sotto riportiamo l'andamento delle principali asset class dal 21 febbraio, cioè dal giorno evidenza della diffusione del virus in Italia.

**Gli unici asset che hanno garantito protezione sono i titoli di stato di alta qualità**, con il Treasury e il Bund che sulle scadenze decennali hanno visto ridursi il rendimento a scadenza rispettivamente di 50 e 10 punti base. Tuttavia, l'andamento complessivo delle obbligazioni governative europee è stato negativo per via dell'allargamento dello spread dei paesi periferici. Il BTP a 10 anni ha subito un rialzo di 87 punti base e lo spread con il Bund è passato da 100 a 230 punti base. Anche beni rifugio come l'oro hanno corretto, nonostante la performance di più lungo periodo sia positiva.

## GRAFICO 4: L'indice S&P è diminuito dal picco più velocemente rispetto ad altre crisi finanziarie precedenti

Performance until the day it surpassed the -20% threshold (vertical axis); Trading days from peak (horizontal axis)



Source: Bloomberg, Goldmoney Research

In generale, gli attivi rischiosi europei hanno sottoperformato perché l'Europa sta vedendo, al momento, più di altre aree geografiche, un aumento della diffusione del virus e si attende un impatto macroeconomico più severo.

### Cosa scontano i mercati?

**Stimiamo che i mercati azionari scontino una contrazione severa ma temporanea dell'attività economica.** In base alle nostre stime, le azioni europee incorporano flessione del PMI manifatturiero in area 37-39 (l'ultimo dato è stato 49.2), mentre le azioni USA ne stimano uno a 40-42 per l'indice ISM (ultimo dato 50.1) in media per i prossimi tre mesi. Si tratta di una di una contrazione ciclica molto severa che corrisponde ad una riduzione del GDP globale di poco più di un punto percentuale nell'anno in corso ed è compatibile con una revisione al ribasso delle stime di utili aziendali globali di circa 10 punti percentuali (questa revisione porta la crescita implicita degli utili per il 2020 in territorio negativo).

Per contro, i tassi di Treasury e Bund sono a livelli inferiori a quelli coerenti con i fondamentali macro, e sono spiegati in questo momento dall'aumento dell'avversione al rischio, ma nel medio periodo sarebbero giustificati solo da un contesto macro peggiore del nostro attuale di riferimento.

## La nostra strategia di investimento

Le **condizioni che vediamo necessarie perché si riduca la volatilità dei mercati** e si aprano spazi di recupero degli asset rischiosi sono:

1. **L'evidenza del raggiungimento** (o almeno la prevedibilità di un prossimo raggiungimento) **del picco** della diffusione del contagio. Il mercato in quel momento sarebbe in grado di determinare l'impatto sull'attività economica e stabilire i tempi di recupero.
2. **Una risposta forte da parte delle autorità di politica economica**, non solo in termini monetari, ma anche, **e soprattutto, fiscali**. Poiché l'impatto della crisi non è solo dal lato della domanda ma anche dell'offerta, in conseguenza delle chiusure forzate e delle disfunzioni delle catene produttive, interventi di natura fiscale sono necessari a contenere l'impatto economico e mitigare la mancanza di cash flow. La

politica monetaria è invece più adatta a mantenere i livelli di liquidità necessari al mercato di funzionare correttamente, ed in particolare quello del credito.

### Strategia di breve periodo

**Nel breve periodo i mercati si manterranno molto volatili.** In questa finestra di volatilità (che non vuol dire necessariamente solo debolezza) è importante **mantenere un portafoglio diversificato che includa strumenti di protezione come i titoli di stato di alta qualità** (anche oro nonostante la recente debolezza) nonostante queste siano forme di assicurazione care, ma che manterranno una prevedibile correlazione negativa con le azioni.

Non è suggeribile una riduzione significativa degli investimenti azionari perché le azioni già scontano un deterioramento dei fondamentali severo. Questo non significa che le azioni non possano ancora scendere, ma in quel caso si aprirebbe un gap importante tra prezzi e fondamentali.

Con riferimento al rischio di credito, suggeriamo di mantenere un'esposizione cauta e privilegiare le emissioni di qualità più elevata (investment grade) rispetto ai titoli high yield. La contrazione macro e la discesa del petrolio possono far aumentare i default già in tempi brevi e creare situazioni di minore liquidità di quel mercato.

### Strategia di medio-lungo periodo

Quando allunghiamo l'orizzonte temporale oltre il picco della diffusione del contagio e della risposta di politica economica riteniamo che sia **opportuno un graduale ma disciplinato aumento dell'esposizione al rischio dei portafogli, principalmente in ambito azionario.**

L'esposizione azionaria degli investitori ha subito una forte riduzione e stimiamo che sia a livelli ora più contenuta. Per contro, l'esposizione al rischio di credito degli investitori è molto alta. Inoltre, le valutazioni relative e il recupero degli utili nel 2021 sono a favore delle azioni.

Per quanto la politica monetaria terrà bassi i tassi di interesse per ancora molto tempo, la capacità di protezione di Treasury e Bund sarà inferiore. Tuttavia, il settore investment grade europeo, che è più protetto dal QE della BCE, rappresenta una scelta difensiva, così come sarà attraente il carry offerto dai titoli di stato dei paesi periferici europei le cui valutazioni si sono riportate in un'area di maggiore interesse.

## Conclusioni

Per poter valutare il superamento definitivo della crisi dobbiamo quindi valutare la stabilizzazione del quadro sanitario, la stabilizzazione del prezzo del petrolio e analizzare gli impatti delle azioni che sono state e verranno ancora intraprese dai policy maker monetari e fiscali.

Considerata la reazione dei mercati che hanno già incluso valutazioni coerenti con un forte rallentamento economico, l'esplosione della volatilità che può indurre nell'investitore comportamenti non razionali e l'alta probabilità che sia le dinamiche economiche sia quelle finanziarie possano avere dopo la fase di contrazione una reazione di recupero, riteniamo che l'approccio corretto sia quello di **lavorare sulla qualità della diversificazione e di sfruttare le opportunità che si creano per allineare i portafogli agli obiettivi di medio e lungo termine.**

## **DISCLAIMER**

Questo documento è pubblicato da Fideuram Investimenti SGR S.p.A., società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del D. Lgs. 58/98, al n. 12 nella Sezione Gestori di OICVM, sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari.

Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento non costituiscono in alcun modo ricerca, raccomandazione, consiglio di investimento, consulenza all'investimento o altra forma di consulenza e sono soggetti a modifiche. I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile. Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita o una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.

**I RENDIMENTI PASSATI NON SONO INDICATIVI DI POSSIBILI RENDIMENTI FUTURI. NON VI E' GARANZIA DI OTTENERE UGUALI RENDIMENTI PER IL FUTURO.** Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Il capitale investito non è garantito. Un investimento è soggetto al rischio di perdita del capitale investito. Il valore dell'investimento può variare al variare del tasso di cambio tra valute. Le fluttuazioni di valore possono essere ampie nel caso di prodotti esposti ad alta volatilità.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Investimenti SGR e sulla base di informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti. Fideuram Investimenti SGR non garantisce l'accuratezza, la completezza e l'affidabilità dei dati e delle informazioni contenuti in questo documento e declina ogni responsabilità al riguardo. I dati e le informazioni contenuti nel presente documento non potranno essere utilizzati dal destinatario per comunicazioni nei confronti di autorità di vigilanza. Il presente documento è privo delle informazioni idonee a determinare, in concreto, la propensione all'investimento e, dunque, non può e non deve costituire la base per assumere alcuna decisione di investimento. Non vi è alcuna garanzia che le proiezioni, prospettive o stime si realizzino effettivamente. Le eventuali opinioni espresse nonché le analisi contenute nel presente documento potrebbero non riflettere quelle di Fideuram Investimenti SGR. Opinioni diverse possono essere formulate sulla base di diversi stili di investimento, obiettivi, punti di vista o filosofie. Fideuram Investimenti SGR declina ogni responsabilità per eventuali investimenti effettuati esclusivamente sulla base del presente messaggio.

Copyright © 2015 Fideuram Investimenti. Tutti i diritti riservati.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina di copertina.

**QUESTA PUBBLICAZIONE SI COMPONE DI N.7 PAGINE. DATA DI PUBBLICAZIONE: 16 MARZO 2020**