

the day after

#1 | Maggio 2020

*Covid-19:
La mano
invisibile che
indica agli
investitori la
strada verso
gli anni '70*

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Documento ad uso esclusivo degli operatori Professionali.



Autore

Pascal BLANQUÉ

Group Chief Investment Officer

Introduzione alla serie "The Day After"

Senza dubbio, la pandemia di Covid-19 sta scuotendo il settore finanziario come mai prima d'ora. Ma non è la prima volta che il mondo si trova di fronte a una pandemia di questa portata, né è la prima volta che i politici, i leader aziendali e gli esperti chiedono: "Questa volta è diverso? Siamo a un punto di svolta?"

In questa nuova serie di documenti dal titolo "The Day After", condividiamo con i nostri clienti il nostro pensiero su quali potrebbero essere le implicazioni a lungo termine dell'attuale crisi senza precedenti sul panorama degli investimenti.

Per iniziare la serie "The Day After", in questo primo articolo - Covid-19: La mano invisibile che indica agli investitori la strada verso gli anni '70 - il CIO del nostro Gruppo Pascal Blanqué illustra le principali conclusioni del suo nuovo lavoro e mette in luce le ragioni chiave per cui l'attuale crisi potrebbe essere la causa di un cambiamento di regime che, nel lungo periodo, potrebbe portare a un nuovo equilibrio con caratteristiche simili a quelle viste negli anni '70. La strada verso gli anni '70 richiederà tempo e non sarà diritta. Nel percorso lungo questa strada, gli investitori dovranno rimanere attivi e rivedere i loro approcci di investimento intorno ad alcuni principi chiave, che insieme rappresentano il nuovo pacchetto di strumenti per la seconda decade del nuovo millennio.

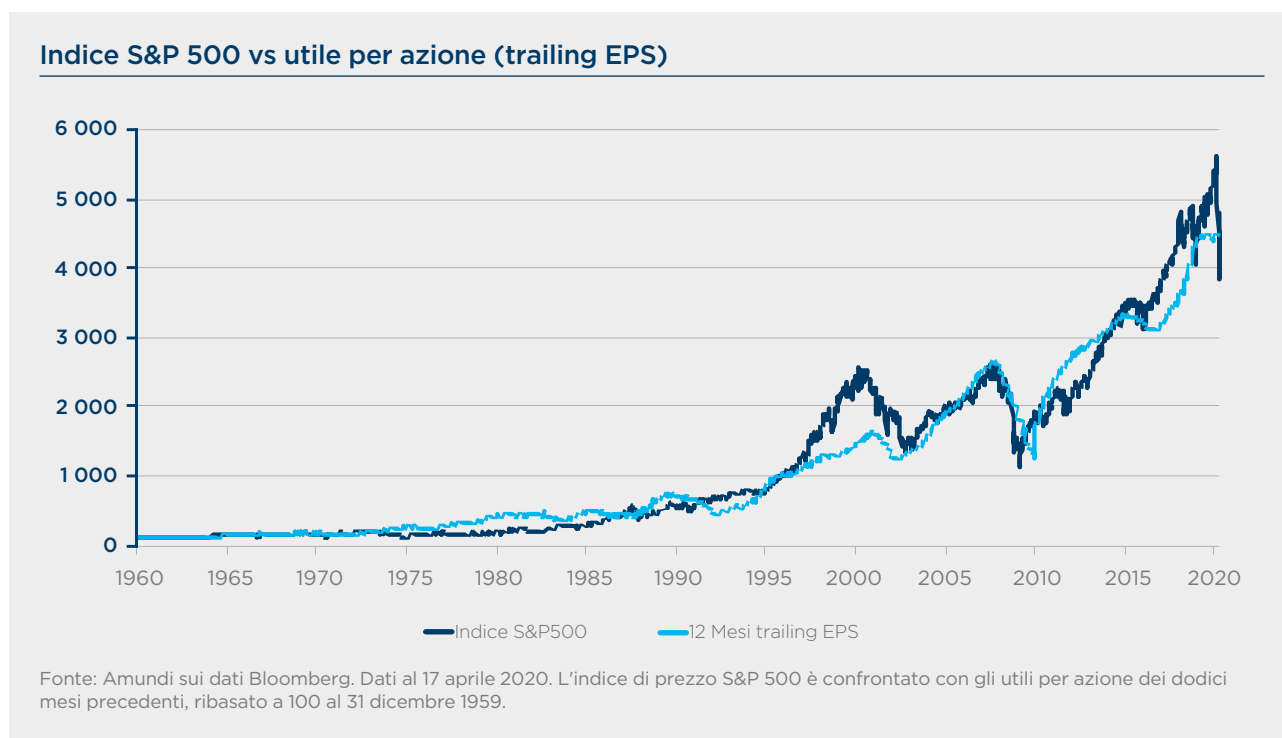
Per saperne di più, nel documento completo:

- La pandemia di Covid-19 è la causa scatenante di un nuovo regime finanziario
- L'eredità degli anni 2010: un regime di rendimenti corretti per il rischio eccezionalmente elevati
- Ridefinire gli obiettivi di performance: incrementare il rischio non è una panacea
- Implicazioni per gli investimenti di una strada che ci riporta agli anni '70
- La strada degli investitori verso il nuovo decennio: vino nuovo e bottiglie nuove

La storia ci insegna che l'economia e i mercati finanziari sono dominati da regimi a lungo termine che a un certo punto arrivano a un punto di rottura, dove un regime cede il passo ad uno nuovo. Nel 2019, nel nostro lavoro 'Road back to the '70', sostenevamo che la prossima recessione avrebbe potuto essere il punto di passaggio per un cambio di regime verso gli anni '70, innescando la fine di un periodo di volatilità contenuta e di eccessiva esuberanza del mercato. Anche se all'epoca la causa scatenante di tale mossa era incerta, ora crediamo che **Covid-19 sia la tempesta perfetta che ci porterà verso una nuova era nel lungo periodo, ma anche con implicazioni a breve termine.**

Covid-19, il trigger per un ritorno alla media

La pandemia di Covid-19 è la mano invisibile che innesca il processo di ritorno alla media (mean reversion) e riporta la volatilità a livelli meno contenuti. Ciò sta riportando i rendimenti azionari in linea con il loro trend sostenibile nel lungo termine, a seguito di una sequenza di deviazioni al rialzo essenzialmente guidate da fattori monetari (inflazione e tassi che tendono a scendere).



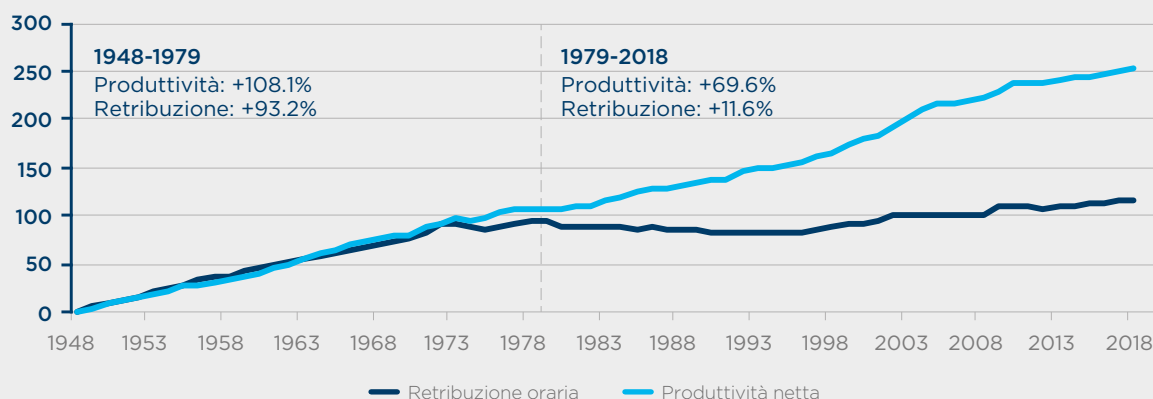
Covid-19 è anche l'elemento scatenante di un cambiamento di regime

Il cambio di regime Covid-19 sta mettendo fine all'attuale 'sequenza Volcker' e alla tendenza verso l'austerità sul fronte fiscale. Iniziata con l'arrivo di Paul Volcker al timone della Federal Reserve dopo un lungo periodo di elevate pressioni inflazionistiche, questo periodo ha simbolicamente portato a termine il regime macro-finanziario degli anni '70. Guardando al passato, l'economia e i mercati hanno attraversato **una serie di diversi regimi. Gli anni '70 sono stati anni di monetizzazione del debito pubblico**, con un predominio dei salari sui profitti e con alti livelli di inflazione di

beni e servizi. **Gli anni '90 (a volte chiamati 'regime degli azionisti' o 'capitalismo patrimoniale') furono caratterizzati da un regime di debito privato**, con il predominio dei profitti sui salari ed incrementi di produttività che non avvantaggiavano i lavoratori, e da inflazione dei prezzi degli asset.

“La sequenza di regimi dagli anni '70 (il grande regime inflazionistico) agli anni '90 sta ora raggiungendo un nuovo punto di svolta”.

Il divario crescente tra produttività e retribuzione dei lavoratori



Fonte: Economic Policy Institute. Analisi dei dati non pubblicati sulla produttività economica totale del Bureau of Labour Statistics (BLS) dal programma Labor Productivity and Costs. I dati sui salari provengono dal BLS Current Employment Statistics, BLS Employment Cost Trends, BLS Consumer Price Index e da Bureau of Economic Analysis National Income and Product Accounts. Nota: I dati si riferiscono alla retribuzione (salari e benefit) dei lavoratori addetti alla produzione e senza funzioni di controllo nel settore privato e alla produttività netta totale dell'economia. Per 'produttività netta' si intende la crescita della produzione di beni e servizi al netto degli ammortamenti per ora lavorata.

Ciò portò ad una fase di scoppio della bolla, seguita da un contesto deflazionistico e alla fine all'aumento del debito a partire dagli anni 2010. **L'eredità di questo elevato livello di debito sta ora portando a pressioni sulle banche centrali affinché monetizzino il debito, gettando i semi per un nuovo cambio di regime.**

Questo aspetto fu evidenziato anche nel 2019, quando osserviamo che in una nuova recessione le banche centrali sarebbero state sempre più spinte dai governi ad arricchire i propri strumenti e a modificare i propri obiettivi, a scapito di una parte della loro indipendenza, come avvenne negli anni '70.

La strada del ritorno agli anni '70

Andando a letto nel 2020, ci sveglieremo alla fine di questo cambio di regime nel 1973. Molti pensano che ritorneremo agli anni '30, poiché l'attuale recessione economica evoca la Grande Depressione. Riteniamo che la caratteristica principale di questo nuovo regime sarà una politica estremamente accomodante e che i confini tra politiche fiscali e monetarie saranno sempre più sfumati. La crisi sarà combattuta con misure senza precedenti e finora impensabili. Parole un tempo tabù, come 'helicopter money', letteralmente denaro gettato dall'elicottero, stanno diventando uno strumento accettabile, se non addirittura desiderato -- una sorta di panacea -- e stanno trovando terreno fertile in un dibattito che si era già evoluto negli ultimi anni, anche prima dello scoppio della crisi. Ci aspettiamo che le banche centrali e i governi continuino a spingere, ai massimi livelli possibili, i loro strumenti per combattere la recessione

causata dalla pandemia. A nostro avviso, il percorso di ripresa sarà lento e rimane un alto livello di incertezza su quali saranno le perdite temporanee e quali quelle permanenti in termini di produzione potenziale e occupazione. **Indipendentemente dalla forma che assumerà la ripresa, dal punto di vista degli investitori è importante che il timore di una depressione o di una perdita permanente della produzione siano sufficienti a garantire le misure estreme che, a nostro avviso, guideranno il cambiamento di regime.**

“La strada per tornare agli anni '70 non sarà diritta e probabilmente attraverseremo inizialmente una fase deflazionistica, seguita da un aumento causato dal processo di de-globalizzazione, dalla monetizzazione del debito e dal riorientamento delle catene del valore”

Non stiamo dicendo che gli investitori si sveglieranno **domani** in un regime inflazionistico elevato; di fatto, **le conseguenze di Covid-19 inizialmente saranno probabilmente deflazionistiche** (a causa dello shock di domanda, dell'aumento del debito e delle caratteristiche di stagnazione secolare già presenti di bassa crescita a causa delle tendenze demografiche) e i rendimenti dei titoli di stato core potrebbero scendere ulteriormente nel breve termine. Ma anche se per il momento l'inflazione sembra fuori dal radar, **i presupposti di un'inflazione più alta e di aspettative di inflazione più elevate sono già presenti**. La monetizzazione diretta dei deficit di bilancio (ora più o meno apertamente ammessa), la contrazione del commercio globale ed il protezionismo (con la rottura delle catene disinflazionistiche del valore ulteriormente accelerata dalle misure di confinamento), ed un riequilibrio delle politiche sociali e politiche a favore del lavoro sono forze inflazionistiche già visibili. La domanda di sostegno sociale aumenterà, insieme al requisito di un migliore controllo e trasparenza dei settori 'critici'. Gli stakeholder delle aziende metteranno in discussione la resilienza delle imprese (catena di approvvigionamento), il che dovrebbe aumentare il costo di produzione nei mercati sviluppati e compromettere le esportazioni dei mercati emergenti. **Gli investitori dovrebbero prepararsi a questa battaglia tra forze deflazionistiche e inflazionistiche ed essere pronti per la fase seguente (da deflazionistica a inflazionistica).**

Gli elementi che accompagnano un cambiamento di regime

Un cambiamento di regime viene solitamente accompagnato da tre tendenze chiave:

- 1. La vittoria intellettuale e il consenso accademico su argomenti specifici precedono sempre i cambiamenti di regime.** Oggi, con l'inflazione progressivamente dimenticata come minaccia, l'idea che emerge è che gli attuali alti livelli di debito non costituiscano un ostacolo allo stimolo di bilancio, soprattutto perché l'attuale crisi rischia di essere profonda e la memoria della recessione del 2008 è ancora acuta. Nel breve periodo, il rapporto debito/PIL dovrà aumentare per compensare gli effetti della crisi. Tuttavia, in una prospettiva a più lungo termine, con i tassi di interesse sulle obbligazioni 'sicure' che dovrebbero rimanere inferiori ai tassi di crescita, un basso tasso di rendimento del capitale corretto per il rischio giustificerebbe l'uso dell'espansione fiscale e del debito per finanziare gli investimenti pubblici.
- 2. Un cambiamento di regime si verifica quando gli squilibri precedenti non sono più tollerati dalla società.** Ben prima che Covid-19 si materializzasse, vivevamo in un'era di disuguaglianze estreme, forze protezionistiche crescenti e nazionalismi, oltre a una crescente urgenza riguardo la sfida del cambiamento climatico. La disoccupazione elevata, gli scontri a livello di UE per trovare una soluzione

comune e la tendenza a 'biasimare gli altri' che emerge in relazione alla diffusione dell'epidemia di Covid-19 porteranno questi squilibri a livelli senza precedenti.

- 3. Un cambiamento di regime implica un cambiamento nelle istituzioni (banche centrali, partiti politici, etc.) che costituiscono il regime stesso.** Le banche centrali ora assumono in modo permanente la posizione "whatever it takes" e i partiti politici sono pronti ad espandere il debito quanto necessario per garantire che l'esperienza del 2008 non si ripeta. Tutto ciò avviene in un periodo di de-globalizzazione e di recessione con uno shock della domanda e, cosa ancora più importante, uno shock dell'offerta che potrebbe alla fine essere il fattore scatenante di una ripresa dell'inflazione.

Esempi di vittoria intellettuale

- Secondo **Blanchard**, "il debito pubblico potrebbe non avere alcun costo fiscale" in quanto il rapporto tra debito e PIL potrebbe diminuire nel tempo.
- E' aumentato il consenso intorno alla **Teoria Monetarista Moderna (MMT)**, secondo cui i ruoli di politica fiscale e monetaria possono fondersi, presupponendo che una politica fiscale espansiva possa essere finanziata dalla creazione di moneta (Mitchell et al.).
- L Summers** ha osservato come un tasso di interesse naturale di equilibrio più basso, sebbene non osservabile, apra la strada ad una "maggiore tolleranza dei deficit di bilancio [e] a politiche monetarie non convenzionali... tutto ciò sta diventando realtà".

Implicazioni per gli investitori

1. Covid-19 segnala lo scoppio di una crisi

di liquidità nel settore aziendale (non nelle banche, almeno per ora), rendendo la liquidità la dimensione critica che gli investitori dovrebbero incorporare nel processo di investimento. Esso comporta anche un cambiamento definitivo nella struttura del mercato, con un ruolo cruciale del 'buy-side' nel funzionamento e nel finanziamento del sistema economico-finanziario. Tuttavia, ciò comporta anche rischi diversi dall'approccio tradizionale incentrato sulle banche e indica la necessità che le varie autorità (banche centrali, autorità di regolamentazione) includano le conseguenze di questa realtà nelle loro politiche e nei canali di trasmissione diretta. Questo è ciò che sta facendo la Fed: non combatte la vecchia guerra, ma fornisce strumenti per il 'buy-side' in modo da perseguire le proprie politiche. **Ciò sta fornendo prove convincenti del fatto che la liquidità nel nostro settore debba essere pienamente integrata come una dimensione chiave nel processo di costruzione del portafoglio, che si verifichino squilibri di liquidità e che vi sia un trade-off tra rendimenti e liquidità.**

Gli investitori non dovrebbero più considerare la liquidità come un elemento esogeno ed ex post, misurato in modo discontinuo, ma come una costante dimensione ex-ante della costruzione del portafoglio. **La liquidità deve inoltre essere vista non solo come uno strumento difensivo per mitigare la volatilità, ma anche come un elemento chiave per sfruttare le opportunità d'investimento quando si presentano.**

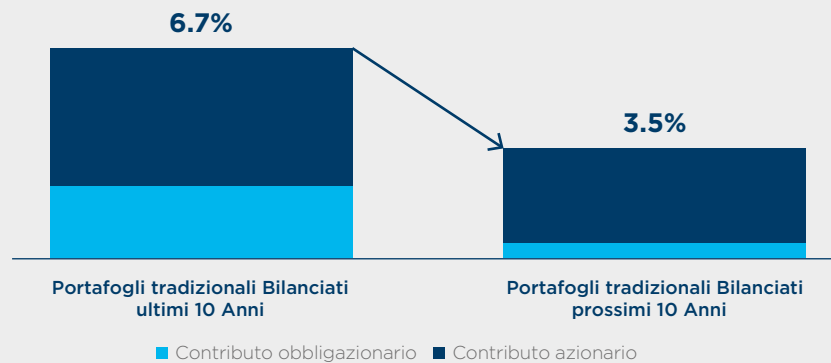
“L'implicazione più rilevante sarà la necessità di fare della liquidità una delle dimensioni critiche che gli investitori devono considerare nella costruzione del portafoglio”

2. Come corollario del punto precedente, la crisi non solo sta rendendo la liquidità un aspetto chiave da monitorare, ma sta anche sollevando dubbi in merito a quali siano gli asset cosiddetti sicuri. In teoria, questo dovrebbe essere un concetto relativo, dipendente dalle passività, ma in realtà, i Treasury e i Bund sono gli unici asset considerati privi di rischio in modo piuttosto unanime. Questo concetto dovrebbe essere distinto dal concetto di attività liquide, ma in realtà, le attività sicure e liquide si intrecciano, come la crisi attuale sta effettivamente dimostrando. Di conseguenza, il pool di strumenti efficaci e sicuri a livello globale (ossia riconosciuti come tali dalla comunità degli investitori) e liquidi è limitato: per questo motivo è normale che tali attività abbiano un premio o, in altre parole, che gli investitori le detengano indipendentemente da altri parametri classici (valutazione, percorso atteso delle banche centrali, etc.).

3. Gli investitori dovranno ottimizzare i rendimenti corretti per i costi dei loro portafogli, tenendo conto di tutti i costi, in un contesto di rendimenti attesi inferiori. Nel nuovo regime, gli investitori dovranno aspettarsi rendimenti inferiori nel prossimo decennio. Secondo le nostre previsioni, un portafoglio bilanciato in euro (50%Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index e 50% MSCI World in EUR senza copertura del cambio) renderà un modesto 3,5%, rispetto al 6,7% dell'ultimo decennio (da marzo 2010 a marzo 2020)¹.

1. Per un portafoglio statunitense simile con il 50% di S&P 500 e il 50% di US Aggregate, prevediamo un rendimento annualizzato del 4,4% per il prossimo decennio rispetto al 7,2% dell'ultimo decennio (da marzo 2010 a marzo 2020).

Rendimenti storici rispetto a quelli futuri attesi per un portafoglio bilanciato tradizionale in euro (50% Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index e 50% MSCI World in EUR senza copertura)



Fonte: Amundi CASM Model, Amundi Institutional Advisory and Research Teams, Bloomberg. Dati al 20 aprile 2020. I rendimenti passati non sono garanzia dei risultati futuri.

La frontiera efficiente sarà molto più bassa e piatta, ma un obiettivo del 5% sarà ancora realizzabile. Tuttavia, con rendimenti attesi inferiori, gli investitori dovranno rivedere il proprio portafoglio attorno a tre componenti: alfa idiosincratice, beta e reddito. Nell'effettuare scelte di allocazione attiva in termini di esposizione beta o di qualsiasi esposizione a fattori replicabili (alfa replicabile), dovrebbero cercare di ridurre i costi relativi a questo tipo di allocazione.

D'altro canto, gli investitori dovrebbero anche perseguire le opportunità di alfa idiosincratice (non replicabili) che saranno disponibili, soprattutto nei mercati in cui continuano ad esistere inefficienze (reddito fisso, mercati emergenti, small e mid cap, ESG). Infine, dovrebbero aggiungere nuovi motori di reddito (asset reali, dividendi) oltre alla tradizionale componente obbligazionaria.

“In un'era di de-globalizzazione con la possibilità di inflazione in futuro, la diversificazione su diversi fronti (geografico, di fattore e di stile) avrà un ruolo maggiore nel supportare i rendimenti corretti per il rischio,”

4. Gli investitori dovrebbero inoltre ampliare il proprio spettro di investimenti per esplorare i benefici della diversificazione su diversi fronti, man mano che ci allontaniamo da un unico fattore (monetario) di spinta dei rendimenti a molteplici fattori (crescita, inflazione, etc.). In un'era di de-globalizzazione (crescita globale non significa più commercio globale), con inflazione probabilmente più elevata in futuro (ed il suo trend che tornerà a salire dopo essere sceso) e una maggiore volatilità, la diversificazione su diversi fronti (geografico, di fattore e di stile) avrà un ruolo maggiore nel supportare i rendimenti corretti per il rischio. Ad esempio, la crescita sarà un fattore chiave dei rendimenti per uscire da una crisi dell'economia reale come quella in cui ci troviamo ora. A tale riguardo, gli investitori dovrebbero considerare di **aumentare leggermente il rischio nella propria asset allocation** e di avere, se non lo fanno già, **un'allocazione significativa dedicata agli asset emergenti nel proprio portafoglio strategico. Inoltre, le strategie basate sulla diversificazione geografica/regionale torneranno a essere importanti**, mentre quelle esposte alla globalizzazione, che ha maggiormente beneficiato negli ultimi tre decenni, diverranno meno efficaci.

5. La definizione di obiettivi di investimento chiari (reddito, tolleranza al rischio di perdite, protezione dall'inflazione, etc.) sarà fondamentale per costruire un portafoglio su misura, considerando le classi di attivo che offrono la maggiore probabilità di raggiungere l'obiettivo desiderato. Ad esempio, per gli investitori che puntano a rendimenti elevati, l'azionario potrebbe continuare ad essere una buona scelta, ma anche il debito societario, specialmente quando è negoziato ad uno sconto tale da diventare interessante. Per coloro che sono alla ricerca di reddito, i titoli di stato saranno meno remunerativi in futuro e i dividendi azionari potrebbero essere più adatti, su base altamente selettiva, una volta che la situazione si sarà stabilizzata. Al fine di ricercare flussi di reddito più elevati, gli investitori potrebbero anche considerare attività reali illiquide come il debito privato, il settore immobiliare o le infrastrutture. In logica di conservazione del capitale, **per proteggersi dall'inflazione, gli investitori dovrebbero tenere a mente** che sia le obbligazioni che le azioni non hanno dato buoni risultati in termini reali durante periodi di inflazione elevata e in crescita, come gli anni '70, mentre **le attività reali**, come le materie prime, il settore immobiliare e le infrastrutture, hanno prodotto rendimenti corretti per il rischio migliori.

Pertanto, riteniamo fondamentale che gli investitori ripensino alla loro asset allocation strategica e riconsiderino la nuova gerarchia dei premi al rischio, compresa l'esposizione agli asset reali, per adeguarsi ai diversi scenari di inflazione che potrebbero concretizzarsi in futuro.

6. Infine, nel nuovo regime i temi ESG avranno maggiore importanza nei portafogli degli investitori. La tendenza già crescente degli investimenti legati al cambiamento climatico è destinata a continuare, poiché la questione è in cima all'agenda di tutti i politici e del pubblico in generale. Un'altra tendenza principale sarà l'attenzione della società verso una maggiore uguaglianza sociale, con la crescente predominanza della componente

Ci sarà un maggiore controllo sul modo in cui le società agiscono nell'interesse di tutte le parti interessate e della comunità. Ciò si tradurrà in un maggiore impatto sui prezzi delle azioni di alcuni fattori di rischio ESG, che offriranno opportunità ai manager attivi, sia in ambito azionario che obbligazionario.

In conclusione, come accade in qualsiasi sistema dinamico, il percorso per raggiungere il nuovo equilibrio non sarà rettilineo; oscillerà e si svilupperà ad ondate. Gli investitori dovranno essere attivi e flessibili per sfruttare le opportunità che ciascuna di queste ondate offrirà.

Il nuovo equilibrio, con nuove regole che sostituiranno quelle vecchie, raggiunto alla fine di questa sequenza sarà molto diverso da quello a cui siamo stati abituati nell'ultimo decennio, l'era della bassa inflazione e dei tassi bassi. Ma ci vorrà del tempo per raggiungerlo e per ora l'attenzione dovrebbe essere concentrata sulla liquidità, su come sfruttare un'ampia gamma di premi al rischio e sull'investire in modo attivo.



Avvertenze

Nell'Unione Europea, questo documento è rivolto ai soli investitori "professionali", come definiti nella Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari ("MiFID"), ai prestatori di servizi di investimento e di qualsiasi altro professionista del settore finanziario, e se del caso in ogni regolamentazione locale e, per quanto riguarda l'offerta in Svizzera, un "investitore qualificato" ai sensi delle disposizioni della legge svizzera sugli investimenti collettivi del 23 giugno 2006 (CISA), dell'ordinanza svizzera sugli investimenti collettivi del 22 novembre 2006 (CISO) e della circolare FINMA 08/08 sulla pubblicità ai sensi della legislazione sugli investimenti collettivi del 20 novembre 2008. In nessun caso questo materiale può essere distribuito nell'Unione Europea a investitori non "professionali", come definiti nella MiFID o in ogni regolamentazione locale, o in Svizzera a investitori che non rispettino la definizione di "investitori qualificati", come definiti nella legislazione applicabile e la regolamentazione. Il presente documento non è rivolto ai cittadini o residenti degli Stati Uniti d'America o a qualsiasi «U.S. Person» come definita nel SEC Regulation S ai sensi del US Securities Act of 1933.

Il presente documento non costituisce un'offerta di acquisto o una sollecitazione a vendere un prodotto, e non deve essere considerato come una sollecitazione illegittima o una consulenza d'investimento. Amundi SGR declina ogni responsabilità, diretta o indiretta, che possa derivare dall'uso delle informazioni contenute in questo materiale. Amundi non può in alcun modo essere ritenuta responsabile per qualsiasi decisione o investimento effettuati sulla base delle informazioni contenute in questo materiale.

Le informazioni contenute in questo documento sono divulgate su base confidenziale e non possono essere copiate, riprodotte, modificate, tradotte o distribuite senza la previa autorizzazione scritta di Amundi, a qualsiasi terza persona o entità in qualsiasi paese o giurisdizione che potrebbe sottoporre Amundi o uno qualsiasi dei "Fondi" a requisiti di iscrizione all'interno di suddette giurisdizioni o dove potrebbe essere considerato illegittimo. Di conseguenza, questo materiale è destinato alla distribuzione solo in giurisdizioni ove permesso e alle persone che possano riceverlo senza violare requisiti di legge o regolamentari applicabili. Le informazioni contenute in questo documento sono ritenute accurate alla data di pubblicazione.

Dati, opinioni e stime possono essere modificati senza preavviso. Il presente documento è stato predisposto da Amundi, società anonima con capitale di 1.086.262.605 € - Società di gestione approvata dell'AMF N°GP 04000036 - Sede legale: 90, boulevard Pasteur - 75015 Parigi - Francia 437 574 452 RCS Parigi.

Photo credit: © Getty Images - Setting-up: Art6