

2020

Anthilia
Capital Partners
SGR

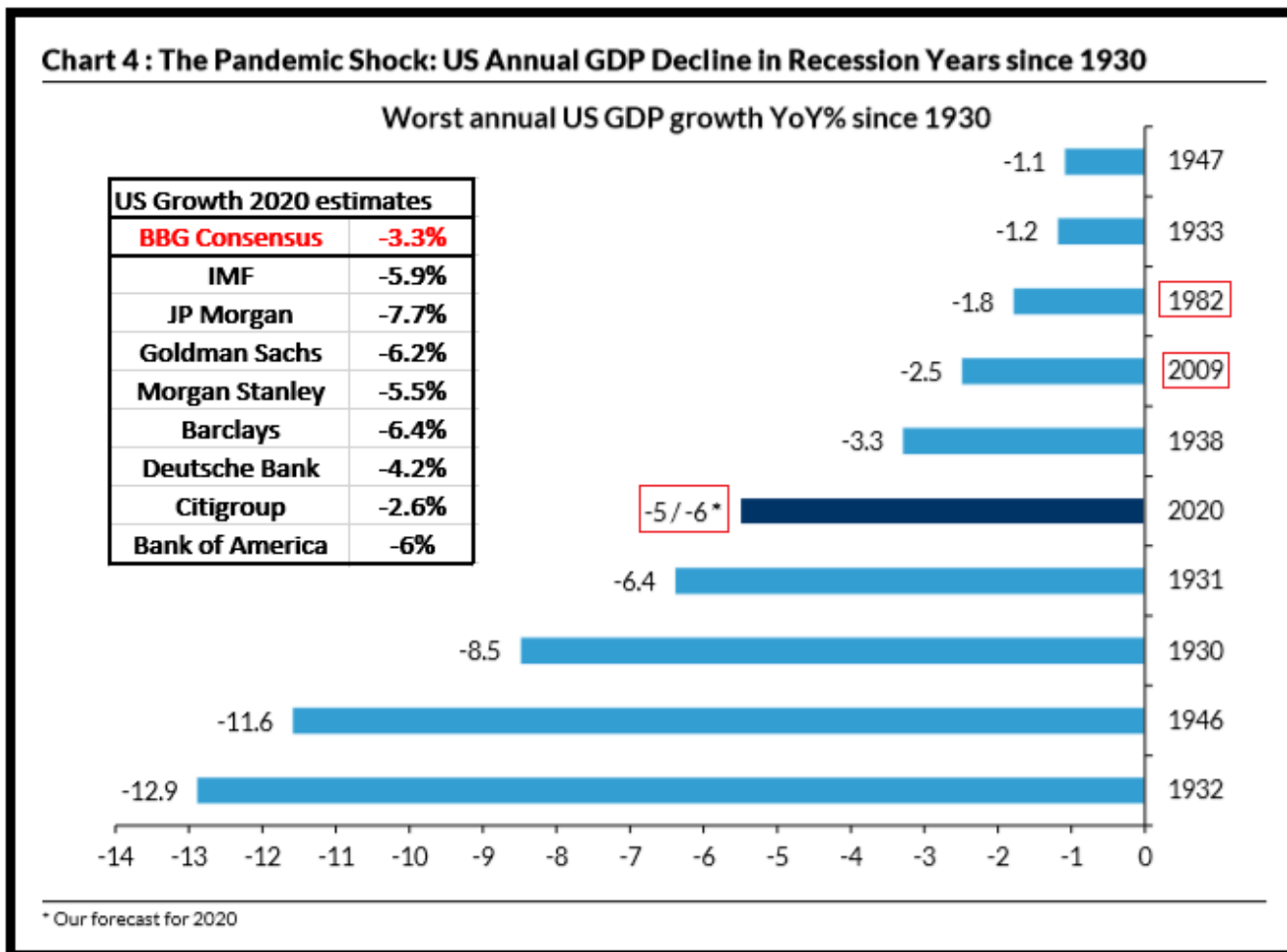
Analisi di scenario
Aprile 2020



Anthilia sgr
Capital Partners



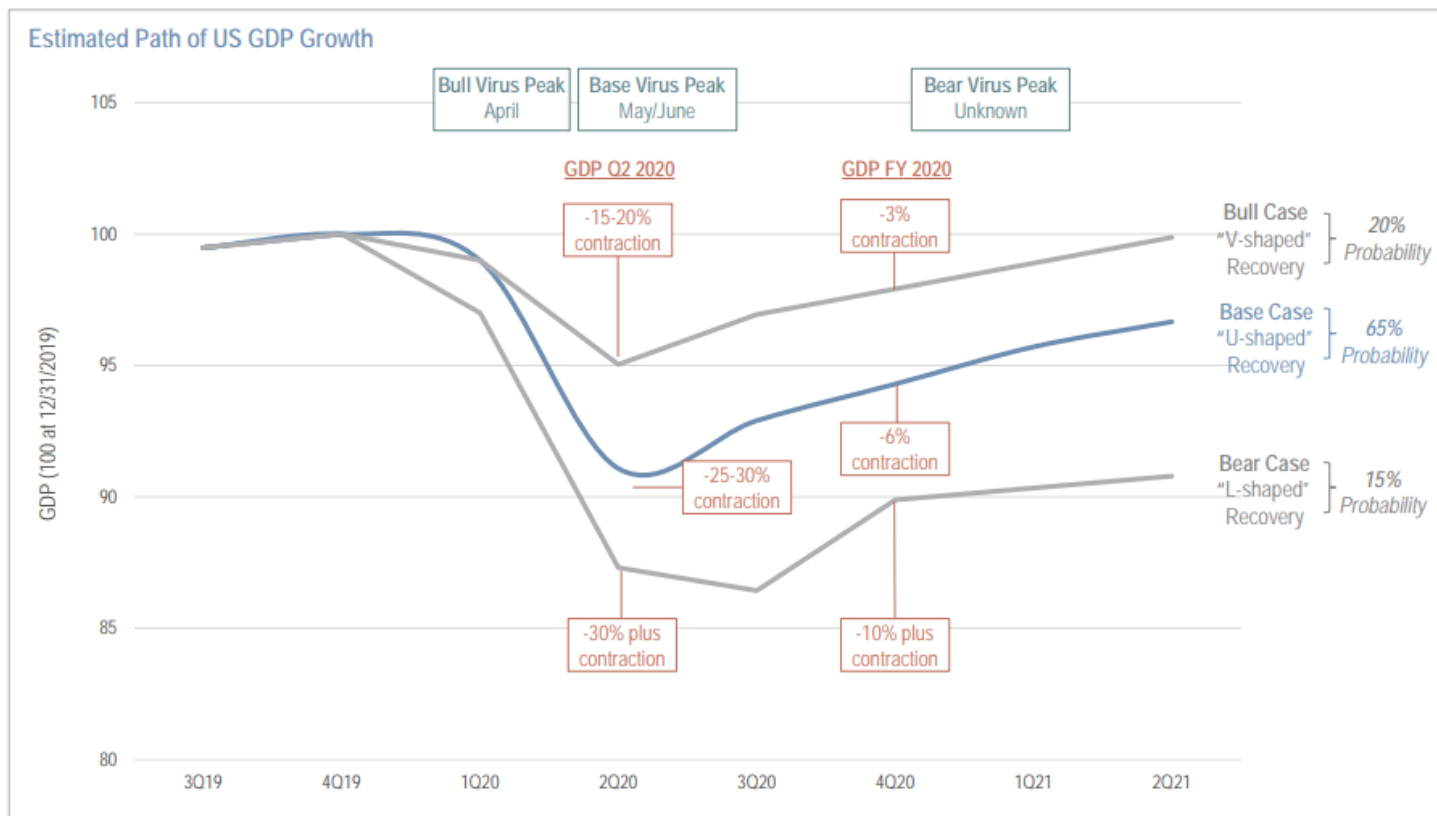
Epidemia e lockdown: l'impatto sulla crescita è enorme



- E' divenuto ormai evidente che la pandemia globale di Coronavirus, e le misure di contenimento varate per metterla sotto controllo produrranno un **rallentamento globale sincronizzato senza precedenti per violenza** dal dopoguerra in poi.
- Gli effetti di questa recessione globale, e degli effetti collaterali delle misure di politica monetaria e fiscale intraprese per gestirla **influenzeranno significativamente lo scenario macroeconomico globale negli anni a venire.**
- L'ammontare di debito privato spostato sui bilanci pubblici sarà enorme, e ridurlo si dimostrerà la sfida del decennio.



Lo scenario centrale è una «U», con maggiori rischi al ribasso

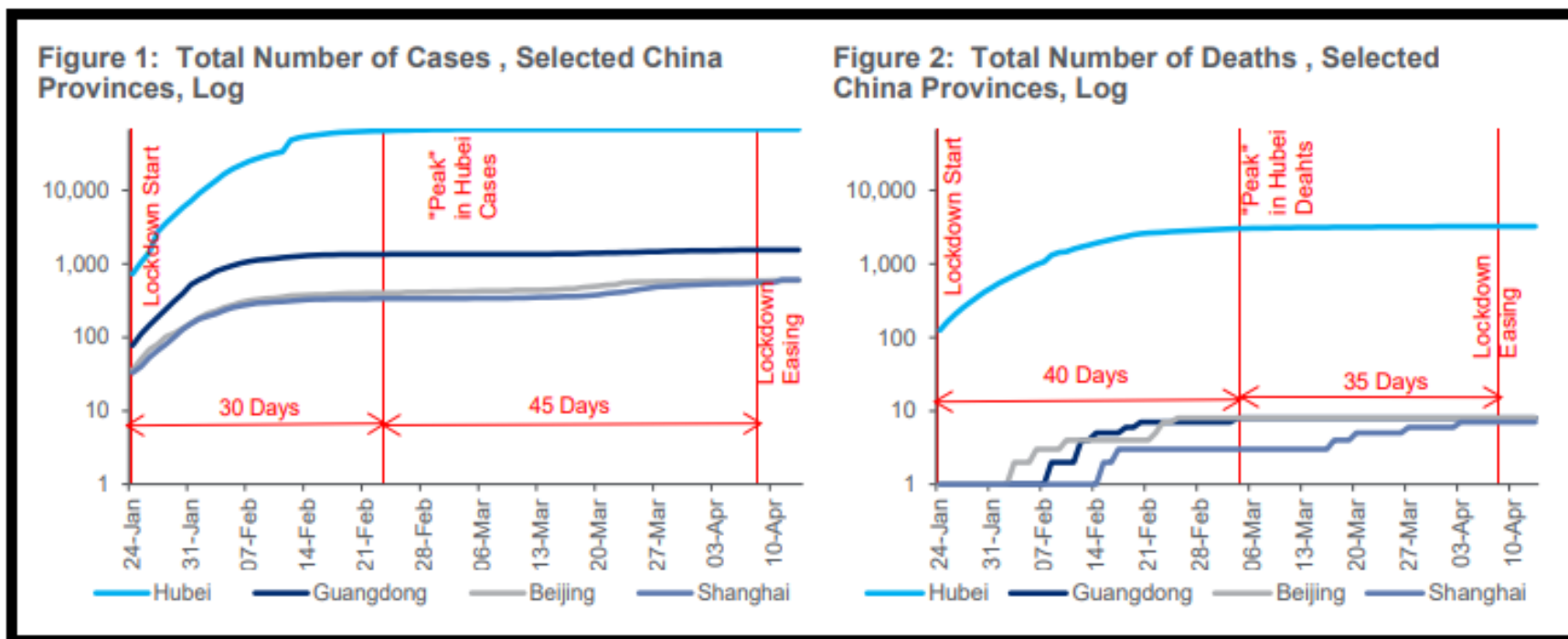


- L'assenza di precedenti, e le enormi distorsioni a cui sono sottoposte le serie macro rende impossibile farsi un'idea precisa dell'entità e forma del rallentamento
- La peculiarità della causa (blocchi autoimposti alle attività) lascia intendere la possibilità di un recupero più rapido rispetto ad una normale recessione dotata di questa profondità

- Ciò detto La permanenza, per un periodo considerevole, di misure di social distancing, e il danno apportato dai blocchi al tessuto economico sembrano rendere assai improbabile una «V» shape recovery, come ipotizzato da parte del consenso.
- Inoltre, eventuali seconde ondate in seguito ad allentamento delle misure potrebbero prolungare la fase di contrazione
- Rispetto allo scenario centrale (U shape) vediamo una ripresa più lenta più probabile (25%) di una rapida (10%)



Il driver principale sono i tempi di riapertura dell'economia 1/2



- Condizione necessaria per provare a ipotizzare l'entità dell'impatto sull'economia dei vari paesi è capire quando e in che misura **le misure contenitive possono essere attenuate**, visto il loro enorme costo.
- L'esperienza cinese fornisce una guida per valutare in che tempi le economie possono essere parzialmente riaperte nei paesi occidentali
- Nell'area più colpita, Hubei, **sono intercorse 6 settimane tra il picco dei casi** (crescita media a 5 gg <1%), e poco più di un mese da quello del numero di vittime, **e l'allentamento delle misure contenitive**.
- Purtroppo questo tipo di paragoni viene parzialmente inficiato dalla qualità dei dati (nel caso cinese una questione non da poco) e dalle caratteristiche socioeconomiche di ogni paese interessato

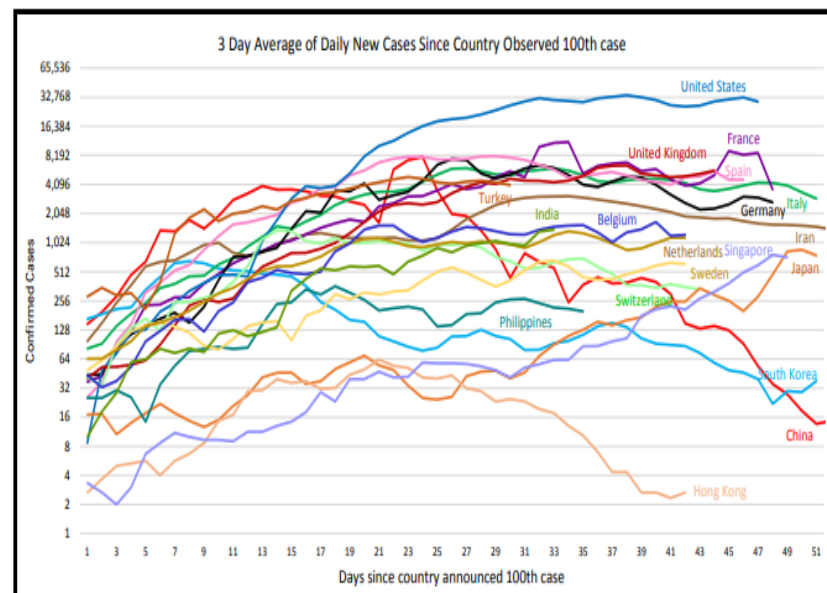


Il driver principale sono i tempi di riapertura dell'economia 2/2

	Restriction type (the most severe)	Start date	Expected peak
EU	travel restrictions	16/03/2020	
Italy	stay at home	10/03/2020	31/03/2020
Spain	stay at home	14/03/2020	04/04/2020
France	stay at home	17/03/2020	07/04/2020
Germany	partial stay at home	22/03/2020	12/04/2020
Ireland	stay at home	24/03/2020	14/04/2020
Belgium	stay at home	18/03/2020	08/04/2020
Greece	stay at home	23/03/2020	13/04/2020
USD*	partial stay at home	24/03/2020	14/04/2020
JPY	partial social distancing	06/04/2020	
GBP	stay at home	23/03/2020	13/04/2020
CHF	stay at home	20/03/2020	10/04/2020
NOK	stay at home	12/03/2020	02/04/2020
SEK	partial social distancing	None	
AUD	partial stay at home	None	
NZD	stay at home	25/03/2020	15/04/2020
CAD	partial stay at home	None	

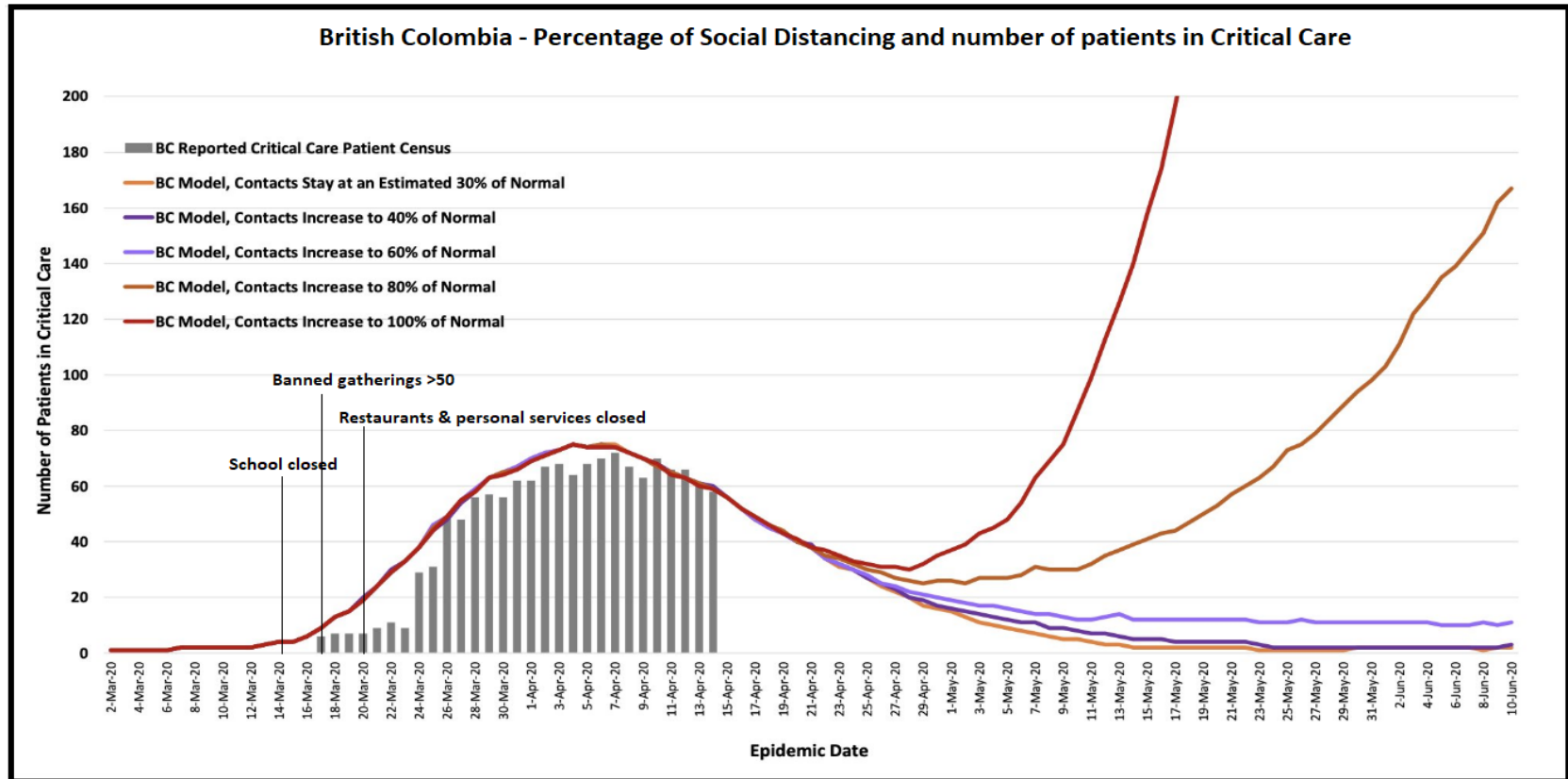
- Il confronto con il caso cinese indica che le restrizioni potrebbero venire attenuate a partire da **metà/fine Maggio in Eurozone, e da metà Giugno in US/UK**
- Ma il «dolore» macroeconomico imposto dal lockdown potrebbe indurre i Leaders a ad azzardare un po' e cominciare ad aprire **nella prima metà di Maggio in EU e nella seconda metà in US.**
- Questo approccio amplifica il rischio di vedere una **ripartenza dell'epidemia**. Una riaccelerazione post riapertura è comunque fisiologica, come si nota dai recenti dati in alcune aree cinesi, in Giappone e a Singapore.

- Un'altra variabile che impatta sulla durata dei lockdown, è il timing con cui questi sono stati elevati, rispetto all'accelerazione del contagio.
- In questo contesto, i paesi anglosassoni hanno forse indugiato più degli altri paesi industrializzati, il che spiega forse la maggiore difficoltà nel mettere sotto controllo il contagio.
- Oltre a ciò, le caratteristiche socioeconomiche del paese (vedi slide 7) e la radicalità delle misure adottate determinano la rapidità dell'impatto.





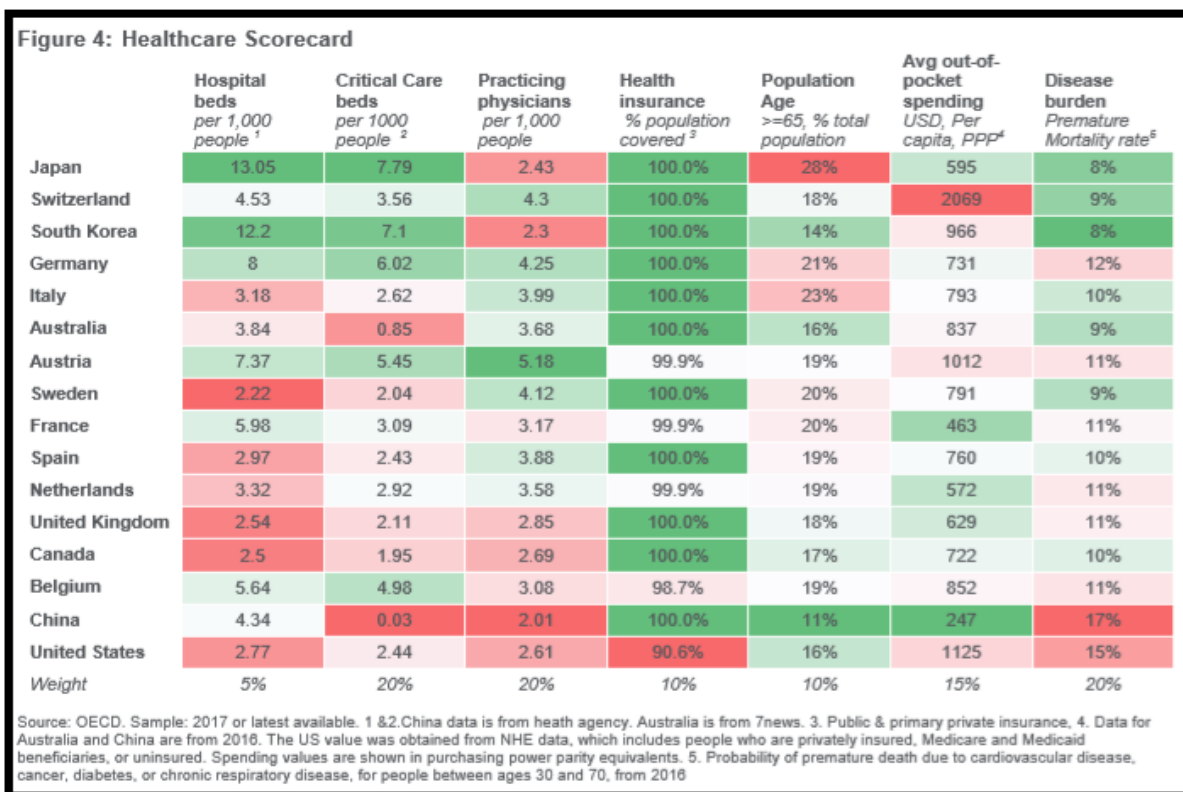
La normalizzazione non sarà totale



- Un secondo ordine di problemi è legato alla circostanza che una totale cancellazione delle misure non è praticabile, pena una rapida ripartenza dei focolai. **Le riaperture saranno comunque parziali**, e di conseguenza la normalizzazione dell'economia è lontana - nella migliore delle ipotesi - trimestri.
- Fino all'arrivo di un vaccino (o un trattamento risolutivo) il «**social distancing**» continuerà ad imporre un freno alle economie, in misura diversa seconda dell'entità delle limitazioni e della struttura sociale ed economica di ognuna



Diversi livelli di vulnerabilità e supporto nei vari paesi

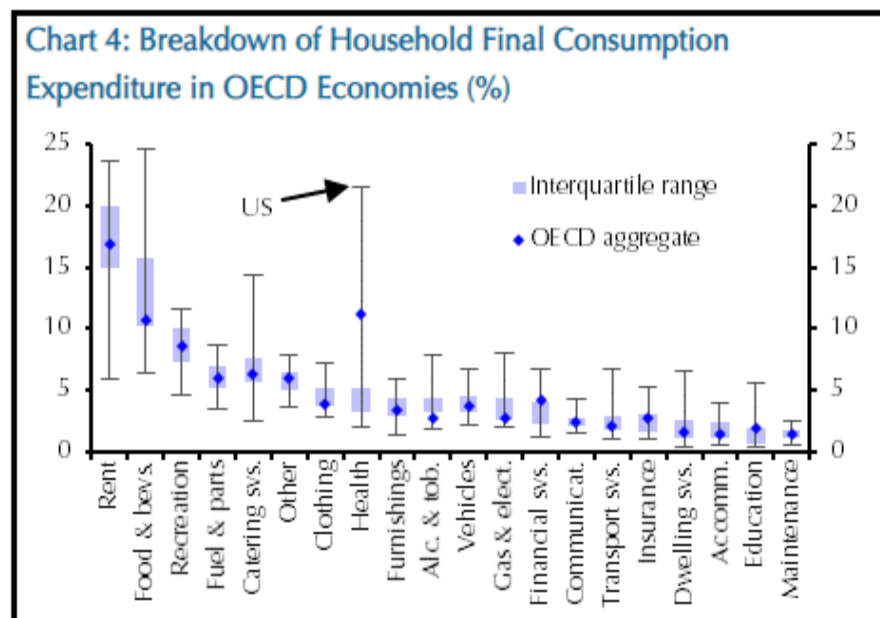
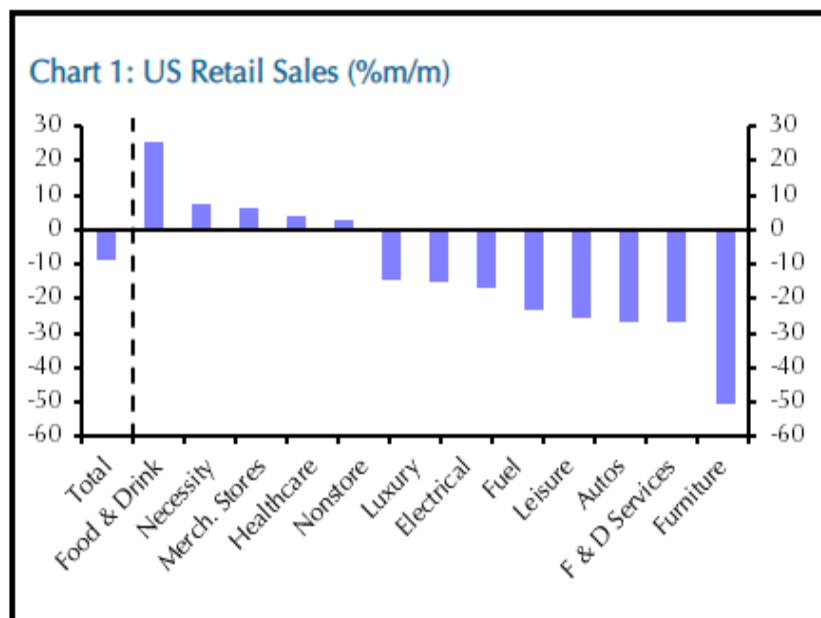


- Oltre alla tempestività, altre caratteristiche possono far variare la durata dei lockdown.
- La solidità del sistema sanitario è sicuramente una. Un nuovo focolaio è tanto più pernicioso quanto più rischia di riportare sotto stress la sanità pubblica.
- Su queste basi i paesi anglosassoni e emergenti non sono ben posizionati.
- Gli USA, peraltro recuperano in termini di flessibilità dell'economia, tipo e dimensioni dei business e misure messe in piedi per supportare il ciclo economico.
- L'Eurozone, per contro, è più esposta alla domanda globale, e in aggregato mostra un tessuto economico più tradizionale

- In EU le politiche a supporto del ciclo sono meno importanti e uniformemente applicate, cosa che ne riduce l'efficacia
- E la questione dell'emissione di debito congiunto continua a fornire motivo di screzi all'interno dell'Unione, creando spinte disgregative che potrebbero essere alimentate dalla crisi fino a minare dall'interno il progetto €.
- Allo scopo di evitare che la percepita mancanza di solidarietà tra gli Stati alimenti questo tipo di spinte, è fondamentale che abbia luogo almeno una parziale condivisione del debito destinato a finanziare le misure di supporto alle economie



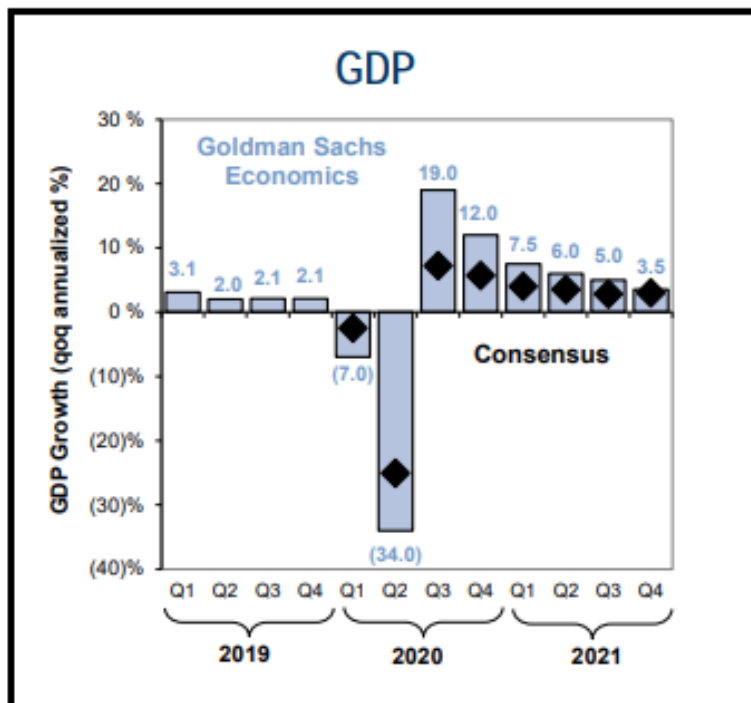
L'impatto è superiore alle apparenze su domanda e offerta



- I primi dati relativi a Marzo, mostrano, per le principali economie occidentali un impatto del lockdown sulla domanda inferiore alle attese. Bisogna però tener conto di **3 distinti effetti**, nel valutare questi numeri :
 1. Nei principali paesi **le chiusure sono iniziate nel corso del mese**, e quindi il dato non riflette interamente gli effetti
 2. Il dato generale è gonfiato dall'esplosione degli acquisti di cibo e beni di prima necessità, causato dall'impatto psicologico sul consumatore di un periodo protratto di confinamento. Ma si tratta di un fenomeno temporaneo: una volta raggiunta la zona di confort, questi accumuli cesseranno
 3. A causa di di riaperture solo parziali, e degli effetti sulla propensione al consumo del perdurare dello stato di allerta, **è probabile che questi numeri non si riprenderanno definitivamente per lungo tempo**
- L'impatto completo sulla domanda si vedrà con ogni probabilità nei numeri di Aprile.

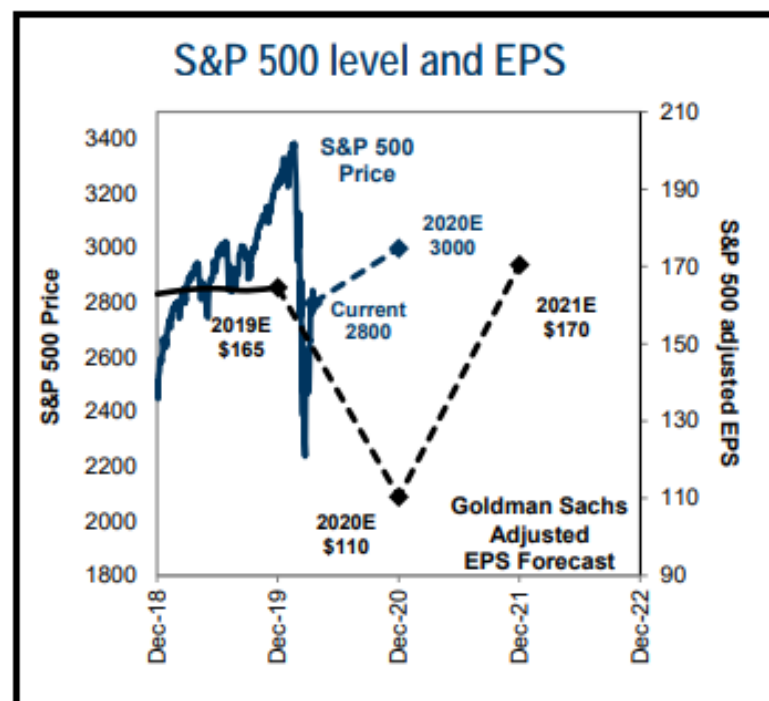


Il consenso resta improntato alla compiacenza



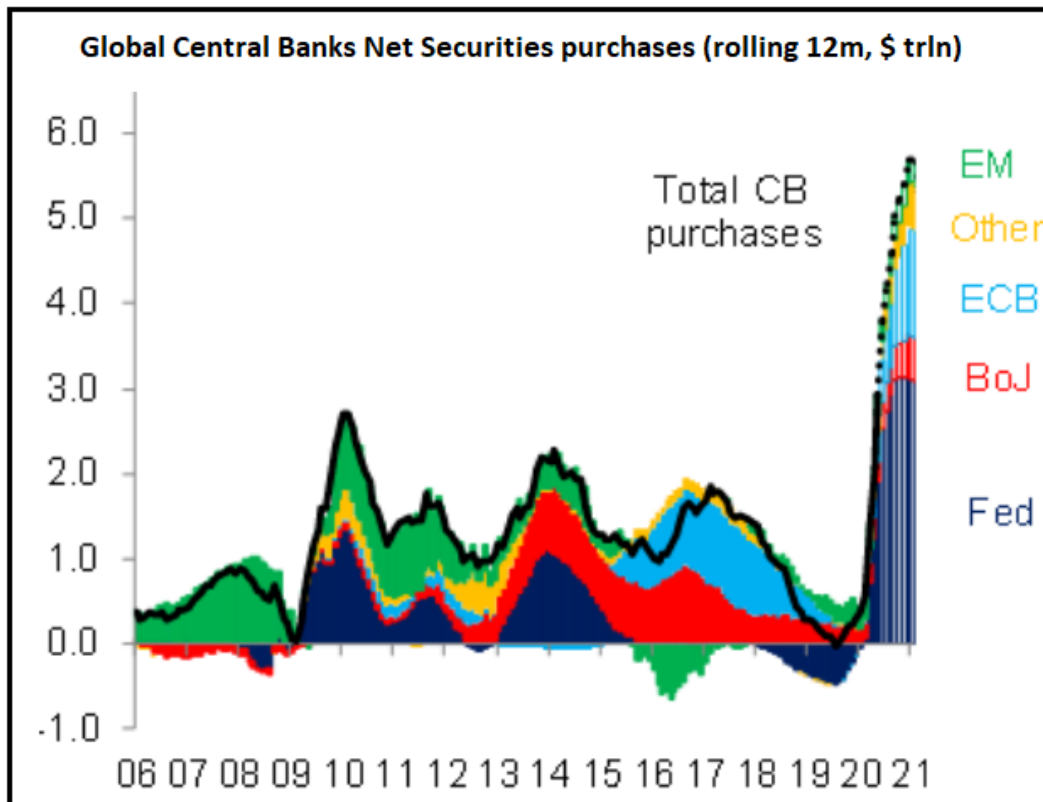
- Discorso analogo per gli utili aziendali. Se il consenso si è ritirato su livelli che indicano un calo del 25/35%, **le attese per il 2021 sono per un rimbalzo altrettanto pronto** (nell'esempio Goldman Sachs prevede un recupero integrale dei livelli di fine 2019)

- Se le aspettative di crescita per il primo e soprattutto il secondo trimestre del 2020 si sono decisamente adeguate alla realtà, rispetto alle previsioni della prima ora, **operatori e mercati continuano ad aspettarsi un pronto rimbalzo già dal terzo trimestre**





Stimolo monetario e fiscale per prevenire il collasso.

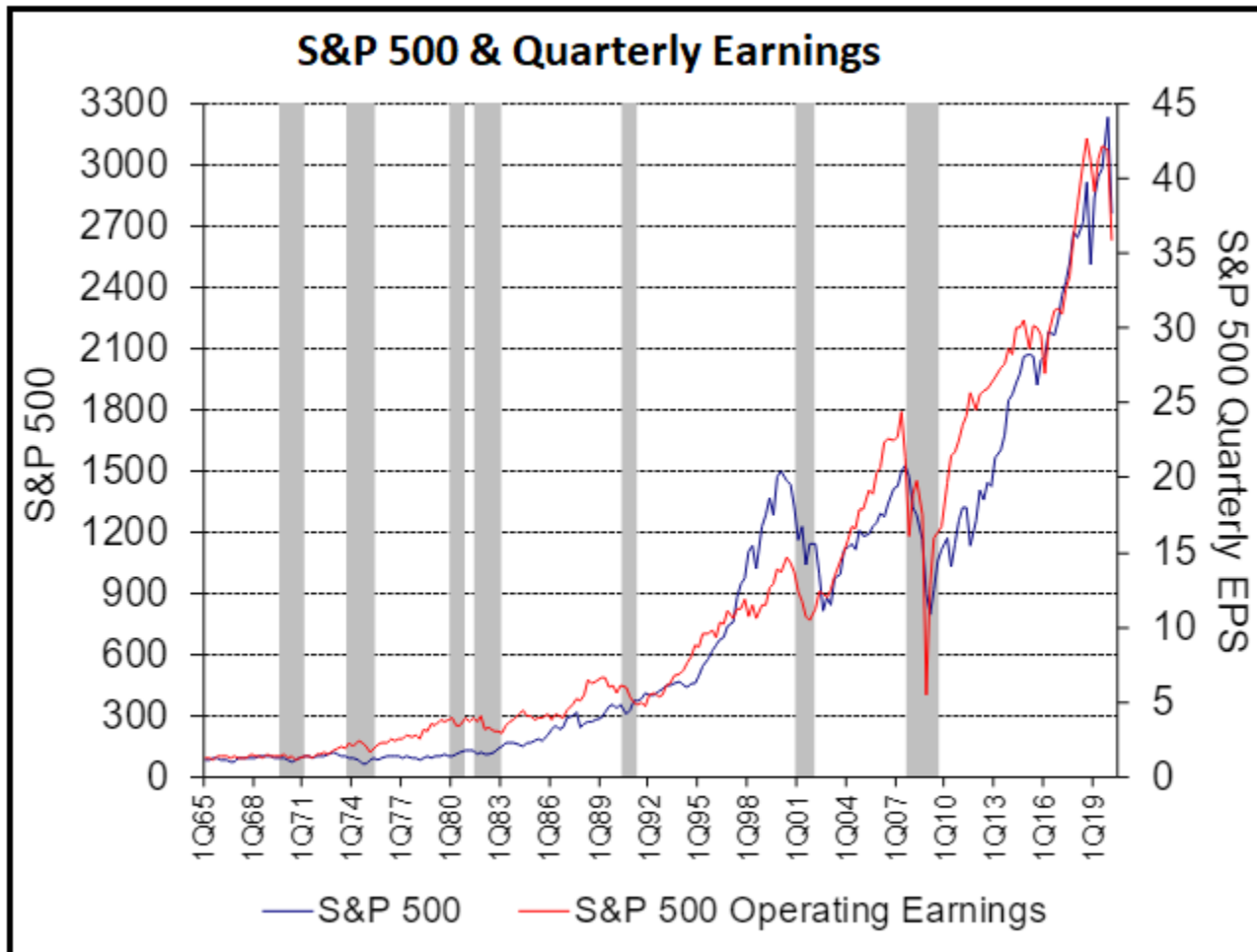


- La percezione degli enormi rischi economici corsi ha indotto le autorità a intraprendere **azioni senza precedenti**.
- L'azione delle banche centrali (Fed in primis) si è articolata su 3 direttive:
 1. **supporto ai Governi nel finanziamento dei pacchetti fiscali.**
 2. **finanziamento di cittadini e aziende** (erogazione di garanzie, e di prestiti per permettergli di superare la sospensione dell'attività)
 3. **supporto degli asset sui mercati** tramite programmi di acquisto e di rifinanziamento di qualsiasi collaterale di credito.
- L'azione offre sicuramente supporto agli asset oggetto di acquisto, ed in generale aumenta la liquidità nel sistema. **Ma non ripristina le condizioni di redditività per banche e aziende.**

- Molta della liquidità immessa sarà assorbita da un deleverage pesante del settore privato. E probabile che le banche effettueranno comunque un tightening dei lending standards.
- Il supporto fiscale erogato dai Governi sarà sufficiente ad evitare una depressione, ma difficilmente riuscirà a raggiungere tutte le nicchie delle economie. E sarà inevitabilmente commisurato allo spazio di manovra fiscale di ogni paese.



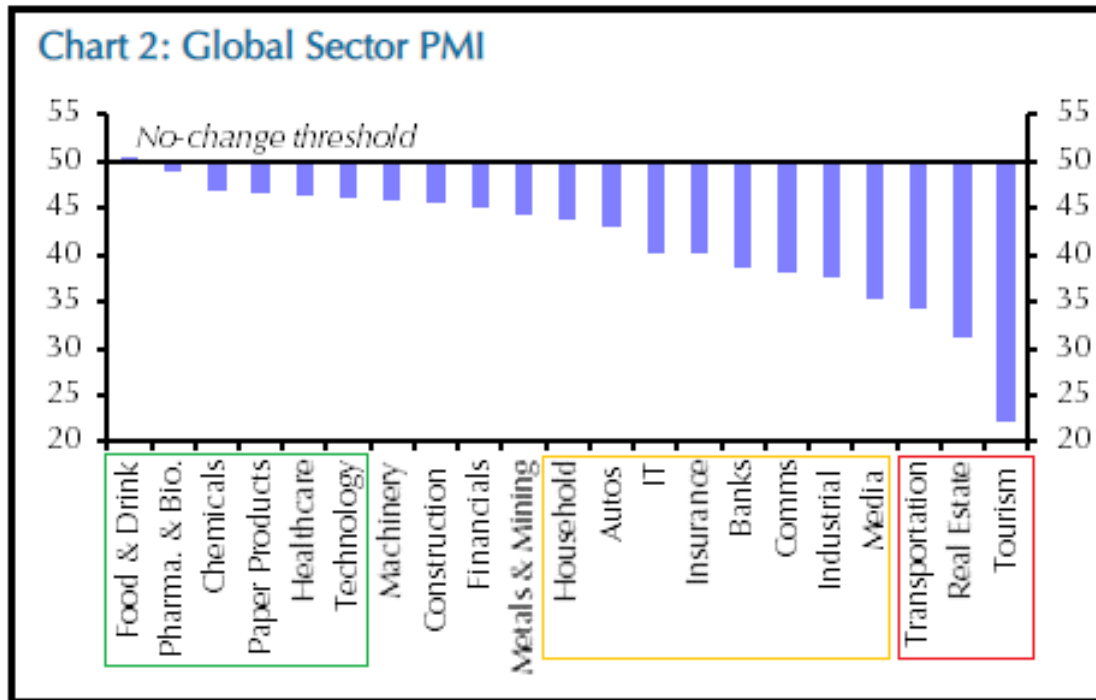
Il driver dell'azionario ? Sempre gli utili



- In realtà, come abbiamo avuto modo di osservare più volte, il principale driver della performance azionaria è costituito dal **livello degli utili aziendali** e la direzione degli stessi.
- Il magnificato impatto del QE su Wall Street si riduce principalmente al favorire la profittabilità, grazie alla compressione del costo del capitale e stimolo della domanda di investimenti
- Non a caso, dove la crescita degli utili è rimasta più bassa per motivi strutturali (Eurozone), il QE e i tassi bassi non hanno ottenuto il medesimo successo nel supportare corsi e multipli.
- Ne consegue che sperare che lo stimolo supporti azionario in assenza di profitti è velleitario. Il supporto è più presente sugli asset oggetto di acquisto



L'impatto del Covid non è uniforme sui settori economici



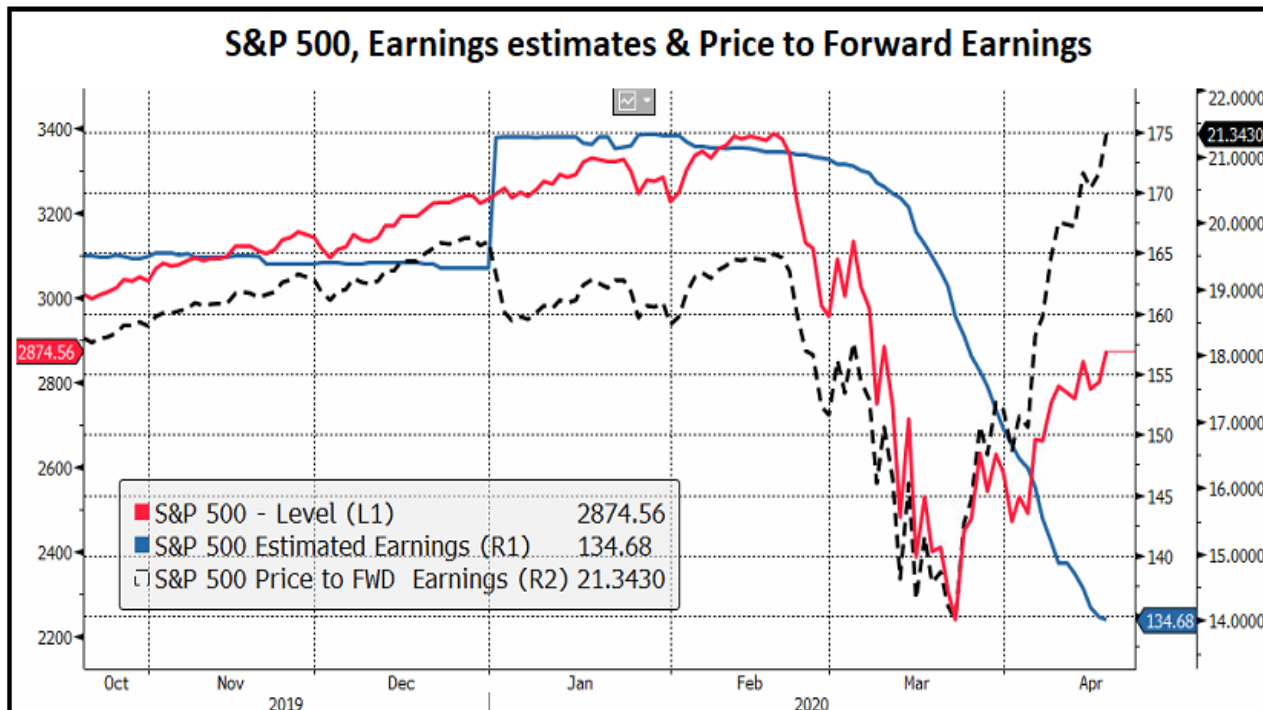
- la necessità di «social distancing» rende ancora più asimmetrico l'impatto della crisi sui vari settori economici:
 - ❖ I settori trasporti, turismo, entertainment, ristorazione, alloggi risultano di gran lunga i più colpiti, e l'attività si è praticamente arrestata.
 - ❖ Pesante anche l'impatto sui settori ciclici (industria pesante, auto, banche, costruzioni, lusso)
 - ❖ Assai più lieve l'effetto sui settori riguardanti i beni di prima necessità, healthcare, e sul tech in generale.
 - ❖ Infine vi sono settori e aziende che si avvantaggiano del cambio di comportamento imposto dal Virus, ovvero e-commerce, e.learning, videoconference, cloud, streaming services, home entertainment etc

Due problemi:

- L'exit strategy prevede una serie di fasi. **I settori più colpiti da virus e misure saranno anche gli ultimi a ripartire**, cosa che avrà un effetto deleterio sulle aziende che li popolano
- **Molti di questi settori non torneranno alla normalità per tantissimo tempo**, se lo faranno mai. Le misure di social distancing impatteranno sui loro economics (costringendo eventualmente gli operatori più piccoli, che non possono sopportare i costi di ristrutturazione del business, a chiudere) e mentre la propensione alla spesa dei consumatori verso alcuni servizi (viaggi, entertainment) resterà depressa per un periodo considerevole.
- **E' difficile che lo stimolo fiscale, per quanto grosso, possa bilanciare interamente questi effetti.**



L'azionario USA è tornato su valutazioni care.



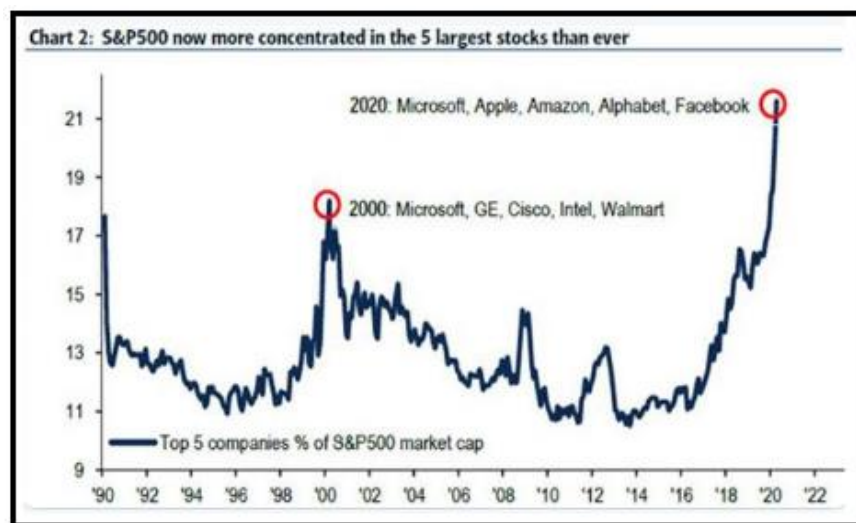
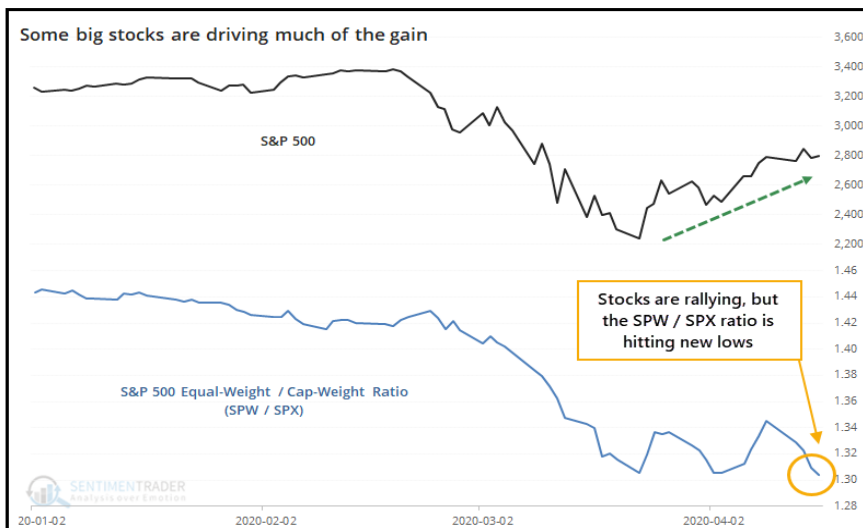
- Il robusto rimbalzo dell'azionario USA, a fronte di un significativo taglio alle stime di consenso per gli utili (-25% a 135\$) ha riportato i multipli dell'S&P 500 su livelli superiori ai massimi di fine 2019 (20/21x)
- Le aspettative implicite in questi livelli sono per un rapido recupero degli utili nel corso dell'anno prossimo.
- Vero, l'ammontare di liquidità iniettata nel sistema giustifica, da solo, un livello di multipli superiore, coeteris paribus

Questi livelli però non tengono conto di almeno 3 fattori ;

- Un 25% di calo dei profitti nonostante l'entità tutt'altro che modesta, potrebbe rivelarsi insufficiente a catturare il calo della propensione alla spesa di aziende e consumatori verso alcuni servizi (viaggi, entertainment, trasporti, immobiliare commerciale etc). Questa potrebbe restare depressa per un periodo considerevole.
- Rischio di eventuali nuove ondate di contagio, atte a prolungare l'impasse per le economie.
- Il rimbalzo del 50% occorso dai minimi nasconde una massiccia divergenza tra quei settori e titoli pesantemente impattati dalla crisi e le cui prospettive sono nel breve compromesse, e quelli favoriti, alcuni dei quali sono tornati sui massimi, e in una situazione di multipli assai elevati



La forza risulta sempre più confinata in un ristretto numero di titoli

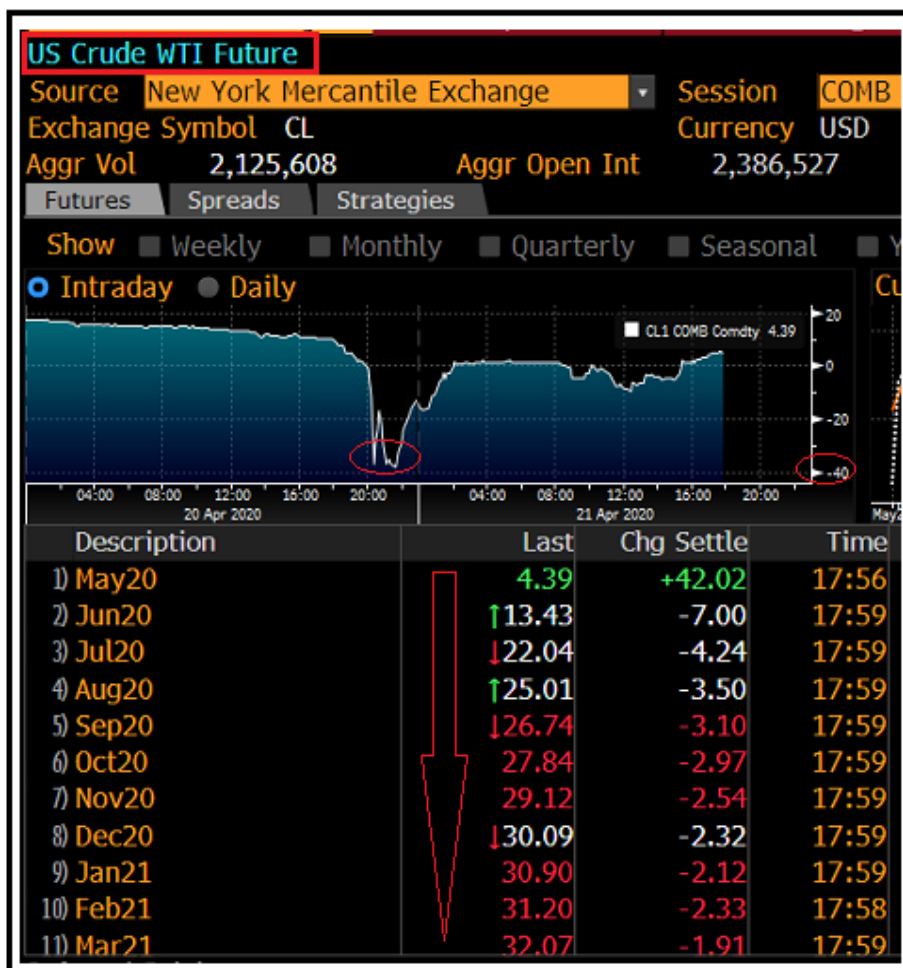


- La Volatilità di Marzo non ha mutato la tendenza del mercato a privilegiare le big caps e in particolare alcuni noti nomi tech
- Si tratta di un comportamento tipico di un mercato giunto su valutazioni eccessive, come avvenuto nel 2000
- La concentrazione in pochi titoli dell'interesse è tipica delle bolle speculative.

7th Farrell's rule "Markets are strongest when they are broad and weakest when they narrow to a handful of blue-chip names"



Petrolio: canary in the coal mine?



- Come noto il passaggio in negativo del contratto sul petrolio (WTI) consegna Maggio è un' aberrazione tecnica. L'eccesso di offerta dovuto al crollo dei consumi ha prodotto un esaurimento della capacità di stoccaggio, rendendo impossibile la delivery fisica del prodotto. Si tratta di un problema temporaneo risolvibile con un contributo variabile di 3 fattori: recupero della domanda, riduzione dell'offerta, e adeguamento della capacità
- Ciò detto, questo fenomeno costituisce un campanello di allarme sotto diversi aspetti:
 - **Mette in risalto l'impatto del lockdown sulle economie, e, incidentalmente, sottolinea che le misure a supporto possono dimostrarsi insufficienti a risolvere il problema (l'OPEC si è in effetti accordata per un taglio, ma non basta)**
 - **Sottolinea come l'economia moderna, globalizzata, interrelata, sincronizzata e super efficiente, non sia equipaggiata per assorbire shock di queste dimensioni.** Le onde d'urto si propagano globalmente attraverso le catene di approvvigionamento e i mercati finanziari. Ecco perchè **Stati e banche Centrali si trovano costretti a sopperire ovunque assorbendo gli eccessi di offerta,** siano essi commodities, asset finanziari o immobiliari, forza lavoro etc.



In sintesi

- Portiamo a **Underweight l'azionario US e quello europeo**. Riteniamo che il rimbalzo sia in fase di esaurimento e che il trend di ribasso connesso con l'incertezza della situazione e con la debolezza del quadro macro si riaffermerà nelle prossime settimane. Manteniamo a **Neutral l'azionario UK** vedendo un doppio colpo per l'economia da epidemia e Brexit. Manteniamo a **underweight l'azionario cinese** ritenendo che non abbia risentito a sufficienza dell'impatto del Coronavirus sul ciclo e sugli utili aziendali. Manteniamo a **underweight** anche **l'azionario Emergenti** che riteniamo maggiormente impattato dal ciclo cinese e meno in grado di combattere efficacemente l'epidemia. Manteniamo a **Neutral l'azionario giapponese**, per il momento, giudicando sufficiente il sottopeso su USA e Eurozone.
- Portiamo a **Neutral l'obbligazionario US**. Il supporto della FED e il quadro macro difficile dovrebbero contenere i rialzi dei rendimenti della curva USA, ma l'ammontare di emissioni destinate a finanziare la spesa fiscale dovrebbe impedire ulteriori cali. Per motivi analoghi manteniamo a **neutral l'obbligazionario governativo core Eurozone**. Portiamo a **Neutral i bond periferici**. Riteniamo che l'ECB continuerà a supportare i corsi, ma ci preoccupa il quadro macro EU e Italiano e l'incombere dei giudizi delle agenzie di Rating. Inoltre, un eventuale nuovo stop ad un veicolo di finanziamento EU che preveda una condivisione del debito potrebbe pesare sul sentiment. Lasciamo a **Neutral l'obbligazionario emergenti** in valuta forte e quello in **valuta locale**. Vi è stato un repricing, ma non riteniamo che sia sufficiente a rendere attraente l'asset class in questa fase.
- Manteniamo **underweight il debito corporate US Investment grade, e quello High Yield**. Il supporto della FED ha prodotto un recupero degli spreads, ma pensiamo che una rinnovata fase di volatilità potrebbe gravare sull'asset class nelle prossime settimane. Il crash dell'oil può infliggere ulteriori danni agli spreads high yield. Riguardo al **credito europeo**, manteniamo a **neutral** quello **investment grade**, ritenendo che possa ottenere supporto dall'aumento del QE ECB, particolarmente vocato ai corporate bonds. Per il medesimo motivo manteniamo a **neutral l'High Yield europeo**.



In sintesi

- Manteniamo a **Neutral i subordinati finanziari europei**. Vediamo valore nei livelli raggiunti dagli spreads, ma non escludiamo ulteriori fasi di volatilità nelle parti a subordinazione più elevata. Vediamo però valore nei **finanziari senior area €**, ragion per cui abbiamo aggiunto la categoria nella scorecard, assegnando una raccomandazione **Overweight**
- Riguardo i cambi, lasciamo a **Neutral l'€/ \$**, con l'idea che il cross resterà intrappolato tra la maggior aggressività della Fed e i fondamentali più scarsi dell'economia europea. Restiamo **Neutral su Yen**, in quanto vediamo compromessa dalla debolezza macro la sua funzione di hedge naturale. Portiamo a **Neutral la Sterlina** ritenendo che i prossimi mesi potrebbero vedere un'attenuazione delle tensioni UK - EU in relazione alla negoziazione delle relazioni dopo la chiusura del periodo di transizione. Manteniamo **overweight il franco svizzero** con l'idea che possa offrire un hedge contro fiammate di risk aversion.
- Riguardo le Commodities, lasciamo a **Overweight le energetiche**, ritenendo che sui livelli attuali siano eccessivamente penalizzate. Un petrolio così debole danneggia troppo i paesi produttori e ci attendiamo un qualche tipo di soluzione a breve, pena un collasso della produzione. Lasciamo a **Neutral le industriali**, ritenendo che la domanda riveniente dallo stimolo fiscale cinese potrebbe bilanciare l'impatto del rallentamento ciclico. Manteniamo a **Neutral quelle agricole** ritenendo che sui livelli attuali siano correttamente valutate, nel breve. Manteniamo a **Overweight i metalli preziosi**, ritenendo che su questi livelli l'oro costituisca a sua volta un hedge efficiente contro esplosioni di volatilità e possa comunque beneficiare dell'atteggiamento accomodante delle Banche Centrali



Giudizi sintetici

Azionario			Obbligazionario governativo		
US	▼	Downgrade	US	■	Downgrade
Area euro	▼	Downgrade	Area euro core	■	
Italia	▼	Downgrade	Italia/Periferia	■	Downgrade
UK	■		UK	■	
Giappone	■		Giappone	▼	
Cina	▼		Emergenti Local Currency	■	
Emergenti	▼		Emergenti Hard Currency	■	
Valute			Inflation linked US	▲	
EUR/USD	■		Inflation linked Area euro	▲	
EUR/GBP	■	Downgrade	Obbligazionario corporate		
EUR/CHF	▼		US investment grade	▼	
USD/JPY	■		US high yield	▼	
Materie prime			Area euro investment grade	■	
Energetiche	▲		Area Euro high yield	■	
Industriali	■		Area euro finanziari Senior	▲	New
Agricole	■		Area euro finanziari Subord.	■	
Metalli preziosi	▲				

▲ = Overweight ■ = Neutral ▼ = Underweight

Questo documento è prodotto a scopo esclusivamente informativo, non costituisce sollecitazione e non rappresenta un'offerta formale all'acquisto o alla sottoscrizione di strumenti finanziari.

Qualsiasi ricerca o analisi utilizzata nella redazione di questo documento è basata su fonti ritenute affidabili ma non vi è garanzia sull'accuratezza e completezza di tali fonti.

Ogni opinione, stima o previsione può essere modificata in qualsiasi momento senza preavviso.

Questo documento non è destinato alla distribuzione a investitori privati e non è diretto a persone fisiche o giuridiche che siano cittadini o residenti o aventi sede in luoghi, regioni, paesi o altre giurisdizioni dove tale distribuzione, pubblicazione, disponibilità o uso siano contrari a leggi o regolamentazioni.

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

Questo documento è prodotto da Anthilia Capital Partners SGR Spa per uso interno e non può essere riprodotto o distribuito, sia parzialmente che integralmente, senza autorizzazione da parte di Anthilia Capital Partners SGR Spa.