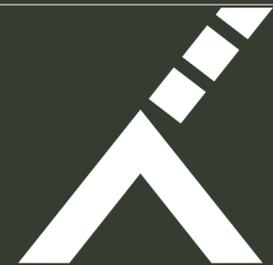


2020

Anthilia  
Capital Partners  
SGR

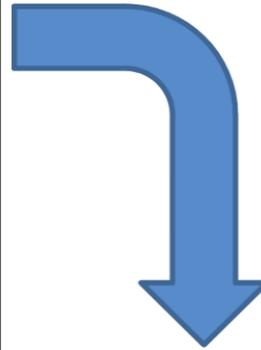
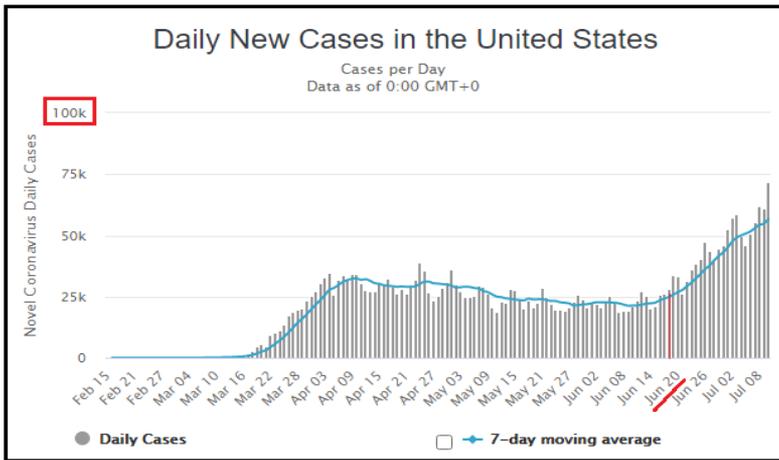
Analisi di scenario  
Luglio 2020



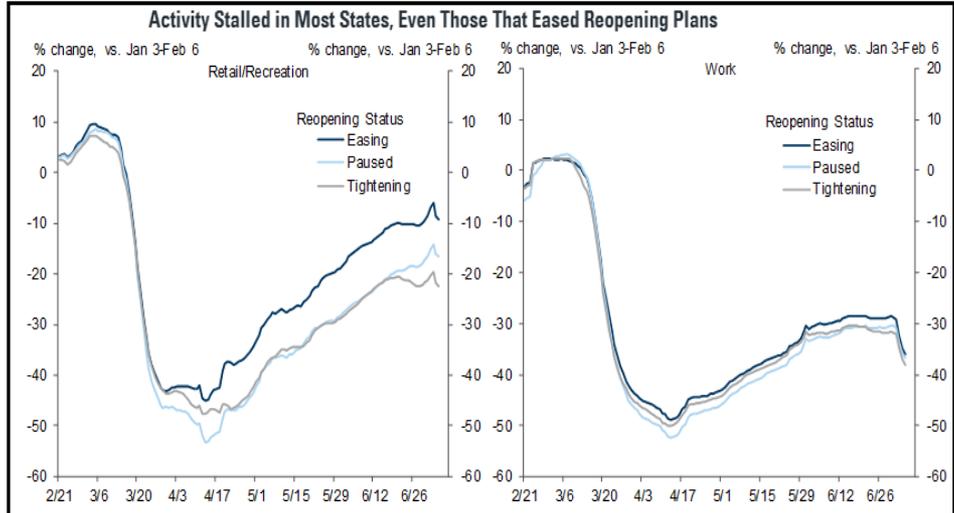
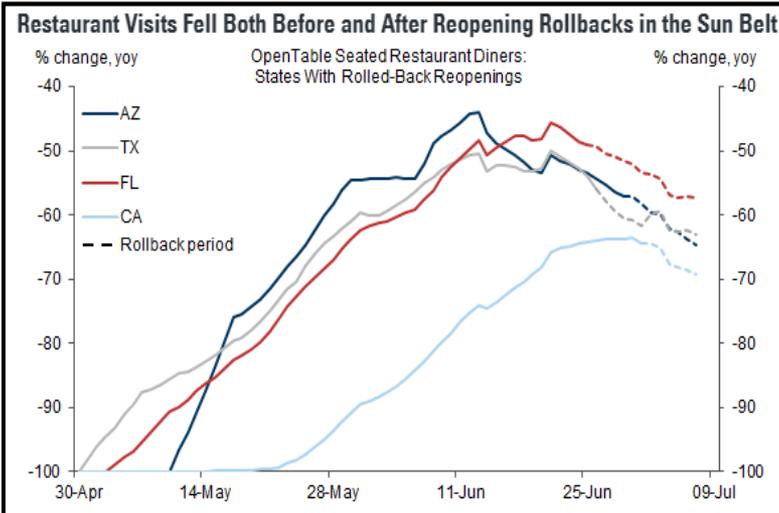
**Anthilia**<sup>sgf</sup>  
Capital Partners



## Ripartenza Covid = Rinvio della normalizzazione?

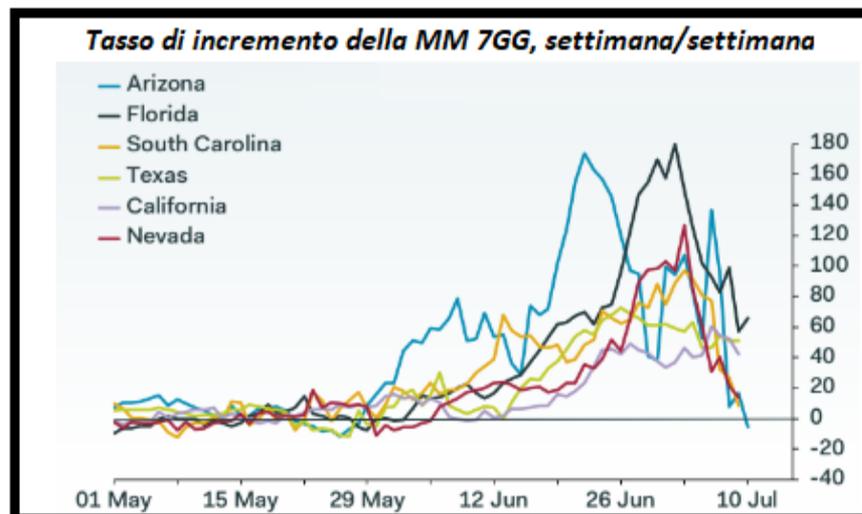
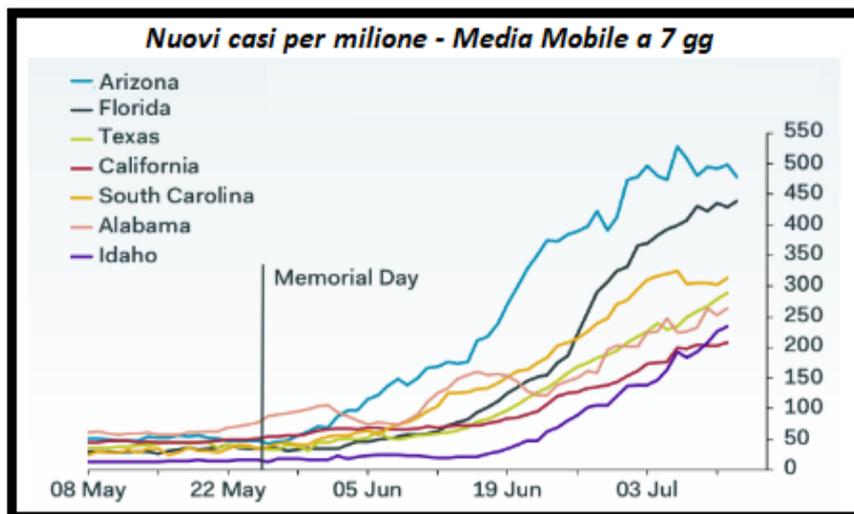


- L'ultimo mese e mezzo ha visto gli USA alle prese con una **ripartenza del contagio** nella parte Sud/Ovest del paese, con numeri di infetti giornalieri più che doppi rispetto ai picchi di Marzo Aprile.
- Ciò ha costretto molti stati a **fermare i processi di riapertura** e ripristinare misure di contenimento che stanno avendo un impatto sull'economia nelle zone più colpite, anche se i dati ufficiali ancora non lo registrano.
- In realtà **negli USA il virus non è mai stato messo definitivamente sotto controllo**





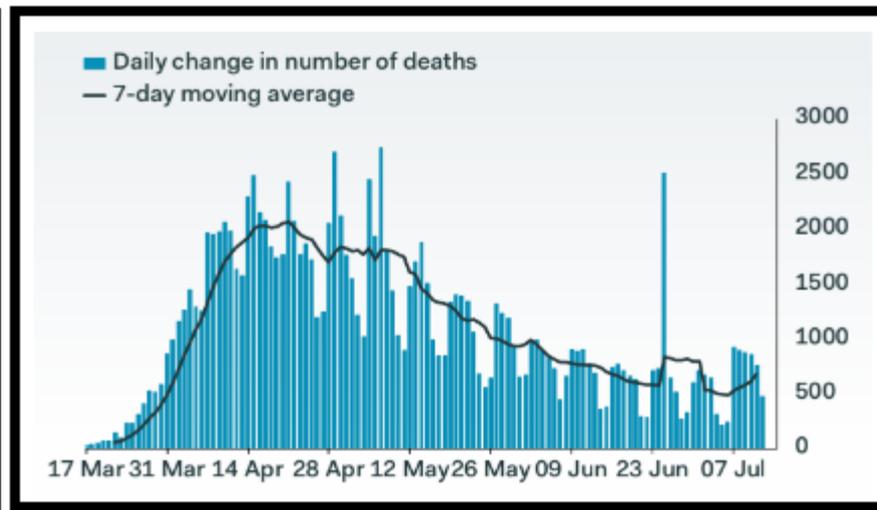
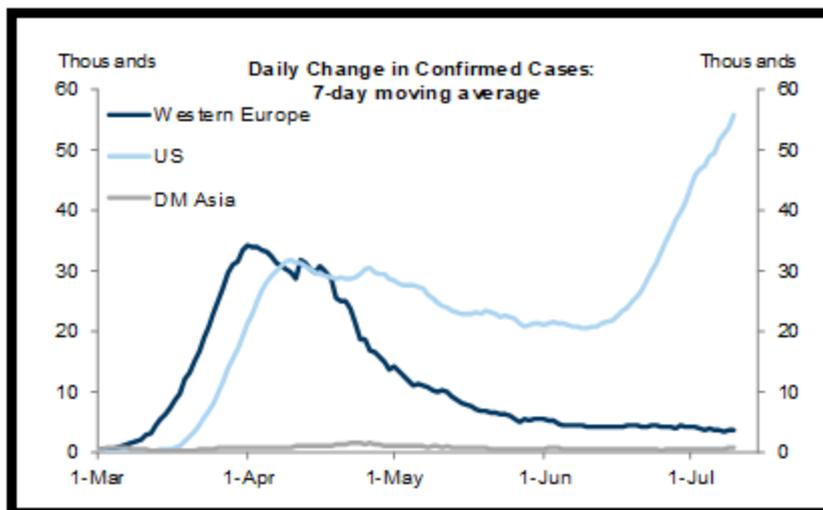
Qualche segnale di miglioramento, ma la strada è lunga.



- Mentre i media sono occupati a sottolineare i record di nuovi infetti e l'aumento delle ospedalizzazioni e dei morti, i dati cominciano a mostrare **la tendenza al rallentamento** di questa nuova onda
  1. Le curve dei contagi nei primi stati colpiti cominciano a stabilizzarsi
  2. In molti stati il tasso di incremento settimanale delle medie mobili a 7 giorni decresce da fine giugno, ed in Arizona, il primo stato a ridurre il tasso di interazione (vedi grafico slide pag 2), è diventato negativo.
- Dovessero questi indizi venire confermati, è ipotizzabile che, a livello nazionale **i nuovi casi facciano un picco entro il mese di Luglio**, e ricomincino a scendere gradualmente ad Agosto
- Questo scenario benigno necessita del rispetto delle seguenti **condizioni** :
  1. Che la **situazione al Nord/Est resti sotto controllo** (in alcuni stati protagonisti dell'ondata di Aprile come Illinois E Pennsylvania si nota una nuova modesta accelerazione dei casi)
  2. Che il miglioramento dei dati **non induca le amministrazioni ad un'altra riapertura affrettata**
- Infine, in US come altrove, a minacciare la stabilità può intervenire un effetto di **recrudescenza autunnale**



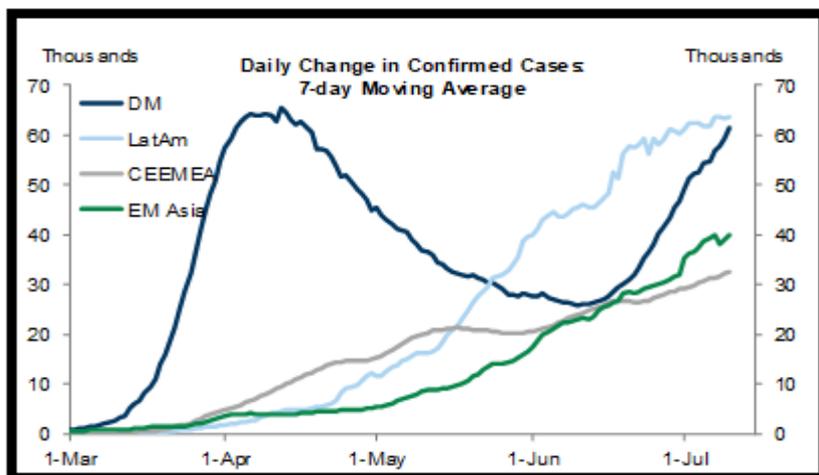
### Un estate difficile per l'economia US



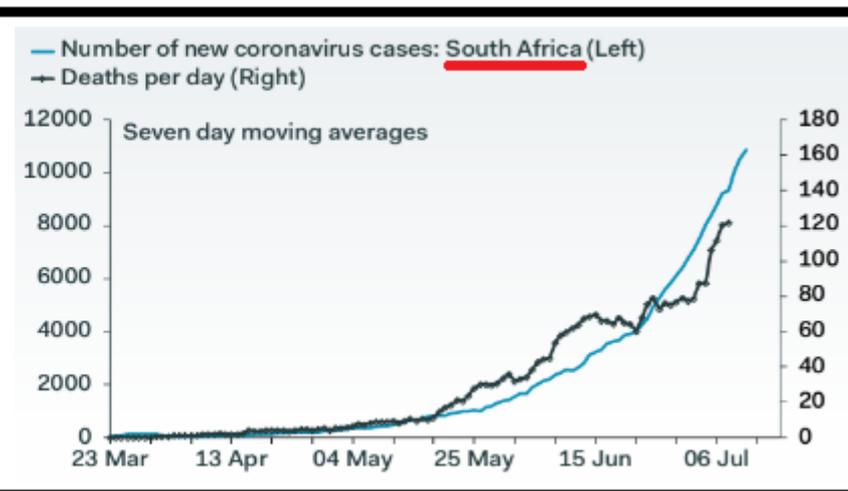
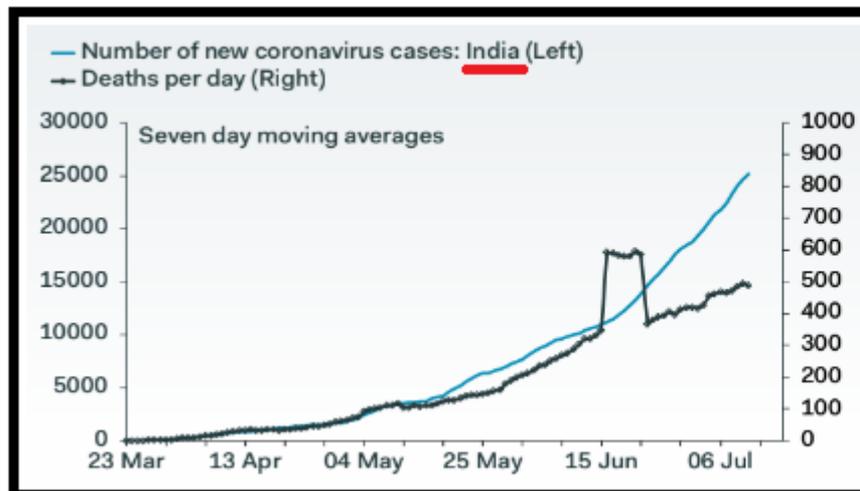
- Con il consueto ritardo che ha caratterizzato la reazione di molti governi, **l'amministrazione USA e i singoli stati stanno correndo ai ripari**, rinviando la riapertura dell'economia e ripristinando misure di contenimento. La California, che non è nemmeno tra gli stati del Sud più colpiti, ha appena stabilito che nei distretti più grandi (Los Angeles e S. Diego) le scuole resteranno chiuse in autunno, un chiaro schiaffo alle aspettative di normalizzazione
- In ogni caso, **la situazione sanitaria in US non sarà coerente con un nuovo allentamento delle misure sanitarie ancora per 6/8 settimane almeno**, e comunque continuerà a pesare sulla psicologia di consumatori e aziende finché non sarà chiaro che l'ondata è in fase di rientro.
- Il confronto con l'esperienza europea dovrebbe costituire un monito per l'Amministrazione US e per i singoli stati sui rischi di una riapertura affrettata: **un secondo fallimento nel mettere sotto controllo il virus sarebbe imperdonabile**, ed avrebbe un costo politico enorme per la Casa Bianca e le amministrazioni locali coinvolte.
- Per questo motivo le strategie di contenimento dovrebbero **pesare sull'economia US in maniera significativa nei prossimi 2 mesi**, i rallentandone la ripresa, coeteris paribus.



## A livello globale il Covid non è sotto controllo

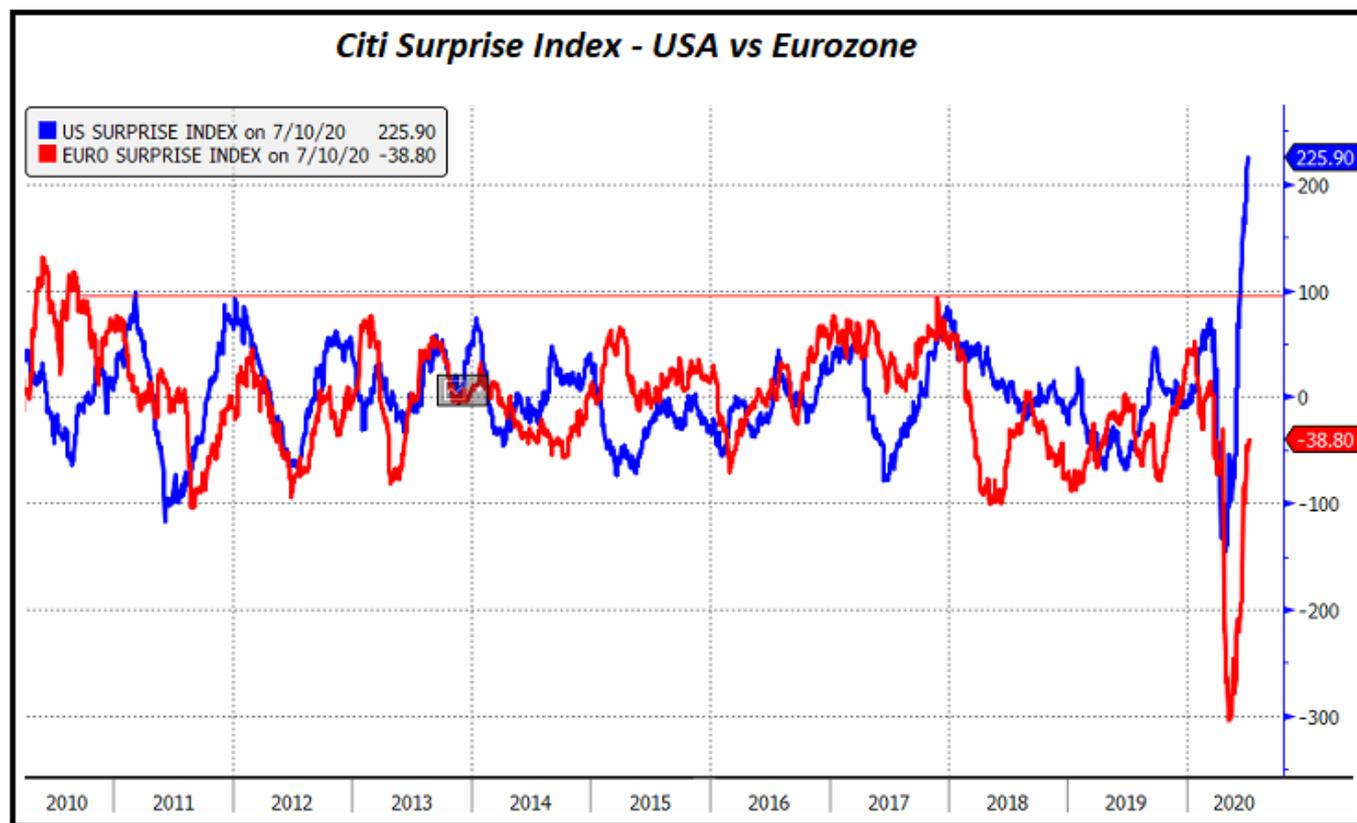


- Situazione USA a parte, **restano altri rilevanti focolai di Covid negli emergenti** (India, Messico, Brasile, Sud Africa per citare i più grossi) e anche le aree più virtuose si trovano occasionalmente a dover gestire focolai (recentemente Giappone, Australia)
- Fino a quando non si renderà disponibile un **vaccino**
  1. in elevati quantitativi
  2. dotato di sufficiente affidabilità da convincere un'elevata percentuale della popolazione a farloil rischio contagio impedirà una totale riapertura delle economie
- Nonostante incessante tambureggiare di headline trionfalistiche, i principali esperti insistono nel **collocare questo traguardo nella prima metà del 2021**





## Momentum macro: il testimone da USA a EU?



- La maggior rapidità nel riaprire l'economia, e l'enorme ammontare di stimolo fiscale e monetario erogati hanno **permesso all'economia USA di performare assai meglio delle attese a Maggio e Giugno**, come si nota dall'esplosione del Citi Surprise index su livelli oltre il doppio del precedente record.
- Viceversa, **l'atteggiamento più cauto dell'Eurozone** (insieme con i noti difetti strutturali dell'economia) ha prodotto **un decorso più deludente**, che solo ora sta mostrando segnali ritorno in linea col consenso

- Quanto detto però sulle prospettive macro US dei prossimi 2 mesi dovrebbe manifestarsi a breve nei numeri macro, **riportando sulla terra aspettative di «V shaped recovery» che si sono recentemente affermate.**
- I dati ad alta frequenza già mostrano un'inversione di tendenza nella seconda metà di Giugno (vedi ancora slide 2)
- In **Eurozone** il ciclo è in ritardo rispetto agli USA, e il buon controllo sull'infezione nei principali paesi dovrebbe permettere **una continuazione del recupero nei dati.**



### Recovery Fund Eurozone: un accordo entro l'estate?

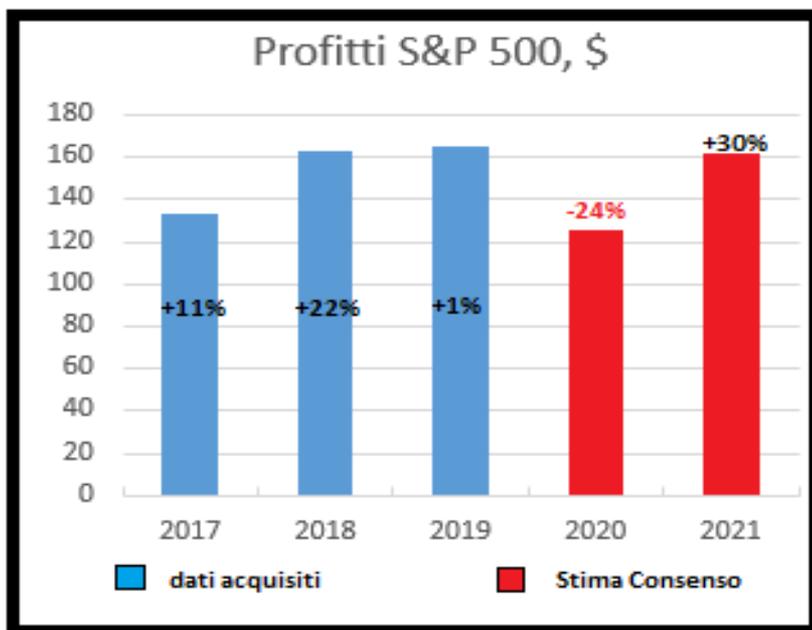


- Il 17/18 Luglio si terrà un European Council Straordinario dedicato alla definizione del **Recovery Fund** europeo. La Merkel ha dichiarato che è necessario raggiungere un accordo di massima **entro inizio Agosto**.
- L'ipotesi al centro delle discussioni prevede un importo di **750 miliardi di €**, di cui 450 di sussidi, 250 bln di prestiti e 50 di garanzie, **da erogare tra il 2021 e il 2024** con il grosso però nei primi 2 anni.
- i « frugal four» (Olanda, Austria, Danimarca, Svezia) insieme alla Germania dovrebbero ottenere uno sconto sul funding, a riflettere il loro miglior merito di credito.
- Al veicolo verrà assegnato gettito fiscale da nuove tasse (su carbone, plastica e digital tax)

- Vari motivi hanno spinto la Germania a gettare il suo peso politico dietro il Recovery Fund:
  1. Ribadire l'irreversibilità dell'€, e contenere le spinte secessioniste nei paesi periferici
  2. Supportare il ciclo europeo ed indirettamente l'economia nazionale che esporta in tutto il continente
  3. Valorizzare il semestre di presidenza EU (portando a casa eventualmente anche un accordo sulla Brexit)
  4. Tacitare l'opposizione interna dimostrando che la politica monetaria è ancillare a quella fiscale
- Con Germania, Francia, e l'intera Europa meridionale a favore del progetto sopra illustrato, è **improbabile che i ribelli del Nord Europa riescano a ottenere più di qualche concessione accessoria**. Da un lato, sabotare il progetto implicherebbe anche per loro **di rinunciare a finanziamenti a basso costo per i loro progetti**. Dall'altro, ostacolare il progetto di Francia e Germania avrebbe per loro un **costo politico assai superiore ai guadagni**
- Per questo motivo l'impressione è che **il progetto andrà in porto conservando grossomodo le caratteristiche sopra illustrate, frutto delle negoziazioni di questo ultimo periodo**.
- Riguardo la tempistica, l'obiettivo del Consiglio del 17/18 è fare significativi progressi in direzione di un accordo quadro, i cui dettagli possono venire fissati in autunno. Un **intesa di massima** potrebbe venire raggiunta il **Luglio**, o, in caso di ulteriori divergenze da appianare, in un successivo summit da tenersi entro 15 giorni.

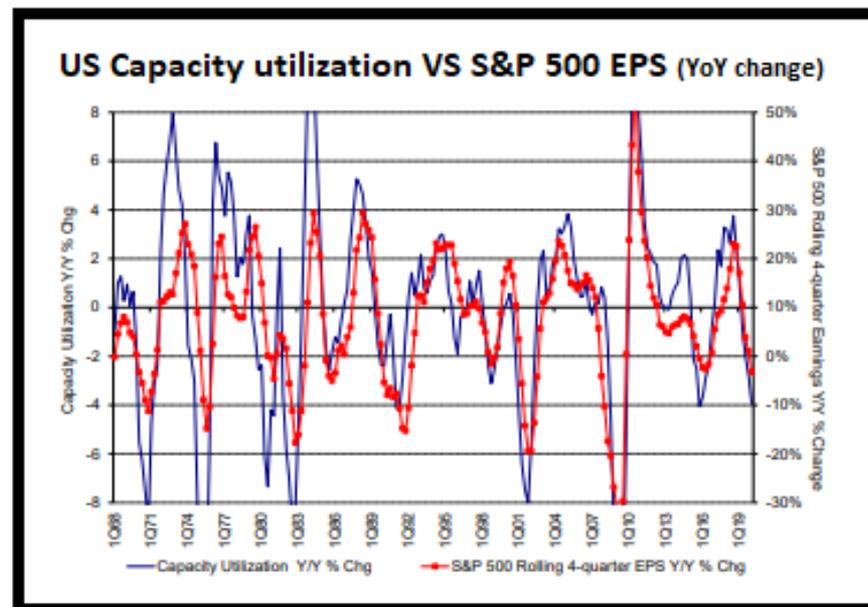


## Quale impatto sui conti aziendali dalla crisi? Il mercato è ottimista



- Si tratta di uno **scenario abbastanza benigno**, in considerazione del fatto che, in particolare per alcuni settori (trasporti aerei, turismo, viaggi, ristorazione, alloggi e indotto) la situazione non si normalizzerà ancora per trimestri
- La struttura dei costi fissi peserà sui margini anche in presenza di finanziamenti a costo zero, incentivi a non licenziare e ampia liquidità disponibile
- E ci sono i «downside risks» da considerare, in primis **una potenziale recrudescenza autunnale**

- Il consenso si attende **un calo degli utili dell'S&P 500 del 24% a 125\$ per il 2020**. Per il secondo trimestre, si stima oltre un 50% di calo. La visibilità è poca, in considerazione del fatto che **oltre un terzo delle aziende ha ritirato la guidance**, e la dispersione tra i settori è enorme.
- In ogni caso, il target di consenso implica **un forte recupero degli utili nel terzo, e nel quarto trimestre** al fine di ridurre il calo accumulatosi nei primi 2.
- **Gli investitori, poi, guardano al 2021**, dove le stime indicano un +30%, che porterebbe i profitti in linea col 2018





### Il rally azionario ha spinto le valutazioni su livelli estremi

#### Current Valuation Metrics **S&P 500**

- **P/E (Trailing 4Q EPS): 23.46x**
- **P/E (2020E EPS): 25.22x**
- **P/E (2021E EPS): 21.01x**
- **Price to Sales: 2.27x vs. avg Price to Sales of 1.31x since 1985**
- **Price to Book: 3.60x vs. avg Price to Book of 2.70x since 1985**
- **Price to EBITDA: 11.39x**
- **Dividend Yield: 1.92%**

- Applicando 20x PE al livello utili di consenso per il 2021 otteniamo per l'S&P 500 alla fine dell'anno prossimo un livello di 3.200 punti.
- In altre parole, usando su uno scenario già benigno in termini di utili, un PE di oltre 3 punti superiore a quello medio degli ultimi 5 anni, otteniamo **un target che non implica praticamente alcun progresso dell'indice nei prossimi 18 mesi.**

- L'azionario USA giunge all'appuntamento su **valutazioni assai elevate**. Anche utilizzando le apparentemente generose stime di consenso, i PE trailing, e quelli basati sulle stime 2020 e 2021 hanno il «2» davanti.
- Tra i vari indici di valutazione spicca la «**market cap to sales**» giunta su livelli che storicamente hanno fatto da barriera ad ulteriori rialzi
- E' vero che l'**ammontare di supporto fiscale e monetario erogato può giustificare, da solo, dei multipli stabilmente più elevati** di quanto implicato dal quadro

#### S&P 500 market Cap as a % of sales



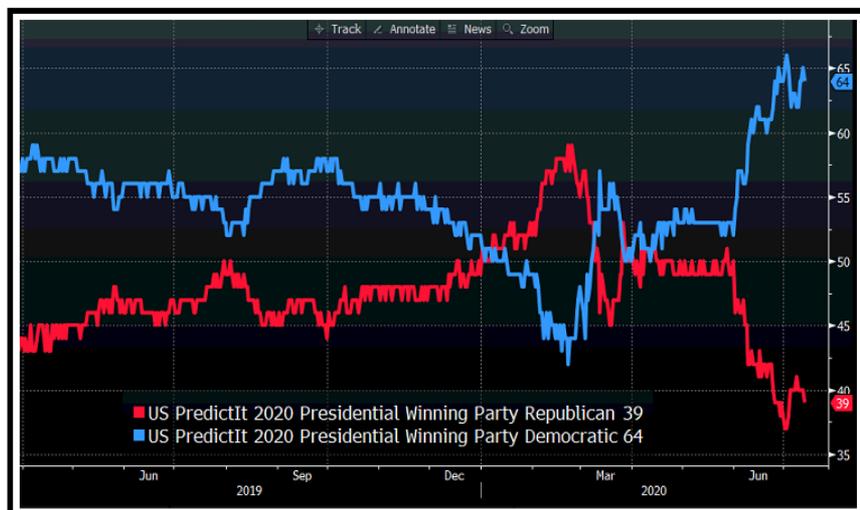


Dopo l'estate, le presidenziali entrano nel radar.

## Presidential election polls & prediction markets: Swing States

Swing States	270 to Win			PredictIt		RealClear Politics		
	Biden	Trump	Other	Democrat	Republican	Biden	Trump	Other
Wisconsin	47%	41%	12%	64 cents	37 cents	46%	43%	11%
Michigan	49%	43%	8%	74 cents	27 cents	50%	43%	7%
Arizona	46%	43%	11%	62 cents	38 cents	47%	43%	10%
Pennsylvania	47%	45%	8%	69 cents	33 cents	48%	45%	7%
North Carolina	46%	45%	9%	55 cents	44 cents	46%	46%	9%
Florida	49%	46%	5%	57 cents	46 cents	48%	45%	7%

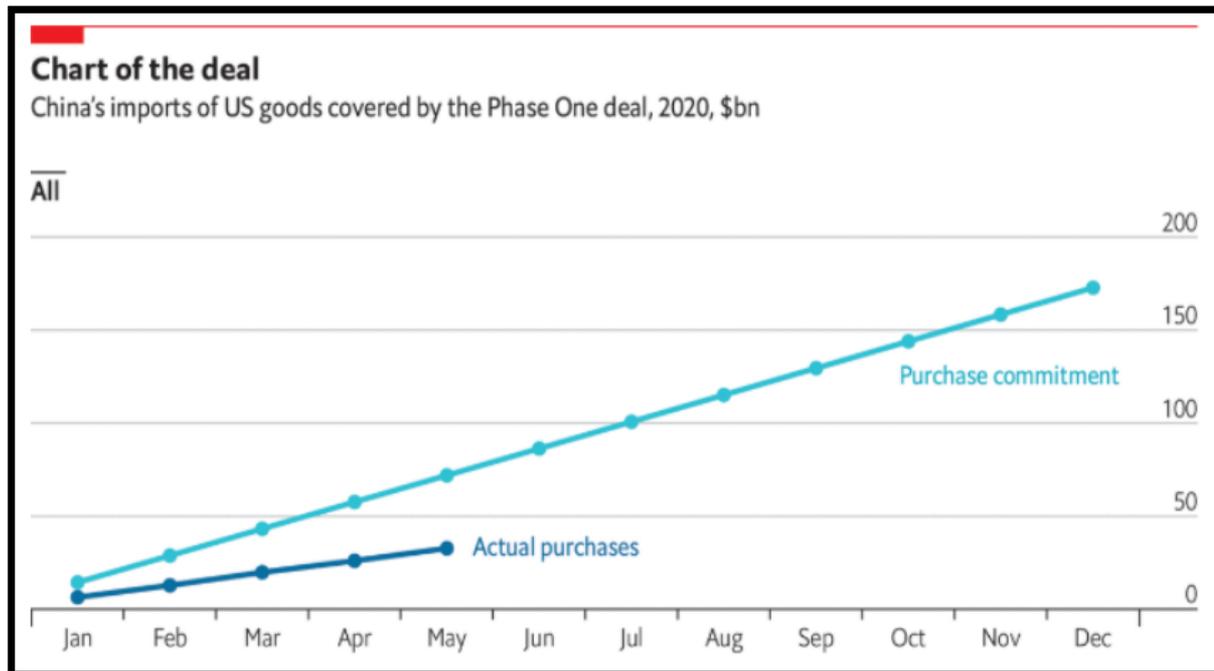
Source: 270toWin.com, PredictIt, RealClear Politics, Citi Research



- Un argomento destinato a guadagnare terreno nel terzo trimestre è quello delle **presidenziali**.
- Al momento Biden sembra favorito nella corsa in base a polls e previsori, anche nei singoli swing states
- Trump già in passato ha smentito i sondaggi. Ma per la sua **causa è fondamentale che il Covid venga contenuto, e l'economia si riprenda nei prossimi mesi**. Nessun presidente uscente è stato confermato in presenza di una recessione, e a **Trump viene imputata una gestione inefficiente del virus**. E evidente, nel grafico a sinistra, il ruolo giocato dall'epidemia, prima e seconda ondata.
- Storicamente, **elezioni dall'esito incerto hanno pesato su Wall Street**, nella seconda metà dell'anno elettorale



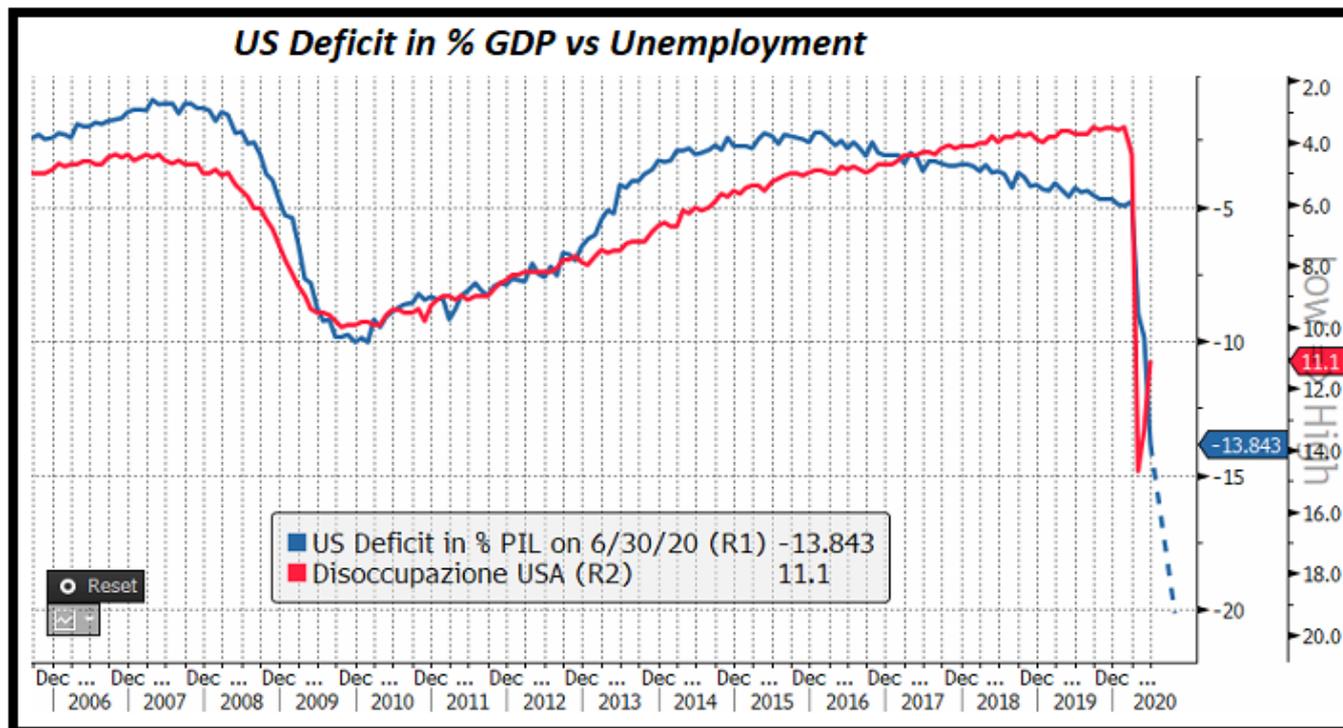
### Per quanto tempo i mercati potranno ignorare la *cold war* con la Cina?



- Un altro tema in grado di favorire volatilità sui mercati sono le crescenti **frizioni tra USA e Cina**.
- Recentemente i terreni di contrasto si sono moltiplicati:
  1. Politiche commerciali
  2. Tecnologia e sicurezza
  3. Violazione dei diritti umani e democrazia
  4. Egemonia politica ed economica
  5. Responsabilità del Coronavirus
- Il bisogno dell'amministrazione di preservare il rally azionario ha indotto Trump a **evitare motivi di screzio nell'ultimo periodo**, tollerando, ad esempio, una evidente sottoperformance rispetto ai target del *deal Phase 1*
- Pechino si è ben resa conto di questa fase di «tolleranza». Non a caso, ha scelto questo periodo **per ridurre l'indipendenza di Hong Kong**, e accentuare le sue rivendicazioni sul Mare Cinese meridionale, contando su una reazione più formale che materiale da parte del mondo occidentale, alle prese con l'epidemia
- Peraltro, è probabile che con l'avvicinarsi delle Presidenziali, **le sanzioni comminate alla Cina cresceranno in sostanza**, in particolare se le conseguenze dell'epidemia costituissero un grosso ostacolo alla rielezione di Trump, e servisse un capro espiatorio, per reagire agli attacchi che presumibilmente Biden condurrà sul tema.
- In generale **il sentiment anti-cinese è in crescita al Congresso e nell'elettorato** e quindi le frizioni geopolitiche sono destinate a dominare la politica dei prossimi anni e gravare sul global trade



## Politica fiscale e monetaria restano il principale motivo di ottimismo



- In US come altrove, l'avvento del coronavirus ha totalmente cancellato ogni remora all'erogazione di stimolo fiscale
- L'ammontare di **spesa fiscale** erogata, in tre fasi, in US, totalizza **quasi tre trilioni di \$**, circa 14% del GDP.
- Entro agosto dovrebbe essere varato un **quarto pacchetto**, il cui ammontare dovrebbe raggiungere almeno **un trilione di \$** (ma potrebbe arrivare a 1.5).

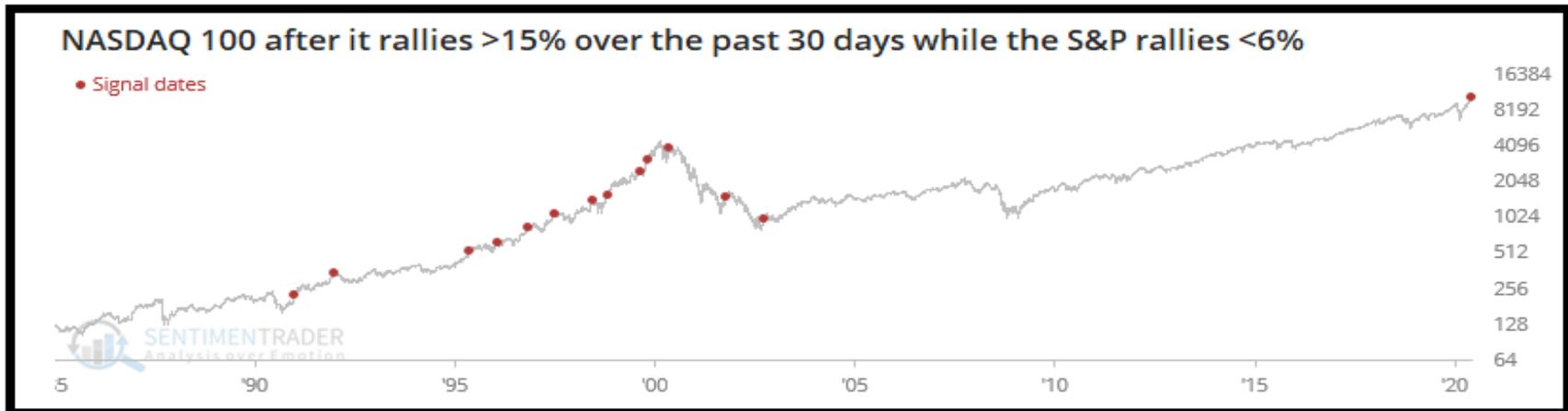
- Nel *Phase 4 Fiscal Stimulus* saranno inclusi fondi per l'estensione dei sussidi alla disoccupazione straordinari, e degli schemi a supporto dell'occupazione nelle aziende, e dovrebbero essere deliberati ulteriori invii di assegni ai cittadini
- Queste erogazioni saranno però più specifiche, con condizioni più stringenti, e volte a raggiungere chi veramente necessita di supporto. Parte dei fondi andrà a rifinanziare i Governi locali, per evitare un'ondata di licenziamenti di dipendenti pubblici
- Peraltro, **questo pacchetto** è in discussione da parecchio e, come tale, **già in gran parte nei prezzi**. Con un deficit che raggiungerà il 20% del GDP ulteriori erogazioni sono possibili, ma non senza un serio indebolimento del quadro macro



Euforia su tech e big caps, rischio nel breve, ma tipica delle bolle.



- Su sentiment e positioning la situazione continua ad essere polarizzata, con un'esposizione **difensiva degli istituzionali** e crescentemente **euforica del retail USA**
- A mettere tutti d'accordo sono sempre il **tech e le big caps**, dove si registra **esposizione e attività record**.
- Nel contesto attuale, l'euforia su questi settori può portare a **correzioni nel breve**. Il backtesting da ritorni prospettici mediocri fino a 3 mesi per S&P 500 e Nasdaq.
- Ma, come mostra la statistica, **una price action simile ha caratterizzato gli anni della bolla tecnologica**. In questo senso la sua ricomparsa costituisce un ulteriore segnale che il **quadro di medio termine** per le quotazioni borsistiche potrebbe essere quello di **una nuova bolla**, questa volta alimentata dal ricorso a politiche fiscali estremamente espansive finanziate dalle banche centrali





### In sintesi

- Portiamo a **underweightl 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. 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 deludere, a causa dell'impatto della seconda ondata di contagi nel Sud. Il livello di surriscaldamento del sentiment sull'azionario lo rende vulnerabile a brusche correzioni, ma a medio termine è del tipo che può condurre alla formazione di bolle speculative. Portiamo a **neutral l'azionario europeo** ritenendo che in questa fase il successo nel contenere il virus e il progressivo rilassamento delle misure contenitive possano ottenere sul ciclo un effetto simile a quello osservato a maggio giugno in US. Il positioning resta assai cauto sull'azionario continentale. Potrebbero intervenire progressi sul fronte Recovery Fund, in grado di rafforzare la fiducia nella resilience dell'Eurozona
- 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. Portiamo a **neutral l'azionario cinese**. I livelli attuali offrono poco valore, e un escalation delle frizioni con l'occidente potrebbe costituire un ulteriore ostacolo. Ma le autorità sembrano determinare a fare del recupero dell'azionario nazionale un pilastro di politica economica, come motore per gli investimenti e attraverso il wealth effect. E' probabile che guideranno al rialzo gli indici, pur cercando di evitare gli eccessi del 2007 e del 2015. Manteniamo a **underweight l'azionario Emergenti**, in quanto molti paesi sono evidentemente in difficoltà nel combattere efficacemente l'epidemia. Manteniamo a **neutral l'azionario giapponese**, alla luce dell'enorme stimolo fiscale deliberato dal Governo giapponese.
- Manteniamo **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.



### In sintesi

- Manteniamo a **neutral i bond periferici**. Riteniamo che l'ECB continuerà a supportare i corsi. Su questi livelli lo spread offre meno valore, ma la carta periferica potrebbe beneficiare di eventuali progressi sul fronte Recovery Fund. Lasciamo a **neutral l'obbligazionario emergenti** in valuta forte e quello in **valuta locale**.
- lasciamo 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'€/€**. La divisa unica 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, che però ottiene supporto dalle fasi di volatilità. 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 quelle energetiche, quelle industriali, e quelle agricole** ritenendole correttamente valutate sui livelli attuali. 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		Obbligazionario governativo	
US	▼ Downgrade	US	▼
Area euro	■ upgrade	Area euro core	■
Italia	■ upgrade	Italia/Periferia	■
UK	■	UK	■
Giappone	■	Giappone	▼
Cina	▼	Emergenti Local Currency	■
Emergenti	▼	Emergenti Hard Currency	■
Valute		Inflation linked US	▲
EUR/USD	■	Inflation linked Area euro	■
EUR/GBP	▲	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	▲
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.