

2020

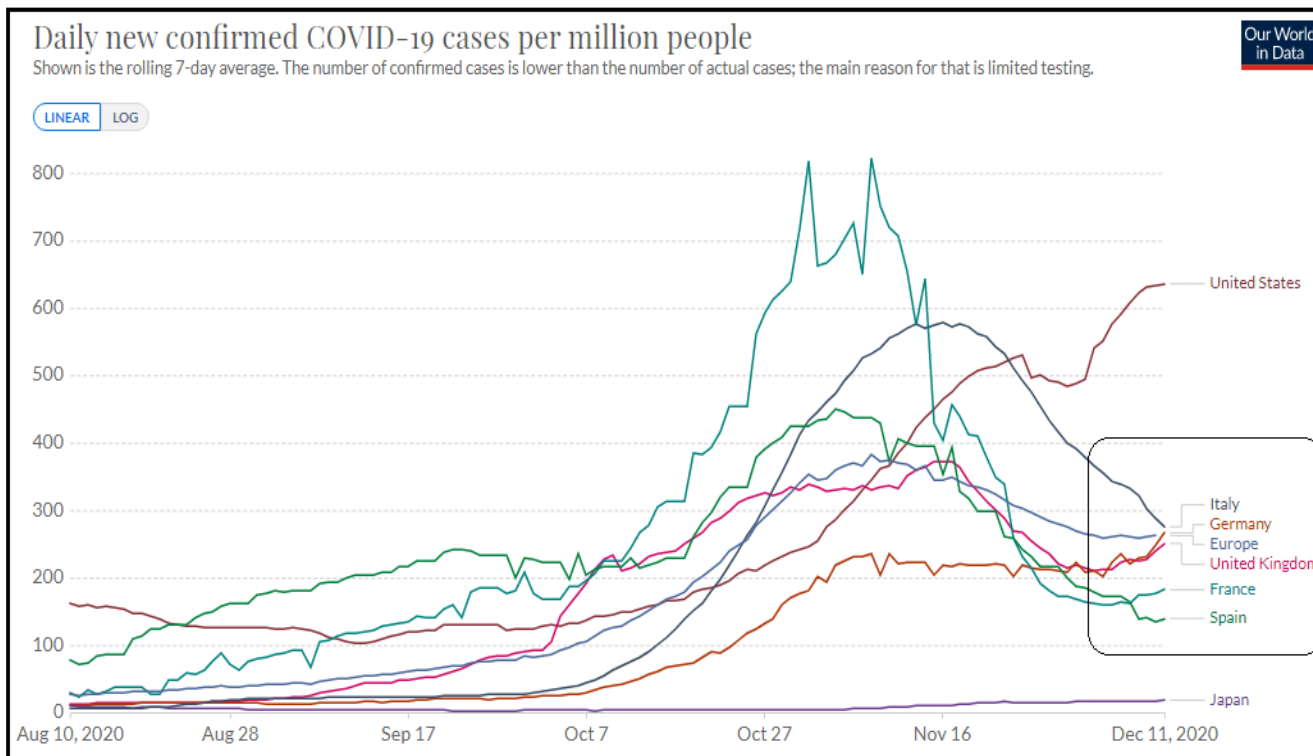
Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Dicembre 2020





Situazione contagi: in miglioramento ma non stabilizzata



- **Il quadro generale non permette di allentare in maniera significativa le misure contenitive.** Presumibilmente queste potrebbero ancora essere incrementate in **US, e Germania e Olanda**, e restare più o meno allo stato attuale nella media degli stati europei. Il rischio è che le **parziali riaperture** organizzate in molti paesi per le **festività** possano produrre **effetti che andranno gestiti in Gennaio**, rinviando ulteriormente il momento in cui si potrà allentare le misure. **L'Asia** al momento resta un area caratterizzata da **bassa incidenza**, e quindi con un impatto diretto ridotto o assente sull'attività economica. Ma esiste un **impatto indiretto**, dovuto all'eventuale rallentamento in US ed Eurozone.

- **USA:** Il contagio sta rallentando, grazie al calo dei casi nel MidWest, ma il ratio infetti/test è sempre elevato (14%). L'effetto Ringraziamento non si è ancora interamente dispiegato.
- **Eurozone:** in aggregato il calo del contagio si è arrestato. UK, Germania e alcuni paesi minori danno alcuni segnali di riaccelerazione
- **Asia:** I focolai sporadici stanno provocando qua e la misure di contenimento, ma i numeri sono una frazione di quelli USA e EU



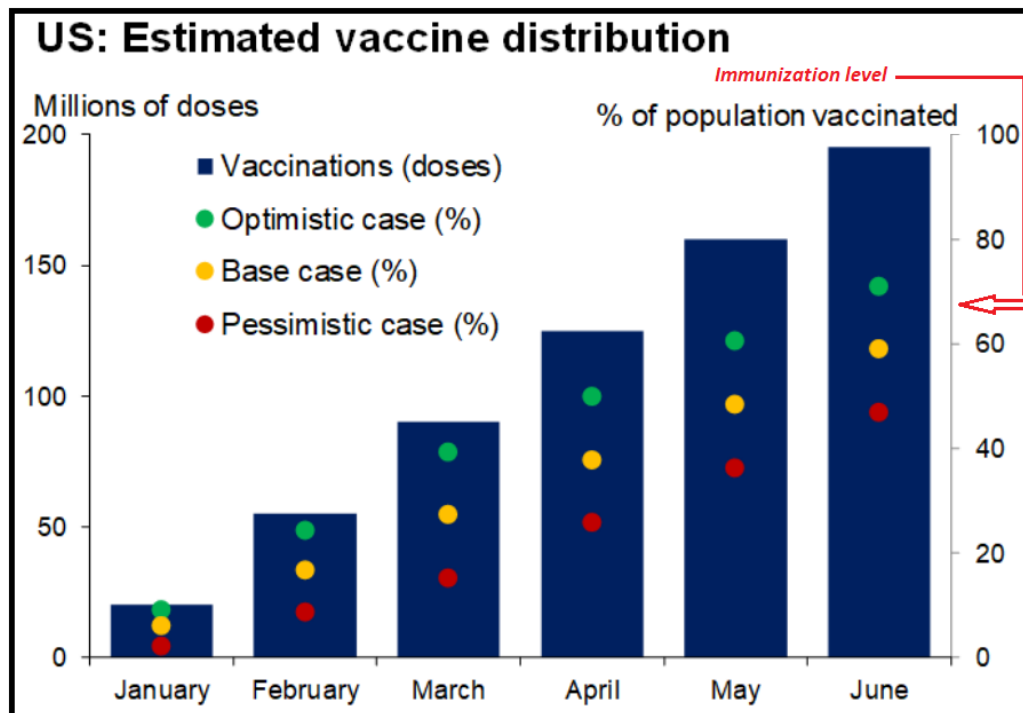
Vaccini: quali i tempi di impatto?

Most Scientists suggest 65/70% vaccine distribution needed

Research Team	% of Population Vaccinated to Achieve Herd Immunity
Michigan University Health	60-70%
Dr. Brian Garibaldi, medical director at Johns Hopkins's Biocontainment Unit	65-70%
CitiBank Analysts	≥70%
Alli Mokdad, professor of global health at the Institute for Health metrics and Evaluation (IHME) at the University of Washington	≥70%
Amesh Adalja, scholar for Johns Hopkins Center for Health Security	≥70%
Tom Britton, Frank Ball, Pieter Trapman	≥43%

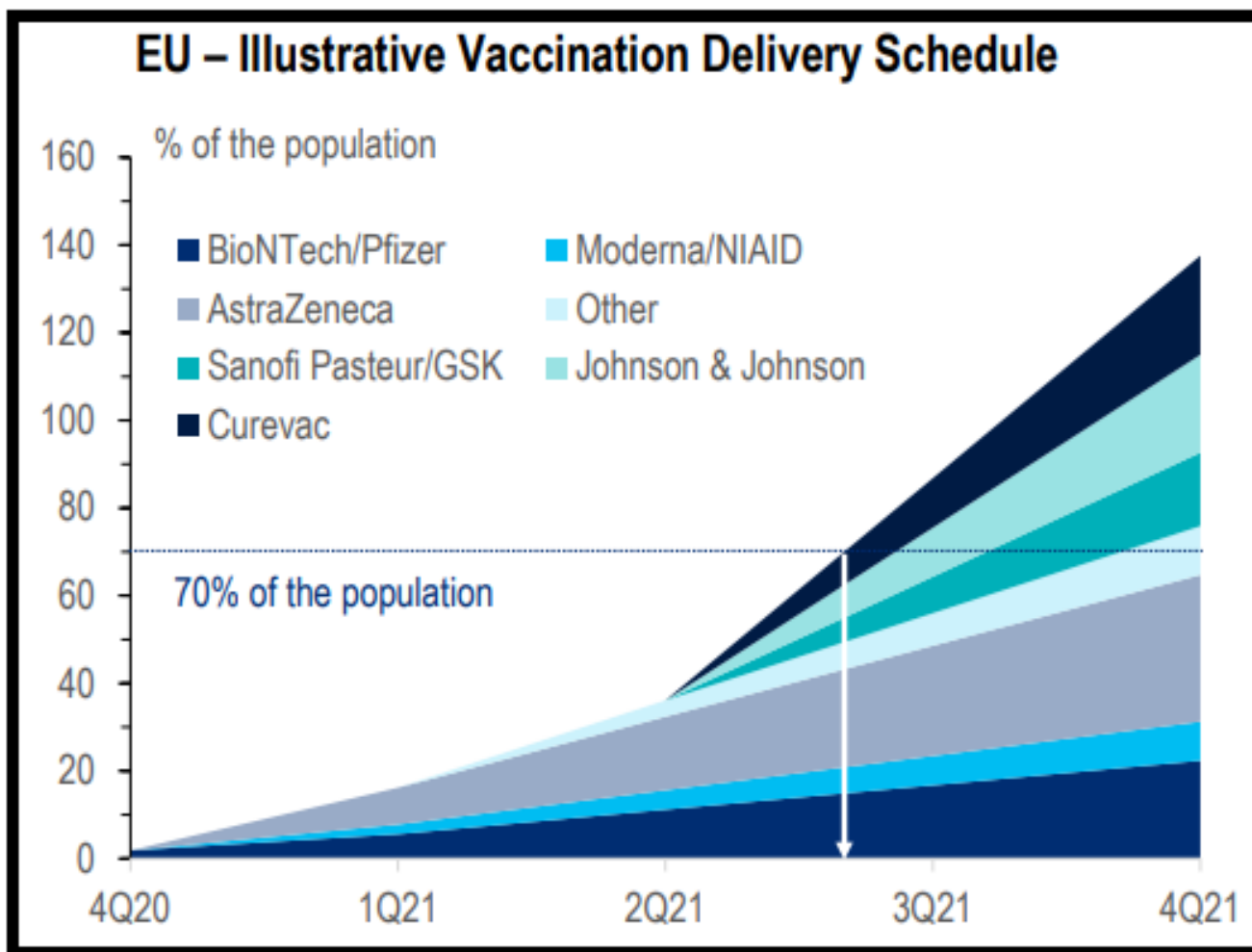
- Avendo gli USA ordinato 200 mln di dosi da Pfizer e Moderna, l'immunizzazione si basa, come per altri paesi, su prodotti che ancora non hanno terminato l'iter, e la cui efficacia è più dubbia
- La **distribuzione** dovrebbe prendere momentum a Febbraio con inizio di somministrazione alla parte di popolazione che non può lavorare in remoto
- Aprile e Maggio sono i mesi in cui il vaccino diventerà disponibile in ampio dosaggio, con la possibilità di **immunizzare la popolazione entro Giugno/Luglio**

- In questi giorni stanno **iniziando le vaccinazioni** in U.K., Canada, Russia e a breve dovrebbero iniziare in US, mentre in Eurozone non inizieranno prima di Gennaio inoltrato nella migliore delle ipotesi.
- La comunità scientifica sembra generalmente d'accordo nell'indicare in un **65/70% la percentuale di vaccinazioni necessaria ad ottenere l'immunità di gregge**, con i livelli di efficacia dei prodotti attualmente a disposizione





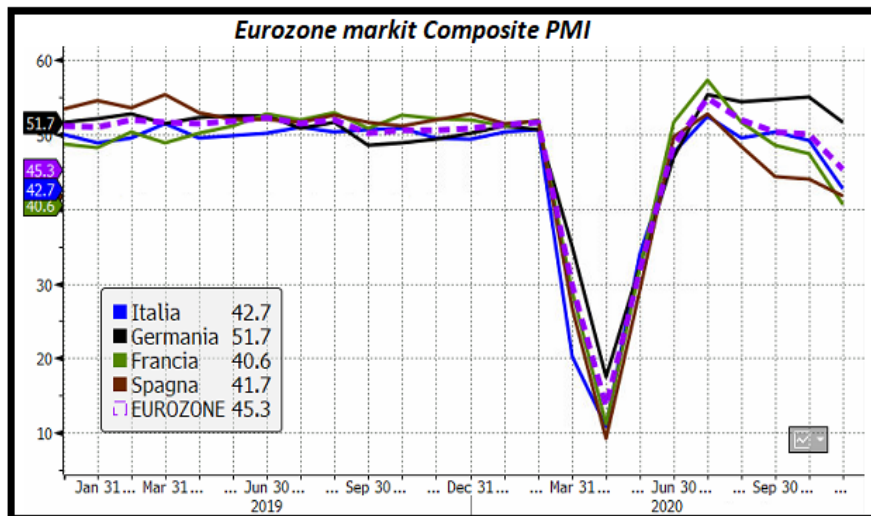
Situazione contagi: in miglioramento ma non stabilizzata



- L'Eurozona è in ritardo rispetto agli USA nel processo di approvazione dei vaccini, che non verranno distribuiti prima di Gennaio inoltrato.
- Inoltre i preordini sui primi 2 vaccini approvati sono di entità inferiore, il che espone a maggiori rischi di **rinvii dell'approvvigionamento**
- Infine vi è la maggiore incertezza legata alle **differenti politiche** dei singoli stati
- Citigroup posiziona quindi **la soglia di raggiungimento dell'immunizzazione** della popolazione nella **seconda metà del terzo trimestre**. Ciò costringerà le autorità a mantenere la guardia elevata per tutta la prima metà del 2021.

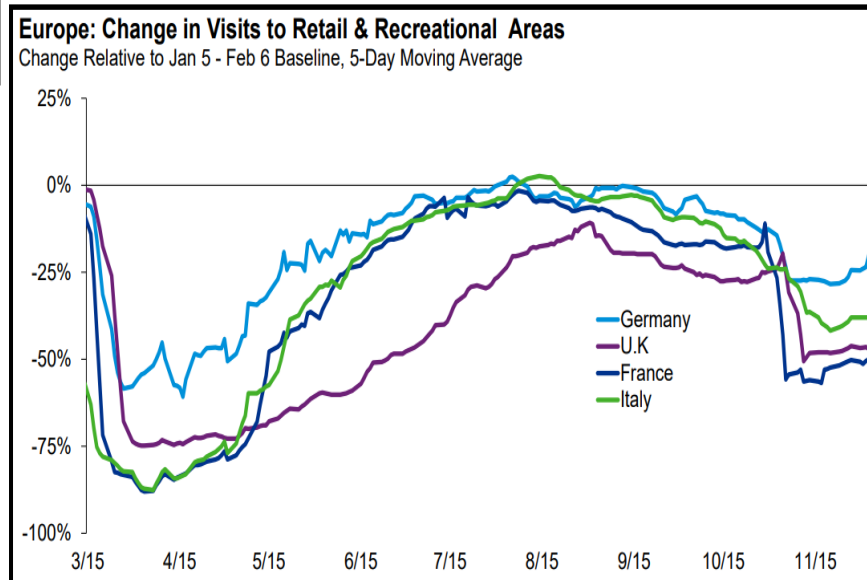


Eurozone: Double dip e un primo trimestre 2021 difficile



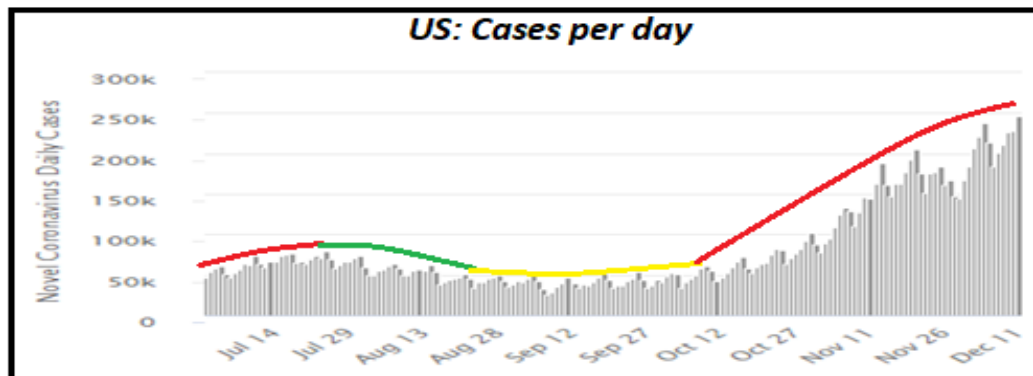
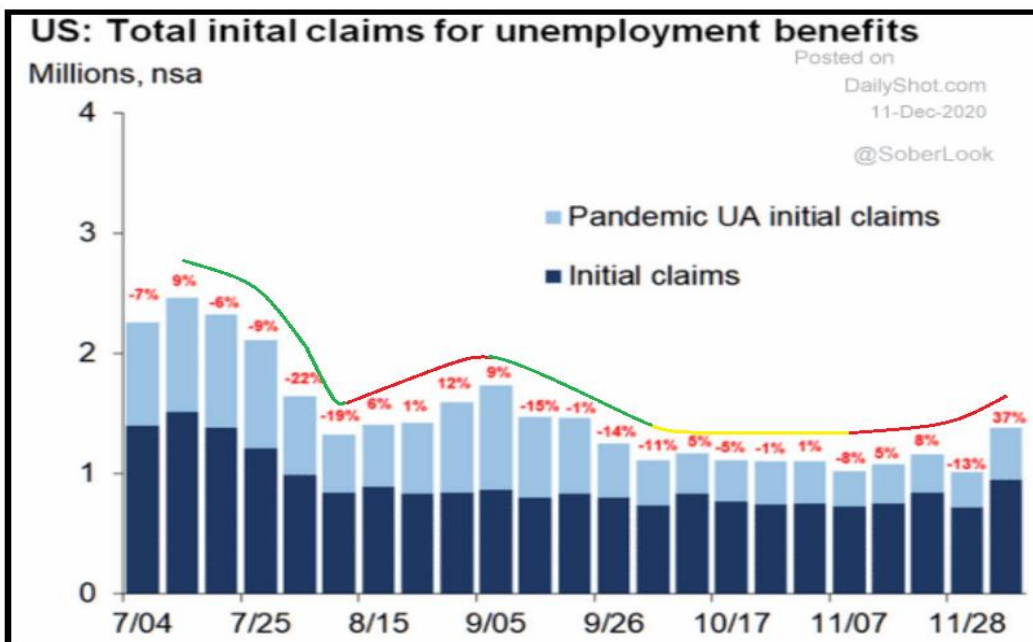
- La necessità di mantenere le misure di contenimento **attive per tutto l'inverno** continuerà comunque a frenare la ripresa. Dopo il double dip del quarto trimestre, il **primo trimestre del 2021** potrebbe mostrare nella migliore delle ipotesi **un tasso di crescita marginale o moderato**
- Il recente **rialzo della divisa unica** costituisce un modesto ulteriore ostacolo alla crescita Eurozone nel primo trimestre dell'2021
- E sussiste l'**incognita Brexit**. La soluzione sarà presumibilmente un **accordo in extremis di portata ridotta**.
- La minor reattività dell'economia del vecchio continente e i tempi più lunghi per il raggiungimento dell'immunità di gregge produrranno una prima metà del 2021 poco brillante.

- In Eurozone la seconda ondata ha preso momentum in Ottobre, e fatto quello che per il momento è il **picco** a inizio Novembre.
- Uno sguardo ai PMI e ai dati ad alta frequenza mostra che **l'impatto sul ciclo si è dispiegato interamente proprio a Novembre**, quando le misure di contenimento hanno iniziato a mordere
- I dati mostrano chiaramente che **le economie hanno sopportato molto meglio questi lockdown più mirati e blandi**. Questo si deve in parte anche agli **scemi a supporto dell'economia**, assenti in occasione del primo lockdown.





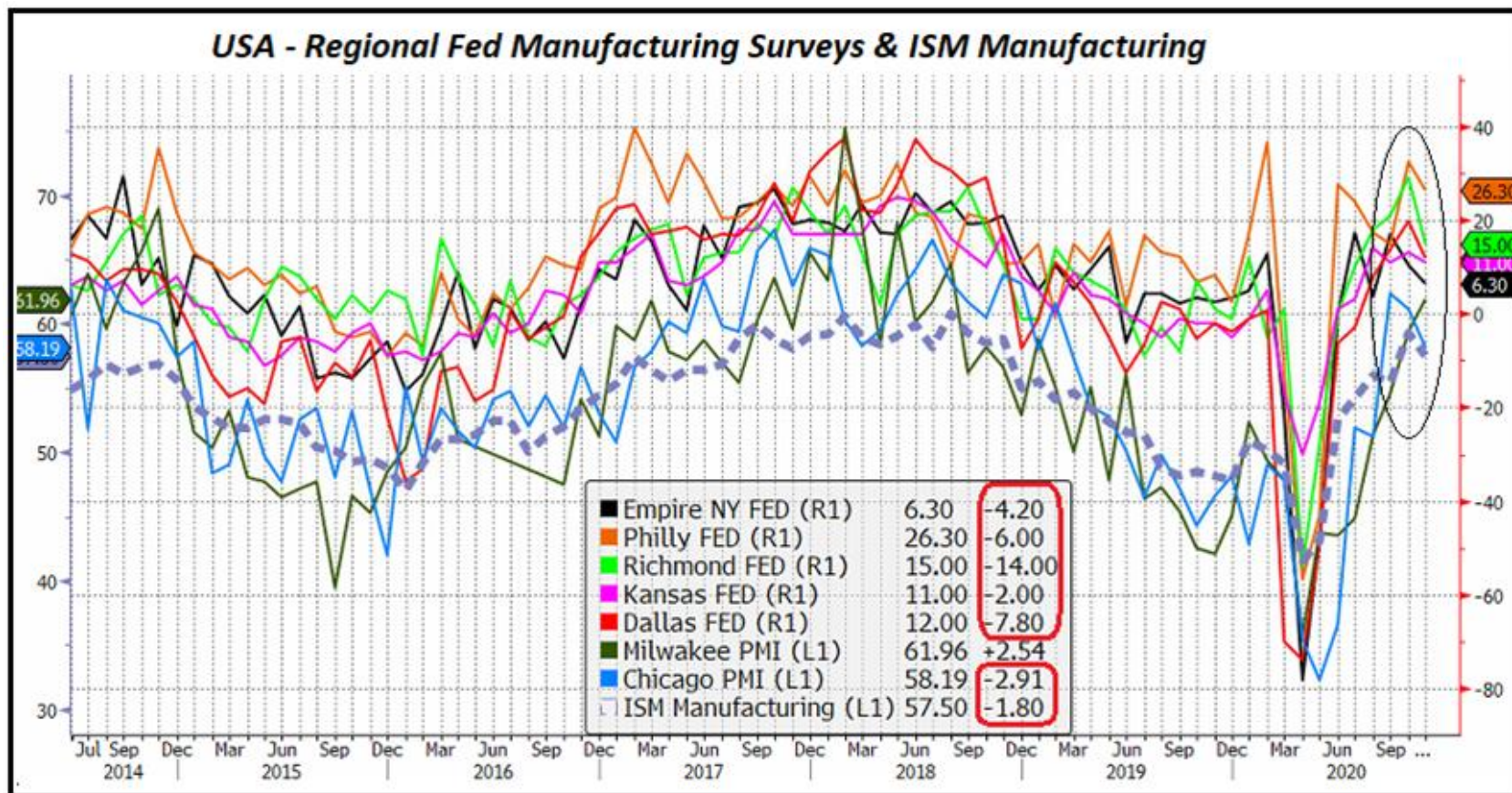
US: segnali di rallentamento del mercato del lavoro?



- L'economia USA ha mostrato una **straordinaria resilienza** alla seconda e terza ondata dell'epidemia. Il livello di attività economica è rimasto sorprendentemente elevato in estate, e anche in autunno, nonostante l'accelerazione del Covid
- Questa forza è dovuta almeno in parte all' **eccezionale stimolo fiscale e monetario** erogato nei primi 3 trimestri del 2020.
- Recentemente però alcuni dati stanno cominciando a mostrare **segnali di deterioramento**:
 1. I sussidi di disoccupazione hanno cominciato a salire, segno di un **indebolimento del mercato del lavoro** confermato anche da altri indicatori, e dal labour market report di Novembre, uscito la metà del consenso
 2. La **consumer confidence** ha ripreso a calare, in particolare la componente expectations
 3. Anche le **retail sales** di ottobre avevano dato un moderato segnale di perdita di momentum
- In base all'esperienza europea, potrebbe essere Dicembre il mese in cui gli effetti della terza ondata si dispiegano interamente sull'economia americana



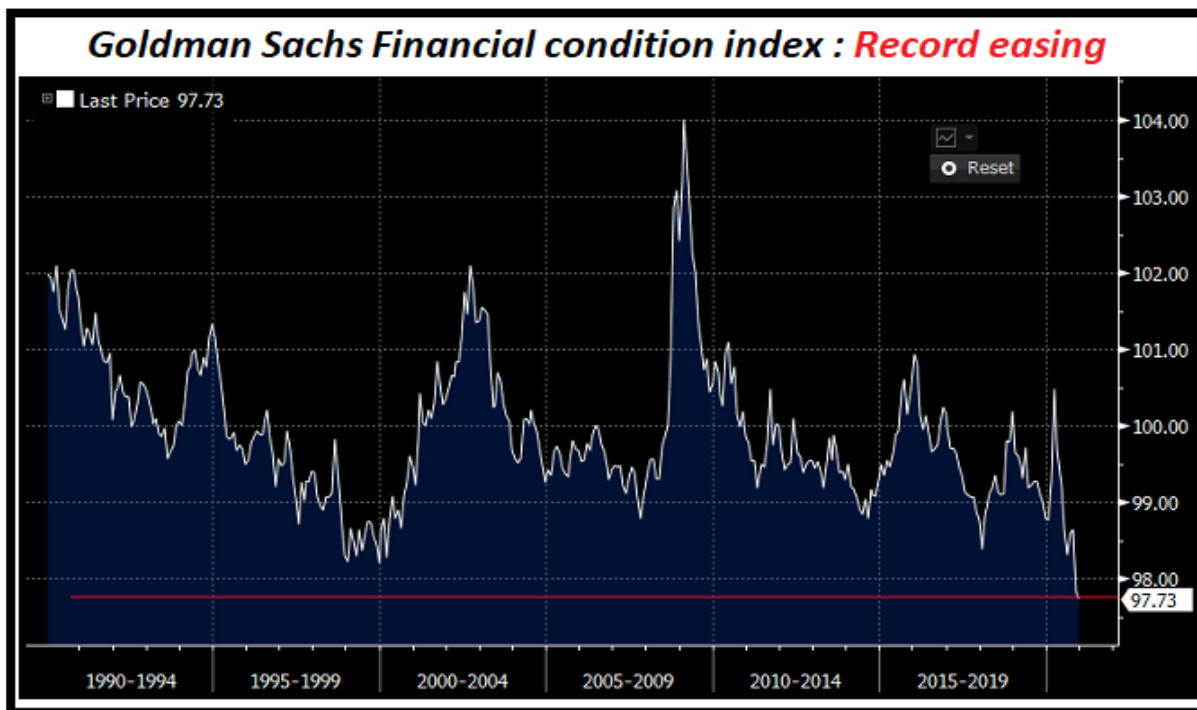
US: primi segnali di perdita di momentum dell'attività.



- In effetti le survey manifatturiere regionali e l'ISM hanno iniziato a dare i **primi segnali univoci di debolezza** il mese scorso (come avvenuto in Eurozone a Ottobre) ed il deterioramento potrebbe accelerare questo mese.



FED: all'erta, ma difficilmente agirà al prossimo meeting.

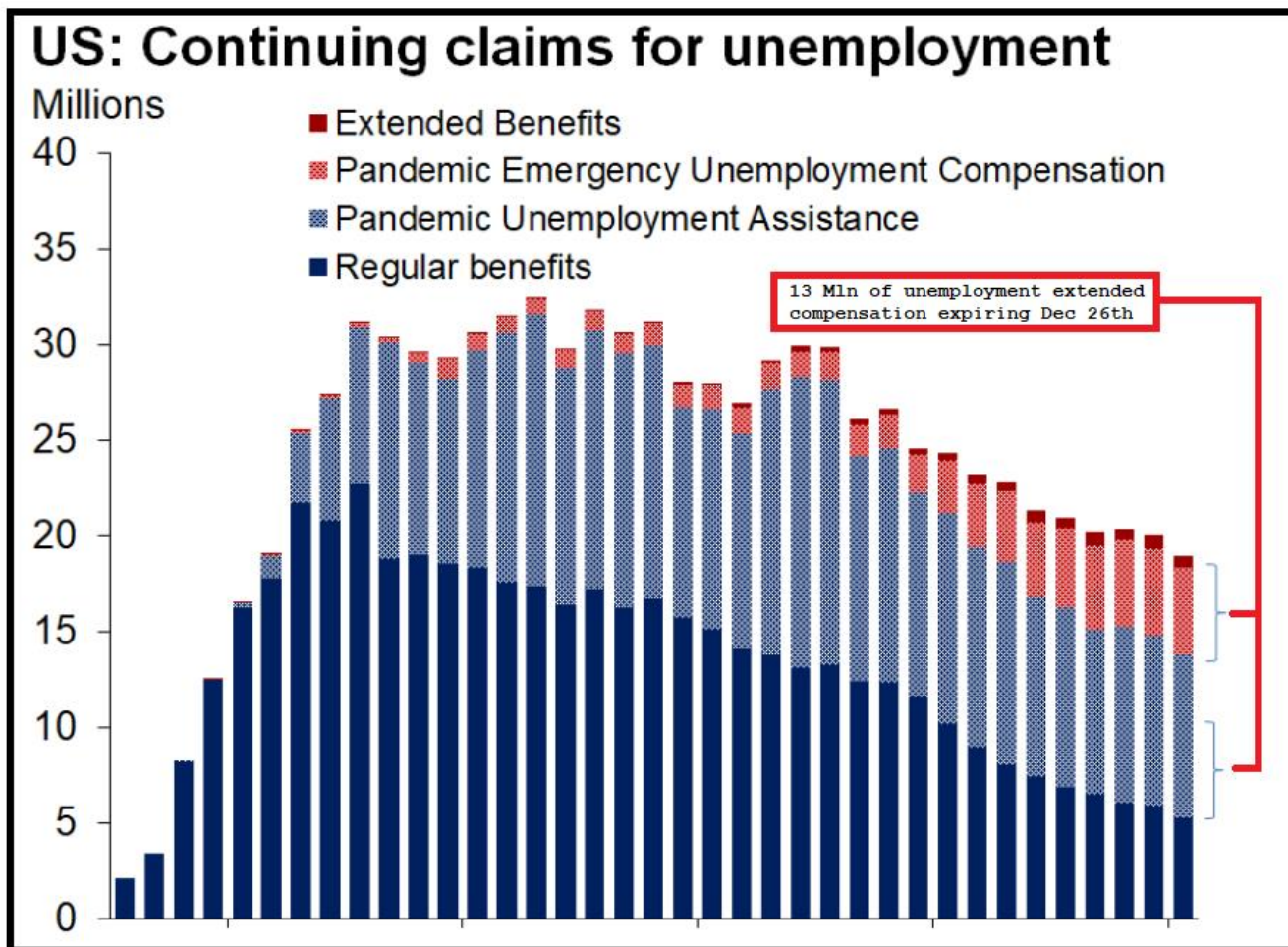


- La Fed ha ripetutamente sottolineato i **rischi al ribasso** dell'attuale quadro, e chiarito che riguardo i vaccini permangono incognite legate a produzione distribuzione
- Ciò detto le **aspettative di azione del consenso** (un aumento della duration degli acquisti) sembrano **esagerate**
- Intanto le **condizioni finanziarie sono estremamente espansive**, come mostra il modello di Goldman Sachs
- Ulteriore easing in questa fase leverebbe la pressione a deliverare al Congresso, sul piano fiscale, esattamente al momento sbagliato

- In ogni caso **l'easing agisce con un ritardo**. L'impatto di una modifica dell'attuale policy mix si manifesterebbe in primavera, quando un nuovo pacchetto di stimolo fiscale sarà probabilmente stato varato, e l'avvento dei vaccini potrebbe essere sul punto di modificare il quadro macro. L'unico effetto immediato in questa fase sarebbe di far salire ulteriormente la borsa, che è già ai massimi storici, e con un livello di euforia elevato.
- La **retorica recente** dei membri FED **non sembra suggerire un'azione imminente**. A questo meeting il FOMC dovrà pubblicare le nuove projections, che fattorizzeranno in una certa misura **le news positive sui vaccini**
- In sostanza, nonostante i segnali di deterioramento del quadro macro, **le attese di un'azione FED immediata sembrano mal riposte**



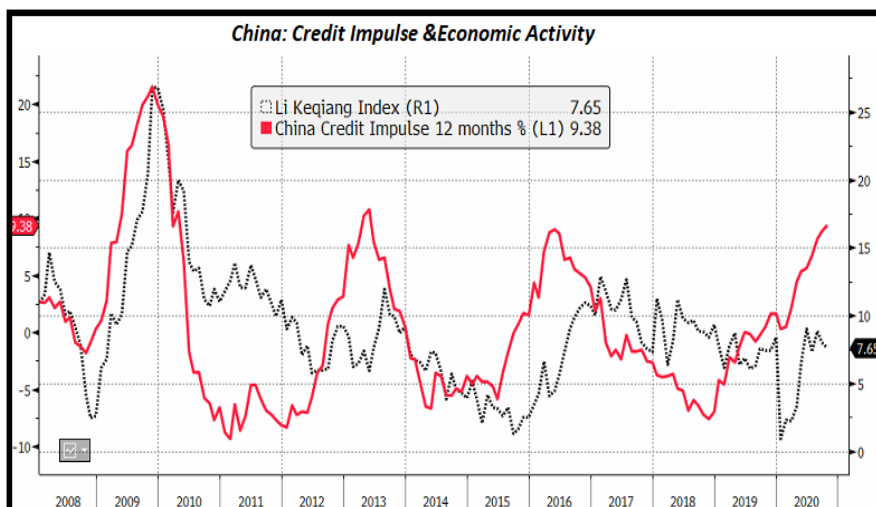
Stimolo fiscale: quanto basta per evitare il fiscal cliff



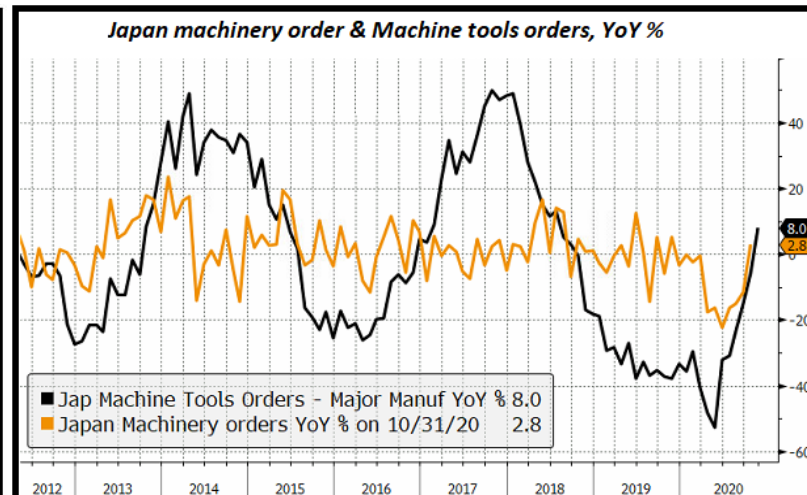
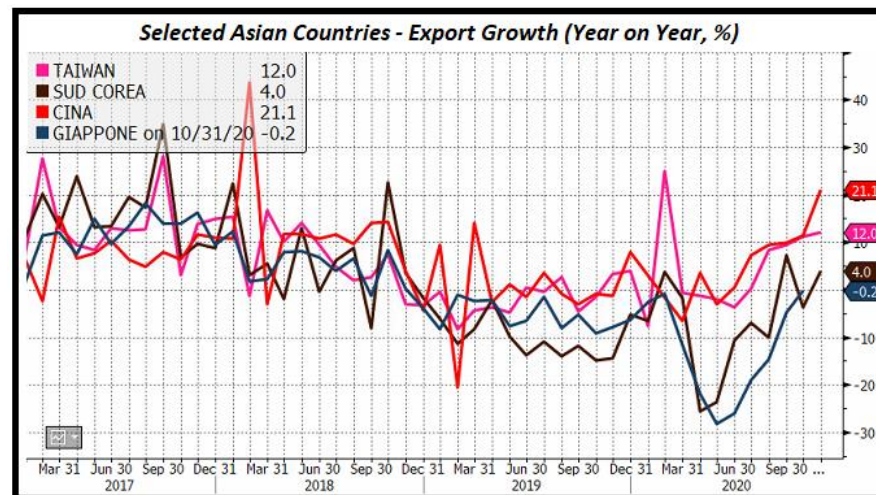
- In assenza di un accordo fiscale entro fine anno, **13 milioni di disoccupati perderanno il sussidio**: gli effetti sull'economia sarebbero pesanti
- Per questo motivo le parti stanno cercando freneticamente un accordo, nonostante forti divergenze e l'incombere dei ballottaggi in Georgia, che assegneranno la maggioranza al Senato
- La strategia seguita per ottenere un deal è di **accordarsi sulle parti meno controverse**, lasciando il resto a successive negoziazioni
- **Quindi l'accordo ci sarà**. Ma sarà appena sufficiente a evitare un crollo dell'impulso fiscale, mentre sul resto la lotta potrebbe protrarsi per mesi



Asia: meno Covid, più stimolo

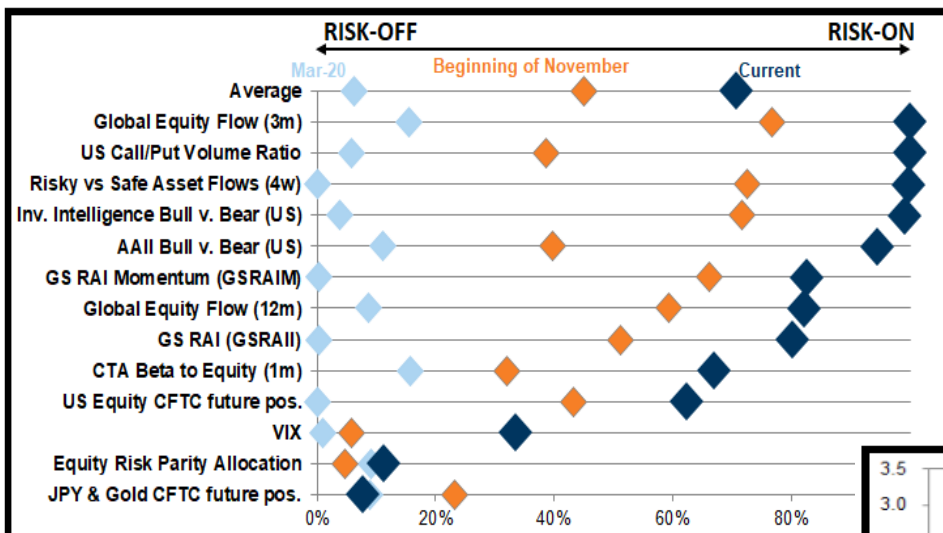


- Un quadro epidemiologico benigno (Cina, Giappone, Sud Corea) o in miglioramento (India) sta producendo un buon rimbalzo congiunturale in Asia.
- Forte contributo è venuto dall'abbondante stimolo in Cina (vedi credit impulse) e Giappone, e dal recupero del manifatturiero e del tech che hanno favorito i paesi esportatori, come si nota dalla rinascita delle esportazioni
- Chiaramente, l'avvento dei vaccini offrirà minor supporto nelle aree dove il Covid ha fatto meno danni (anche perché in molti emergenti arriveranno dopo). Ma questa è una storia per la seconda metà del 2021
- Gli afflussi di capitali costringeranno le banche centrali dell'area a mantenere politiche monetarie espansive per evitare eccessivi apprezzamenti delle divise



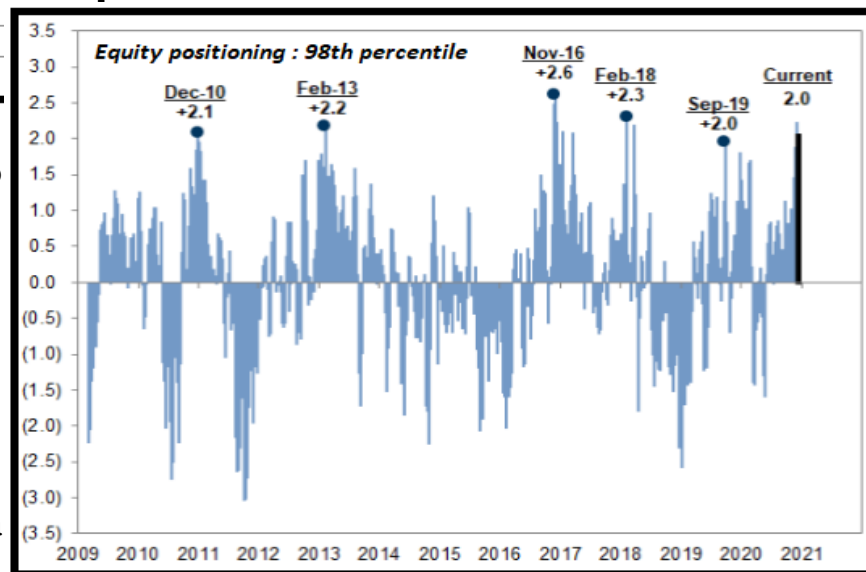


Sentiment e positioning: Sempre più estesi



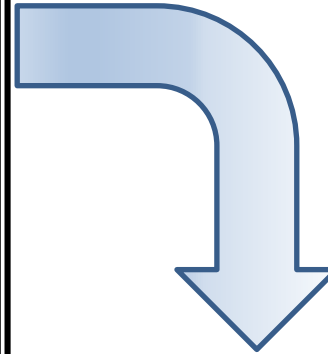
- L'azionario USA ha guardato oltre le problematiche di breve, alla ripresa dell'anno prossimo prodotta dall'avvento dei vaccini. La ripartenza autunnale dell'epidemia e il rischio di un crollo dello stimolo fiscale sono stati finora ignorati.
- Questa situazione di eccesso di ottimismo è illustrata da un numero elevato di indicatori oltre il 95mo percentile. A segnalare prudenza solo il livello del Vix e quello di asset rifugio il cui valori segnaletici però per un motivo o per l'altro si sono ridotti: In effetti lo Yen non è più l'unica divisa usata per finanziare i carry trades e l'oro risente

- Il positioning è 2 Standard Deviations sopra la media secondo il modello di Goldman Sachs, un livello raggiunto altre 5 volte negli ultimi 10 anni.
- Con ogni probabilità queste letture riflettono il livello eccezionalmente accomodante della politica monetaria e l'attesa di una forte ripresa tra un paio di trimestri, quando interverrà la normalizzazione
- Peraltro, solitamente questi livelli di positioning e sentiment hanno portato a modeste correzioni, in particolare quando hanno incontrato fasi di rallentamento ciclico (come quella che stiamo attraversando).
- Questa condizione è presente ormai da qualche settimana senza grossi esiti, ma nemmeno progressi significativi



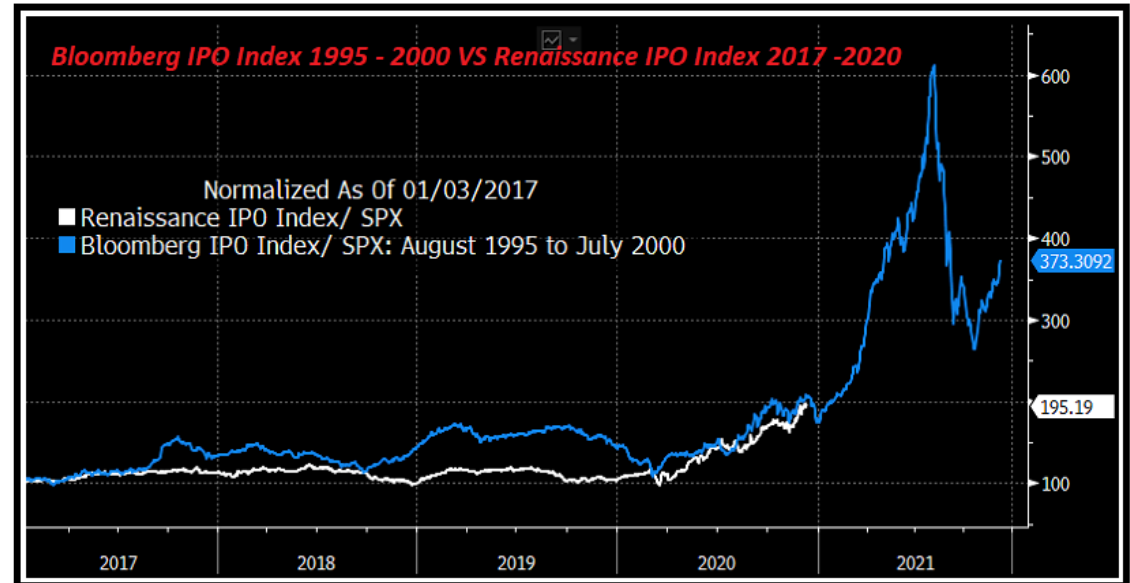


Il mercato delle IPO mostra una price action da bolla (1/2)



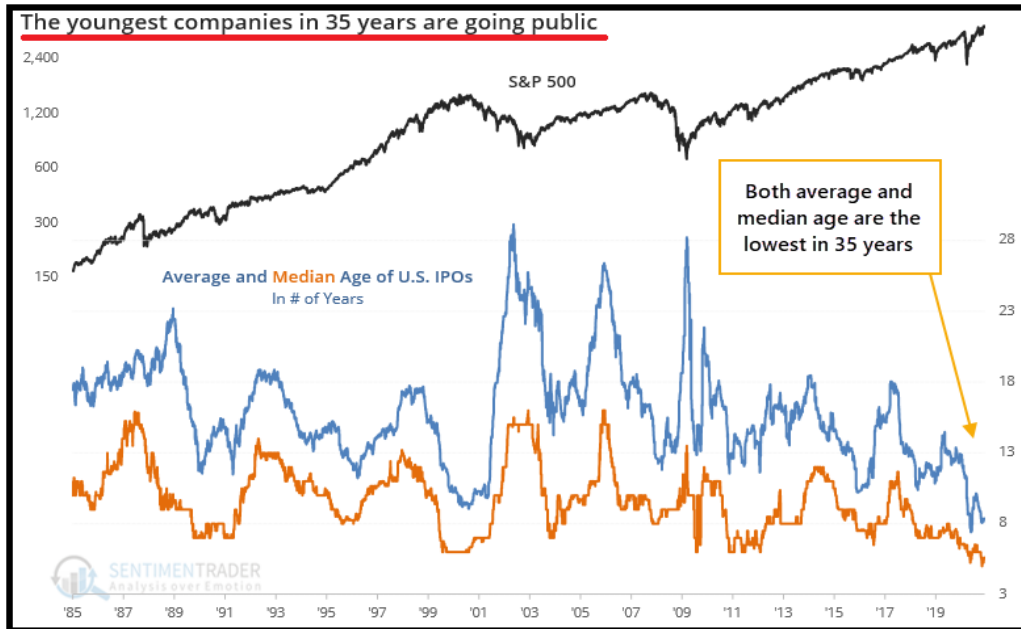
- Nelle ultime settimane la performance stellare di alcune aziende appena quotate ha portato alla ribalta l'effervescente **mercato delle IPO**
- Gli ultimi nomi hanno messo a segno balzi di oltre il 100% al debutto, a prescindere dal business in cui operano
- L'indice di riferimento, *Renaissance IPO* guadagna il 110% da inizio anno

- L'esuberanza del mercato delle IPO richiama ovviamente il **medesimo fenomeno osservato nei tardi anni '90**, nel pieno della bolla tecnologica.
- Il confronto del Renaissance index con l'indice Bloomberg delle IPO dell'epoca mostra un'interessante analogia.
- Sulla base del precedente di 20 anni fa possiamo trarre 2 conclusioni
 1. **Il fenomeno non è minimamente vicino alla conclusione**, anzi andiamo verso una fase ancora più esplosiva che potrebbe protrarsi alcuni trimestri
 2. Il picco del fenomeno dovrebbe marcare un **importante top** del mercato azionario USA



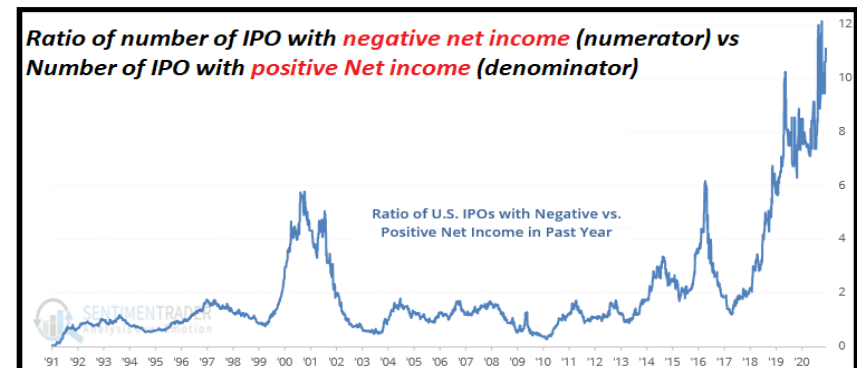


Il mercato delle IPO mostra una price action da bolla (2/2)



- Volendo evidenziare differenze tra il 2000 e la situazione attuale, osserviamo che 20 anni fa la FED stava alzando i tassi con continuità e avrebbe raggiunto il 6,5% a Maggio 2000. In questo caso i tassi sono a zero o negativi quasi ovunque, e si parla di ulteriore stimolo monetario e fiscale. In questo senso **il mercato azionario ha un ostacolo in meno.**
- Ma se l'attuale corsa delle IPO non ha ancora coperto nemmeno la metà di quella degli anni 2000, vi sono altre misure in base alle quali la ha già superata:
 1. La «gioinezza» delle aziende che si quotano
 2. Il ratio tra aziende ancora in perdita e quelle che già producono profitti

- Si tratta di sviluppi preoccupanti, che mostrano che il livello di euforia è tale che i bankers possono offrire candidati senza track record ne storia di utili, perché tanto gli investitori si gettano su qualsiasi proposta
- In altre parole **il processo per cui la meccanismo per cui la forza domanda di un asset induce un offerta di qualità decrescente è già ad un livello assai avanzato.**
- Conclusione: **La bolla sta iniziando**, continuerà per qualche tempo, ma **non finirà diversamente dalle precedenti.**





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. La fase di prese di beneficio sul settore tech potrebbe continuare. Lasciamo a **neutral l'azionario europeo** ritenendo che il picco della seconda ondata dei contagi potrebbe essere alle spalle, e che la natura più ciclica e value dei listini del vecchio continente potrebbe continuare ad attirare flussi in entrata in questa fase.
- 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. Manteniamo a **overweight l'azionario giapponese**, alla luce dei segnali di ripresa dell'economia, del ridotto rischio Covid in raffronto agli altri paesi industrializzati, e dell'ulteriore stimolo fiscale. Inoltre le aziende giapponesi sono ben posizionate per beneficiare della ripresa globale, più avanti nel 2021. Manteniamo 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. Manteniamo 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.
- Portiamo a **overweight 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. Crediamo che nel breve una fase di risk aversion potrebbe sostenere i corsi, e che comunque al momento l'1% di rendimento sia una barriera insuperabile. Lasciamo a **overweight i treasuries inflation linked**, 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, e a **overweight** quello in **valuta locale**, con l'idea che le divise emergenti si apprezzeranno nel 2021 con la ripartenza dei carry trade.



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**.
- Portiamo a **overweight i subordinati finanziari europei**. L'EBA (European Banking Authority) ha varato molte misure complementari a favore delle banche. Larga parte di questi provvedimenti è a carattere temporaneo, ma sono anche allo studio soluzioni per contrastare l'inevitabile aumento delle sofferenze nei bilanci bancari. Crediamo che gli spreads possano beneficiare di questi sviluppi. Riteniamo che sui livelli attuali i **finanziari senior area €** siano correttamente valutati, ragion per cui li lasciamo a **neutral**.
- Riguardo i cambi, Lasciamo 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. Lasciamo 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 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.



Giudizi sintetici

Azionario		Obbligazionario governativo	
US	▼	US	▲ upgrade
Area euro	■	Area euro core	■
Italia	■	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.	▲ upgrade
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.