2020

Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Novembre 2020

Anthilia sgr
Capital Partners

Analisi di scenario

Niente «blue wave», forse…..

PRESIDENCE*
Biden/Harris 51.0% (306) Trump/Pence 47.3% (232)

HOUSE OF REPRESENTATIVES
Democrats 221 (-8) Republicans 209 (+9)

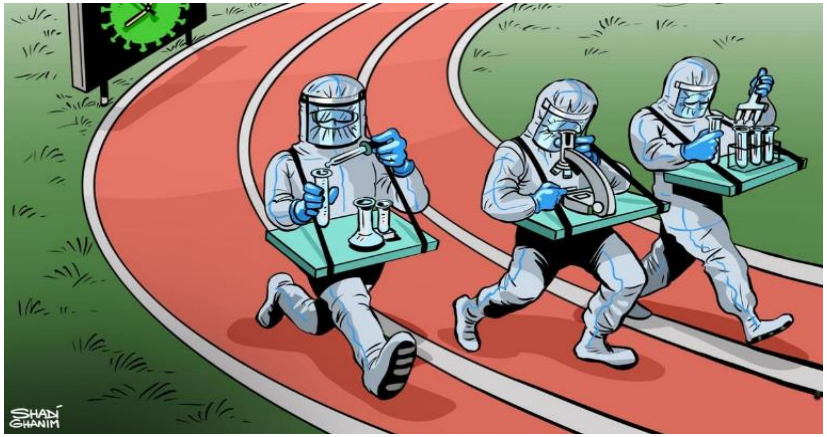
SENATE ?
Democrats 48* (+1) Republicans 50 (-1)

- La vittoria di Biden è netta come grandi elettori, e **le contestazioni dei Repubblicani resteranno senza esito**
- La **maggioranza democratica** alla Camera si è **indebolita**. **Bocciato Trump, non le politiche repubblicane**
- **La campagna elettorale non è finita**. I ballottaggi di Gennaio in Georgia assegneranno una maggioranza di misura al Senato. I Repubblicani sono favoriti

- Stante il barocco sistema elettorale USA, l'enorme ammontare di voti raccolto da Biden **non si è tradotto in una conquista netta del Congresso**. Ironicamente, una mini «blue wave» potrebbe ancora avvenire a Gennaio, nell'improbabile caso che entrambi i candidati Dem vincano in Georgia. Ma si tratterebbe comunque di **numeri troppo risicati per portare avanti un programma marcatamente democratico**. Rialzi delle tasse, regolamentazioni troppo restrittive, breakup di big tech dovrebbero restare lettera morta.
- L'equilibrio al Congresso impedirà all'amministrazione democratica di lanciare un piano di spesa di importo eccezionale. Ma la necessità di negoziare il piano fiscale con i Repubblicani forse produrrà **un'allocazione di risorse più equilibrata**.
- In ogni caso il rifiuto di Trump di concedere la vittoria e la presenza dei ballottaggi **rinviano qualsiasi intervento significativo a Febbraio**, quando la nuova amministrazione si sarà insediata.
- La **contestazione dei risultati da parte di Trump** sembra più strumentale ad evitargli la fama di sconfitto, a pagare i debiti della campagna elettorale coi fondi raccolti per le cause, e a negoziare una sua immunità una volta uscito dalla Casa Bianca (non si sa con quale successo). Ma l'effetto pratico sarà di lasciare un **clima teso nel paese**, con parte dell' elettorato convinto di aver subito un sopruso. Questo costituirà un iniziale **ostacolo alla collaborazione tra i 2 partiti**.
- Un impulso fiscale di entità inferiore implicherà, coeteris paribus un **maggior contributo da parte della politica monetaria Fed**, con impatto su tassi e Dollaro

Analisi di scenario

Pfizer, il primo di molti?

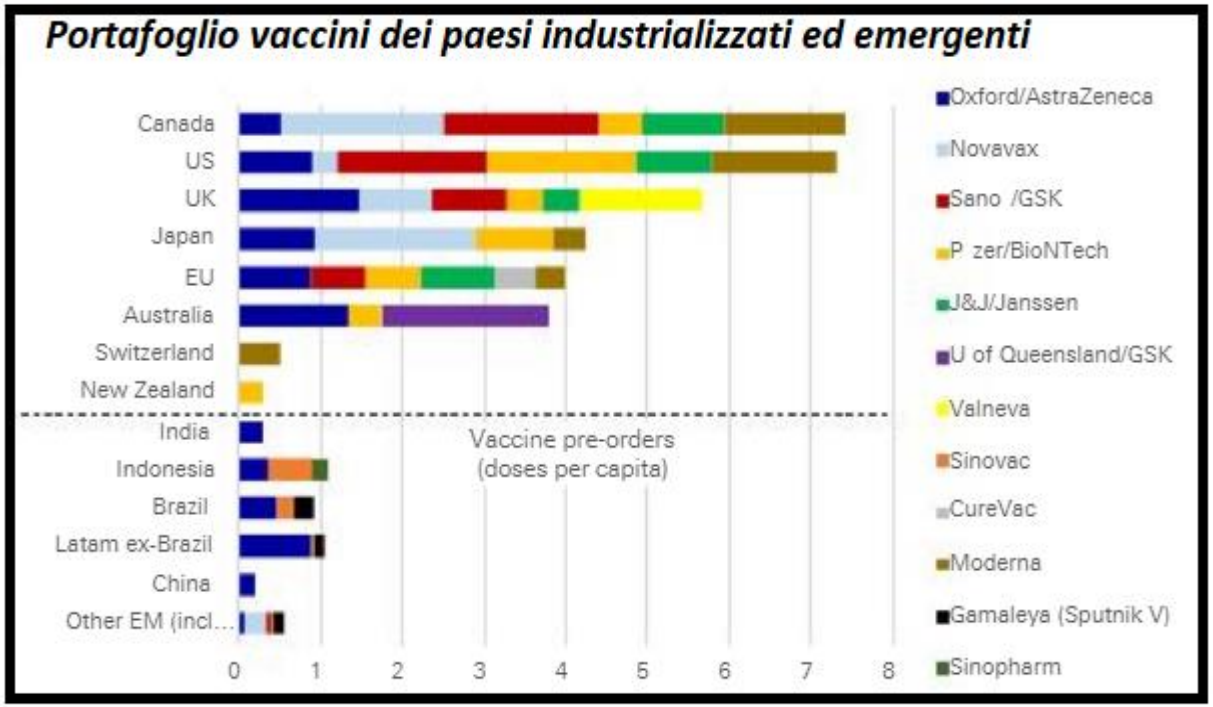


- I risultati preliminari del trial 3 del vaccino di Pfizer Biontech e di Moderna sono andati oltre le più rosee previsioni, con un **efficacia di oltre il 90%,** ben superiore al limite FDA del 50%.
- In assenza di complicazioni, entrambi potrebbero richiedere **approvazione di emergenza** in US ed EU, ottenendo per dicembre di poter commercializzare. **Pfizer** ha dichiarato di poter disporre di 200 milioni di dosi per fine 2020, e di poterne produrre 1,3 miliardi nel 2021. **Moderna** ha parlato di 20 milioni per quest'anno, e altri 500 almeno per il 2021.
- **Possibili dubbi restano sull'efficacia dei preparati su categorie più vulnerabili** come anziani e portatori di altre patologie.

- Inoltre, i campioni usati per i trial 3 non sono sufficienti a escludere la comparsa di effetti collaterali rari, oppure controindicazioni su categorie più vulnerabili. Questi potranno emergere solo in fase di commercializzazione.
- La necessità di conservare il composto a -70 gradi rende complessa la distribuzione del prodotto di Pfizer, in particolare nei paesi emergenti. Moderna dispone di un vaccino meglio trasportabile, ma disponibile in quantità minori.
- Anche **Astra Zeneca** e alcune case cinesi sono in dirittura d'arrivo per ottenere risultati definitivi dei rispettivi trial 3
- Il vantaggio dell'approvazione di diversi vaccini è nella **possibilità di raggiungere più rapidamente un quantitativo di dosi sufficiente a immunizzare alcuni sottogruppi**. I candidati **Astra Zeneca e Johnson & Johnson** (viral vector) otterranno presumibilmente valori di efficacia più bassi di quelli basati su RNA messaggero di Pfizer e Moderna, ma avranno il vantaggio di **necessitare di una sola inoculazione e di poter essere conservati a temperature da frigorifero**. Inoltre le aziende si sono portate avanti con la produzione, e un approvazione potrebbe liberare sul mercato quantitativi adeguati
- E' probabile che le prime dosi disponibili verranno distribuite ad **anziani, portatori di patologie, e a lavoratori di alcuni settori considerati esposti o strategici** (i.e. personale sanitario). Per ottenere però un immunità di gregge, è necessario **immunizzare il pubblico più giovane**, che risulta il principale vettore del contagio. Oltre che dalla disponibilità di dosi, un ostacolo verso questo traguardo potrebbe essere costituito dalla **riluttanza di queste categorie a vaccinarsi**, visto il ridotto rischio di sviluppare una sintomatologia pesante.

Analisi di scenario

Normalizzazione dei paesi industrializzati nel secondo semestre del 2021



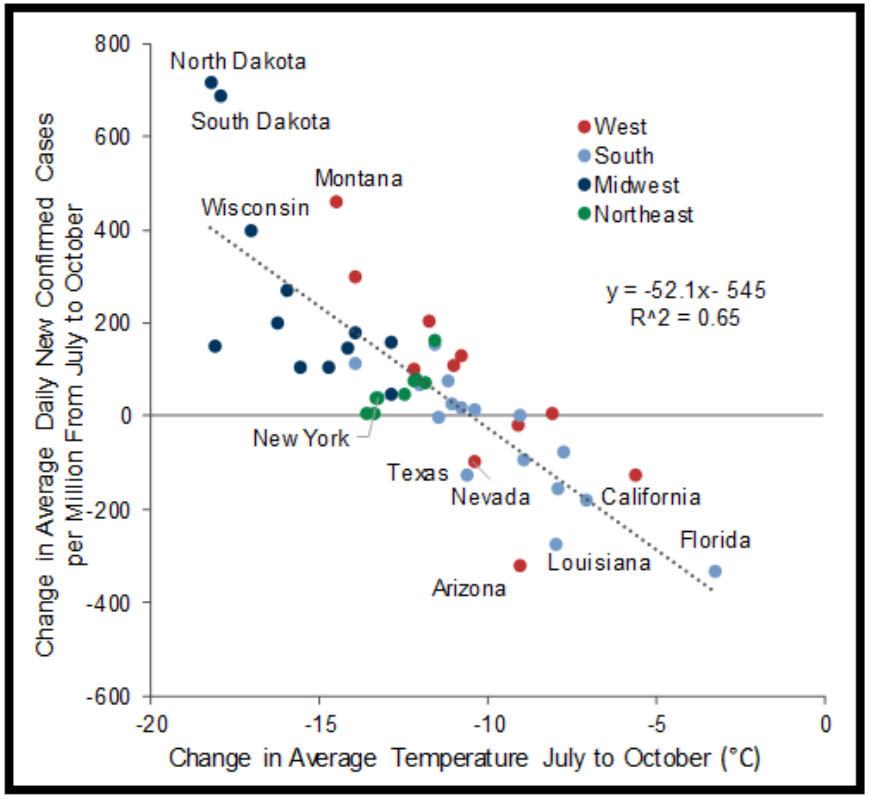
- I pre-ordini fatti dai paesi industrializzati su Pfizer (1,1 trilioni di dosi) e su Moderna (770 mln) consentirebbero di **immunizzare il 60/65% della popolazione del G7** entro l'anno prossimo.
- Secondo uno studio di Deutsche Bank, ipotizzando un R0 di 2,5, basterebbe un **60% di individui immunizzati** per ottenere **l'immunità di gregge** in una popolazione
- Ovviamente, ai fini della normalizzazione, rileva anche la **durata dell'immunizzazione prodotta dal vaccino**, un aspetto su cui le informazioni sono ancora poche e inaffidabili

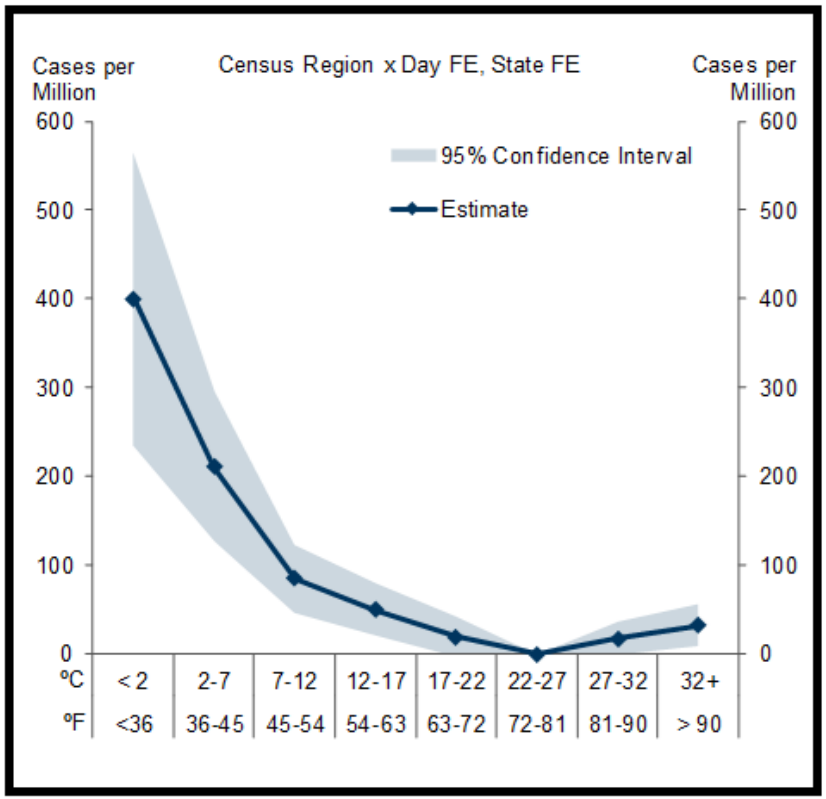
- Per quanto riguarda i **paesi emergenti**, l'immunizzazione è maggiormente legata all'approvazione di un vaccino a vettore virale, che presenta il vantaggio di **costi inferiori** (4$ invece che 20) e **trasporto più agevole** (almeno rispetto a quello di Pfizer). Non a caso molti paesi hanno piazzato i loro pre-ordini su Astra Zeneca (75% delle dosi) .
- **Riassumendo**:
  L'elevata efficacia riscontrata nei **vaccini a RNA messaggero** costituisce **un significativo passo in avanti in direzione di una soluzione del problema Covid**. Fondamentale, per il traguardo di un immunizzazione della popolazione, è che **almeno un altro paio di candidati** (idealmente AstraZeneca e Curevac e altri candidati cinesi) **ottenga l'autorizzazione** ed entri in commercio. In quel caso **la normalizzazione nella seconda metà del 2021 è alla portata**

Analisi di scenario

I mesi invernali restano complessi in US ed EU.

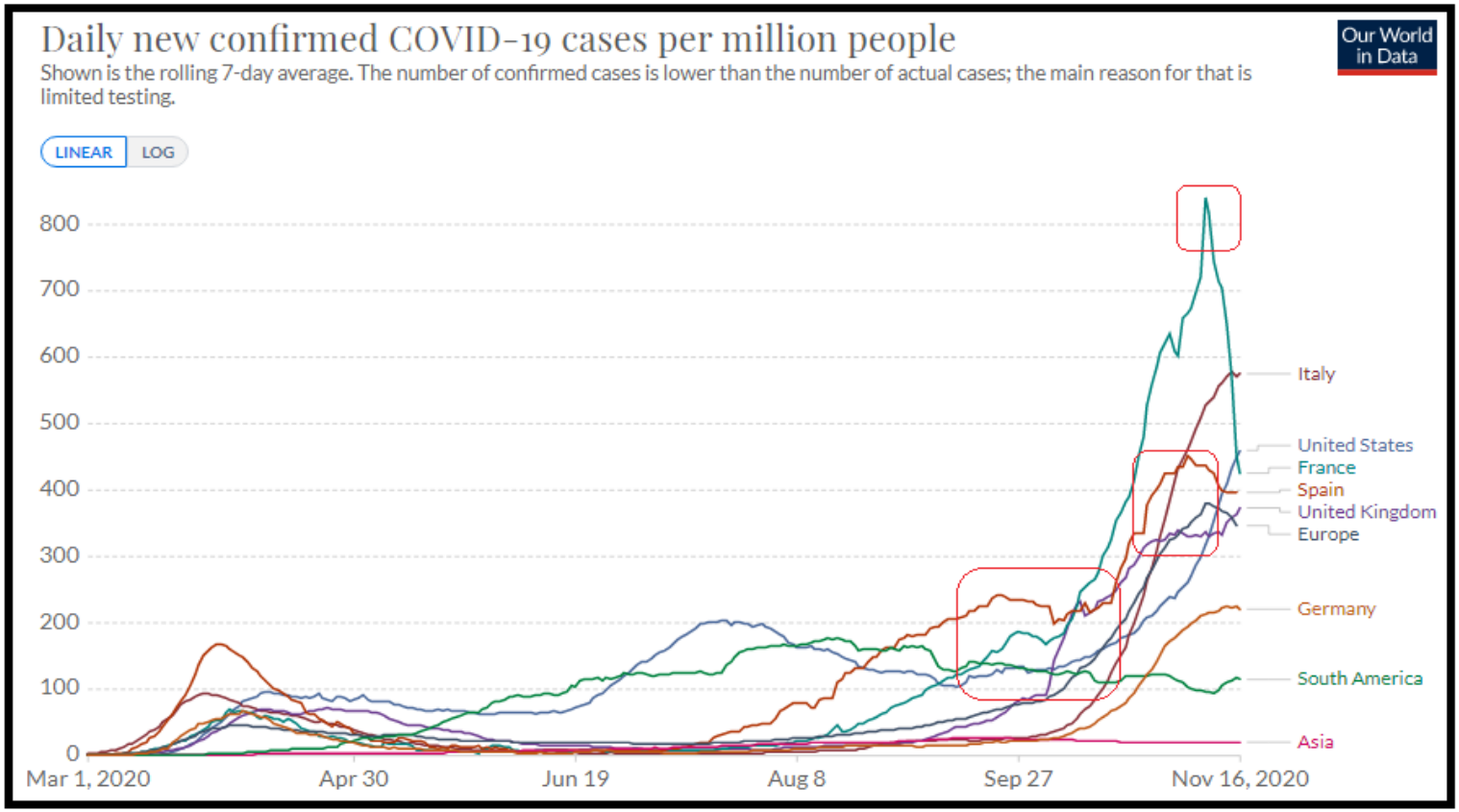
Correlazione tra temperature in calo e aumento dei casi di Covid-19





- L'impatto della **stagione invernale** sul contagio si sta manifestando appieno in Eurozone, ed ora anche in US. Apparentemente il rafforzamento del contagio avviene attraverso **2 fattori**: **l'indebolimento del sistema immunitario, e il concentramento della popolazione al chiuso** tipico della stagione
- L'analisi di Goldman evidenzia **il maggior impatto del fattore climatico nei mesi di Gennaio e Febbraio**, quando ancora il contributo dei vaccini in termini di immunizzazione sarà ridotto

Il trend dei nuovi casi sembra più resisiliente che in primavera

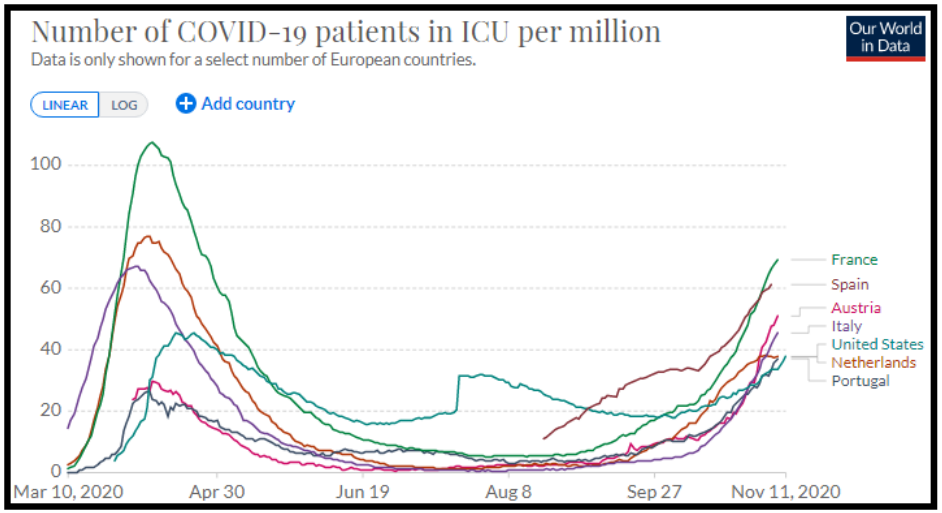


- In **Eurozone**, i **segnali di rallentamento** osservati a fine settembre e ottobre si sono rivelati **illusori**. Al momento si assiste ad **un ulteriore fase di rallentamento**, più forte in Francia e Spagna che altrove. Ma le precedenti esperienze invitano alla prudenza, in particolare in Italia, UK e Germania
- In **US** la situazione è nuovamente in netto peggioramento, e viste le perduranti dimostrazioni post elettorali e l'approccio della stagione festiva sembra **improbabile che le misure di contenimento ottengano grosso successo**

Fonte: Ourworldindata.org

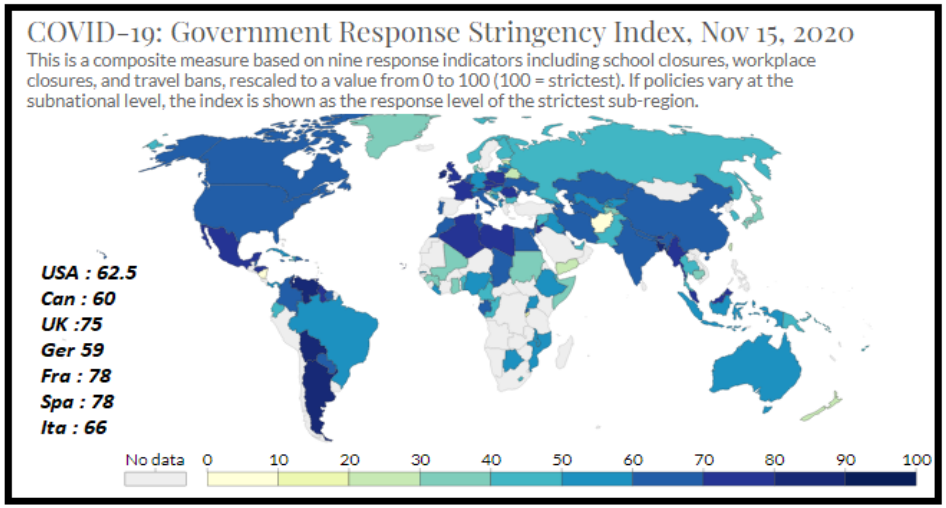
Analisi di scenario

Lockdown: costanti in Eurozone, in aumento in US.



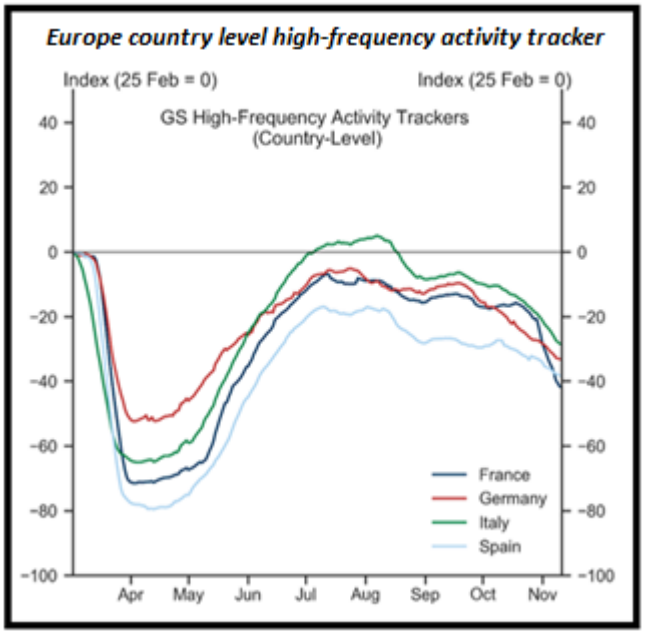
- Le informazioni provvisorie sull'efficacia dei vaccini indicano che l'**immunità** si raggiunge circa **4 settimane dopo l'inoculazione** (la seconda, in caso di doppia dose richiesta).
- Con questa tempistica un immunità anche parziale delle categorie più vulnerabili **non potrà essere raggiunta prima dei primi mesi del 2021**
- I governi, per contro, si trovano nella necessità di **tenere sotto controllo in contagio** immediatamente, per evitare la **sopraffazione dei rispettivi sistemi immunitar**i, che produrrebbe un aumento del numero di vittime

- In **Eurozone** è quindi **improbabile** che le misure di contenimento verranno **allentate entro breve**. L'avvento della stagione invernale e il rischio di una ripresa dei contagi sono troppo rilevanti. E' anzi possibile che in alcune aree i **lockdown siano accentuati**, pur senza arrivare ai livelli di marzo/aprile 2020
- In **US**, per contro, è probabile che in molti stati **l'approccio diventi più rigido**, in quanto:
    1. I casi aumenteranno ulteriormente
    2. Con le elezioni alle spalle, l'aspetto politico perderà importanza
    3. L'amministrazione Biden è comunque più favorevole ai lockdown locali



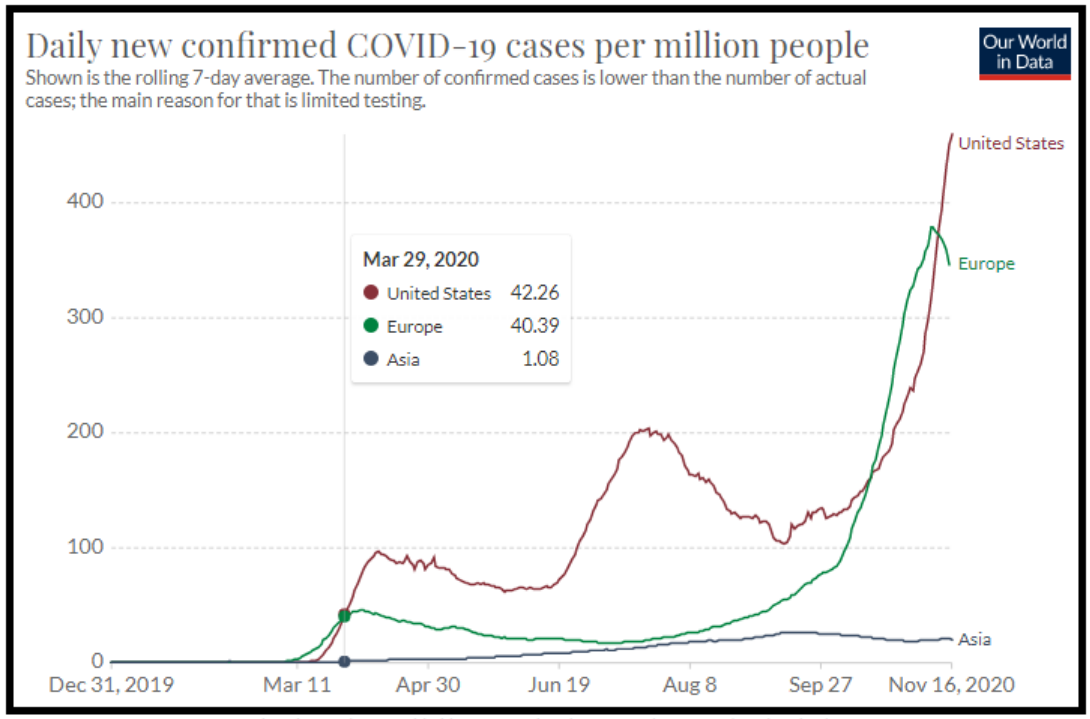
Fonte: Ourlworldindata.org

Probabile contrazione in Eu ed USA nel quarto trimestre 2020



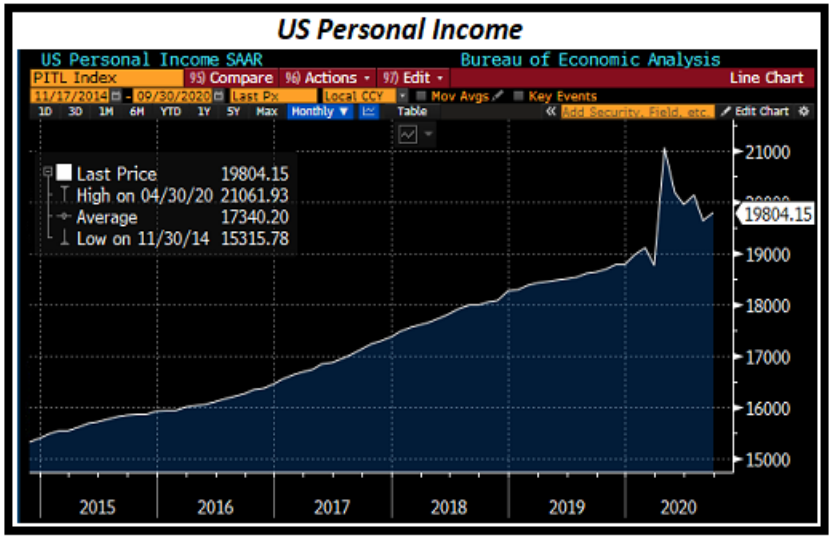
- In **US** finora il ciclo ha mostrato una **maggiore resilience** al ritorno del social distancing.
- Ma **l'ondata di nuovi contagi è in piena accelerazione**, e quindi il suo impatto è destinato ad aumentare nelle prossime settimane
- Gli ultimi dati macro cominciano a mostrare **i primi segnali di rilassamento del ciclo**.

- **L'economia europea** sta già accusando **l'impatto dell'accelerazione dell'epidemia e dei lockdown**, con i PMI di ottobre tornati in territorio di stagnazione. Gli indicatori ad alta frequenza indicano come probabile un **ulteriore deterioramento** a novembre
- Stante il perdurare del rischio sanitario, e l'aumento delle misure di contenimento, uno scenario di «**double dip**» (-2/3% GDP Q/Q) sembra molto probabile per l'economia europea.



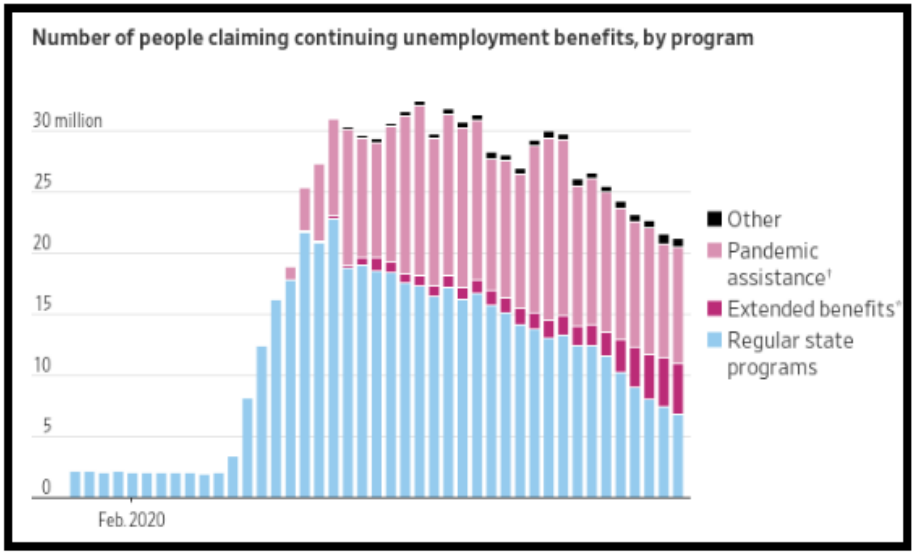
Fonte: Goldman Sachs, Ourworldindata.org

E negli USA l'impulso fiscale sta per crollare, lasciando la palla alla Fed



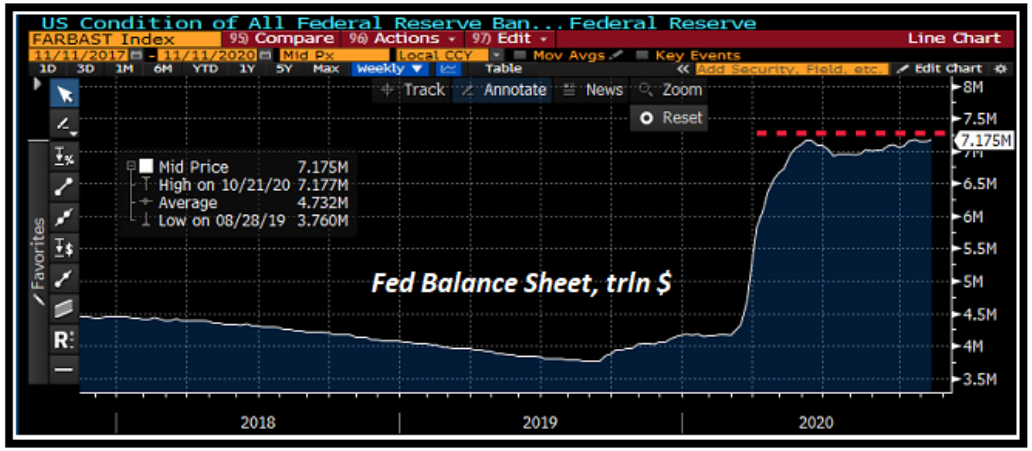
- Stesso discorso per il rifinanziamento dei **singoli stati**, che si vedranno costretti a licenziare dipendenti pubblici in assenza di nuove risorse.
- Se **nel corso del 2021** l'avvento **dei vaccini** è destinato a **impattare in maniera potente sul ciclo USA e globale**, nel breve l'effetto combinato dell'ondata di Covid, del cosiddetto **«fiscal cliff»** e dell'incertezza legata al cambio di amministrazione sono destinati a **pesare significativamente sul ciclo**.
- L'unico baluardo contro questi fattori negativi resta la **FED**. E' assai probabile che al meeting di dicembre il FOMC aumenterà lo stimolo monetario agendo sul programma di acquisti e/ con yield targeting

- Oltre all'impatto della nuova ondata del Covid, l'economia USA deve fare i conti con una **brusca diminuzione dell'impulso fiscale** nei prossimi mesi.
- Gli **schemi di estensione dei sussidi alla disoccupazione**, che tanto hanno contribuito, insieme agli assegni, all'aumento del reddito disponibile degli Americani durante la crisi, **scadono il primo gennaio del 2021**
- Con il rifiuto di Trump di abbandonare la Casa Bianca, il passaggio di consegne tra le amministrazioni in stallo, e il focus sulla campagna elettorale per i ballottaggi in Georgia, che valgono la maggioranza al Senato è assai improbabile che verrà varato un pacchetto che li proroghi

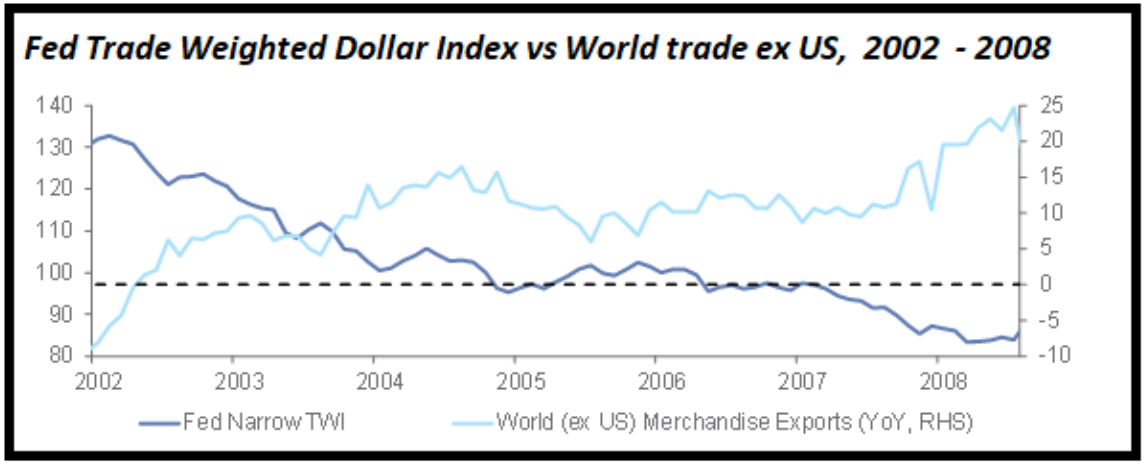


Inizia il bear market per il Dollaro?

- Vari fattori, sia di breve che di medio periodo, sembrano indicare la possibilità di **una fase di calo per il Dollaro**.
- Tra i fattori che potrebbero pesare sul biglietto verde per i prossimi 3 mesi abbiamo:
    1. Un **quadro macro** in indebolimento e un quadro **Covid** peggiore del resto del mondo
    2. Una **Fed più dovish** per compensare l'assenza di stimolo fiscale
    3. Le incertezze legate al contestato passaggio di consegne a Washington

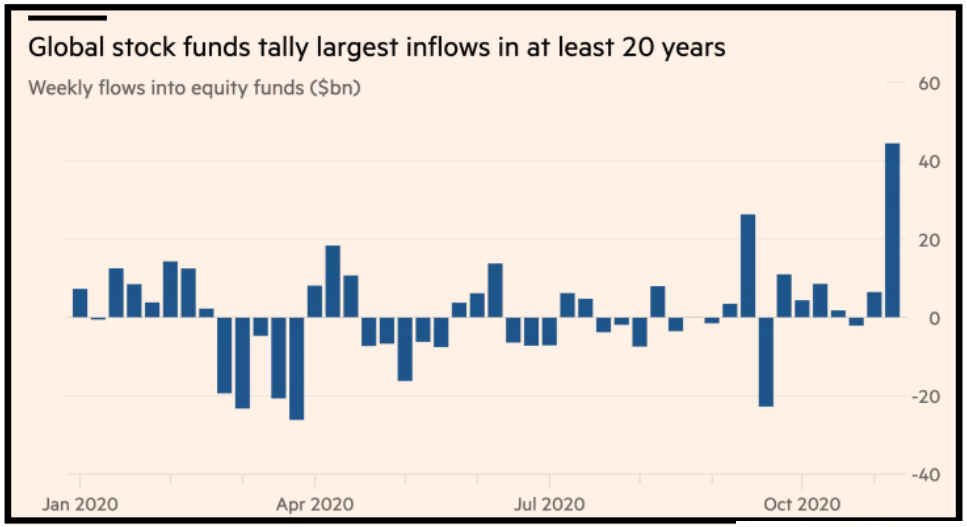


Nel corso del 2021, a pesare sul Dollaro potrebbe intervenire il rimbalzo congiunturale globale legato alla progressiva normalizzazione post Covid-19, e a un rimbalzo del processo di globalizzazione (vedi 2017)



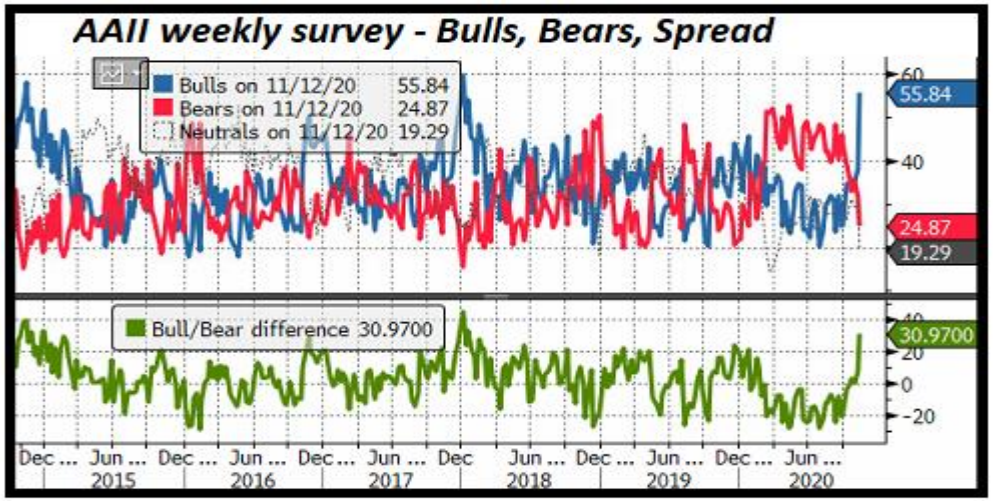
- Tra i **fattori di medio periodo**:
    1. La ripresa ciclica vedrà, come in passato, **flussi di investimenti in uscita** da US, verso emergenti e EU (che ha sofferto molto il Covid)
    2. La Fed manterrà una politica monetaria più accomodante, che si tradurrà in **tassi reali più bassi del solito**
    3. Con la ripresa globale e Biden alla Casa bianca il **premio al rischio** sul $ calerà

Il newsflow sui vaccini ha mandato in orbita il sentiment



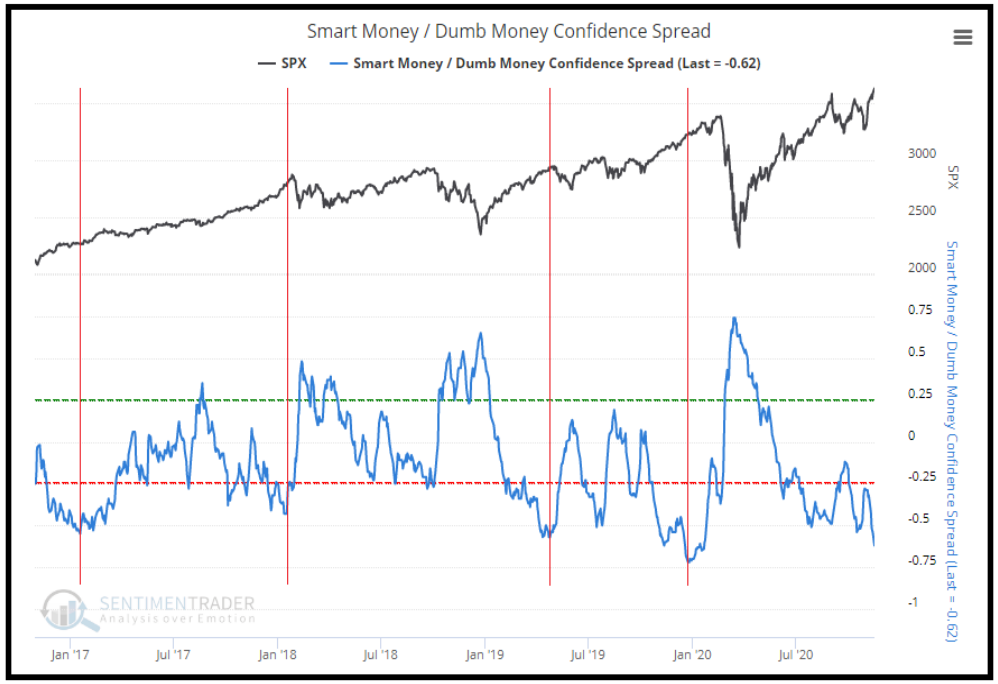
- L'eliminazione dell'incertezza delle elezioni presidenziali (parziale, per lo meno) e la pubblicazione dei risultati parziali di Pfizer hanno prodotto un **brusco cambiamento nel morale degli investitori globali**
- Nella settimana terminata mercoledì 11 Novembre i dati EPFR hanno mostrato **flussi in entrata** per oltre 44 bln $ nei fondi azionari globali, di cui 32 sui fondi USA. Si tratta **dell'ammontare settimanale più grosso degli ultimi 20 anni**, e il secondo più grosso per i fondi USA.
- Oltre il 90% dei flussi proviene da **investitori istituzionali**, mentre il retail ha investito solo 3,3 bln, preferendo l'acquisto diretto di azioni

- La survey settimanale di **American Association of Individual Investors** (AAII), che ha mostrato un sentiment depresso per la maggior parte del 2020, ha visto il **differenziale tra Bulls e Bears salire ai massimi dal picco del 2018** raggiunto dopo il varo del taglio alle tasse di Trump (e subito prima di una brusca correzione).
- Anche in questo caso ci troviamo di fronte ad uno dei rimbalzi più violenti della storia della survey

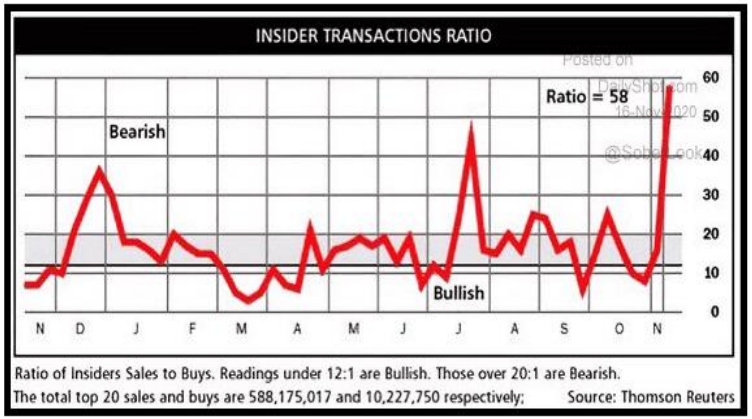


Analisi di scenario

Tra tanti segnali di ottimismo, gli unici scettici sembrano i Ceo delle aziende.



- L'esplosione dell'**ottimismo** tra gli **investitori istituzionali** è confermato anche dalla **Fund manager survey di Bank of America** :
  1. Le aspettative di crescita sono ai massimi da 18 anni (2002)
  2. Il cash in portafoglio è tornato ai livelli pre Covid (quasi ai minimi da 5 anni)
  3. La percentuale di investitori che ammette di aver preso più rischi del solito è ai massimi dal 2018.
  4. L'allocazione su azionario è balzata in un mese del 19% netto, ai massimi da gennaio 2018
- L'indice di **eccesso di ottimismo** elaborato da Sentimentrader.com (decine di indicatori aggregati) è su livelli estremi



- L'unica **categoria** apparentemente **scettica** sulle prospettive dell'azionario sembra essere quella dei **CEO di Wall Street**
- Come indicatore, l' «**insider transactions ratio**» non è perfetto, in quanto influenzato dalla cessazione dei periodi di blackout e dall'incasso di opzioni da parte dei manager.
- Nondimeno il **livello di insider selling** raggiunto in questi giorni è **storicamente assai elevato** e degno di nota
- ***In generale sentiment e positioning di livelli così estremi costituiscono un ostacolo alla prosecuzione dei rally.***

Fonte: Sentimentrader.com, Thomson Reuters

Analisi di scenario

In sintesi

- Lasciamo a **underweight l'azionario US.** L'approvazione dei vaccini è un evento assai positivo, ma era in parte atteso, e inizierà a dispiegare i suoi effetti a 2021 inoltrato. Riteniamo che, nel breve, il mercato stia sottostimando i rischi per l'economia imposti dal progredire della terza ondata di Covid in US, e del fiscal cliff. Inoltre sentiment e positioning sono iperestesi. Lasciamo a **neutral l'azionario europeo** ritenendo che il picco della seconda ondata dei contagi potrebbe essere in vista, e quindi la relativa pressione sulle piazze continentali potrebbe attenuarsi nelle, prossime settimane
- 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. Portiamo a **overweight l'azionario giapponese,** alla luce dei segnali di ripresa dell'economia, del ridotto rischio Covid in raffronto agli altri paesi industrializzati, e della prospettiva di ulteriore stimolo fiscale**.** Inoltre le aziende giapponesi sono ben posizionate per beneficiare della ripresa globale, più avanti nel 2021. Portiamo a **overweight l'azionario cinese : l**'economia locale ha rapidamente recuperato un livello di attività molto vicino a quello pre-Covid, e la ripresa procede bene. **Portiamo a overweight l'azionario Emergenti** con l'idea che l'accelerazione dell'area asiatica e le prospettive di indebolimento del Dollaro produrranno un outperformance del comparto.
- Lasciamo a **neutral l'obbligazionario US**. Riteniamo che la prospettiva di un forte piano di spesa fiscale sia tramontata, e che la Fed manterrà un atteggiamento assai accomodante. Lasciamo a **overweight i treasuries inflation link**, con l'idea che l'asset class continuerà a prezzare l'impatto sull'inflazione di medio periodo della normalizzazione portata dai vaccini, e di una Fed estremamente accomodante. 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, ma portiamo a **overweight** quello in **valuta locale,** con l'idea che le divise emergenti si apprezzerano nel 2021 con la ripartenza dei carry trade.

Analisi di scenario

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. Lasciamo 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 degli spreads, ma non escludiamo ulteriori fasi di volatilità nelle parti a subordinazione più elevata. Riteniamo che sui livelli attuali i **finanziari senior area €** siano correttamente valutati, ragion per cui li lasciamo a **neutral**
- Riguardo i cambi, portiamo a **overweight l'€/$.** Nel breve, vediamo il Dollaro penalizzato da rallentamento macro e da una Fed dovish. A medio termine riteniamo che il Biglietto Verde possa risentire dei flussi di investimento verso l'estero e della ripresa della globalizzazione post Covid. Manteniamo a **overweight lo Yen**, ritenendo che possa beneficiare della ripresa macro giapponese e dei flussi di investimento nell'azionario locale. Manteniamo a **underweight la Sterlina** ritenendo che sulla Brexit avremo un accordo di portata assai modesta e che il rischio di No Deal non sia trascurabile. Portiamo a neutral **il Franco svizzero** con l'idea che in questa fase la sua funzione di hedge contro la risk aversion si sia esaurita.
- Riguardo le Commodities, lasciamo a **underweight quelle energetiche,** ritenendo che l'attuale quadro macro in occidente non deponga bene per la domanda, e che i livelli siano elevati e il movimento iperesteso. 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.

Analisi di scenario

Giudizi sintetici

Azionario		
US	▼	
Area euro	■	
Italia	■	
UK	■	
Giappone	▲	upgrade
Cina	▲	upgrade
Emergenti	▲	upgrade

Valute		
EUR/USD	▲	upgrade
EUR/GBP	▲	
EUR/CHF	■	upgrade
USD/JPY	▼	

Materie prime	
Energetiche	▼
Industriali	■
Agricole	■
Metalli preziosi	▲

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

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

▲ = Overweight ■ = Neutral ▼ = Underweight

Note

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.