



2020

Anthilia
Capital Partners
SGR

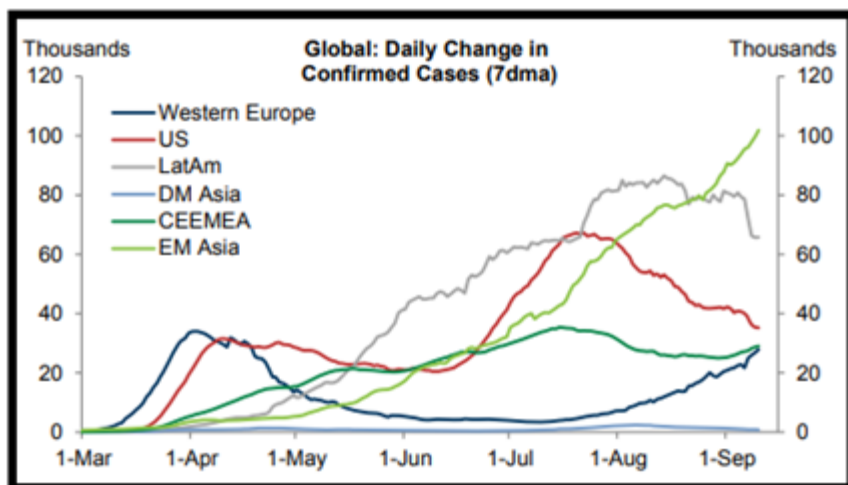
Analisi di scenario
Settembre 2020



Anthilia^{sgr}
Capital Partners

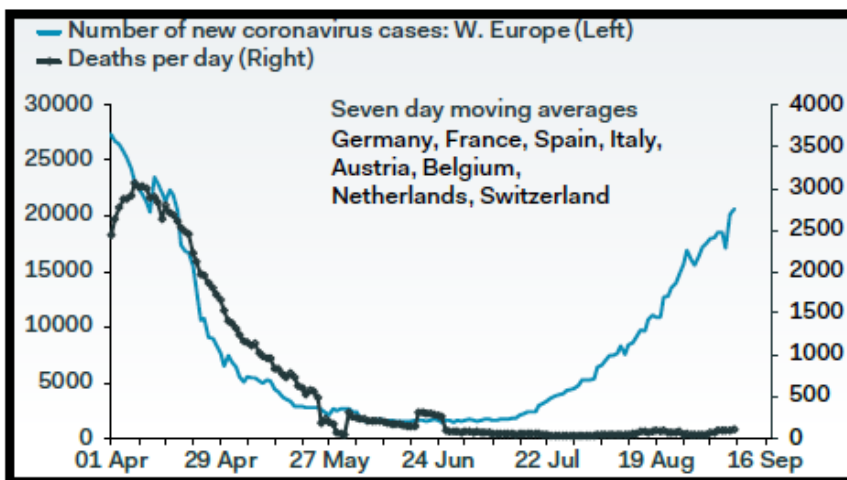


Coronavirus: con noi a lungo?



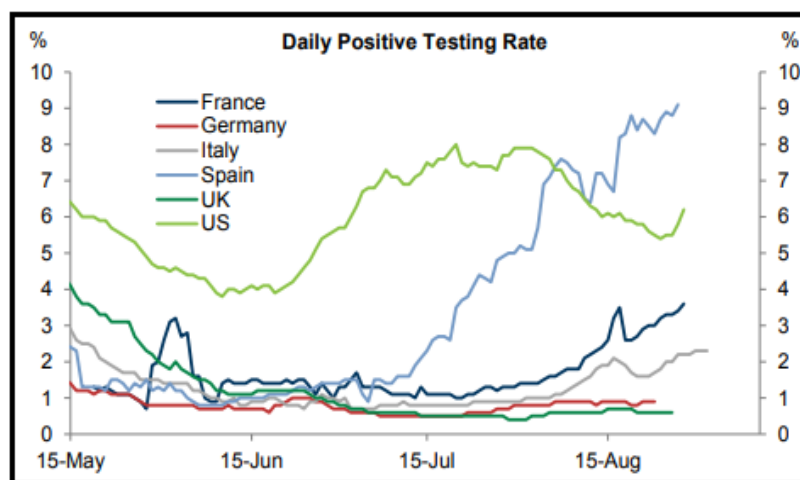
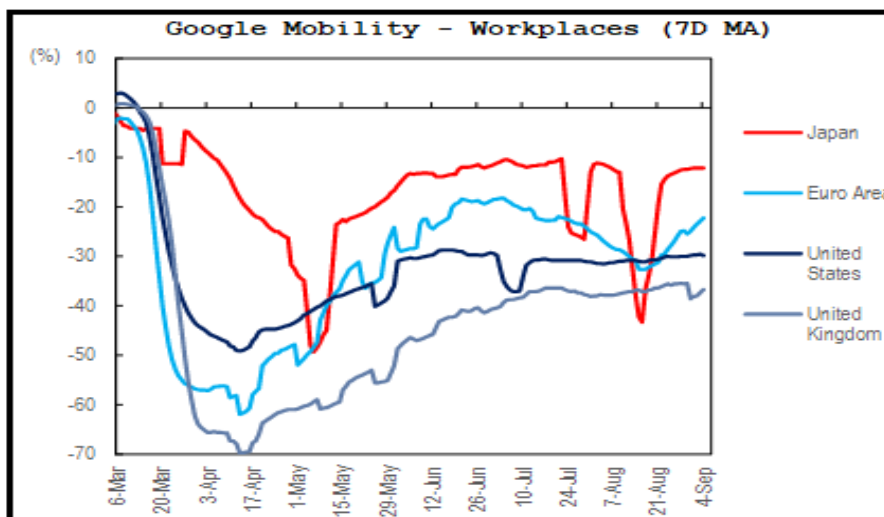
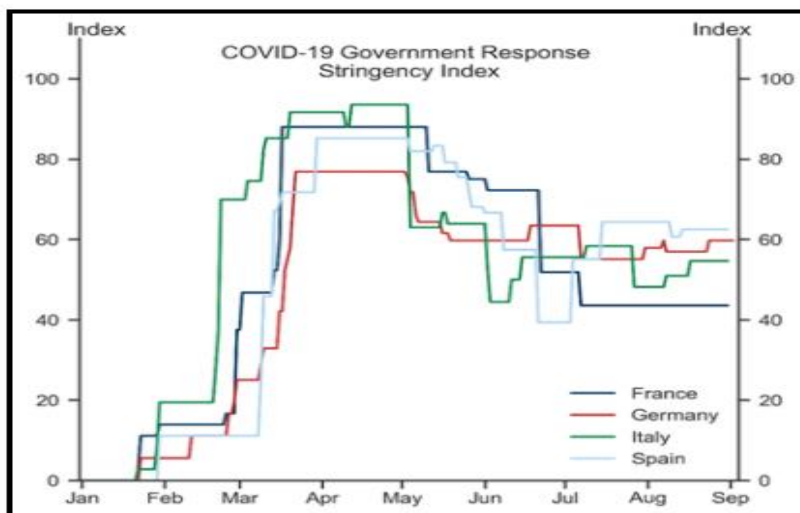
- **Ospedalizzazioni e mortalità** di queste seconde ondate si sono rivelate **assai più ridotte** rispetto a Marzo - Aprile:
 1. La migliore protezione dei soggetti più vulnerabili ha causato un brusco calo dell'età media dei contagiati, con impatto sulla prognosi
 2. Si è quindi evitata una saturazione delle strutture sanitarie, e relativo impatto sui tempi di ricovero
 3. I trattamenti della sintomatologia sono migliorati, e la carica virale del Covid è apparentemente calata
- Questa modifica del quadro rende **improbabile un ritorno al lockdown totale** sperimentato in primavera. Ma i focolai continueranno a richiedere una **gestione mediante misure restrittive e l'adozione continuata di norme di social distancing**, fino all'approdo a un vaccino efficace

- **L'epidemia di Coronavirus prosegue a livello globale:**
 1. Negli **USA** dopo il picco di Luglio, il numero di nuovi casi ha continuato a scendere, sia pure a ritmo irregolare
 2. In **Europa**, per contro, i casi stanno accelerando ovunque, in particolare in Francia, Spagna e U.K, anche se il totale è ancora su livelli non troppo elevati
 3. Negli **emergenti** la situazione è in miglioramento se si escludono l'India e l'Est europeo
- L'aumento dei test ha un ruolo rilevante nella ripresa del contagio dei paesi industrializzati, **ma non lo spiega interamente**, come mostra ovunque la crescita della % di infetti sui test svolti.





Un trade off tra livello di social distancing e nuovi casi



- Uno sguardo alle statistiche dei paesi industrializzati mostra chiaramente **la relazione tra livello di interazione e numero contagi**. L'allentamento delle misure restrittive produce un rimbalzo dell'attività economica, che porta in dote un aumento dei casi
- La ripartenza mette in allarme le autorità, che ripristinano le norme di social distancing, e la popolazione, che torna a comportamenti responsabili
- Il risultato è che **una totale normalizzazione dell'attività è impossibile**. L'economia convivrà a lungo con un **output gap** di dimensioni considerevoli
- Esiste inoltre l'incognita dell'avvento, nell'emisfero Nord, della **stagione fredda**, col potenziale impatto su influenze e malattie respiratorie



Per una normalizzazione serve che il vaccino sia *efficace e largamente adottato*



- Nell'ultimo periodo il newsflow sul fronte vaccini si è fatto tambureggiante, con diversi governi a indicare l'autunno del 2020 come data di inizio di somministrazione di alcuni preparati.
- Questi annunci sono stati accolti con **generale scetticismo** da un buon numero di esperti, alcuni dei quali a capo delle agenzie competenti (i.e. Fauci head of NIAD).
- Effettivamente, almeno 8 candidati stanno affrontando la fase 3 dei test, con la **prospettiva di distribuire dosi entro fine anno** (vedi slide successiva).
- Peraltro, **la questione va oltre la possibilità o meno di avere un vaccino approvato entro i prossimi 4 mesi. La normalizzazione economica passa attraverso 3 distinti aspetti:**

1. **Efficacia.** Normalmente, per l'approvazione si richiede un'efficacia dell'80%, ma in questo caso, per fare prima **gli standard sono stati rilassati** (la FDA si accontenta di un 50%). Considerando che l'efficacia della copertura tende a diminuire proprio nei soggetti più vulnerabili, **l'eventuale impatto, in termini di immunizzazione, di un prodotto realizzato con standard inferiori potrebbe rivelarsi subottimale**
2. **Disponibilità.** I tempi di impatto di un vaccino sono strettamente legati alla possibilità di ottenere rapidamente **un elevato numero di dosi**, una questione dipendente dal numero di prodotti che verrà approvato (impossibile che una sola azienda produca miliardi di dosi). Sussistono poi le questioni connesse di velocità distribuzione e costi. Le principali stime parlano di 20-50\$ a dose, un costo che rende **l'immunizzazione della popolazione fuori portata per alcuni paesi.**
3. **Accettazione.** Il pubblico potrebbe fare resistenza ad una somministrazione di vaccini, in particolare alla luce della **dubbia efficacia, il rischio di effetti collaterali, dubbi sulla durata della protezione**, a fronte di una sindrome la cui pericolosità è percepita in calo.

Ne consegue che l'approvazione di uno o più vaccini può portare ad una gamma di risultati assai più vasta dell'effetto digitale apparentemente atteso dai mercati. Il capo del NIAD Fauci ha dichiarato di attendersi un ritorno alla normalità verso la fine del 2021

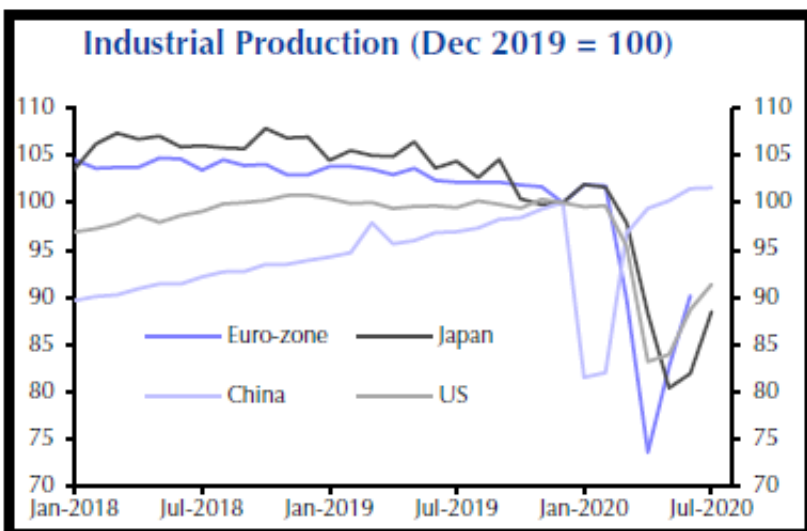


Vaccino: i candidati più promettenti

Developers	Clinical Stage	Economy	Apr-20	May-20	Jun-20	Jul-20	Aug-20	Sep-20	Oct-20	Nov-20	Dec-20	Jan-21
University of Oxford/AstraZeneca	Phase 3	UK	P1/2 began		P3 began						P3 would be completed by the end of Nov or early Dec (LiveMint, August 13); Director of the Oxford Vaccine Group said that they could have clinical data before regulators this year (Reuters, August 25); The estimated primary completion date of the US-based P3 study is <u>December 2</u> ; 300-400 million doses could be produced by the end 2020 (Hindustan Times, July 24)	
BioNTech/Fosun Pharma/Pfizer	Phase 3	DE/CN/US		P1/2 began		P3 began					The companies will seek regulatory review as early as October. They are planning to <u>supply up to 100 million doses by the end of 2020</u> (Pfizer, August 20).	
Moderna/NIAID	Phase 3	US			P2 began	P3 began						
Sinovac	Phase 3	CN	P1/2 began			P3 began	Chinese govt's approval				Sinovac has begun manufacturing and will provide vaccines to Indonesia in Nov-Mar (Nikkei, August 28)	
Wuhan Institute of Biological Products/Sinopharm	Phase 3	CN	P1/2 began		Chinese govt's approval	P3 began					Could be ready for public use by the end of 2020 (Reuters, July 23)	
Beijing Institute of Biological Products/Sinopharm	Phase 3	CN	P1/2 began			P3 began						
CanSino Biological/Beijing Institute of Biotech	Phase 3	CN	P2 began		Chinese military's approval		P3 began					
Gamaleya Research Institute	Phase 3	RU			P1 began		P3 began	Russian govt's approval			To produce 5mn doses a month by Dec-Jan (Reuters, Aug 15)	
Janssen Pharmaceutica/Johnson & Johnson	Phase 3	US/BE				P1/2 began		P3 began			Likely available in early 2021	
Anhui Zhifei Longcom Biopharmaceutical/ Institute of Microbiology, Chinese Academy of Sciences	Phase 2	CN			P1 began	P2 began						
Curevac	Phase 2	DE			P1 began		P2 began			P2b/3 to begin in Q4	To produce 100mn dose by the end of 2020 (Xinhua, Sep 4)	
A.U.S. Developer	Phase 2	US		P1/2 began			P2 began		P3 to begin in this fall		Likely to file for approval in Dec (Reuters, August 27)	
Institute of Medical Biology, Chinese/ Academy of	Phase 1/2	CN		P1 began	P2 began							

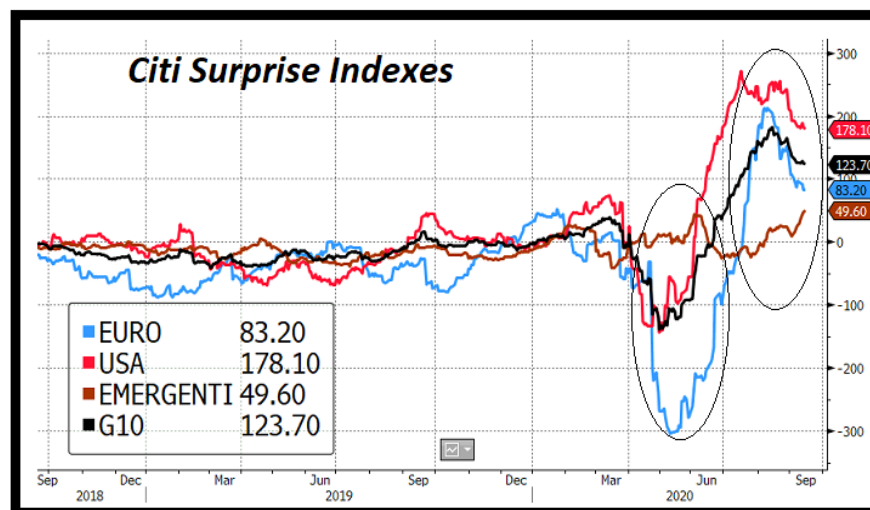


Economia globale: il grosso del rimbalzo è alle spalle



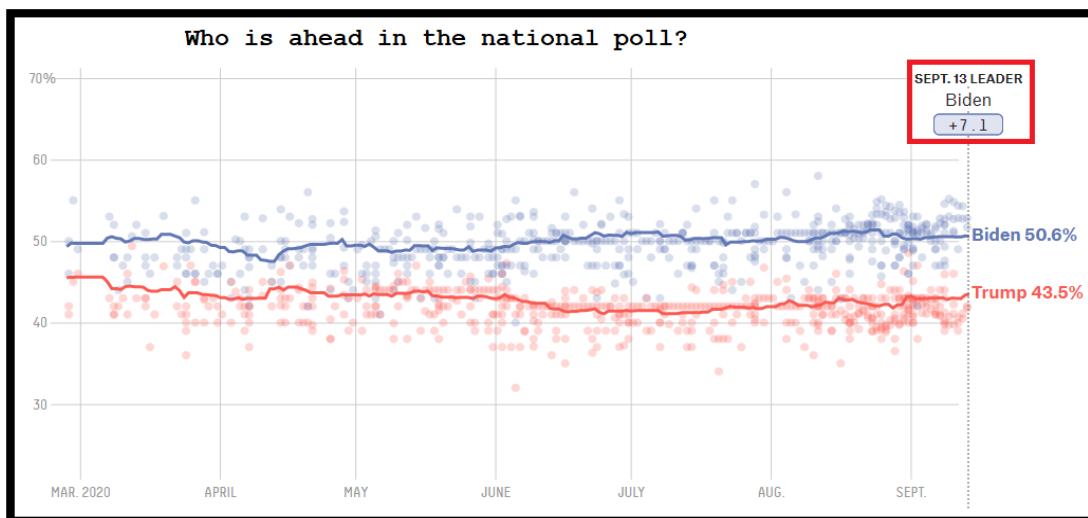
- I dati macro di Luglio hanno mostrato una **diminuzione dell'intensità di recupero**, e gli indicatori ad alta frequenza iniziano a mostrare un calo di forza dei consumi
- I **surprise index** già cominciano a mostrare un **indebolimento**, a dimostrazione che il consenso si è assuefatto a numeri buoni, e che alcune serie stanno iniziando a deludere, nei paesi industrializzati
- In generale, dai dati **sembra che la fase di «V shaped recovery volga al termine** per lasciare il passo ad una fase più lenta, come osservato in Cina.

- l'allentamento dei lockdown a livello globale ha prodotto un **robusto rimbalzo della crescita nel terzo trimestre dell'anno**.
- Parte di questo rimbalzo costituisce un **payback dell'attività persa durante i mesi invernali**, il cui contributo dovrebbe ridursi nei mesi a venire
- Peraltro, ad eccezione della Cina, **ovunque l'attività economica è ancora significativamente sotto i livelli pre-Covid**.
- La citata necessità di tenere sotto controllo la crescita dei contagi renderà **lenti i progressi** nei prossimi mesi, anche se dovesse comparire un vaccino.



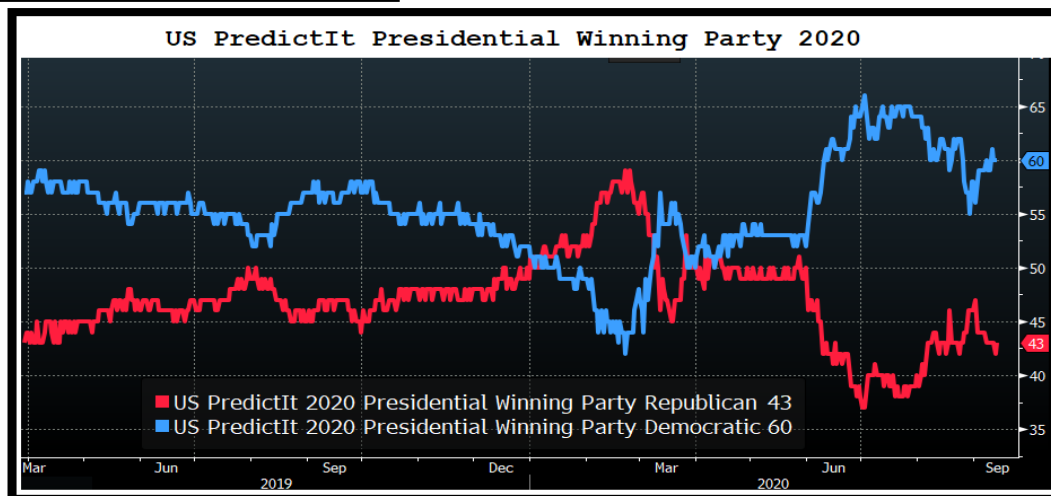


Fattori di Rischio : Elezioni Presidenziali (1/2)



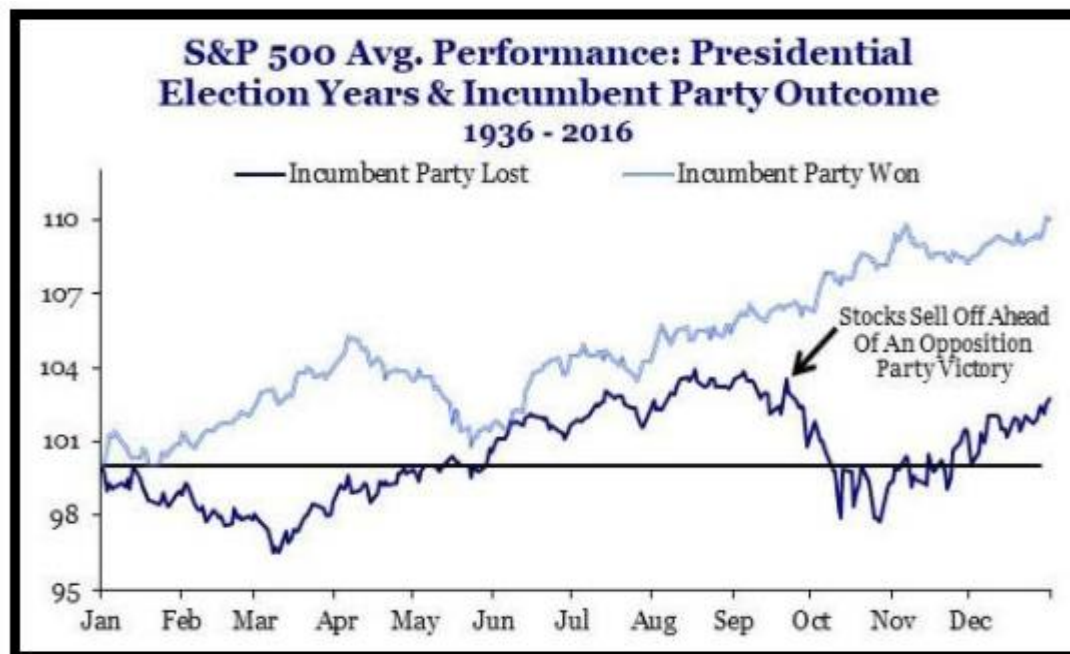
- A 6 settimane dalle presidenziali, i **sondaggi mostrano un recupero di Trump nei confronti di Biden, che resta però favorito** nei principali aggregatori e nelle quotazioni dei Bookmakers
- Il recupero del Presidente uscente sembra legato almeno in parte al miglioramento del quadro sull'epidemia (e connesso impatto sul ciclo). Una prosecuzione di questo trend potrebbe offrire altro supporto a Donald
- Bisogna considerare però che i sondaggisti avranno inserito dei **correttivi** nelle metodologie, atti a ridurre la sottostima dei voti repubblicani osservata nel 2016

- Ad esempio, attualmente è stata aggiunta una **ponderazione per livello di istruzione**, e gli aggregatori attribuiscono meno peso ai sondaggi che non la includono.
- In generale vi è il rischio che emerga una **tendenza a sovrastimare i Repubblicani** sulla base dell'esperienza passata, come accaduto in Francia con la Le Pen nel 2017
- Alla luce della sorpresa del 2016, il risultato di queste presidenziali verrà considerato **altamente incerto** qualunque direzione prendano i sondaggi, una circostanza che potrebbe pesare sui mercati.





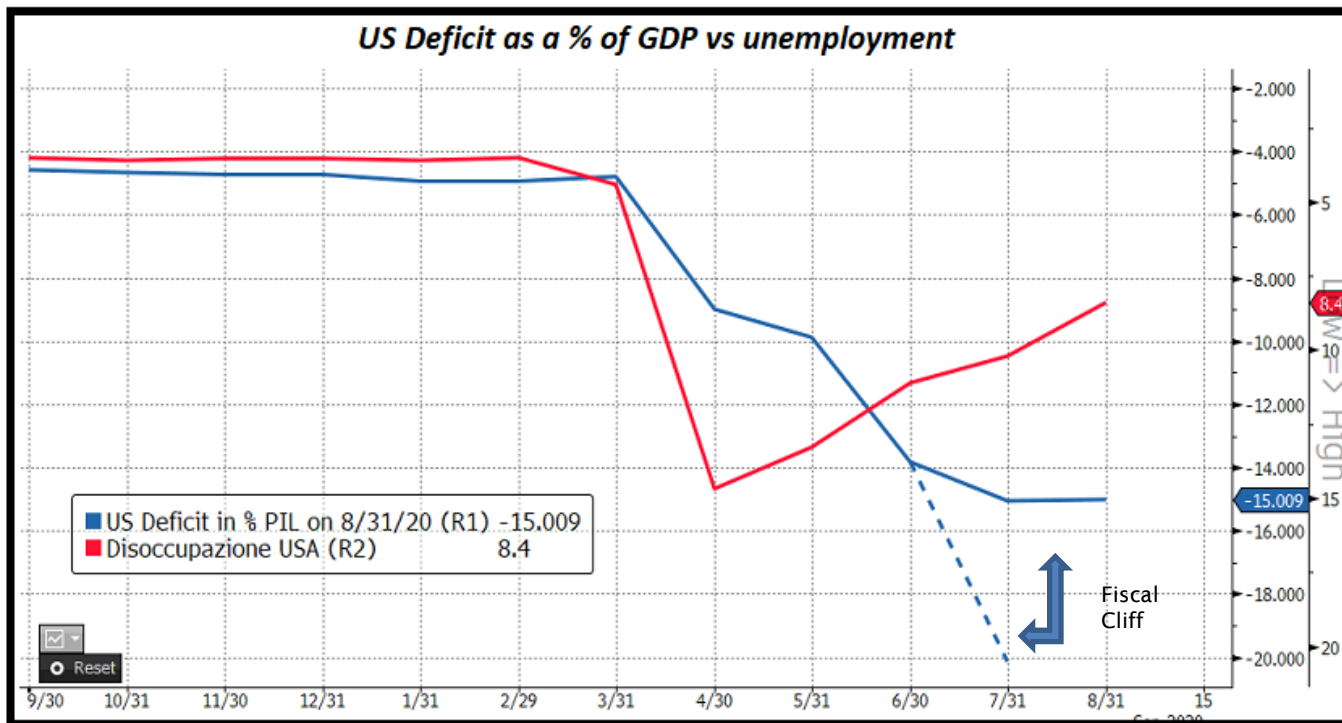
Fattori di Rischio : Elezioni Presidenziali (2/2)



- Non a caso, **una volta eliminata l'incertezza, Wall Street mostra una tendenza al recupero** (e la vittoria di Trump nel 2016 non ha fatto differenza).
- Ribaltando il ragionamento, si può inferire che **l'avvicinarsi di queste Presidenziali**, con l'opposizione in vantaggio nei sondaggi, e caratterizzata da elevata incertezza, è **destinato a pesare sul sentiment**, nelle settimane a venire.
- Ad aumentare il nervosismo, l'elevata probabilità che, in caso di sconfitta, **Trump contesterà il risultato**, allungando i tempi per la dichiarazione di un vincitore, ed esacerbando la **polarizzazione dello scenario politico**. Vale la pena di ricordare che la contestazione dei risultati in Florida tra J.W. Bush e Al Gore vide l'S&P 500 cedere oltre il 10% in un mese.
- Una vittoria di Biden porta con se le preoccupazioni relative ad un potenziale aumento delle tasse, e della regolamentazione (in particolare del sistema finanziario) ma un Congresso Democratico offre garanzie di maggiore spesa fiscale e un eventuale piano infrastrutture di importo più elevato



Fattori di Rischio : Fiscal cliff

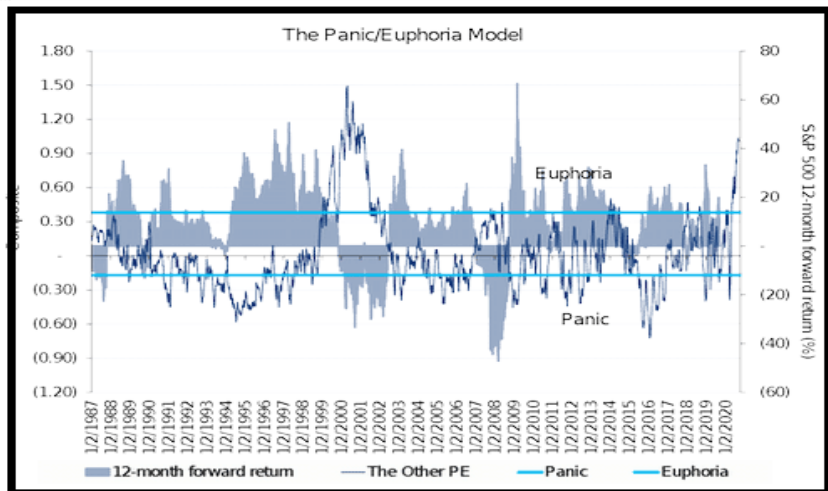
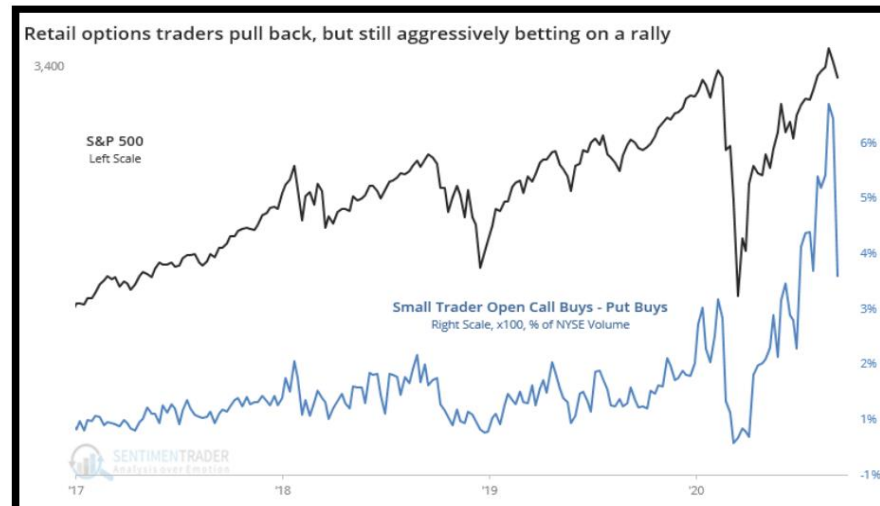


- A Luglio scorso, le attese erano per il varo, prima dell'estate, di un **nuovo piano di stimolo fiscale** di valore compreso tra 1 e 1,5 trilioni di \$.
- Diversamente, al **Congresso un accordo tra Repubblicani e Democratici si è rivelato impossibile** ed allo stato attuale **un deal sembra improbabile**, con le parti impegnate a fare recriminazioni con fini elettorali.

- Il risultato pratico dello stallo è **un significativo calo dello stimolo fiscale**. Ad esempio il reddito disponibile dei consumatori verrà impattato dalla scadenza, dal 31 Luglio, del *enhanced unemployment benefits scheme* (600\$ la settimana). La parziale estensione garantita dall'*executive order* di Trump (300\$+100\$ a carico degli Stati) offrirà un parziale reintegro ai redditi per un paio di mesi.
- Discorso analogo per gli schemi a favore delle aziende per il supporto dell'occupazione, e l'invio di nuovi assegni.
- In assenza di un intervento le **amministrazioni degli Stati**, che contavano su parte dei fondi per rimpinguare le finanze, **dovranno tagliare le spese**, con impatto sull'occupazione pubblica



Fattori di Rischio : techs



- La correzione di inizio settembre è stata decisamente incentrata sulle **mega caps USA** e in generale sul **settore tecnologico**, dove si erano accumulati sentiment e positioning con pochi precedenti in passato.
- Il movimento ha prodotto il rientro di alcuni indicatori di breve, ma la **outperformance di questi settori** rispetto al resto e il **livello di coinvolgimento degli investitori**, in particolare del retail si prestano ad **ulteriori ridimensionamenti**
- A medio termine, **il livello elevato di risk appetite sul mercato è stato appena scalfito dalla correzione**: il Panic/Euphoria model di Citigroup è rimasto a 1,01, un livello osservato l'ultima volta nel 2001, a cui corrisponde una probabilità del 85% di roitorni negativi a 12 mesi.



Azionario Eurozone : meno emozioni, meno eccessi



- Diversamente da quello USA, l'azionario EU si è mantenuto, negli ultimi 3 mesi, in un **range assai stretto**, come dimostrato anche dalla convergenza delle medie mobili a 20, 50 e 200 giorni
- Per l'**Eurostoxx 50** la positività da inizio anno e il recupero delle perdite dovute al Covid restano traguardi lontani, per non parlare dei massimi storici
- La **sottoperformance degli indici continentali** è giustificata almeno in parte dalla **minore reattività dell'economia**, dalla **lentezza delle reazioni** e dalla **composizione settoriale**, meno esposta a tech e growth stocks

- Peraltro, l'azionario continentale non mostra nemmeno gli eccessi di sentiment e positioning di Wall Street, mentre ne condivide solo indirettamente i rischi rivenienti dalle Presidenziali USA
- Partito con maggiore lentezza, lo stimolo fiscale sta ancora prendendo momentum in molti paesi EU, mentre a medio termine si attendono gli effetti benefici del **Recovery Fund**, e degli altri schemi (SURE)
- In aggregato gli **indici europei** hanno assorbito sorprendentemente bene lo scossone sul Nasdaq, un segnale di **un tono di fondo in potenziale miglioramento**.

Fattori di Rischio: Brexit



- La situazione sulla **Brexit** ha ripreso a **deteriorarsi** in seguito alla decisione, da parte di Johnson, di promuovere un progetto di legge che contiene al suo interno elementi che **modificano unilateralmente** il Brexit Withdrawal Agreement firmato con l'EU a Gennaio.
 - Il cosiddetto Internal market Deal, che ha passato già 2 voti in Parlamento, prevede la cancellazione di obblighi legati all'aiuto di stato e obblighi doganali sul confine tra le 2 Irlande
 - Bruxelles ha definito la mossa una **violazione delle leggi internazionali** ed ha reagito emettendo un **ultimatum**. Johnson avrebbe tempo fino a fine Settembre per ritirare gli articoli contestati, pena l'apertura di un procedimento legale nelle sedi competenti
 - Il provvedimento affronta una vivace opposizione interna, al momento focalizzata sull'inserimento di un **emendamento** che imporrebbe al Governo di far votare al Parlamento qualsiasi misura contraria all'Withdrawal Agreement
- L'impressione è che l'atteggiamento di Johnson costituisca più una **tattica negoziale**, sul modello di quella tenuta l'anno scorso, che non un effettivo tentativo di forzare una modifica degli accordi. Per il Governo UK, indebolito da una gestione dell'epidemia giudicata inefficace e pasticciata dall'opinione pubblica un'uscita senza accordo potrebbe risultare fatale. Parimenti, un **uscita disordinata** costituirebbe uno sviluppo davvero indesiderato per un'economia già alla prese con la gestione dell'epidemia Covid
 - D'altra parte il Governo UK cercherà di mantenere quanta più **discrezionalità** possibile in termini di **aiuti di stato**, un tema sul quale Bruxelles ha chiesto chiarezza.
 - Con queste premesse, il raggiungimento di un accordo entro la deadline (fine Ottobre) resta lo scenario centrale. Ma il deal potrebbe avere portata ridotta, e di conseguenza **l'impatto della Brexit sull'economia sarà comunque ben percettibile**. E una «No Deal Brexit» resta un rischio non trascurabile



In sintesi

- Lasciamo a **underweight l'azionario US**. Crediamo che le valutazioni siano elevate, e sussistano fattori di rischio derivanti dall'incombere delle Presidenziali e da un calo dell'intensità dello stimolo fiscale, rispetto alle attese dell'estate. 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. Lasciamo a **neutral l'azionario europeo** ritenendo che, sui livelli attuali, risulti più correttamente valutato rispetto a quello USA. Lo stimolo fiscale resta in aumento, e gli effetti positivi del Recovery Fund devono ancora dispiegarsi appieno. Sussistono dei rischi sul fronte contagi dall'arrivo della stagione fredda, e il tema della Brexit potrebbe produrre una moderata volatilità
- 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 l' underperformance rispetto ai competitors. Lasciamo a **neutral l'azionario cinese**. L'economia locale ha rapidamente recuperato un livello di attività vicino a quello pre-Covid. Un escalation delle frizioni con l'occidente potrebbe costituire un freno. Ma le autorità sembrano determinate a fare del recupero dell'azionario nazionale un pilastro di politica economica, come motore per gli investimenti e attraverso il wealth effect. 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.
- Portiamo a **neutral l'obbligazionario US**. Riteniamo che, nel breve, il recupero delle attese di inflazione sia compiuto (motivo per il quale abbassiamo a **neutral** anche gli **inflation link US**), e che una fase di volatilità dell'azionario possa offrire supporto ai Treasuries. 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. Su questi livelli lo spread offre meno valore, ma la carta periferica potrebbe beneficiare dall'arrivo del Recovery Fund. Lasciamo a **neutral l'obbligazionario emergenti** in valuta forte e quello in **valuta locale**.



In sintesi

- Lasciamo a **neutral il debito corporate US Investment grade**. 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. Portiamo a **underweight quello High Yield** con l'idea che i default potrebbero iniziare a salire, e che una fase di volatilità sull'azionario possa pesare sull'asset class. 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. Riteniamo che sui livelli attuali i **finanziari senior area € non risultino più così attraenti**, ragion per cui li portiamo a **neutral**.
- Riguardo i cambi, lasciamo a **neutral l'€/€**. La divisa unica potrebbe avvantaggiarsi dagli sviluppi positivi sul fronte del Recovery Fund, ma 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 **neutral la Sterlina** ritenendo che, nel breve, i rischi connessi con le negoziazioni sulla Brexit siano correttamente riflessi nel suo recente indebolimento. Manteniamo **overweight il Franco svizzero** con l'idea che possa offrire un hedge contro fiammate di risk aversion.
- Riguardo le Commodities, Portiamo a **Underweight quelle energetiche**, ritenendo che il rallentamento della ripresa globale e la ripartenza dell'offerta di shale oil eserciteranno pressioni sui prezzi. Manteniamo a **neutral 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

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

Valute

EUR/USD	■	
EUR/GBP	■	Downgrade
EUR/CHF	▼	
USD/JPY	▼	

Materie prime

Energetiche	▼	Downgrade
Industriali	■	
Agricole	■	
Metalli preziosi	▲	

Obbligazionario governativo

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

Obbligazionario corporate

US investment grade	■	
US high yield	▼	Downgrade
Area euro investment grade	■	
Area Euro high yield	■	
Area euro finanziari Senior	■	Downgrade
Area euro finanziari Subord.	■	

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.