



# PROSPETTIVE

## COVID-19

*Riflessioni e stime sull'attuale  
contesto di mercato*

### APPUNTI

*Una nuova crisi, diversa dalle altre.  
Uno shock "esogeno", trasversale, globale.  
Il mondo scientifico raccomanda disciplina e  
lavora a possibili vaccini. Nell'Asset  
Management ci si interroga su possibili chiavi di  
lettura: qualche riflessione del team Anthilia  
sulle prospettive future*

Giuseppe Sersale

Global Macro  
Anthilia Capital Partners Sgr

## Sommario

1	Covid_19: uno shock esogeno .....	2
2	Cenni impatto sulla crescita .....	3
3	Mercati azionari.....	5
4	Credito .....	9
5	Politica monetaria e fiscale .....	12
6	Conclusioni.....	13

## 1 Covid19: uno shock esogeno

La genesi della crisi attuale è sotto certi aspetti “inversa” rispetto a quelle del 2000-01 “tech *bubble*” e del 2007-09-11 (*subprime / crisi dei debiti sovrani*). Nelle ultime 2 recessioni - specie per i *subprime* - lo shock è partito dai mercati finanziari per poi trasmettersi all’economia reale. Nel primo caso fu un eccesso di investimenti in tecnologia, corredato da una bolla sull’azionario. Nel secondo, un eccesso di credito al mercato immobiliare e ad altre attività, generato dalla possibilità di impacchettare i debiti per trasferirli ad altri investitori (meno consapevoli). Ciò ha fatto esplodere la capacità di credito del sistema bancario, portandolo sostanzialmente al fallimento quando il credito erogato è diventato “*non performing*”.

Il Covid -19 è **una causa esogena**, in grado di impattare sull’economia reale e retroagire sull’economia finanziaria, causando un violento *repricing* delle attività, aggravato dalla presenza di due squilibri già in atto nel sistema:

- eccesso di leva causato da oltre un decennio di stimolo monetario straordinario, con tassi zero o negativi;
- valutazioni elevate degli assets.

Le principali conseguenze di questo meccanismo “inverso” *causano*:

- maggiore rapidità nello sviluppo della crisi economica: imprese e consumatori sono subito impattati su attività e aspettative rispetto allo sviluppo di una crisi finanziaria;
- minore sensibilità dell’economia a stimoli monetari: la crisi non è causata da un inasprimento delle condizioni finanziarie. E questo a prescindere dal fatto che gli arsenali delle banche centrali siano meno forniti che in passato (tassi a zero e QE già in funzione)

Queste considerazioni lasciano intendere che la contrazione dell’attività economica condurrà inevitabilmente ad una **recessione globale**, forse paragonabile a quella della Crisi finanziaria globale del 2008-2009 causato da uno sviluppo particolarmente aggressivo dell’epidemia che si sta effettivamente realizzando.

Aspetti positivi rispetto a 12 anni fa:

- il sistema bancario è assai meglio capitalizzato e regolato
- esistono schemi di rifinanziamento che impediscono che una delle principali fonti di *funding* del sistema bancario, il *wholesale funding*, scompaia improvvisamente, come avvenne col blocco dei *repo markets*
- anche a livello di Eurozona, esistono numerosi schemi volti a evitare la riproposizione di uno scenario come quello del 2011 (OMT, ESM, QE) e molti dei 'tabù' di quel periodo sono stati superati

Aspetti negativi:

- gli spazi dal punto di vista fiscale sono ovunque ristretti (ad eccezione della Germania) e in molti casi i livelli di indebitamento del settore pubblico sono rimasti simili a quelli post crisi o peggio hanno continuato a crescere
- eravamo già in direzione di un rallentamento economico. Le curve dei tassi USA si sono invertite nel 2019, anche se successivamente "dis-invertite" grazie ai tagli dei tassi FED e all'ondata di *easing*, che ha generato un rimbalzo congiunturale

## 2 Impatto sulla crescita

La scorsa recessione ha causato contrazioni del ciclo economico nell'ordine del 4-6% per i principali paesi industrializzati. Allo stato, è impossibile capire quale potrebbe essere il risultato di questa crisi, di certo le previsioni di rallentamento di frazioni di punto non sono più adeguate.

Si tratta di un combinato disposto di **shock di offerta** (attraverso i blocchi alle *global supply chains*) e di **domanda** (attraverso l'impatto su consumi e investimenti). Ha senso attendersi un rallentamento marcato: 3-5% in US ed Eurozona può essere un'approssimazione. Trattandosi, almeno in parte di una contrazione imposta, si può immaginare che questa rientri più rapidamente, una volta rimossi i blocchi.



**Segnali di recessione ex virus: 2 – 10 USA**

Come si vede l'inversione della curva è avvenuta (coi tassi al 2.75, non al 6%) e successivamente è partito il *re-steepening* (che però ha poco spazio ora perché c'è poco da tagliare).



**Segnali di recessione ex virus: FED Funds**

Come si vede, solo negli anni '90, con la vittoria sull'inflazione, si è avuto una lunga serie di tagli senza una recessione e un *bear market*. Le altre volte che il ciclo di tagli ha superato 75 bps si è avuta recessione. Attualmente la FED ha tagliato 125 bps di cui 50 *intra-meeting* e il mercato dei tassi monetari ne sconta altri 75 e tassi a zero entro fine anno. Indicazione chiara che si aspettano recessione

### 3 Mercati azionari

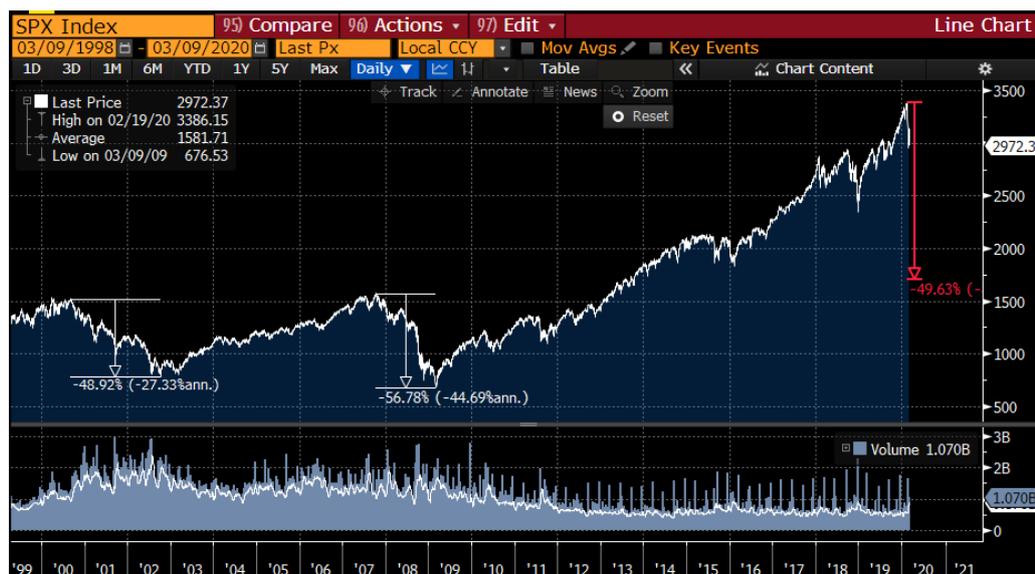
Il Coronavirus, alla luce del timing in cui è manifestato (ciclo maturo, e munizioni monetarie agli sgoccioli), causerà una recessione globale, per valutare l'impatto su *equity* viene spontaneo guardare agli ultimi 2 casi di recessione e i relativi *bear market*.

#### Le crisi precedenti

In entrambi i casi abbiamo avuto perdite significative dal *top* al *bottom* (49% e 57%).

Nel primo caso la recessione è stata modesta, ma al *crash* ha contribuito l'enorme sopravvalutazione raggiunta dall'azionario.

Nel secondo caso l'entità è stata determinata dalla profondità della crisi; ipotizzando un comportamento comparabile con questi 2 episodi, si ottiene un *target* per l'S&P 500 di 1.700 punti circa.

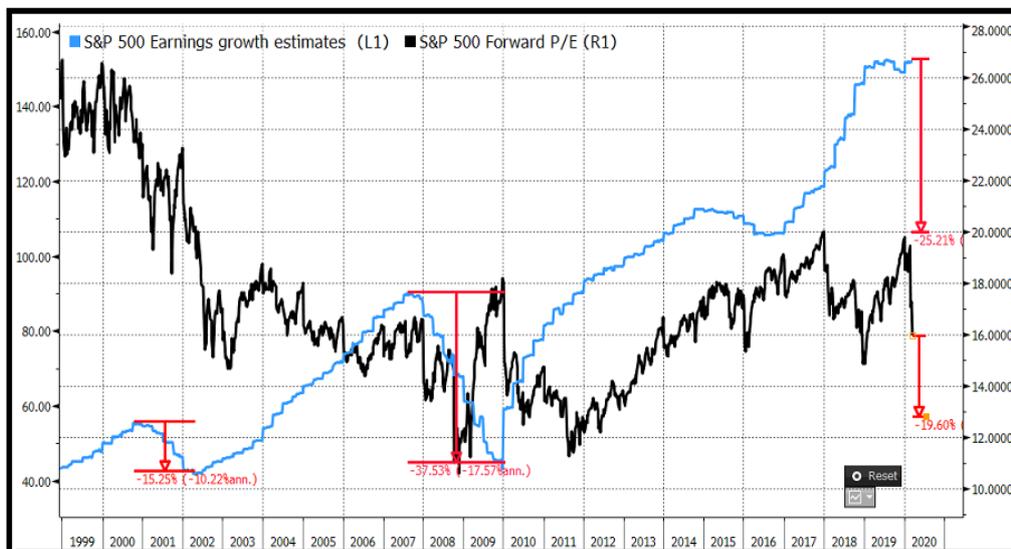


Possono sembrare termini di paragone severi: bisogna tuttavia tenere conto che quest'incidente arriva in un momento in cui l'azionario USA e globale era prezzato per uno scenario estremamente positivo.

L'anno scorso l'intero *rally* (tra il 20% ed il 30%) è stato più o meno ovunque causato da "*multiple expansion*", mentre gli utili hanno attraversato una fase di stagnazione. Questo *re-rating* era giustificato da attese di una ripresa dell' "*earning growth*" nel 2020 di circa il 10%. Cosa che alla luce dell'attuale evoluzione non vedremo assolutamente. E' sensato aspettarsi, per contro, una contrazione significativa, a limite aggravata dal *crash* del petrolio, che insieme alla forza del dollaro contribuì a creare lo stallo 2014 -2016.

### Valutazioni

Uno sguardo ai multipli di mercato ci mostra che in recessione l'S&P è arrivato sotto 12x. Supponendo che, in linea con quanto occorso durante le ultime 2 recessioni USA questo storno riporti l'EPS a 13 circa, questo implica un calo del 25% dell'indice solo per il *de-rating*.



Che contrazione degli utili attendersi con lo scenario macro sopra delineato?

Nella bolla "*tech*" del 2000 gli utili scesero del 15% e nella crisi finanziaria dei debiti sovrani del 37%. Considerando anche l'impatto della "*price war* su *oil*" una contrazione pari a -20% / -25% sembra una stima coerente.

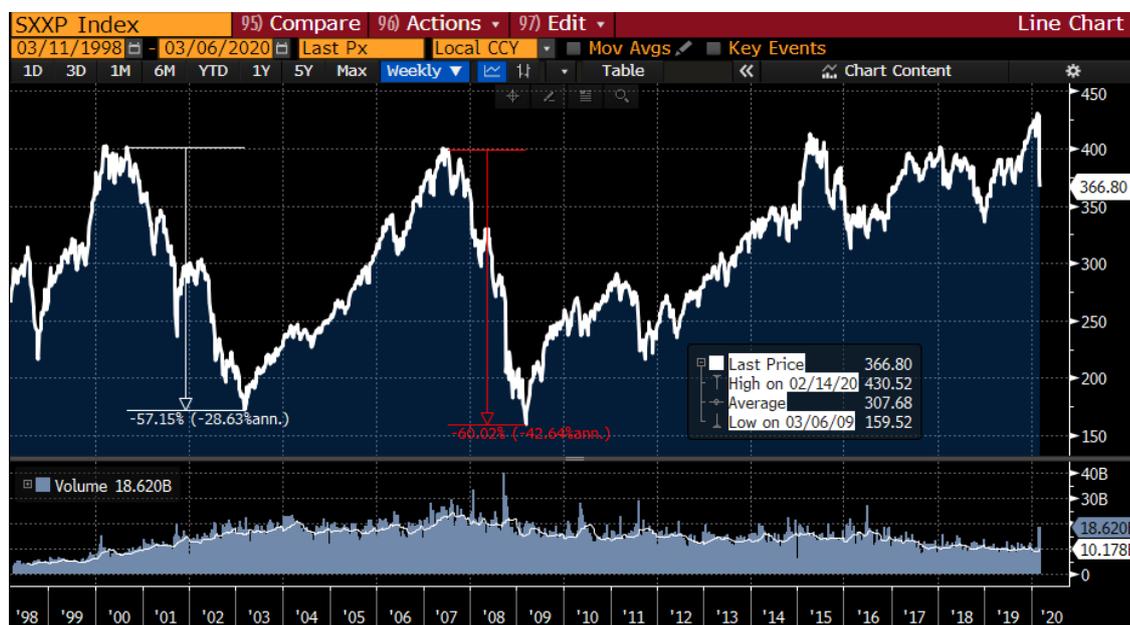
Si tratterebbe di un ritracciamento rispetto al rally osservato dopo la riforma fiscale, su cui tuttavia potrebbe arrivare un nuovo stimolo.

Ma il taglio alla *corporate tax* c'è già stato in US. Sembra sensato attendersi che questa volta sia più mirato ad alcuni settori, alle aziende non quotate, e ai consumatori. Siamo giunti anche ad operazioni modello "*helicopter money*" con

“donazioni” a fondo perduto di 1000 dollari per singolo contribuente. Sono ad ogni modo misure che richiederanno tempo per essere implementate.

Per quanto riguarda i mercati europei, il calo sia nel 2001 che nel 2008 è stato superiore al 50% e ha forse senso attendersi qualcosa di simile visto che l'Eurozona ha:

- minore margine di manovra sulla politica monetaria rispetto agli USA
- meno spazio su quella fiscale
- un processo decisionale molto più lento e farraginoso e meno coordinamento (monetario e fiscale)
- un'economia più aperta e rigida, e parte da un tasso di crescita più basso e disomogeneo
- economie al suo interno decisamente più fragili, alcune ancora non del tutto tornate “a regime” rispetto al “downturn” sofferto nel corso della crisi del 2008-2009



Goldman ha elaborato una statistica di tutti i *bear markets* dal 1800, raggruppando la casistica analizzata in tre categorie:

- 1) *Event-driven*
- 2) Ciclici
- 3) Strutturali.

Quelli *Event Driven* (appena 5 su 27) impiegano in media 9 mesi da top a bottom e cedono il 29% sull'indice di riferimento, recuperando in 15 mesi. Potrebbe essere categorizzato così questo, ma non sappiamo quanto durerà "l'evento". Il più corto *bear market*, quello del 1990, è durato 3 mesi, un indizio che non vale la pena di puntare su una ripartenza modello "*V shape*".

I bear market ciclici (la maggioranza, 15) in media durano 27 mesi e cedono il 31% impiegando 50 mesi per recuperare.

Quelli strutturali (7) cedono in media il 57% in 42 mesi e impiegano 111 mesi per recuperare.

S&P 500 - Bear Market					Time to recover back to previous level		Volatility	
Type	Start	End	Length (m)	Decline (%)	Nominal (m)	Real (m)	Peak to trough	Trough to recovery
S	May-1835	Mar-1842	82	-56	259	-	13	17
C	Aug-1847	Nov-1848	15	-23	42	-	8	9
C	Dec-1852	Oct-1857	58	-65	67	-	19	25
C	Mar-1858	Jul-1859	16	-23	11	-	21	15
C	Oct-1860	Jul-1861	9	-32	15	-	31	17
C	Apr-1864	Apr-1865	12	-26	48	-	14	8
S	Feb-1873	Jun-1877	52	-47	32	11	11	11
C	Jun-1881	Jan-1885	43	-36	191	17	9	11
C	May-1887	Aug-1893	75	-31	65	49	10	12
C	Sep-1902	Oct-1903	13	-29	17	22	9	10
E	Sep-1906	Nov-1907	14	-38	21	250	15	11
C	Dec-1909	Dec-1914	60	-29	121	159	9	12
C	Nov-1916	Dec-1917	13	-33	85	116	12	12
C	Jul-1919	Aug-1921	25	-32	39	14	15	10
S	Sep-1929	Jun-1932	33	-85	266	284	30	20
S	Mar-1937	Apr-1942	62	-59	49	151	20	10
C	May-1946	Mar-1948	21	-28	27	73	14	12
E	Aug-1956	Oct-1957	15	-22	11	13	9	9
E	Dec-1961	Jun-1962	6	-28	14	18	15	9
E	Feb-1966	Oct-1966	8	-22	7	24	10	8
C	Nov-1968	May-1970	18	-36	21	270	9	10
S	Jan-1973	Oct-1974	21	-48	69	154	15	11
C	Nov-1980	Aug-1982	20	-27	3	8	12	20
E	Aug-1987	Dec-1987	3.3	-34	20	49	45	13
C	Jul-1990	Oct-1990	3	-20	4	6	17	14
S	Mar-2000	Oct-2002	30	-49	56	148	19	11
S	Oct-2007	Mar-2009	17	-57	49	55	32	16
<b>Average</b>			<b>28</b>	<b>-38</b>	<b>60</b>	<b>90</b>	<b>16</b>	<b>13</b>
<b>Median</b>			<b>18</b>	<b>-32</b>	<b>39</b>	<b>49</b>	<b>14</b>	<b>11</b>
<b>Average Structural</b>			<b>42</b>	<b>-57</b>	<b>111</b>	<b>134</b>	<b>20</b>	<b>14</b>
<b>Average Cyclical</b>			<b>27</b>	<b>-31</b>	<b>50</b>	<b>73</b>	<b>14</b>	<b>13</b>
<b>Average Event Driven</b>			<b>9</b>	<b>-29</b>	<b>15</b>	<b>71</b>	<b>19</b>	<b>10</b>

Source: Robert Shiller, Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research

Quello corrente appare a tutti gli effetti un bear market modello "*Event driven*", con l'aggiunta di componenti cicliche.

La discesa è stata significativa, ma è estremamente "giovane" come bear market. Non sembra che il quadro contenga già in sé tutti gli elementi per un rapido recupero, visto che misure di contenimento devono ancora essere

implementate in molti grandi paesi, ancora non è chiara la reazione in alcuni paesi emergenti con mezzi più ridotti. E non si può escludere che l'attenuazione delle misure porti a recrudescenze in Cina.

## 4 Credito

L'ultima ondata di acquisti delle Banche centrali ed i tassi "a zero" hanno causato una caccia al rendimento "yield hunt" con collasso degli *spread* sui minimi storici (almeno per HY) ed è probabile che il posizionamento sia piuttosto elevato, con forte partecipazione di "turisti" (investitori non dedicati che hanno approcciato l'*asset class* alla ricerca di rendimento).

Inoltre i *brokers* non hanno più la capacità di bilancio dei primi anni 2000 e quindi hanno scarsa capacità di assorbimento di eventuali flussi in uscita. Un livello di volatilità come quello sperimentato di recente è in grado di congelare il mercato primario del credito, ostacolando il *refinancing* dei *bond* in scadenza (anche se la provvista fatta negli scorsi trimestri offre una certa autonomia ad un gran numero di aziende).

I *downgrades* delle agenzie di *rating* costituiscono un altro rischio rilevante per il mercato. Vi è un elevato ammontare di *bond* retati BBB, e un'ondata di *downgrade* può causare il trasferimento al settore HY, che è assai più ridotto come capacità di assorbimento dei flussi dei "forced sellers"

Little scope for selling on downgrades  
\$ corporate bond market outstanding by rating



Source: FTSE.

Many fewer holders of lower quality credit  
€ corporate bond market outstanding by rating



Source: Citi Research, Markit.

High debt loads will exacerbate any downturn

Per valutare i rischi, partiamo nuovamente dall'analisi di quanto avvenuto nelle ultime 2 recessioni. Lo spread HY ha superato il 10% in US durante la "tech

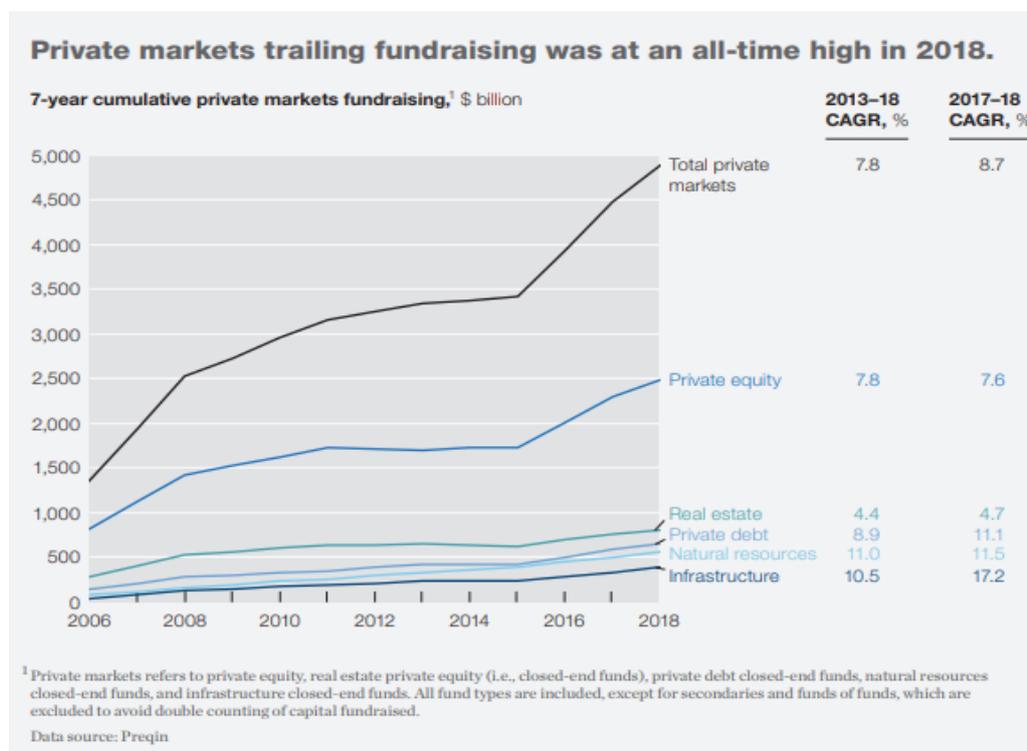
*bubble*” del 2000, e sfiorato il 20% nella crisi dei debiti sovrani. Per quanto riguarda il livello “*investment grade*”, abbiamo visto durante la grande crisi balzi di oltre 250 bps.

Su queste basi, in caso di prognosi non positiva diciamo che gli *spread* potrebbero raddoppiare dai livelli attuali, senza andare a toccare i massimi della grande crisi.

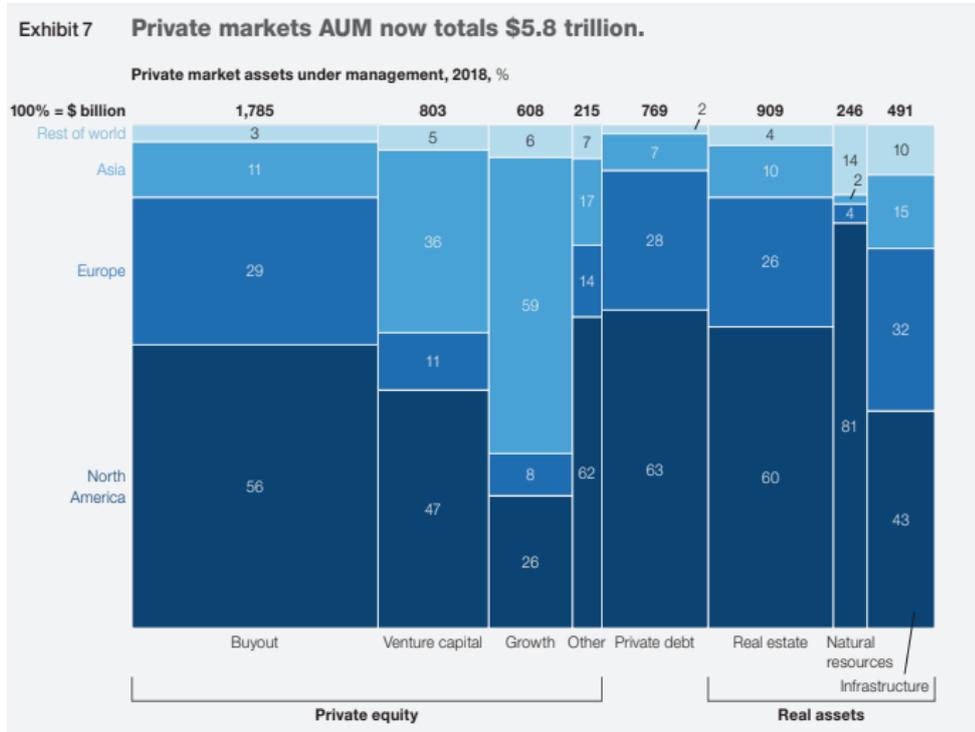
Per gli indici questo potrebbe indicare, a spanne, un 4/5 punti di calo per *investment grade*, e 15/20 per HY. I relativi ETF in US persero nella grande recessione il 35% e il 41%.

C'è da mettere in conto che le banche centrali hanno già rotto il tabù dell'acquisto di credito e potrebbero sostenere il mercato. Anche se non è chiaro come tratterebbero eventuali *default* e sembra improbabile che comprino HY.

Per gli “*illiquid markets*” la crescita è stata esponenziale negli ultimi anni. Gli asset hanno raggiunto i 5 trilioni nel 2018, trainati dal *private equity* che dal 2002 ha fatto 7X.

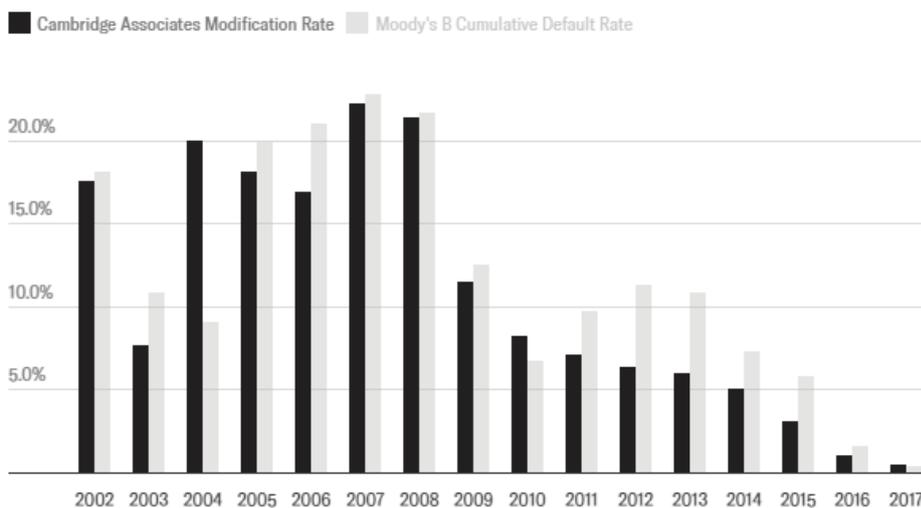


La fonte di finanziamento di queste attività, in precedenza in larga parte bancaria, si è diversificata e ora i fondi di *private credit* hanno una parte rilevante.



I *default* e le rinegoziazioni di questi crediti sono abbastanza correlati con il tasso di *default* delle “single B”. Secondo Moody’s circa il 30% delle single B va in *default* in una recessione.

**Figure 3: Private Debt Stress Rates Map Closely with Single-B Default Experience**



Source: Cambridge Associates, Moody's Verdad Analysis.

## 5 Politica monetaria e fiscale

### Banche Centrali

Scontato rivedere ulteriori tagli dei tassi, aumenti dei programmi di acquisto, schemi per garantire la liquidità alle banche. Purtroppo i tassi sono già bassissimi ed i QEs in funzione, per cui non c'è molto spazio per fare un “*turnaround della stance*” come nel 2019.

Un nuovo livello di azione potrebbe essere quanto già visto in Giappone in termini di *yield targeting*, uno schema adottabile dall'ECB con qualche modifica per contenere gli *spreads* sovrani. Si tratterebbe tuttavia di un passo molto in avanti per l'attuale approccio del *Governing Council*, in più da immaginare senza la forza trainante di una personalità come il buon Mario Draghi.

L'impressione è che, nel prendere coscienza di una imminente recessione globale, il processo di superamento di tabù di politica monetaria dovrà continuare, noi crediamo in almeno due direzioni:

- cancellazione parziale/progressiva del debito pubblico sul bilancio delle banche centrali, allo scopo di riportare il debt/GDP su livelli accettabili
- forme eventuali di “*monetary financing*”/ *helicopter money* , in altre parole non più sostituzione di mezzi liquidabili come i *bond* con liquidità, ma finanziamento di spesa. Ci sembra che le recenti dichiarazioni della FED vadano in questa direzione.

Per ottenere questi passi avanti ci vuole tempo, forse meno di quello che la velocità di questa crisi offre per alle contromisure più corrette.

### Politiche fiscali

Riteniamo che in questo caso lo spazio sia maggiore, e l'emergenza farà presumibilmente strage di barriere. Gli schemi allo studio e parzialmente già attuati da alcuni governi sono diversi:

- tagli alle tasse e ai contributi
- schemi di rifinanziamento alle PMI
- garanzie sui debiti
- cassa integrazione straordinaria e periodi di malattia
- congelamento di mutui e del pagamento delle imposte.

Tutto ciò costituirà un enorme aggravio per le finanze pubbliche, da cui il sospetto che si andrà verso le misure creative di politica monetaria illustrate sopra.

## 6 Conclusioni

Siamo in pochi giorni passati dallo stadio di “correzione” alla percezione di un nitido “*bear market*”. Ciò implica:

- *Cautela per possibili ulteriori downside* dell’azionario, nell’ordine del 10-30%, forse da rivedere nello spazio di 2/3 mesi, non 2 settimane
- una fase di stress per il credito aggravata dalla sua diffusione nei portafogli di varie tipologie di investitori. Il supporto delle Banche centrali può alleviare la pressione, mentre schemi di supporto alle aziende possono alleviare il *credit crunch*
- per i *private markets*, dove presente, la garanzia dello Stato potrà agire da “salvaguardia” *nel segmento del debito*. La gran massa di denaro è tuttavia nel *private equity*, asset class esposta ai contraccolpi maggiori in relazione ai diversi “vintage” dei fondi attivi.

