

2020

Anthilia  
Capital Partners  
SGR

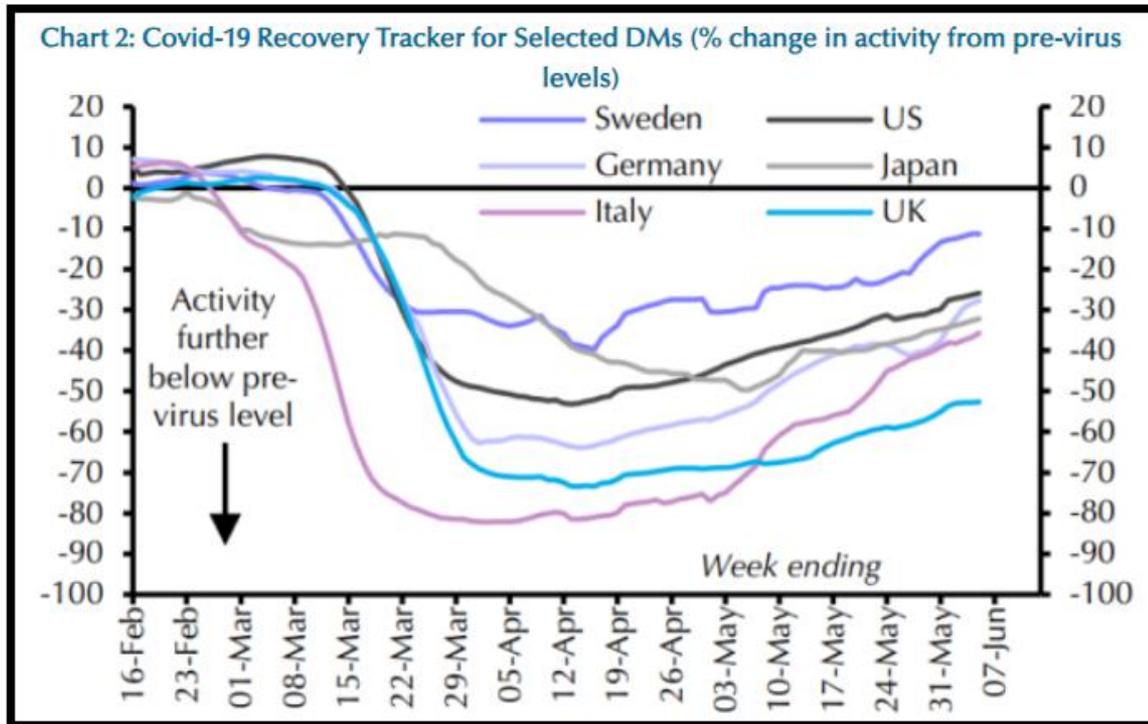
Analisi di scenario  
Giugno 2020



**Anthilia** sgr  
Capital Partners



## Ciclo macro: a che punto è la notte?

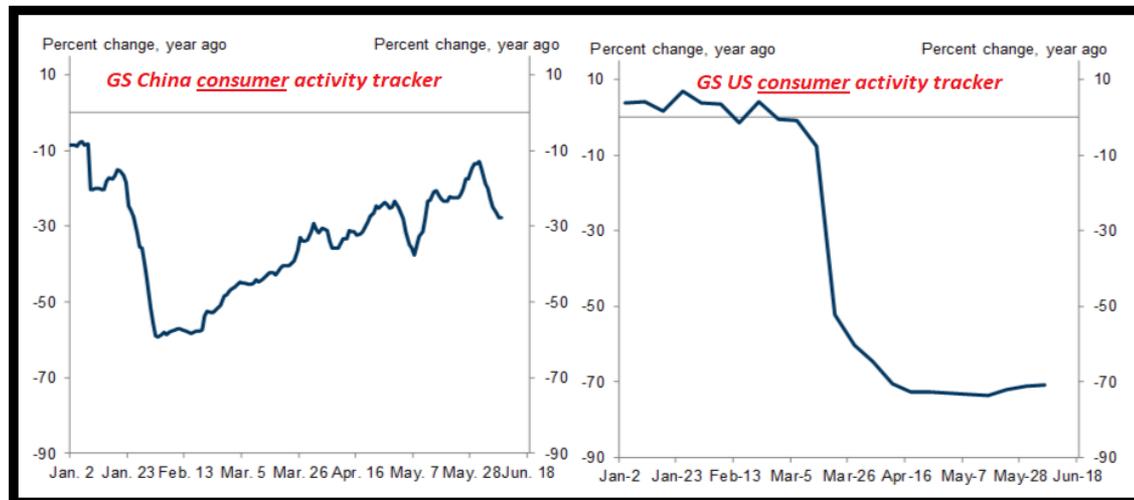
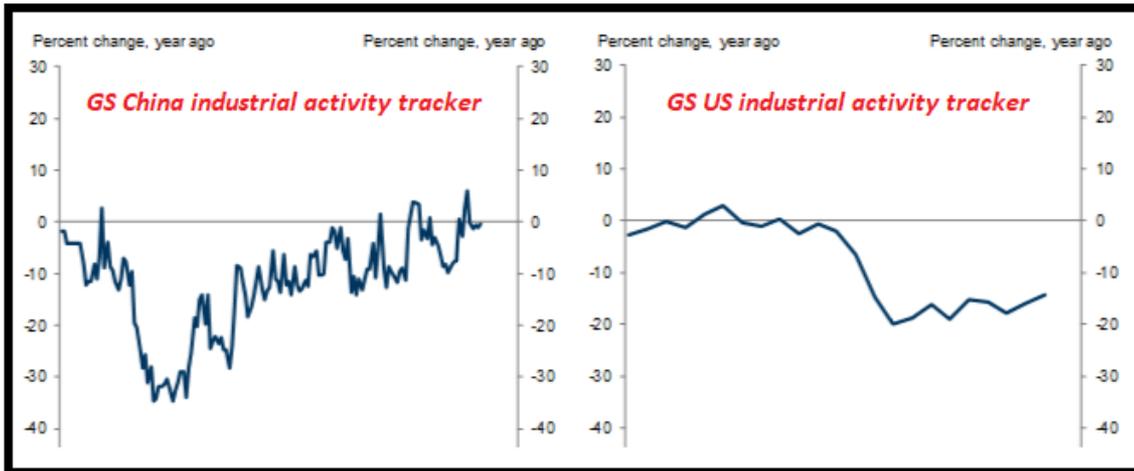


- Uno sguardo ai «high frequency data» di alcuni dei principali paesi mostra che l'attività economica ha fatto un bottom tra la fine del primo trimestre e la prima metà del secondo, e sta dando **segnali di ripresa**
- I paesi che, per scelta o costretti dalle circostanze hanno effettuato lockdown più stringenti hanno avuto cali dell'attività più marcati. E' il caso di Italia, Francia, Spagna e UK.
- Diversamente, quelli che hanno potuto o voluto adottare misure contenitive più moderate, hanno mostrato rallentamenti ciclici più contenuti
- Anche il tipo di economia ha avuto un impatto sull'entità del danno economico. Quelle maggiormente incentrate su Servizi, Turismo, ed alcuni settori (auto, trasporti) hanno sofferto maggiormente.

- Infine, la **rapidità della ripresa** dipende ovviamente da **quantità e qualità dello stimolo fiscale e monetario erogato**
- Peraltro, l'entità e durata del rallentamento non è l'unico parametro con cui valutare la validità della strategia adottata per combattere la crisi Covid 19 da parte dei singoli paesi. Permangono ancora rilevanti interrogativi riguardo:
  1. **La qualità della ripresa**
  2. **Il rischio di ripresa dei contagi**
- Risposte definitive a questi interrogativi sono distanti ancora trimestri, se non anni. Ma si comincia comunque a notare l'emergere di trend.



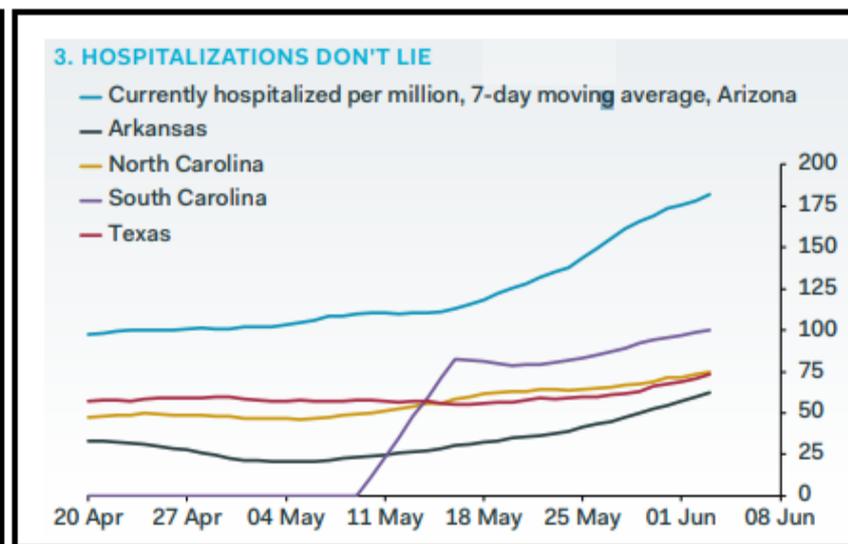
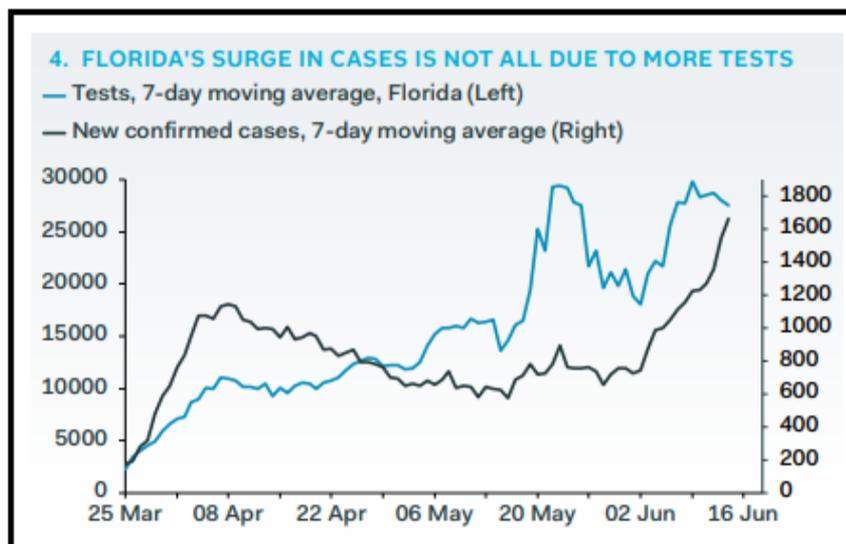
## Il calo della domanda è più lento a rientrare



- Tra le caratteristiche più evidenti della ripresa dell'attività osservata nelle ultime settimane vi è la **differenza di comportamento dei settori offerta e domanda** nei principali paesi
- L'allentamento dei blocchi e in varie aree le ingenti erogazioni dei stimolo fiscale stanno producendo una rapida ripresa della produzione
- Diversamente, i consumi (in particolare di servizi) stanno mostrando, anche nei paesi in cui il lockdown è stato allentato da più tempo, un ritmo di ripresa assai più lento e discontinuo.
- Un prosieguo della divergenza di attività tra i 2 settori può produrre **due distinti effetti negativi** sul ciclo globale:
  1. Un **accumulo di scorte**, in grado di pesare sull'attività dei prossimi trimestri
  2. Un **aumento delle frizioni commerciali**, a causa dell'incremento dei surplus commerciali nei paesi più rapidi a ripristinare il livello di produzione (i.e. Cina)



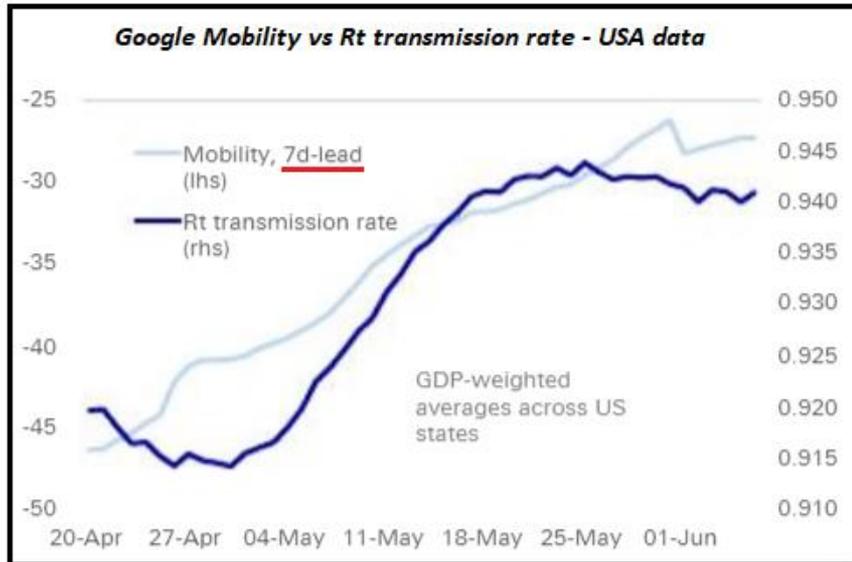
## «Houston, abbiamo un problema»



- Negli USA il quadro sul Covid è meno positivo di quanto indichi il tasso generale di crescita dei nuovi casi (1% circa)
- Al momento **un terzo degli stati USA** mostra un **livello di Rt pari superiore all'1%**. Tra questi vi sono i 3 stati più popolosi. California, Texas e Florida. L'Arizona ha poi un Ro di 1,18 al 15 Giugno
- L'aumento dei test è solo in parte responsabile del trend crescente di nuovi casi:
  1. **In alcuni dei paesi** che mostrano i trend più preoccupanti (Texas, Arizona), **il tasso di positività è dei test è stabile o in crescita**. In altri (Florida) i Test non sono saliti quanto i casi
  2. **Le ospedalizzazioni nei paesi in oggetto stanno generalmente salendo**
- Il tasso nazionale di positività dei test è grossomodo stabile attorno al 5%. Questo numero però nasconde una divergenza tra stati che mostrano un chiaro trend discendente, e altri che mostrano un significativo rialzo.
- L'aspetto positivo, è che **i decessi al momento non stanno mostrando il medesimo trend**. Miglioramento dei trattamenti, decongestionamento delle strutture sanitarie, e migliore protezione delle categorie più vulnerabili sono tra i motivi alla base del fenomeno, che potrebbe continuare a manifestarsi anche in presenza di significativi nuovi focolai

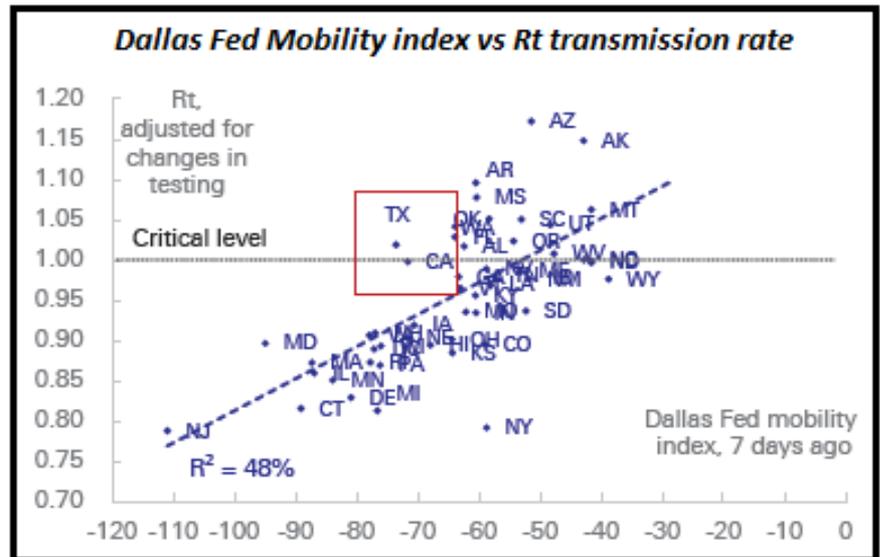


## I costi della riapertura anticipata



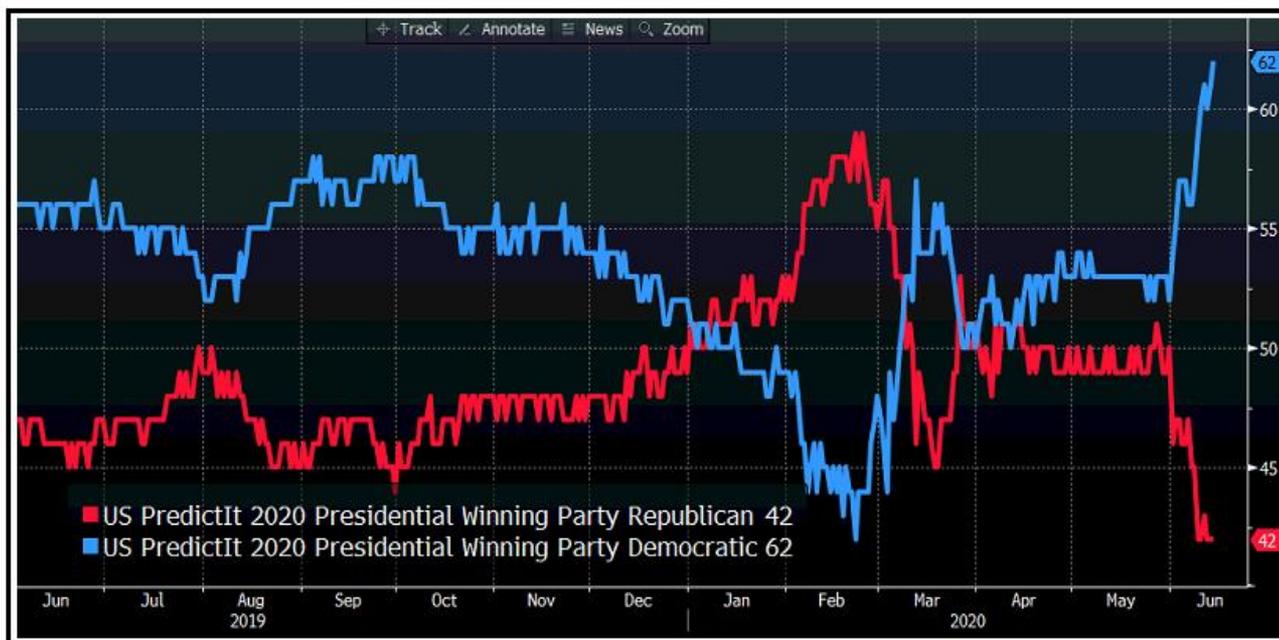
- L'analisi dei numeri sembra indicare che gli **stati più «problematici» sono quelli che mostrano il maggior tasso di apertura dell'economia e la maggior interazione**
- Uno studio di Deutsche Bank mostra una **relazione tra mobilità e Rt con un ritardo di 7 giorni**. Il beta indica uno 0,02 di aumento di Rt per ogni 10% di riapertura in più
- Un problema aggiuntivo è **l'ampia dispersione dei singoli stati attorno alla media**: alcuni stati sono già su livelli di Rt attorno/oltre 1, pur con livelli di apertura e interazione ancora parziali

- Su queste basi si possono evidenziare **2 distinti potenziali sviluppi**:
  1. **Gli effetti sul contagio dell'aumento del tasso di interazione, aggravato dalle manifestazioni e disordini delle ultime settimane potrebbero non essersi ancora manifestati interamente**
  2. Un'ulteriore apertura delle economie rischia di **proiettare i valori di Rt di un buon numero di stati Usa significativamente sopra 1**, livello oltre il quale l'infezione riprende ad accelerare nel paese





### Un dilemma per la Casa Bianca: nuove misure o laissez faire?

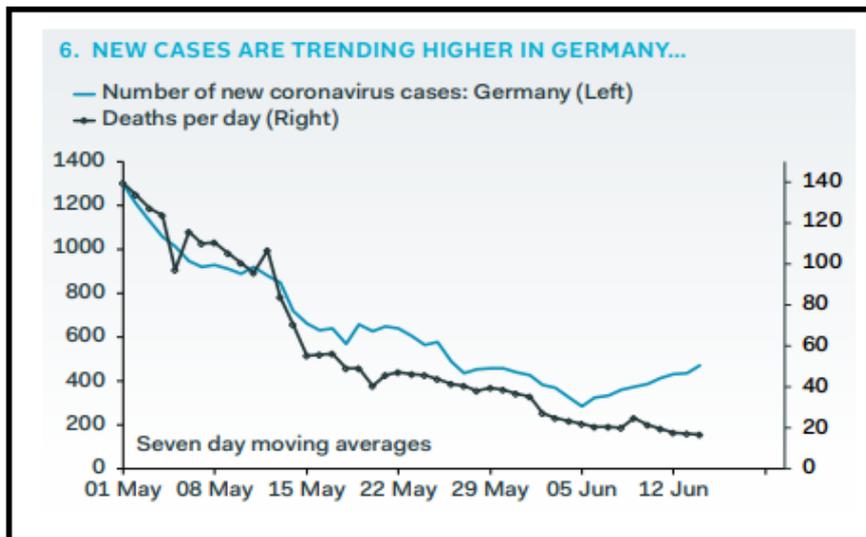


- Il consenso di Trump ha subito un **serio danno** a causa del lockdown, aggravato dalla discutibile gestione della crisi da parte dell' Amministrazione US.
- Conscio che un approccio alle Presidenziali con l'economia ancora in recessione ridurrebbe al lumicino le sue probabilità di rielezione, il Presidente ha cercato in ogni modo di accelerare le riaperture, ottenendo maggiori successi negli stati «rossi» (alcuni dei quali infatti mostrano i trend di contagio più preoccupanti)

- E' probabile che la Casa Bianca continuerà a considerare – entro certi limiti - un aumento dei contagi preferibile ad un nuovo lockdown , che stroncherebbe l'attuale ripresa.
- Ciò detto, i singoli stati (in particolare quelli a consenso democratico) utilizzeranno la propria autonomia per cercare di contenere la ripartenza dell'infezione. In Utah e Oregon ad esempio alcune misure sono state ripristinate nel week end.
- Lo scenario prevalente potrebbe quindi vedere **un'ulteriore continuazione della gestione disuniforme osservata finora negli States, ma con un livello di lockdown assai più blando** di quello imposto ad Aprile.
- Peraltro, una ripartenza dei contagi significativa farà ben poco per rinsaldare la confidence di aziende e consumatori
- Ne consegue che, in assenza di un rientro di queste serie, il recupero dell'attività in USA ne risulterà comunque ostacolato, in una certa misura, a prescindere dall'approccio delle Autorità.

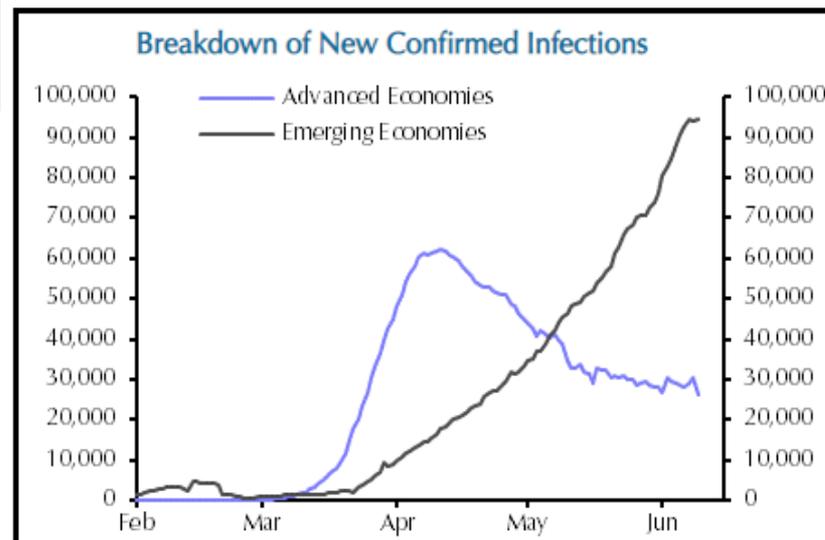


## Il deterioramento del quadro USA, un monito per altri paesi.



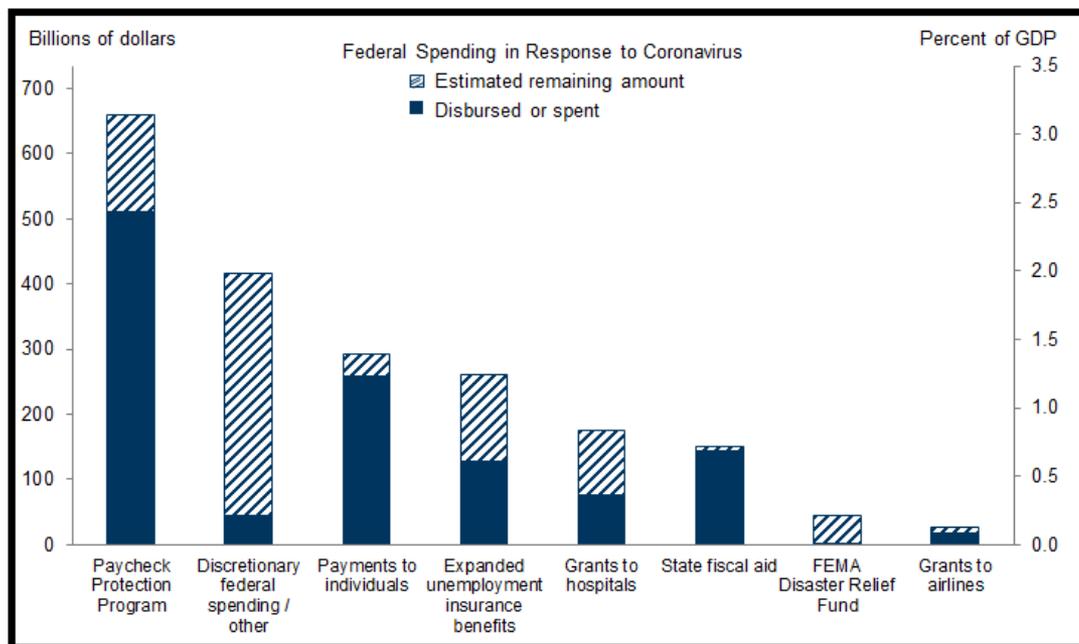
- Anche in **Cina** da qualche giorno si è ripreso a parlare di nuovi focolai, e a Pechino è stato imposto nuovamente lo stato di **allerta II**, anche se i numeri sono trascurabili in relazione alla popolazione totale.
- Negli altri emergenti, il **trend resta preoccupante in India** (che tra l'altro sta riaprendo l'economia) e in **Messico**, mentre si osserva una stabilizzazione in Brasile e una diminuzione in Russia.
- In generale, l'impressione è che nella migliore delle ipotesi **la ripartenza occasionale di focolai** resterà globalmente un **ostacolo per la ripresa economica** nei prossimi mesi, fino all'arrivo di un **vaccino**

- Gli USA non sono l'unico paese a dover gestire un aumento dei casi di Coronavirus. In **Eurozone** in generale il quadro resta **benigno**. Ma in **Germania**, da un paio di settimane **il numero di casi ha preso ad aumentare**. Il caso svedese, con le evidenti difficoltà del Governo nel riportare i casi sui livelli medi europei, conferma la relazione tra l'apertura dell'economia e il Transmission Rate  $R_t$ .
- **La natura random dei focolai non consente di fissare periodo temporale dalle riaperture oltre il quale si può abbassare la guardia**





## Altro supporto in arrivo dal Congresso

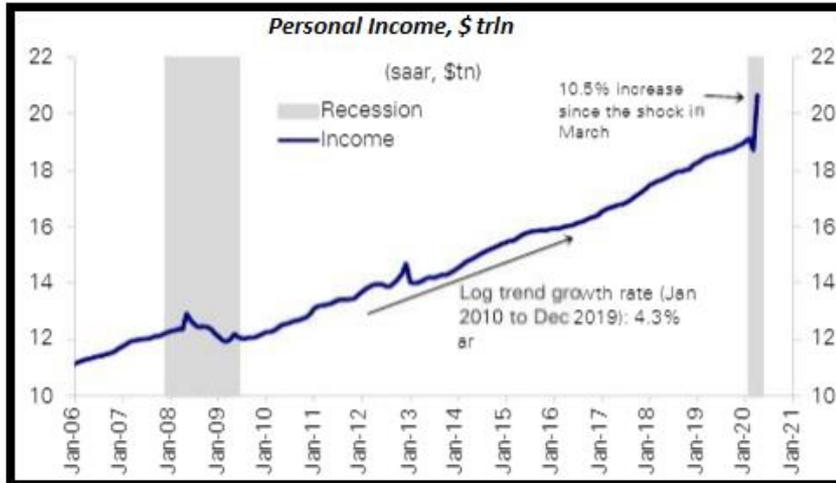
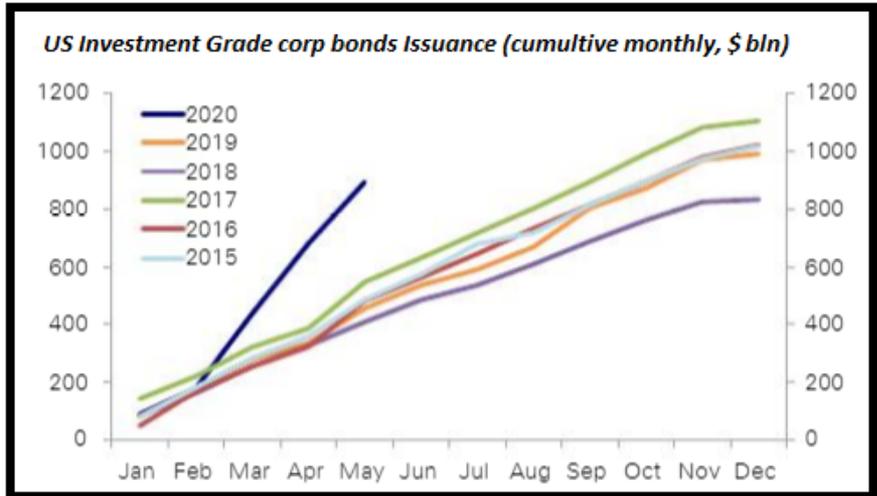
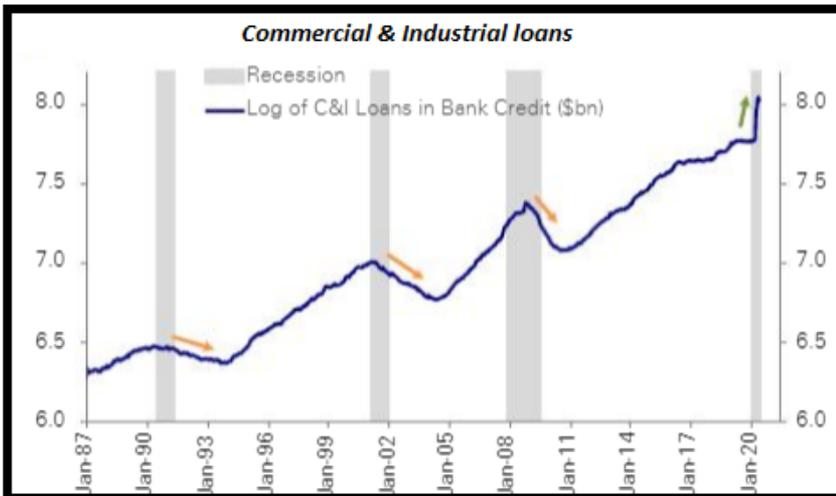


- Alcuni degli schemi fiscali USA vanno a scadere nei prossimi due mesi:
  - Il Pay Protection Program dovrebbe esaurire i pagamenti nelle prossime 4 settimane.
  - L'espansione dei sussidi di disoccupazione approvata a Marzo scade a fine Luglio
  - L'effetto degli assegni mandati ai cittadini ad Aprile e Maggio è in corso di esaurimento
- Gli effetti positivi su occupazione, business e consumer confidence dell'ultimo periodo sono ampiamente dovuti a questi schemi

- L'incombere di queste scadenze aumenterà la pressione sul **Congresso**, perché **approvi un ulteriore piano di stimolo** durante l'estate. L'importo dovrebbe senz'altro superare il trilione di dollari. Parte delle risorse andrà sicuramente a prorogare questi schemi, anche se non è detto che l'invio degli assegni verrà ripetuto.
- E probabile che le misure saranno tarate in modo tale da offrire maggiore supporto ad aziende e settori più colpiti, e che lo schema PPP verrà modificato, per ridurre il disincentivo a tornare al lavoro, attraverso l'apposizione di un cap al livello del precedente stipendio
- Nel programma dovrà trovare posto un significativo **supporto per i budget dei singoli stati**, per evitare che il calo del gettito comporti un ondata di licenziamenti ne settore pubblico. E si ricomincia a parlare di un **piano infrastrutture da 1 trilione di \$**. Allo stato attuale **lo stimolo** in USA equivale a circa **13% del GDP**. Coi prossimi programmi dovremmo superare il **20%** per l'anno in corso.



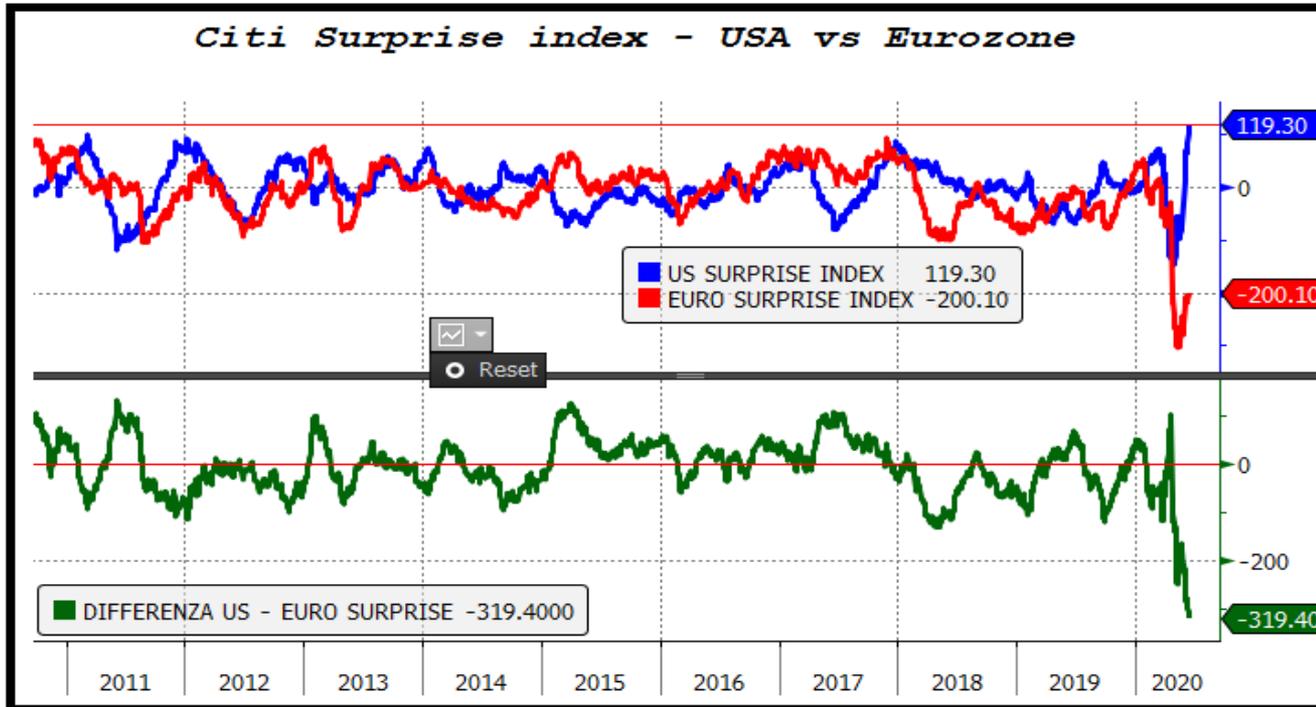
## Una recessione bloccata sul nascere?



- **L'enorme ammontare di stimolo fiscale e monetario erogato ha reso questa recessione unica nel suo genere.** Alcuni esempi:
  - **Il personal income è salito di oltre il 10%** grazie alla dimensione relativa dei sussidi di disoccupazione e agli assegni inviati ai cittadini
  - **Il credito bancario e l'emissione di debito sui mercati sono esplosi**, grazie ai programmi della Fed e alle misure di sostegno alla liquidità
  - **Il picco di crescita della disoccupazione sembra essere stato raggiunto a 2 mesi dall'inizio della recessione**, e i sussidi hanno intrapreso un trend di calo da ormai 8 settimane



### Un estate di sorprese macro.

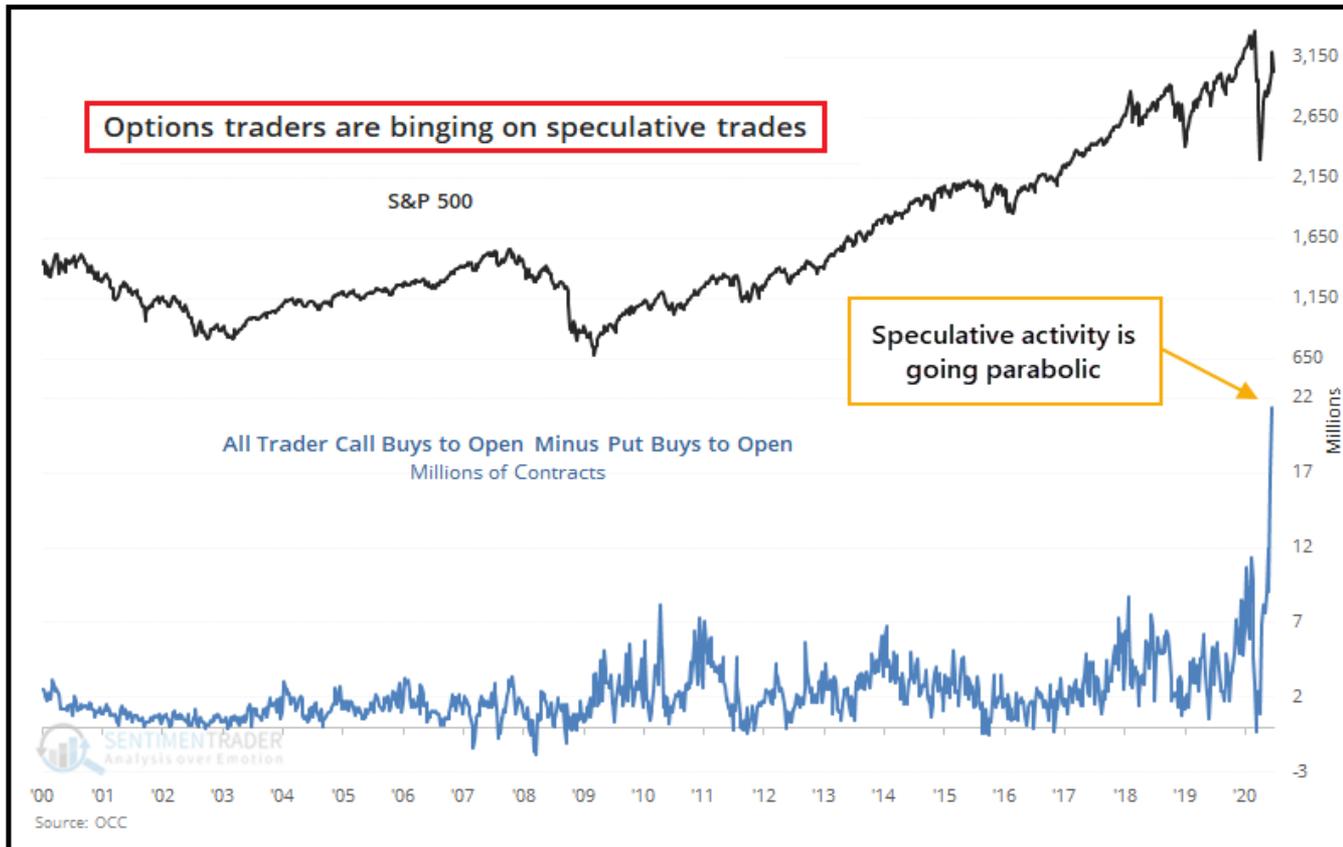


- L'impatto sopra attese dello stimolo sul ciclo USA è ben fotografato dal balzo del Citi Surprise Index USA, che ha superato di 20 punti il record precedente, segnato nel 2011
- E' facile immaginare che il consenso degli analisti si adeguerà rapidamente.
- **Ma il confronto con i dati della primavera potrebbe dar luogo a letture dei dati macro assai brillanti nei mesi estivi.**

- L'approccio meno rapido e deciso, e più frammentario adottato in aggregato dall'Eurozone ha finora prodotto effetti assai meno brillanti. Il Surprise index EU si trova ancora su livelli record di depressione, e il differenziale con quello USA equivale a oltre 2 volte il precedente record
- Peraltro, non si può dire che il livello degli asset europei rispecchi questa divergenza. L'azionario continentale ha recuperato in misura minore rispetto a quello USA, **ma il differenziale sembra pienamente giustificato da stato dell'economia, ammontare di stimolo erogato e composizione degli indici in termini di settori.**



## Cresce l'euforia a Wall Street

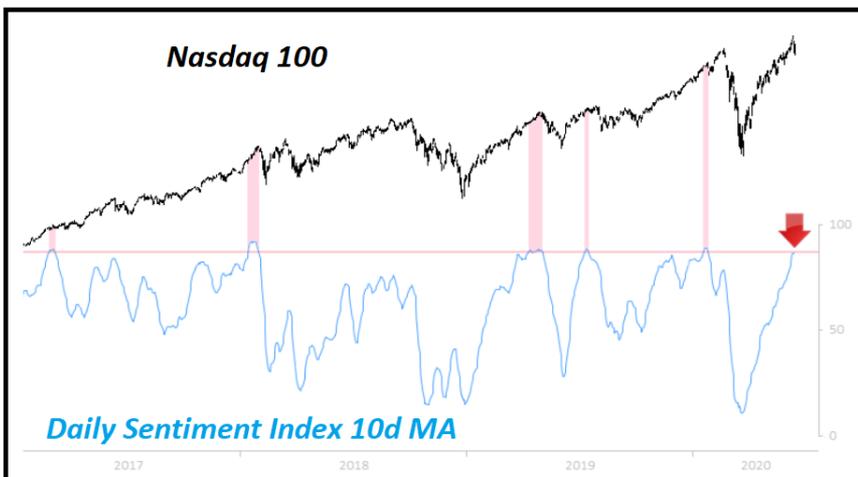
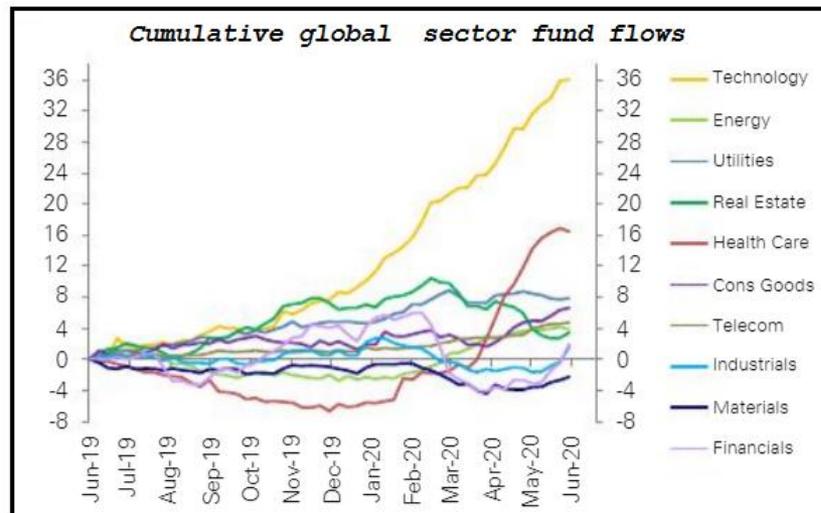


- Tra gli aspetti unici di questa recessione, vi è l'**euforia** che traspare da alcuni indicatori di sentiment
- Se tra gli investitori istituzionali si nota ancora scetticismo e il positioning sta solo ora rientrando da livelli estremamente bassi, **il retail Us e gli operatori in derivati mostrano livelli di positività senza precedenti**, ben superiori a quelli, già elevati di Febbraio.
- Percezione della ripresa, ma soprattutto **dell'aggressività delle politiche fiscali e monetarie** sono i principali fattori dietro questo fenomeno

- Su un **orizzonte temporale breve**, quest'orgia speculativa va ad aumentare la **volatilità del mercato**, alimentando brusche **correzioni**. Ma su un **orizzonte temporale più lungo**, l'impressione è che, con il **pensionamento del moral hazard** da parte delle autorità monetarie e fiscali e l'**aperta ricerca di rialzi azionari** da parte dell'Amministrazione USA, il **rischio di formazione di una bolla speculativa** sia significativamente aumentato



## Nel breve la mania per tech e big caps resta il principale rischio per l'equity



- Le ultime settimane hanno visto un ritorno in voga dei settori ciclici e delle banche, ma la passione degli investitori per il **Nasdaq** e i suoi unicorni ha subito solo una pausa accennata.
- Diversamente dagli altri settori, il **tech** è assai ben rappresentato, oltre che nei portafogli retail, anche in quelli degli investitori istituzionali, nella convinzione che gran parte delle aziende esca indenne, se non avvantaggiata, dall'epidemia
- Il banco di prova per questo trade potrebbe essere costituito dall'**earning season**, in partenza tra un mese. Eventuali delusioni generalizzate potrebbero portare ad un significativo repricing



### In sintesi

- Portiamo a **neutral l'azionario US**. Crediamo che le valutazioni siano elevate, e che permangano seri rischi per il ciclo macro legati al decorso dell'epidemia, e alla qualità della ripresa. Ma riteniamo che il supporto dello stimolo fiscale e monetario manterrà i multipli su livelli elevati, e che eventuali ostacoli alla crescita verranno affrontati con ragioni ancora più generose. Nel breve i dati macro potrebbero continuare a recuperare in maniera significativa. Il livello di surriscaldamento del sentiment sull'azionario lo rende vulnerabile a brusche correzioni, come quella dei giorni scorsi, ma a medio termine è del tipo che può condurre alla formazione di bolle speculative. Manteniamo a **underweight l'azionario europeo** ritenendo che lo scenario sia, in termini di quadro macro che di stimolo fiscale, meno solido di quello osservato in US.
- Manteniamo a **neutral l'azionario UK** vedendo un doppio colpo per l'economia da epidemia e Brexit ma ritenendo che stimolo fiscale e monetario ne limiteranno la underperformance rispetto ai competitors. Manteniamo a **underweight l'azionario cinese** ritenendo che non abbia risentito a sufficienza dell'impatto del Coronavirus sul ciclo e sugli utili aziendali, e che possa soffrire un'accentuazione delle frizioni USA - Cina, con l'avvicinarsi delle Presidenziali USA. 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**, alla luce dell'enorme stimolo fiscale deliberato dal Governo giapponese.
- Portiamo a **underweight 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 mettere sotto pressione la parte lunga della curva. Inoltre riteniamo che le attese di inflazione possano recuperare ulteriormente. Manteniamo a **neutral l'obbligazionario governativo core Eurozone**, che vediamo ancora supportato oltre i propri meriti dal programma di acquisti ECB (che risulta ancora parzialmente informato alla Capital Key), e meno minacciato dallo scenario inflattivo. Manteniamo a **neutral i bond periferici**. Riteniamo che l'ECB continuerà a supportare i corsi, e riteniamo ancora attraente lo spread offerto dalla carta italiana, ma ci preoccupa il quadro macro EU e Italiano. 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**.



### In sintesi

- Portiamo a **neutral il debito corporate US Investment grade e quello High Yield**. Riteniamo vi sia poco valore ai livelli attuali, e vediamo rischi nel positioning elevato tenuto sull'asset class da varie categorie di investitori. Ma crediamo che il supporto del piano di acquisti della FED impedirà significativi allargamenti degli spreads. 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**.
- 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 restiamo **overweight**
- Riguardo i cambi, lasciamo a **neutral l'€/€**. Il quadro macro gioca a favore del biglietto verde, ma l'€ potrebbe avvantaggiarsi di sviluppi positivi sul fronte del Recovery Fund. Inoltre la crescita enorme dei «twin deficits» USA (fiscale e commerciale) può costituire un freno per il Dollaro. Manteniamo a **overweight lo Yen**, ritenendo che possa beneficiare di un eventuali fiammate di volatilità. Portiamo a **underweight la Sterlina** ritenendo che il rischio di un uscita dall'EU senza un accordo commerciale potrebbe crescere nei prossimi mesi, avendo il Governo inglese escluso un estensione 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, Manteniamo **neutral le energetiche**, ritenendo che il consolidamento seguito al rimbalzo di Maggio possa continuare. 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 e del costante aumento della liquidità globale.



## Giudizi sintetici

### Azionario

US	■	Upgrade
Area euro	▼	
Italia	▼	
UK	■	
Giappone	■	
Cina	▼	
Emergenti	▼	

### Valute

EUR/USD	■	
EUR/GBP	▲	Upgrade
EUR/CHF	▼	
USD/JPY	▼	

### Materie prime

Energetiche	■	
Industriali	■	
Agricole	■	
Metalli preziosi	▲	

### Obbligazionario governativo

US	▼	Downgrade
Area euro core	■	
Italia/Periferia	■	
UK	■	
Giappone	▼	
Emergenti Local Currency	■	
Emergenti Hard Currency	■	
Inflation linked US	▲	
Inflation linked Area euro	■	

### Obbligazionario corporate

US investment grade	■	Upgrade
US high yield	■	Upgrade
Area euro investment grade	■	
Area Euro high yield	■	
Area euro finanziari Senior	▲	
Area euro finanziari Subord.	■	

▲ = 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.