



# Pramerica SGR

Primo Quadrimestre 2020:



**2020**  
LA PIU' GRANDE  
RECESSIONE GLOBALE DELLA STORIA

2020  
forse LA PIU' BREVE  
RECESSIONE GLOBALE DELLA STORIA

2020  
probabilmente LA PIU' IMPATTANTE  
RECESSIONE GLOBALE DELLA STORIA

## 2020: LA PIU' GRANDE RECESSIONE GLOBALE DELLA STORIA



• COVID-19



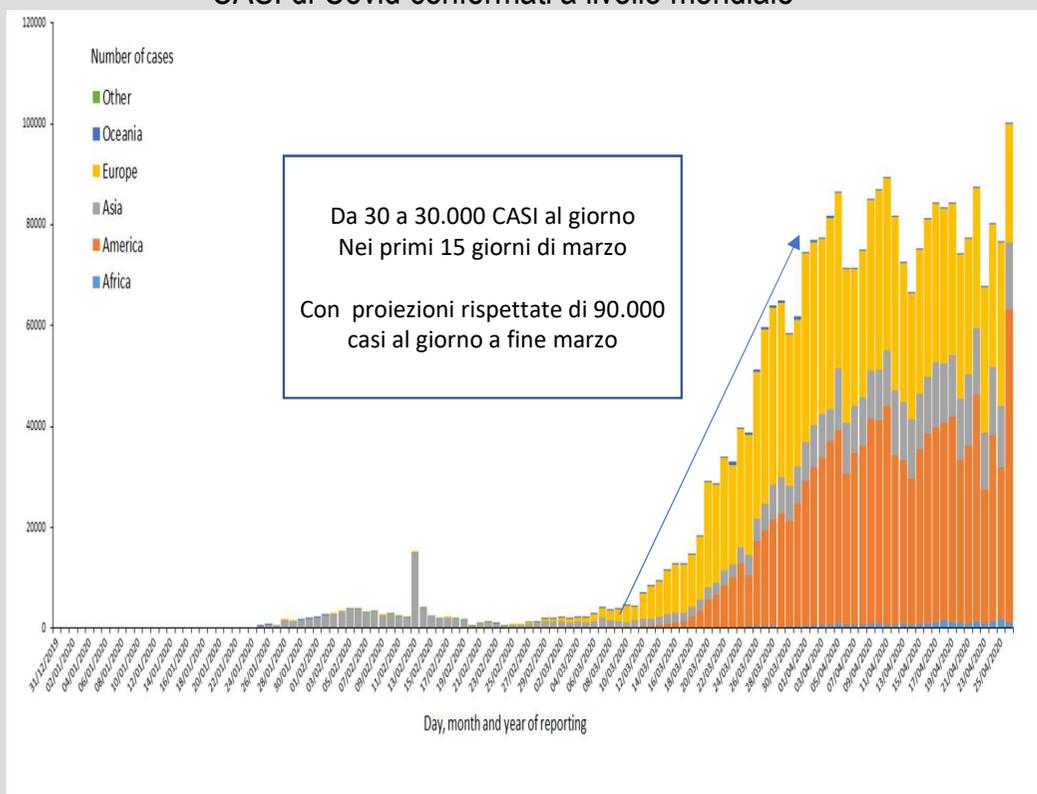
LOCKDOWN



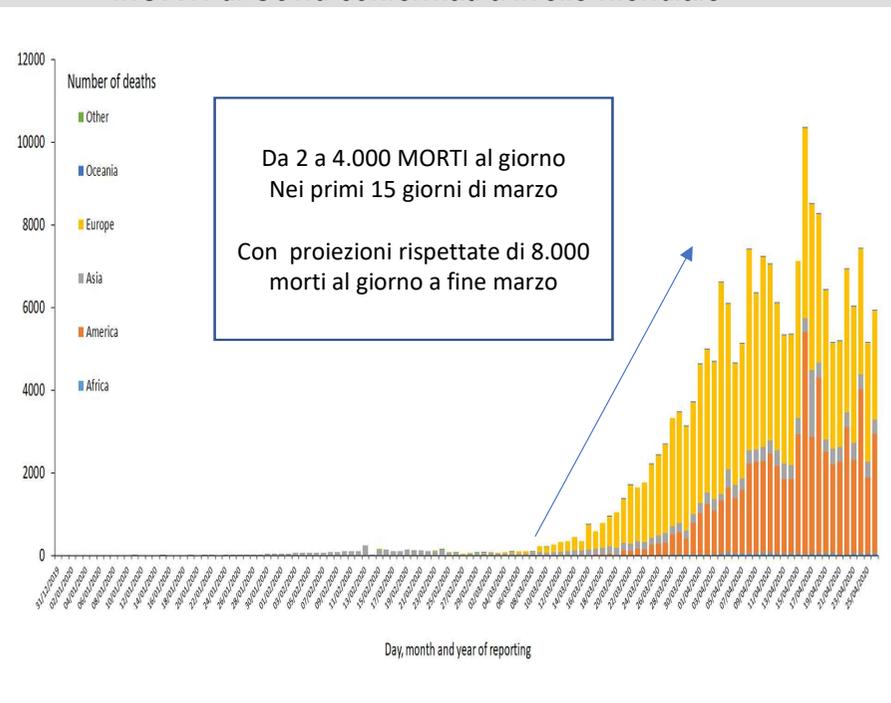
IMPATTO SU ECONOMIA =  
RECESSIONE

- Virus con elevata contagiosità e mortalità...  
(dinamiche nuove e come tali da valutare nel durante)

CASI di Covid confermati a livello mondiale



MORTI di Covid confermati a livello mondiale



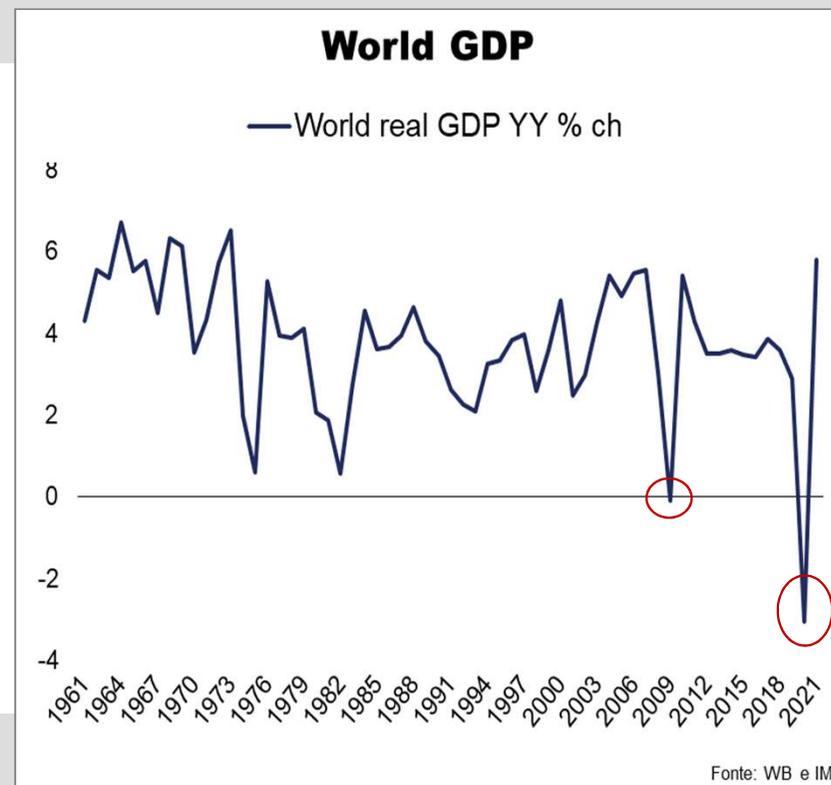
Source: ECDC

Materiale a uso esclusivo di operatori professionali. Non è consentita la duplicazione, pubblicazione o trasmissione, anche parziale, dei suoi contenuti al pubblico o a persone non autorizzate. Prendere visione del disclaimer finale.

- ... ha necessitato di reazioni «ultraprudenziali» (?)  
(il caso europeo come esempio)

		Sospensione eventi	Chiusura di tutte le scuole	Chiusura negozi non essenziali	Sospensione spostamenti non essenziali	Chiusura confini nazionali	Stop alla produzione non essenziale	Date of third confirmed death
	Italy	Mar 5	Mar 5	Mar 10	Mar 10		Mar 26	Feb 25
	France	Feb 29	Mar 16	Mar 14	Mar 17			Mar 3
	Spain	Mar 10	Mar 15	Mar 15	Mar 16	Mar 16	Mar 29	Mar 6
	U.K.	Mar 17	Mar 23	Mar 21	Mar 24			Mar 9
	Belgium	Mar 14	Mar 15	Mar 17	Mar 17	Mar 20		Mar 12
	Germany	Mar 20	Mar 15		Mar 22	Mar 16		Mar 12
	Greece	Mar 8	Mar 10	Mar 16	Mar 23	Mar 15		Mar 15
	Poland	Mar 9	Mar 16	Mar 15	Mar 25	Mar 15		Mar 15
	Sweden	Mar 11						Mar 16
	Austria	Mar 10	Mar 15	Mar 16	Mar 16			Mar 17
	Portugal	Mar 11	Mar 16	Mar 16	Mar 16	Mar 16		Mar 20
	Hungary	Mar 11	Mar 16	Mar 17	Mar 28	Mar 17		Mar 21
	Czech R.	Mar 11	Mar 11	Mar 14	Mar 16	Mar 16		Mar 25

- ... con forte impatto su fiducia ed economia



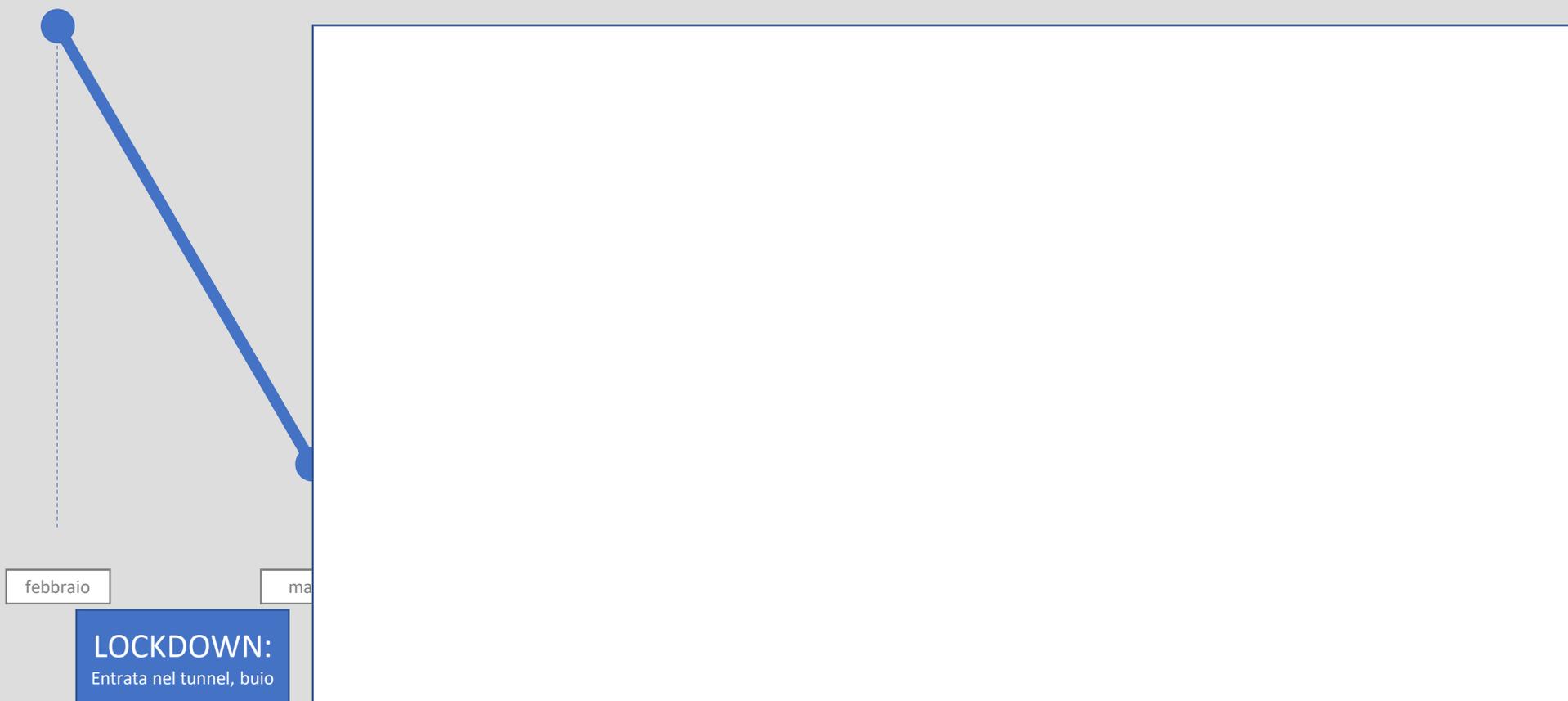
... e ad aprile dal FMI arriva la traduzione dei timori in NUMERI

*(Percent change, unless noted otherwise)*

	2019	Projections		Difference from January 2020 WEO Update <sup>1</sup>		Difference from October 2019 WEO <sup>1</sup>	
		2020	2021	2020	2021	2020	2021
<b>World Output</b>	<b>2.9</b>	<b>-3.0</b>	<b>5.8</b>	<b>-6.3</b>	<b>2.4</b>	<b>-6.4</b>	<b>2.2</b>
<b>Advanced Economies</b>	<b>1.7</b>	<b>-6.1</b>	<b>4.5</b>	<b>-7.7</b>	<b>2.9</b>	<b>-7.8</b>	<b>2.9</b>
United States	2.3	-5.9	4.7	-7.9	3.0	-8.0	3.0
Euro Area	1.2	-7.5	4.7	-8.8	3.3	-8.9	3.3
Germany	0.6	-7.0	5.2	-8.1	3.8	-8.2	3.8
France	1.3	-7.2	4.5	-8.5	3.2	-8.5	3.2
Italy	0.3	-9.1	4.8	-9.6	4.1	-9.6	4.0
Spain	2.0	-8.0	4.3	-9.6	2.7	-9.8	2.6
Japan	0.7	-5.2	3.0	-5.9	2.5	-5.7	2.5
United Kingdom	1.4	-6.5	4.0	-7.9	2.5	-7.9	2.5
Canada	1.6	-6.2	4.2	-8.0	2.4	-8.0	2.4
Other Advanced Economies <sup>2</sup>	1.7	-4.6	4.5	-6.5	2.1	-6.6	2.2
<b>Emerging Market and Developing Economies</b>	<b>3.7</b>	<b>-1.0</b>	<b>6.6</b>	<b>-5.4</b>	<b>2.0</b>	<b>-5.6</b>	<b>1.8</b>
Emerging and Developing Asia	5.5	1.0	8.5	-4.8	2.6	-5.0	2.3
China	6.1	1.2	9.2	-4.8	3.4	-4.6	3.3
India <sup>3</sup>	4.2	1.9	7.4	-3.9	0.9	-5.1	0.0
ASEAN-5 <sup>4</sup>	4.8	-0.6	7.8	-5.4	2.7	-5.5	2.6
Emerging and Developing Europe	2.1	-5.2	4.2	-7.8	1.7	-7.7	1.7
Russia	1.3	-5.5	3.5	-7.4	1.5	-7.4	1.5
Latin America and the Caribbean	0.1	-5.2	3.4	-6.8	1.1	-7.0	1.0
Brazil	1.1	-5.3	2.9	-7.5	0.6	-7.3	0.5
Mexico	-0.1	-6.6	3.0	-7.6	1.4	-7.9	1.1

Source: IMF

Da metà febbraio e metà marzo:  
DINAMICA DEI CASI COVID e MISURE DI CONTENIMENTO  
HANNO GUIDATO LE ASPETTATIVE SUL CICLO ECONOMICO



THE  
NE  
W  
WO  
RLD

# 2020: forse LA PIU' BREVE RECESSIONE GLOBALE DELLA STORIA

Riduzione necessità  
prolungamento lockdown



Efficacia azioni contenimento  
virus



PIXAR ANIMATION STUDIOS

AZIONI  
MIRATE



BANCHE  
CENTRALI

AZIONI  
COORDINATE



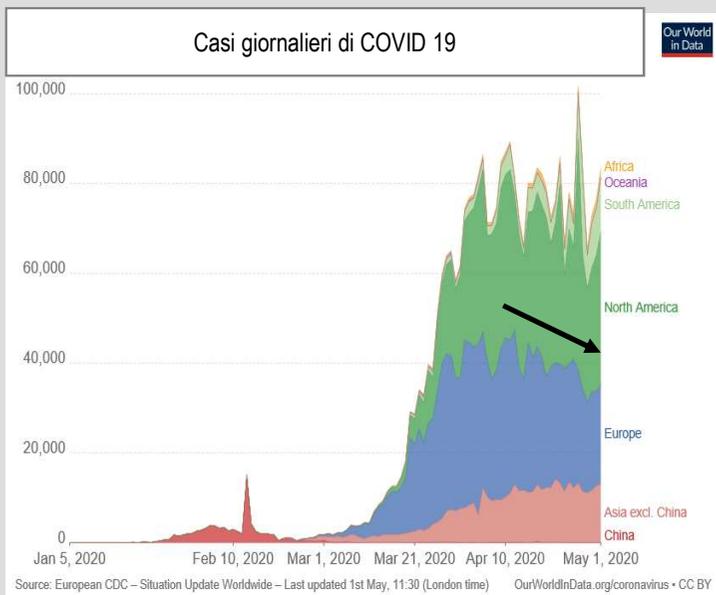
+

GOVERNI

AZIONI  
FORTI



Efficacia azioni contenimento virus



**BANCHE CENTRALI**

+

**GOVERNI**

➔ AZIONI MIRATE

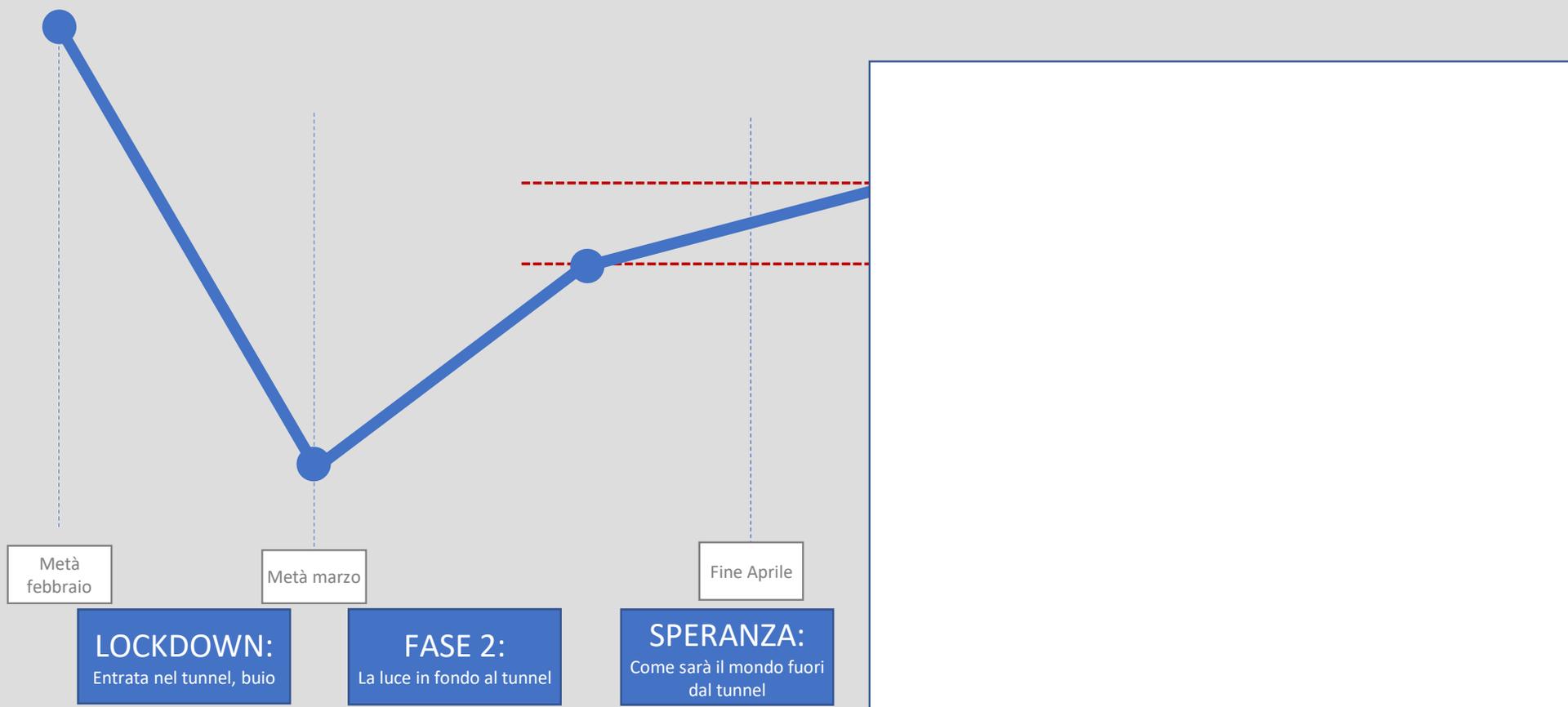
➔ AZIONI COORDINATE

➔ AZIONI FORTI

Global Monetary And Fiscal Stimulus To Fight COVID-19 Impact 2020 Feb to Apr						
	Central Bank Liquidity Injection		Govt Fiscal Stimulus		Central Bank Liquidity Injection and Govt Fiscal Stimulus	
	\$ Tln	% GDP	\$ Tln	% GDP	\$ Tln	% GDP
U.S.	\$4.80	22.4%	\$2.71	12.7%	\$7.51	35.0%
Eurozone	\$1.10	8.3%	\$0.80	6.0%	\$1.90	14.3%
Japan	\$0.20	3.9%	\$0.99	19.2%	\$1.19	23.1%
U.K.	\$0.25	9.0%	\$0.07	2.4%	\$0.31	11.4%
China	\$1.27	8.9%	\$0.54	3.8%	\$1.81	12.8%
Others*	\$0.62		\$1.66		\$2.28	
<b>Total</b>	<b>\$8.24</b>	<b>9.5%</b>	<b>\$6.77</b>	<b>7.8%</b>	<b>\$15.01</b>	<b>17.3%</b>

\*incl RoW and ADB, IMF, WB

A partire dall'ultima parte del mese di marzo sino a fine aprile:  
le aspettative circa EFFICACIA DELLE MISURE DI CONTENIMENTO E  
REAZIONI DI BANCHE CENTRALI E GOVERNI  
AVREBBERO GUIDATO LE ASPETTATIVE SUL CICLO ECONOMICO

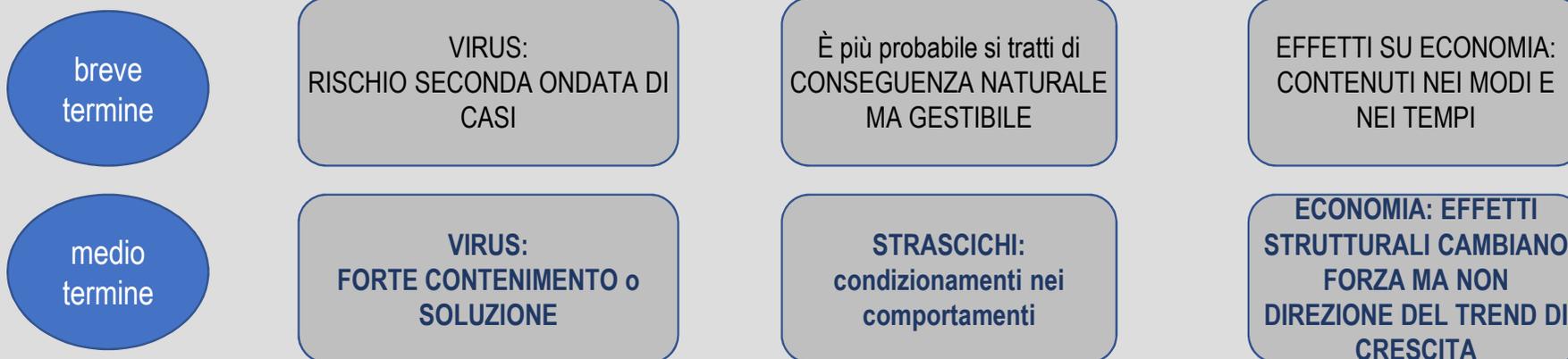


THE  
NEW  
WORLD

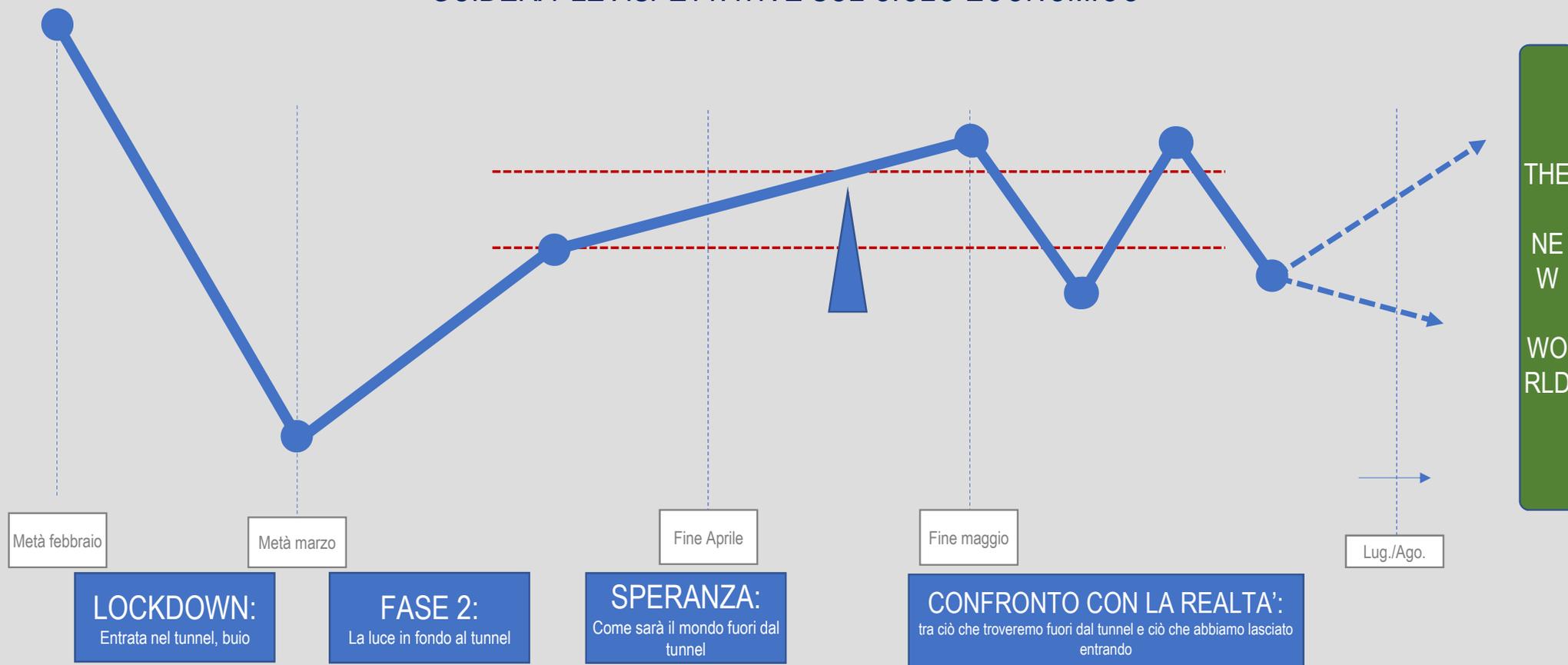
## MODALITA': *la nostra idea* – **SCENARIO CENTRALE**

ESPERIENZA (gestione crisi, comunicazione, digitalizzazione, ecc): aumenta l'efficacia del contenimento, con minori «costi» economici al ripresentarsi del problema

TEMPO: aumenta la probabilità di scoperta di cura o vaccino; in assenza o incompletezza, il passato suggerisce trend di decadimento del virus



*ASPETTATIVA (a metà maggio):*  
*A partire da inizio maggio e sino all'estate:*  
**IL CONFRONTO TRA SPERANZA E REALTA'**  
**GUIDERA' LE ASPETTATIVE SUL CICLO ECONOMICO**



**mag-giu. 2020:  
dalla speranza all'euforia;**

**MA in estate  
il reality check**



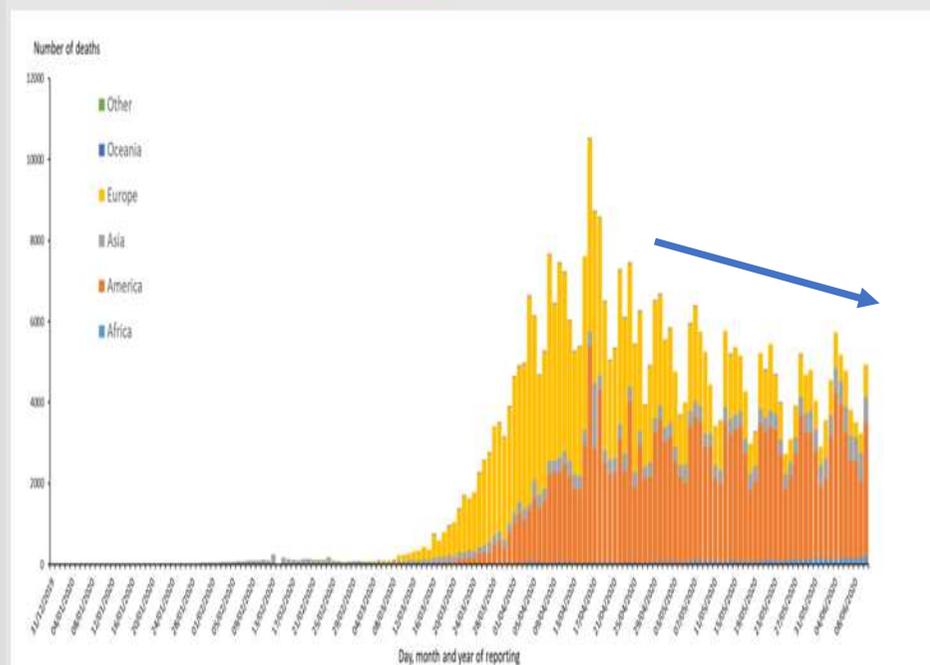
## «CONFERME» e «SORPRESE» dell'ultimo mese

### • CONFERME

- Virus: Decadenza più veloce delle attese (*come da attese*)

- Stimoli: sono continuate le azioni di B.C. e Governi (*come da attese*)

Morti di Covid-19 a livello globale



Global Monetary And Fiscal Stimulus To Fight COVID-19 Impact  
2020 Feb to May (CSM)

	Potential Central Bank Liquidity Injection		Potential Fiscal Stimulus		Central Bank Liquidity Injection and Fiscal Stimulus	
	\$ Tln	% GDP	\$ Tln	% GDP	\$ Tln	% GDP
U.S.***	\$6.21	29.0%	\$3.30	15.4%	\$9.51	44.4%
Eurozone	\$1.10	8.3%	\$3.67	27.6%	\$4.77	35.8%
Japan**	\$1.03	20.0%	\$2.08	40.3%	\$3.11	60.3%
U.K.	\$0.25	9.0%	\$0.14	5.1%	\$0.39	14.1%
China	\$1.86	13.0%	\$0.29	2.0%	\$2.15	15.0%
Others*	\$0.68		\$2.35		\$3.03	
<b>Total</b>	<b>\$11.13</b>	<b>12.8%</b>	<b>\$11.83</b>	<b>13.7%</b>	<b>\$22.96</b>	<b>26.5%</b>

<b>Total</b>	<b>\$8.24</b>	<b>9.5%</b>	<b>\$6.77</b>	<b>7.8%</b>	<b>\$15.01</b>	<b>17.3%</b>
--------------	---------------	-------------	---------------	-------------	----------------	--------------

• CONFERME:

- Indici di Fiducia (Pmi): in miglioramento ma ancora sotto 50 (come da attese)

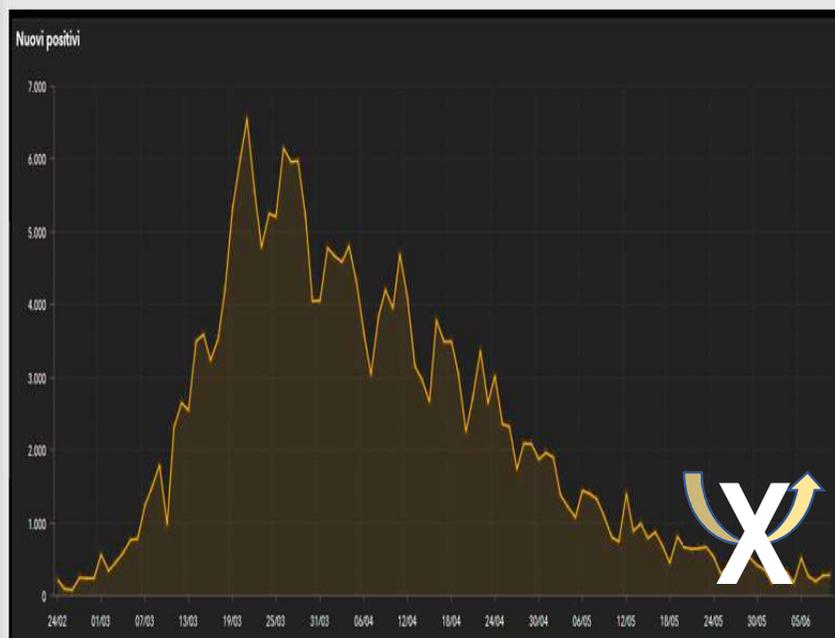


• **SORPRESE**

- Virus: Rischi di «seconda ondata di casi» meno forti (*sorpresa*)

- Stimoli: L'Europa ha fatto un importante passo in avanti su Unità e Mutualizzazione (*sorpresa*)

ITALIA - incremento giornaliero degli attualmente positivi



proposta Recovery Fund: 750 mld



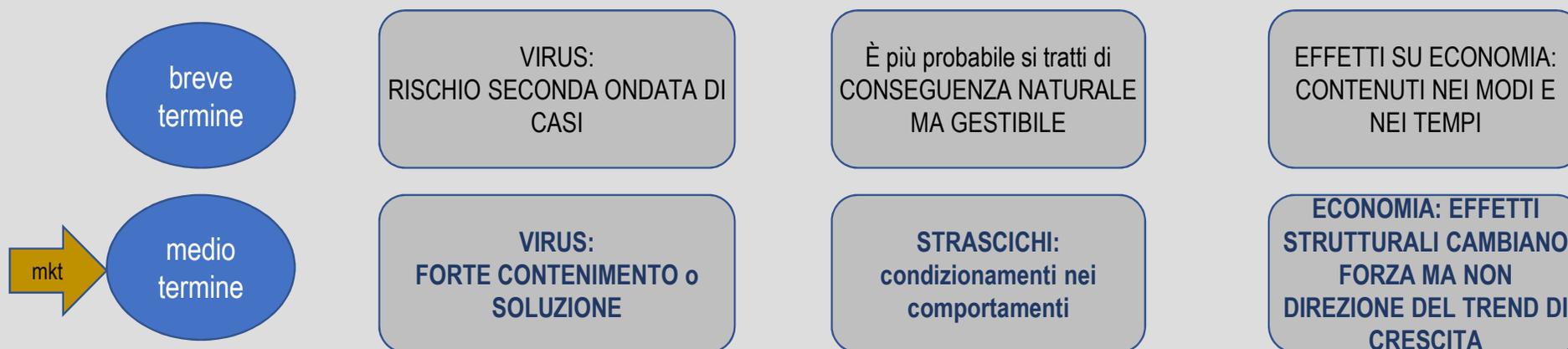
Source: ECDC

Materiale a uso esclusivo di operatori professionali. Non è consentita la duplicazione, pubblicazione o trasmissione, anche parziale, dei suoi contenuti al pubblico o a persone non autorizzate. Prendere visione del disclaimer finale.

## MODALITA': (rispetto alla) *nostra idea* – **SCENARIO CENTRALE**

**ESPERIENZA** (gestione crisi, comunicazione, digitalizzazione, ecc): aumenta l'efficacia del contenimento, con minori «costi» economici al ripresentarsi del problema

**TEMPO**: aumenta la probabilità di scoperta di cura o vaccino; in assenza o incompletezza, il passato suggerisce trend di decadimento del virus

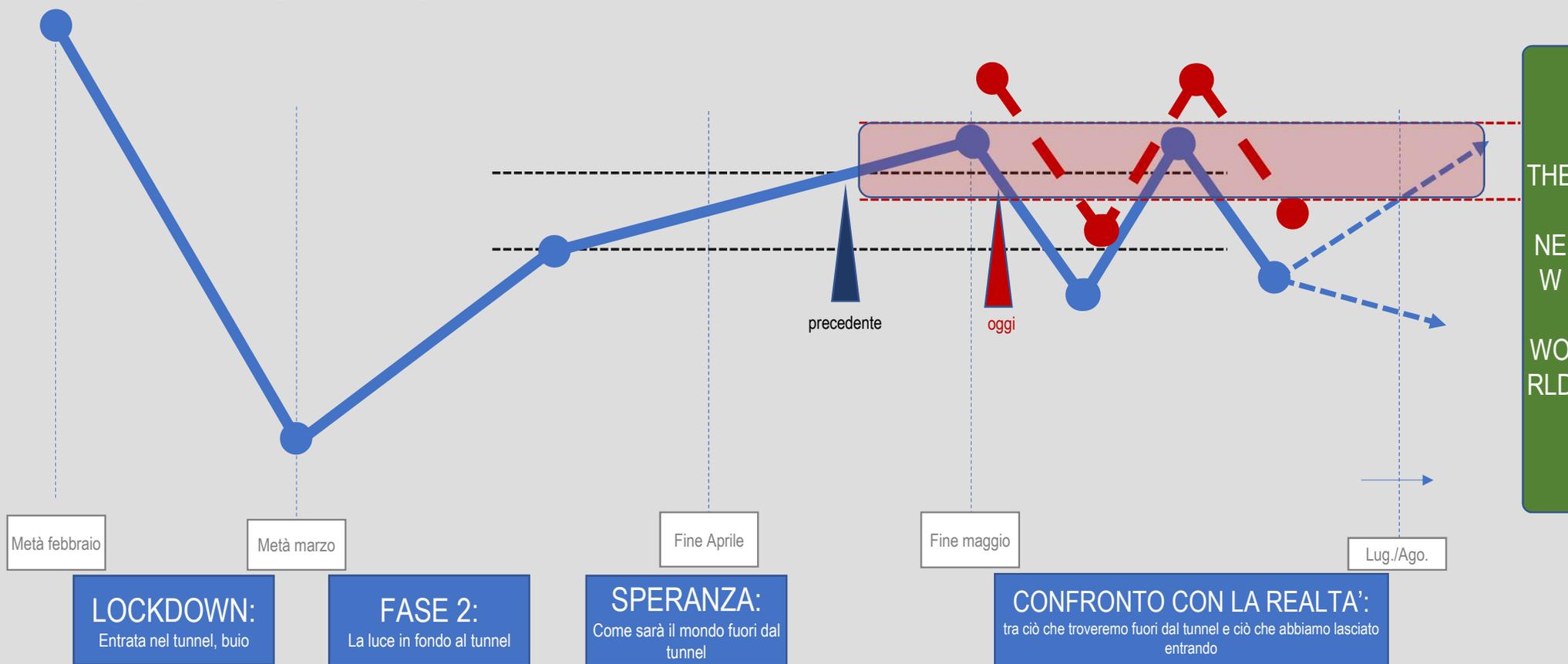


la nostra idea – SCENARIO CENTRALE

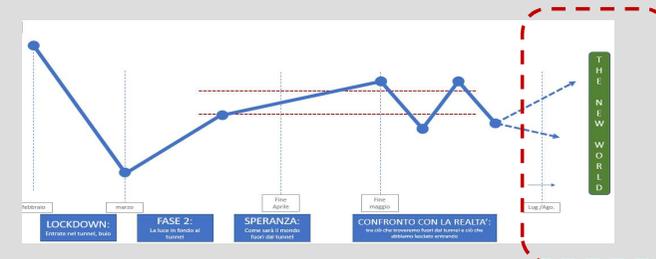
A partire da inizio maggio e sino all'estate:  
**IL CONFRONTO TRA SPERANZA E REALTA'**  
 GUIDERA' LE ASPETTATIVE SUL CICLO ECONOMICO

Le novità: minor rischio 2<sup>a</sup> ondata Covid e nuovi sviluppi su stimoli

Migliorando le prospettive di breve = alzano il trend  
 Spostando solo verso l'alto il livello di confronto sulle **NUOVE ASPETTATIVE**

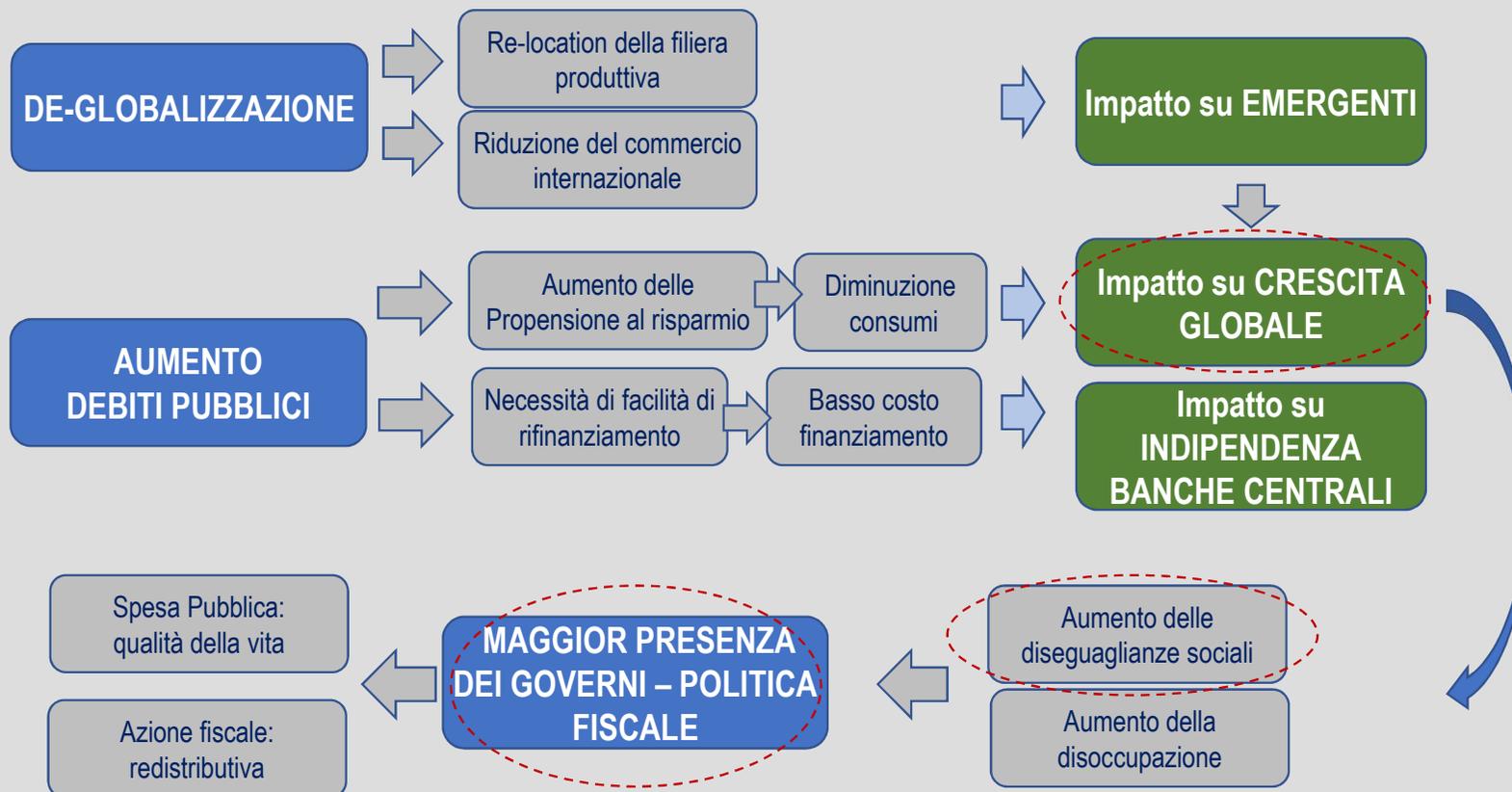


2020: probabilmente LA PIU' **IMPATTANTE** RECESSIONE GLOBALE DELLA STORIA



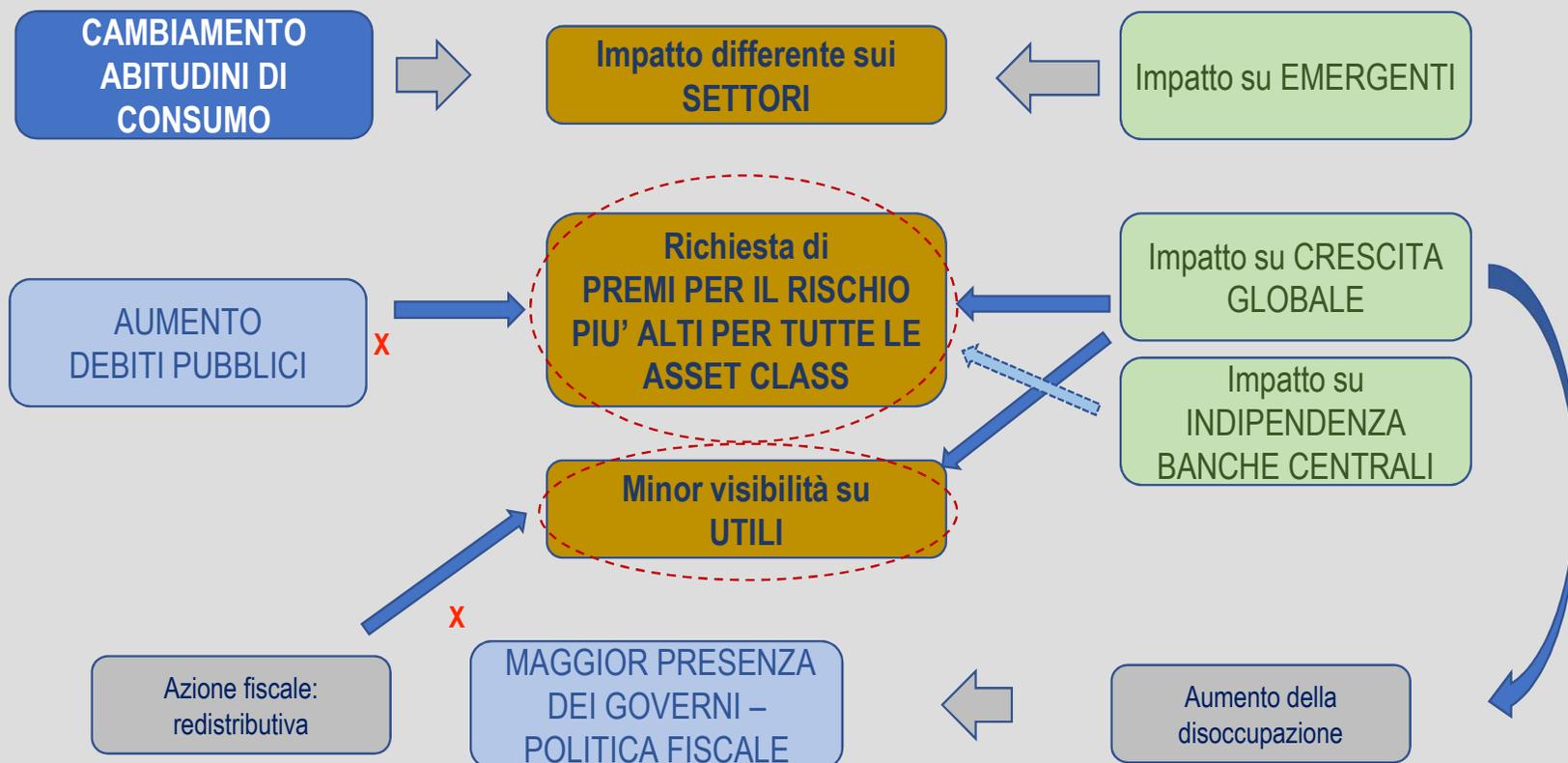
Tanti degli sviluppi legati al Covid ■ CONDIZIONERANNO IL FUTURO ■ ...

**ECONOMIA**



Tanti degli sviluppi legati al Covid   CONDIZIONERANNO IL FUTURO   ...

**MERCATI**



# Le scelte di portafoglio



**AZIONARIO**

1) View POSITIVA  
2) Approccio  
«sell on rally»

**View NEGATIVA:**  
approccio «buy on dips»

**CORPORATE (IG)**

View POSITIVA:  
Approccio  
«buy and hold»

**View NEUTRALE-POSITIVA:**  
approccio «hold and buy»

**TASSI**

View NEUTRALE:  
approccio più dinamico

**View NEUTRALE-NEGATIVA:**  
Dinamico: sell on rally

## STRATEGIA SULLA COMPONENTE AZIONARIA:

Recepimento delle  
NOVITA'

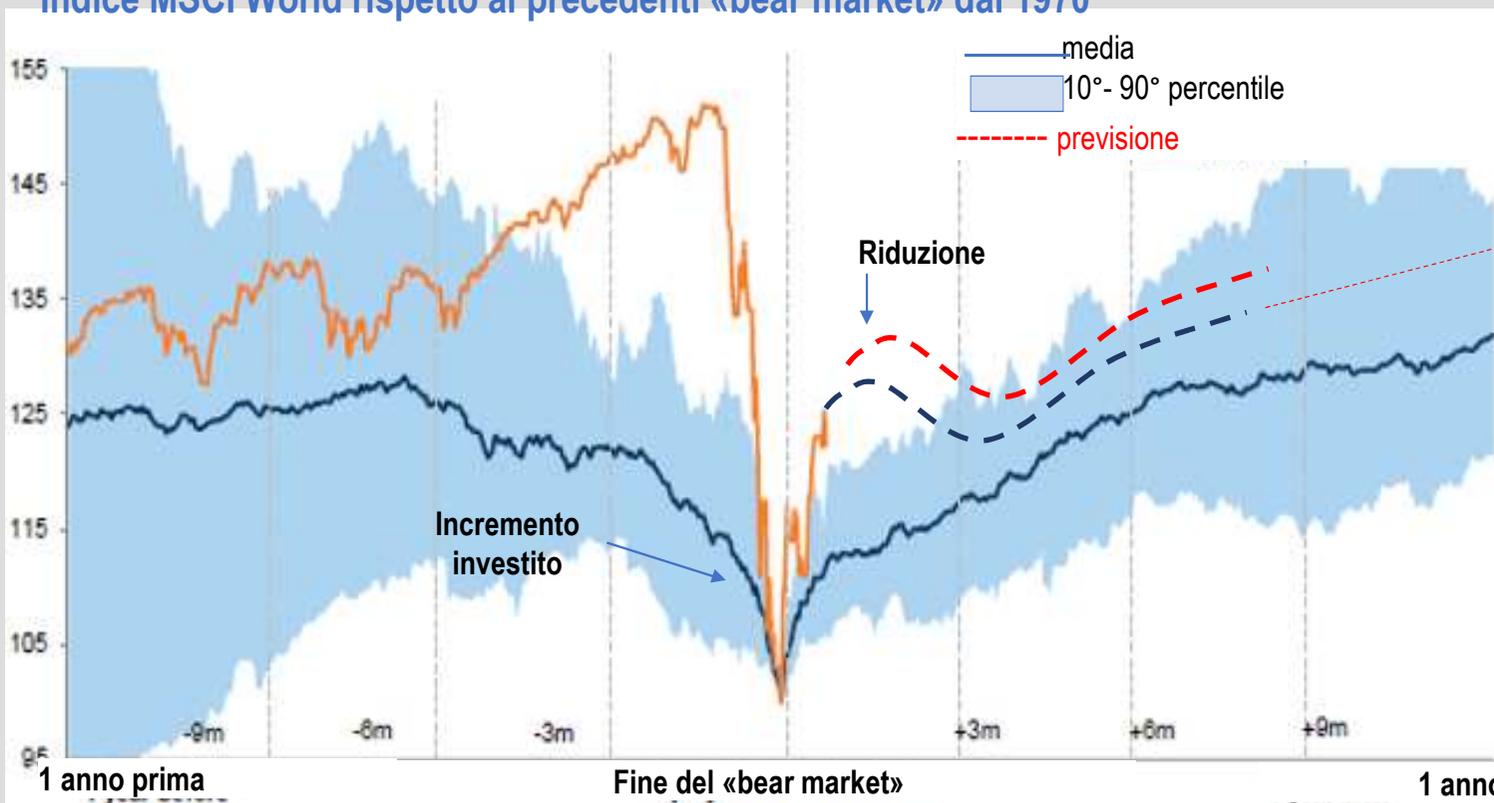
SPOSTAMENTO e distribuzione verso l'alto  
delle azioni di RIDUZIONE AZIONARIO (tra  
3000 e 3250 per S&P e Stoxx50)

Considerazione delle  
VALUTAZIONI

CONFERMA dell'ipotesi di un TRADING  
RANGE BUY ON DIPS con approccio

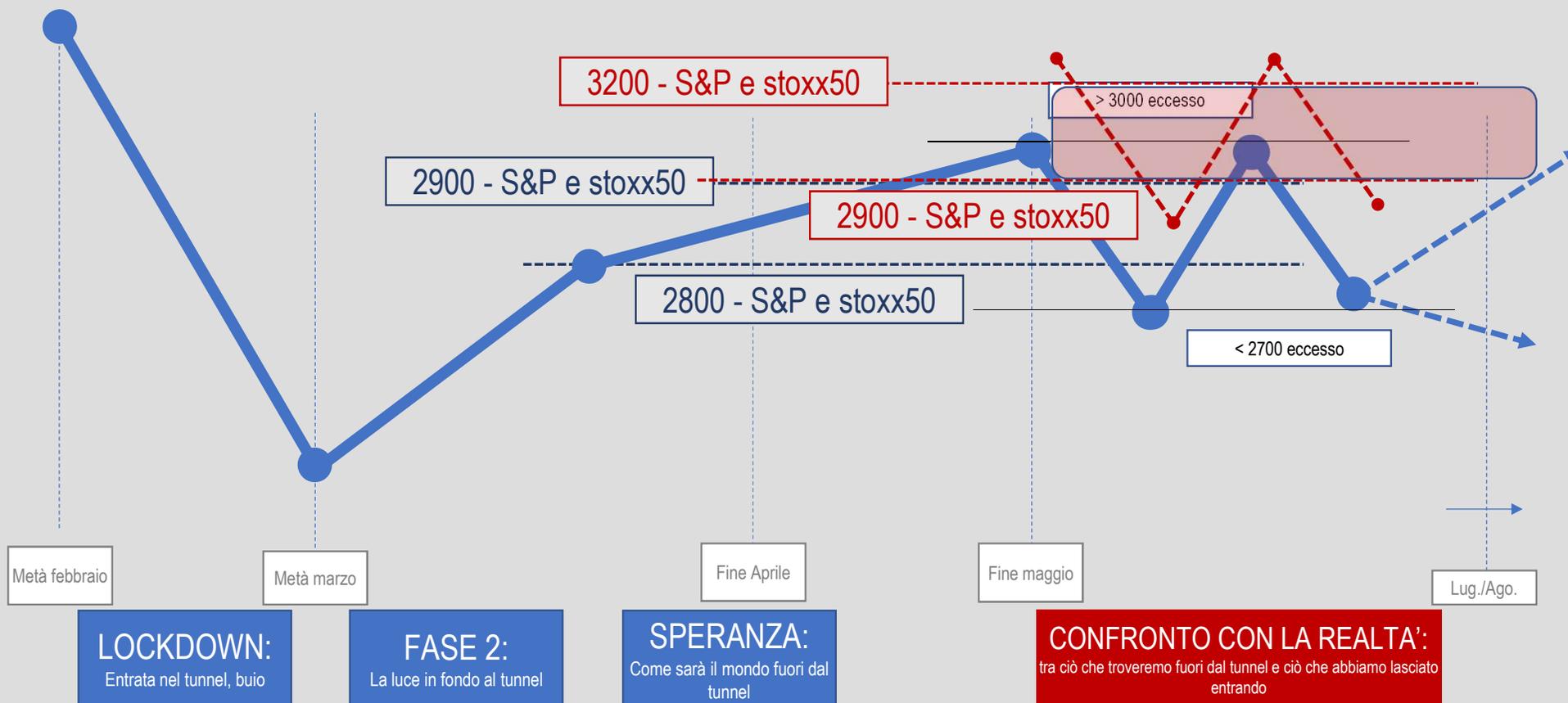
# LE ASPETTATIVE SUL MERCATO AZIONARIO: TRADING RANGE prossimi 3-4 mesi

Indice MSCI World rispetto ai precedenti «bear market» dal 1970



Source: GS

- Tradotto in target numerici: il range si alza (novità) ma si amplia anche (vulnerabilità)



## VALUTAZIONI: LA RAGIONE PER RITENERE CHE IL MOVIMENTO DEGLI INDICI SIA IN TERRITORIO DI «ECESSO»

Gli indici azionari mondiali su P/E 12m fw trattano a premio sulle medie storiche a 10 e 30 anni...

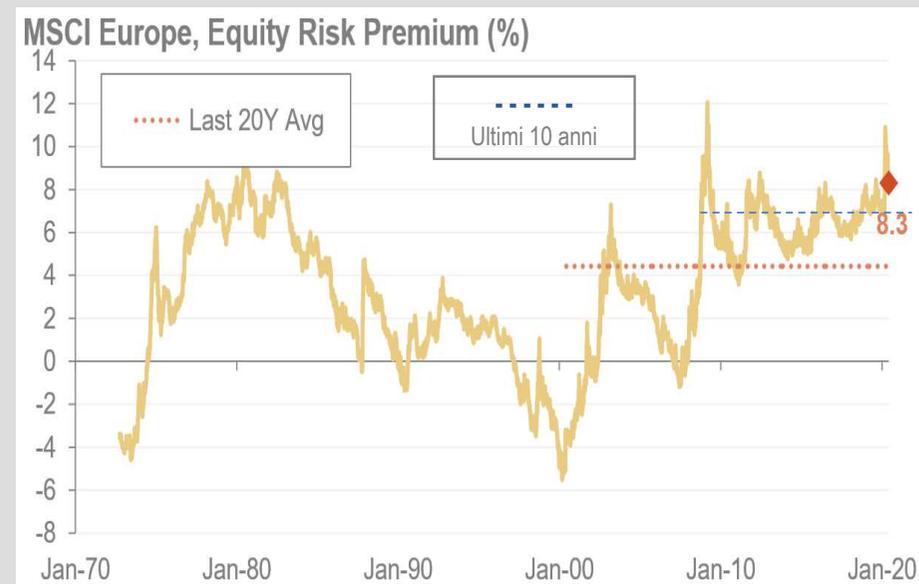
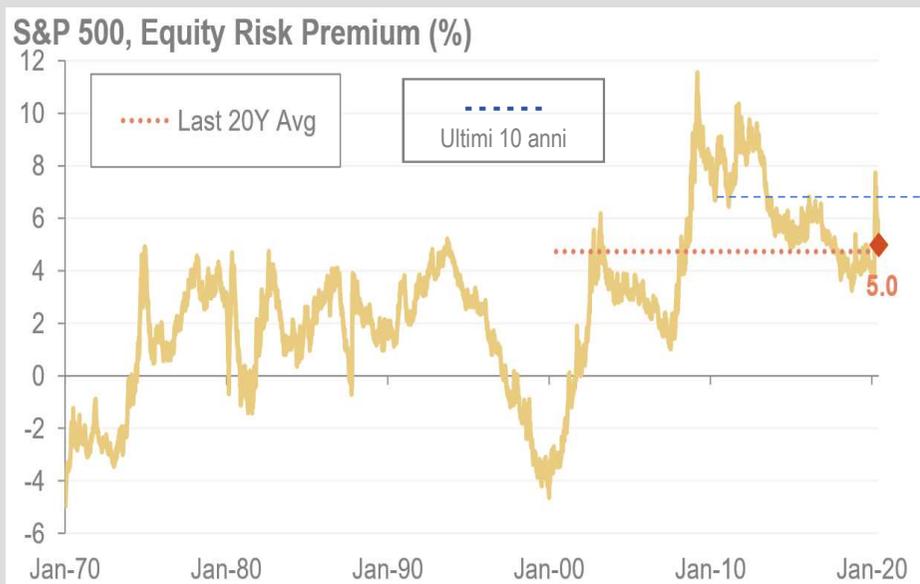
	Price	Pfm dai minimi del 2020	YTD% perf LC	2020 EPS Ytd % revision	2021 EPS Ytd % revision	P/E 2020	P/E 2021	P/E 2022	12m fw P/E	12m fw 10 ys history P/E	12m fw P/E rel to 10 ys history	12m fw P/E rel to 30ys history
<b>MSCI WORLD</b>	2267	41.5%	-4%	-29.5%	-17.7%	23,4x	18,3x	15,8x	20,9x			
<b>S&amp;P 500 INDEX</b>	3194	42.8%	-1%	-28.3%	-16.3%	25,5x	19,8x	17,0x	22,5x	15,4x	46%	45%
<b>Euro Stoxx 50 Pr</b>	3384	41.8%	-10%	-35.9%	-22.6%	20,3x	15,6x	13,2x	17,9x	12,1x	49%	45%
<b>STXE 600 (EUR) Pr</b>	375	34.1%	-10%	-36.9%	-22.0%	21,4x	16,0x	13,7x	18,7x	13,1x	43%	39%
<b>FTSE MIB INDEX</b>	20188	35.5%	-14%	-56.1%	-34.3%	23x	14,0x	11,2x	17,9x	11,3x	59%	2%

La più grande divergenza tra performance dei mercati e revisione degli utili, dal 1998

Anche saltando il 2020 e ANDANDO AL 2021  
GLI INDICI APPAIONO CARI  
Peraltro CON ATTESE UTILI MOLTO ALTA

Fonte dati Pramerica al 10/6/2020

E anche se guardiamo il premio al rischio (ERP), che tiene in considerazione il fatto che i rendimenti (investimento alternativo) sono scesi = non ne esce un quadro diverso ovvero particolarmente ottimista



Anche perché è completamente aperta una nuova discussione su ERP:

- Trend di riduzione (bullish) per confronto con rendimenti obbligazionari strutturalmente più bassi (per intervento BC e per rischio deflazione)
- Trend in aumento (bearish) per minor crescita economica strutturale, Debiti più alti e loro impatto su rendimenti, maggiori fonti di incertezza

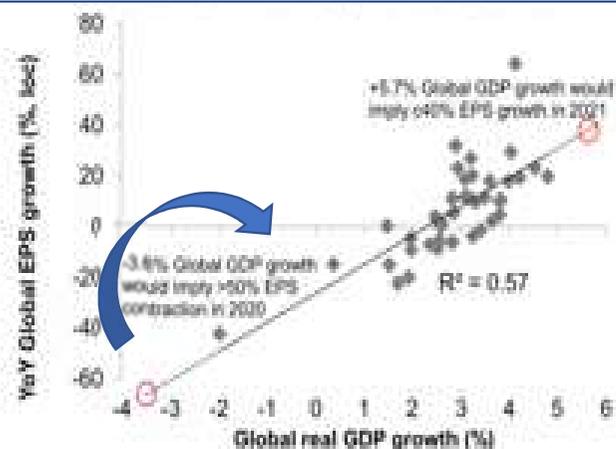
altro fattore di attenzione: le Valutazioni appaiono elevate considerando peraltro

**CRESCITA UTILI MOLTO ALTA rispetto alla crescita economica attesa = RIENTRO A LIVELLI 2019 GIA' NEL 2021**

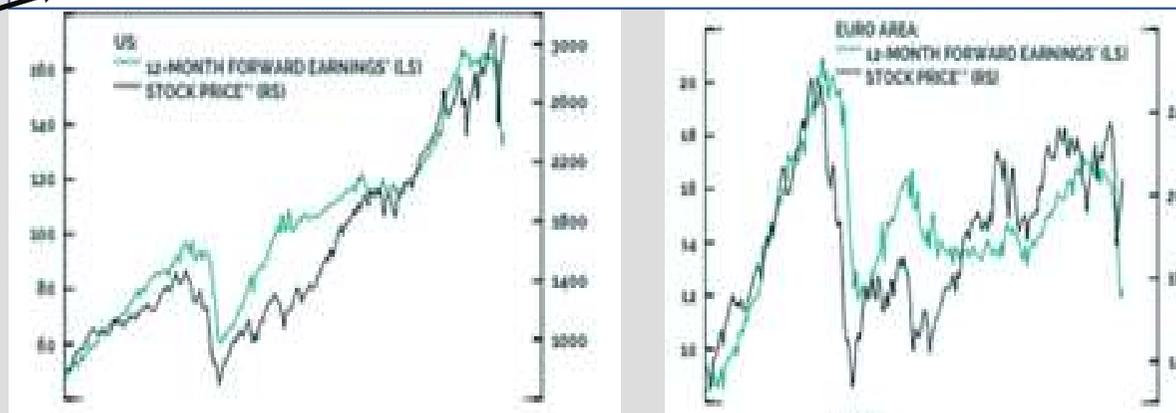
Stime IMF – crescita Pil mondiale: 2020 a -3,8% / 2021 a +6,0%

Pil economie avanzate: 2020 a - 6,0% / 2021 a + 4,5%

Quella che dovrebbe essere l'andamento utili in funzione del Pil (che non significa un ritorno al 2019)



aspettative di crescita utili implicite nei livelli degli indici azionari



• Stime crescita utili S&P

Ad inizio anno: utili 163\$ del 2019 e 175\$ attesi per 2020 = P/E 18,2x 12fwd

• Oggi:

2020 a 135\$ (- 17%)

2021 a 163\$ (+ 20%)

=> a fine 2020

= P/E 19,6x 12fwd

## Come considerazione conclusiva potremmo dire:

### I MERCATI AZIONARI

- 1) SI SONO MOSSI CORRETTAMENTE IN TERMINI DI DIREZIONE (Recupero)
- 2) SI SONO MOSSI UN PO' MENO CORRETTAMENTE IN TERMINI DI MODI (Forza)  
ma soprattutto
- 3) SI SONO MOSSI IMPRUDENTEMENTE IN TERMINI DI TEMPI

  
C'E' STATA UNA FORTE ANTICIPAZIONE DI SVILUPPI  
CHE PROBABILMENTE SI REALIZZERANNO  
MA SU CUI AD OGGI NON ABBIAMO SUFFICIENTI INFORMAZIONI

-   
- VISIBILITA': questo è ciò che ora occorre cercare
- Per avere visibilità serve TEMPO
  - Il tempo va fatto passare con atteggiamento di maggiore CAUTELA SUI PORTAFOGLI

## Quali temi su cui occorre avere visibilità:

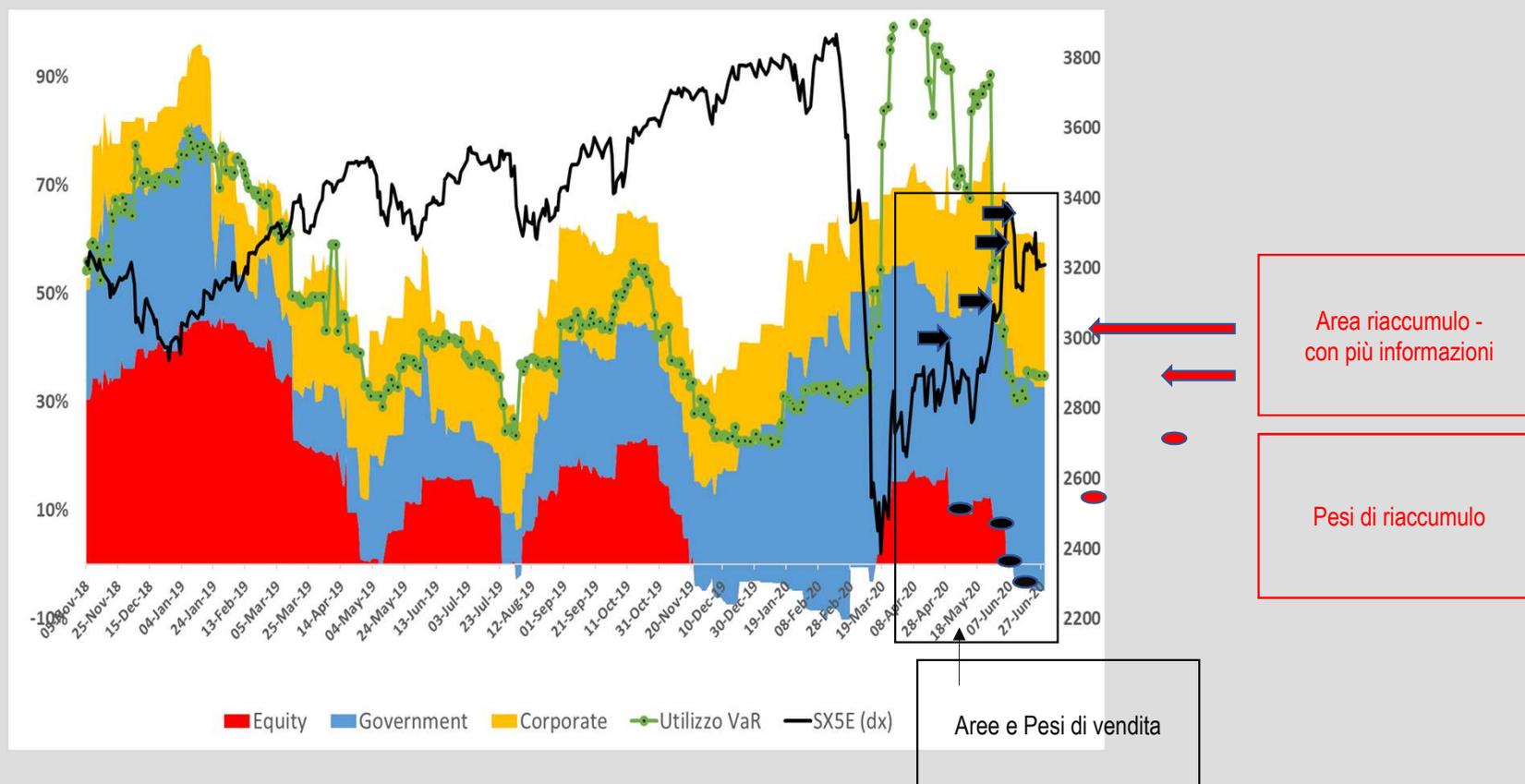
- Temi di breve termine:

- **Sviluppi Covid**
- **Impatti su utili e soprattutto Nuovi Ordini**

- **Temi di lungo termine:**

- **Elezioni presidenziali Usa:** nuovo orientamento fiscale
- **Valutazioni:** nuovi parametri

## Le scelte sul Portafoglio ABSOLUTE RETURN SOLUTION



## LA DINAMICA DEL MERCATO delle OBBLIGAZIONI CORPORATE:

**ANCORA spazio COMPRESSIONE SPREAD nei prossimi 3-6 mesi**  
**Anche se con tempi più dilatati e modi più contenuti**

MERCATI AZIONARI IN RANGE + AMPIA LIQUIDITA' + RIDUZIONE VOLATILITA'  
 + NUOVE AZIONI ANNUNCIATE DA B.C. + INIZIO TLTRO BCE + NOVITA' FRONTE EUROPEO



**Favorevole per IL MERCATO DEL CREDITO**

**IG - SPREAD**



DOMANDA DELLE  
BANCHE CENTRALI



### STRATEGIA

**Ancora preferenza  
INV. GRADE e BB**

Peso contenuto di B per crescente  
rischio fallimenti

### TATTICA

- Ridotta esposizione IG per raggiungimento area target
- Mantenuto peso BBB
- Ridotto peso emissioni più «beta»: AT1 e subord.

## ANDAMENTO YTD MERCATO OBBLIGAZIONARIO CORPORATE

### HIGH YELD – SPREAD OAS\* EURO ZONA E USA



Fonte dati: Bloomberg (dati al 29 maggio 2020)

\*OAS, Option Adjusted Spread: è lo spread che deve essere aggiunto ai rendimenti di una curva benchmark, tipicamente governativa Free Risk, per ottenere il tasso di sconto implicito nel prezzo di un titolo corporate. È calcolato con modelli di pricing delle opzioni implicite.

**LA DINAMICA DEL MERCATO dei TITOLI GOVERNATIVI:**  
**RENDIMENTI VICINI AI MINIMI nei prossimi 3-6 mesi**

ACQUISTI BANCHE CENTRALI



**-0,35%**

*Bund tedesco (-0,38%)*

**0,75%**

*(0,74%) Treasury Usa*

rendimenti

**-0,65%**

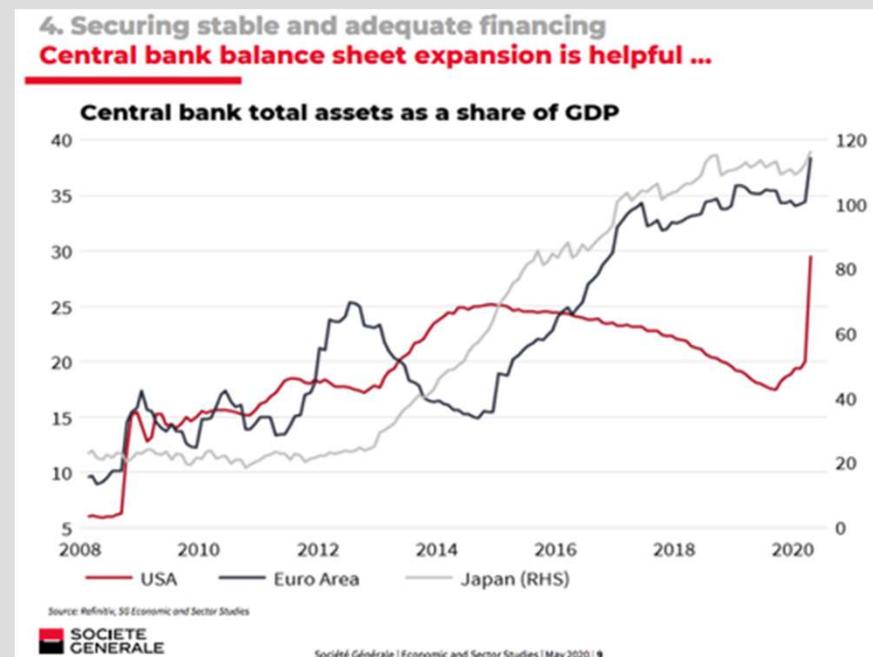
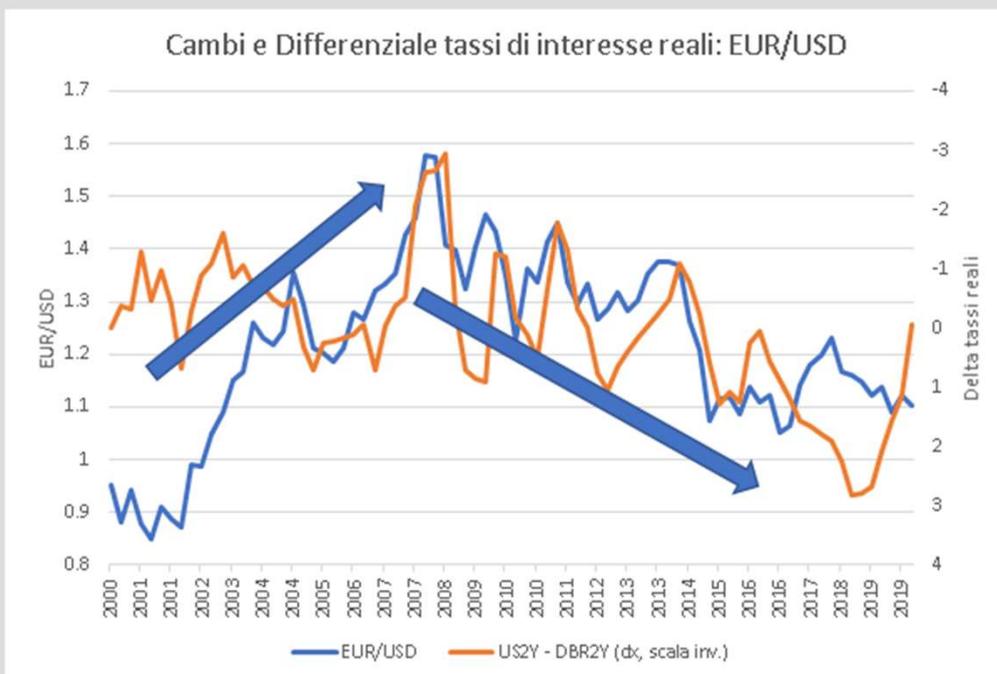
**0,50%**



AUMENTO DEFICIT = EMISSIONI

## IL MERCATO VALUTARIO CONFERMATA LA VIEW NEGATIVA SUL DOLLARO

**DOLLARO –sviluppi negativi:** a) meno «diff. Interesse», b) meno «safe heaven»; c) più offerta di dollari  
**EURO – sviluppi positivi:** a) recovery fund = «più Europa»; b) BCE pro-attiva

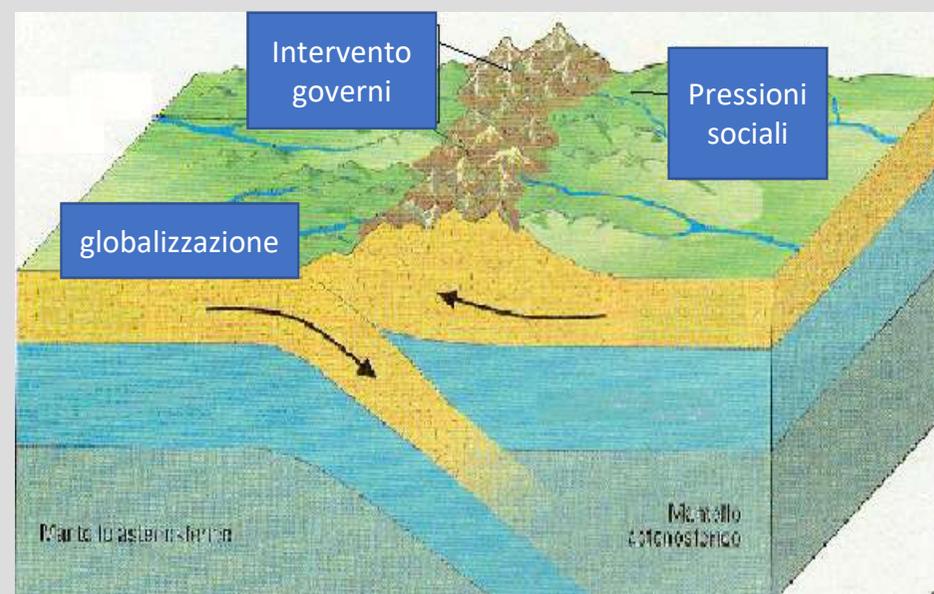
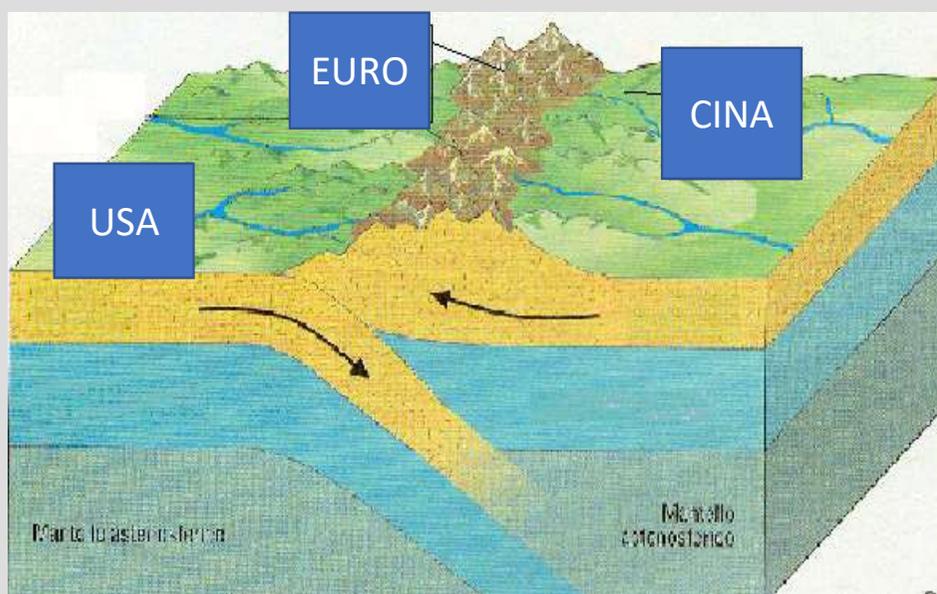


## **E GUARDANDO VERSO L'ORIZZONTE PIU' LONTANO...**

## CAMBIAMENTI EPOCALI: TETTONICA DELLE PLACCHE APPLICATA ALL'ECONOMIA

### 1) NEI RAPPORTI DI FORZA TRA ECONOMIE

### 2) NELLE DINAMICHE SOCIALI



## AVVERTENZE

Il presente materiale, redatto a scopo informativo e/o di discussione, è strettamente riservato all'uso esclusivo di operatori professionali e non costituisce sollecitazione al pubblico risparmio o raccomandazione all'adozione di qualsiasi strategia d'investimento. Non è consentita la duplicazione, pubblicazione o trasmissione, anche parziale, dei suoi contenuti al pubblico o a persone non autorizzate. Pramerica SGR è esonerata da ogni responsabilità relativa all'improprio utilizzo delle informazioni qui contenute o comunque derivante dalla divulgazione di questo documento al pubblico, a investitori o a persone non autorizzate, effettuata in violazione delle disposizioni degli Organi di Vigilanza in materia di pubblicità o di offerta di OICR. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Pramerica SGR affidabili ma la cui accuratezza potrebbe non essere garantita. Quanto rappresentato nel documento è stato elaborato da Pramerica SGR basandosi sulle competenze, sulle analisi e sulle informazioni disponibili alla data della sua redazione. Il presente documento e i relativi contenuti non costituiscono un impegno o una garanzia da parte di Pramerica SGR. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

### **RISCHI DELL'INVESTIMENTO IN OICR**

Il valore di un OICR può aumentare o diminuire e risente delle oscillazioni degli strumenti finanziari presenti in portafoglio. I rischi specifici di ciascun OICR sono rappresentati nella documentazione d'offerta.