

2021

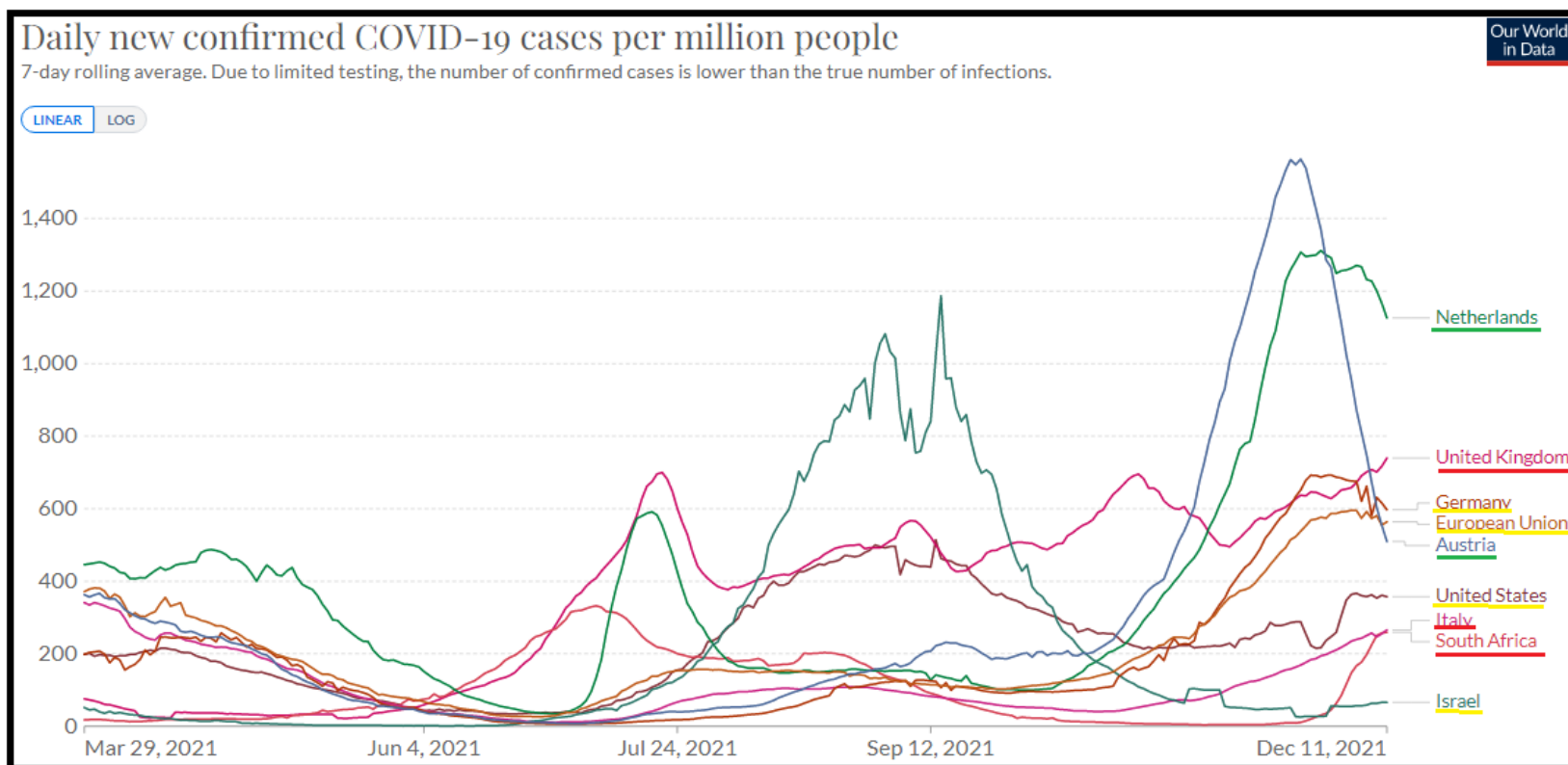
Anthilia  
Capital Partners  
SGR

Analisi di scenario  
Dicembre 2021





## Covid: la situazione si complica ulteriormente



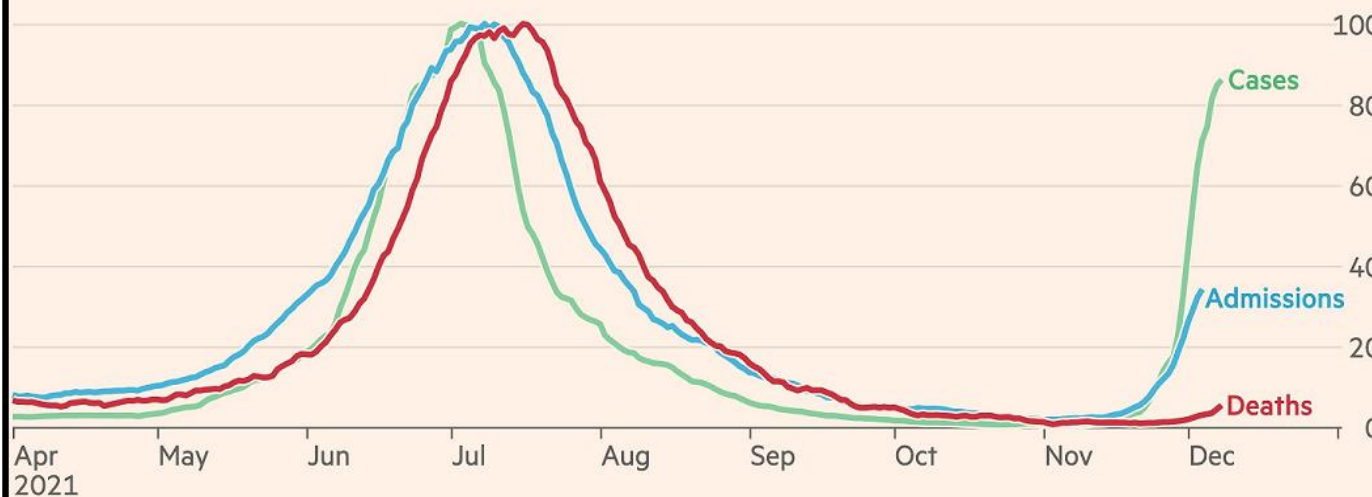
- **La situazione sui contagi Covid nei principali paesi risulta a prima vista complessa.** Laddove le ondate erano più forti in autunno (ES: Austria, Olanda) si nota un significativo miglioramento. Nel meridione dell'Eurozona siamo ancora indietro, con casi in aumento in Spagna, Italia e anche Francia. In US la situazione è di stallo mentre U.K. non trova pace, il che è in generale un monito che le inversioni di tendenza possono essere transitorie
- Purtroppo, su questo stato di cose, si innesta la novità della **variante Omicron**, che già sta facendo lievitare i casi in Sud Africa



## Variante Omicron: molto più contagiosa, ma meno letale?

Gauteng's Omicron wave has lower rates of hospitalisation and death than past waves, a sign that immunity may be protecting against severe disease

Cases, Covid-positive hospital admissions and deaths in Gauteng\*, each as a share of Delta peak (%)



\*Cases are by specimen date, deaths by date of occurrence, both adjusted for reporting lags in recent days

Source: FT analysis of data from South Africa's National Institute for Communicable Diseases and Louis Rossouw

FT graphic by John Burn-Murdoch / @jburnmurdoch

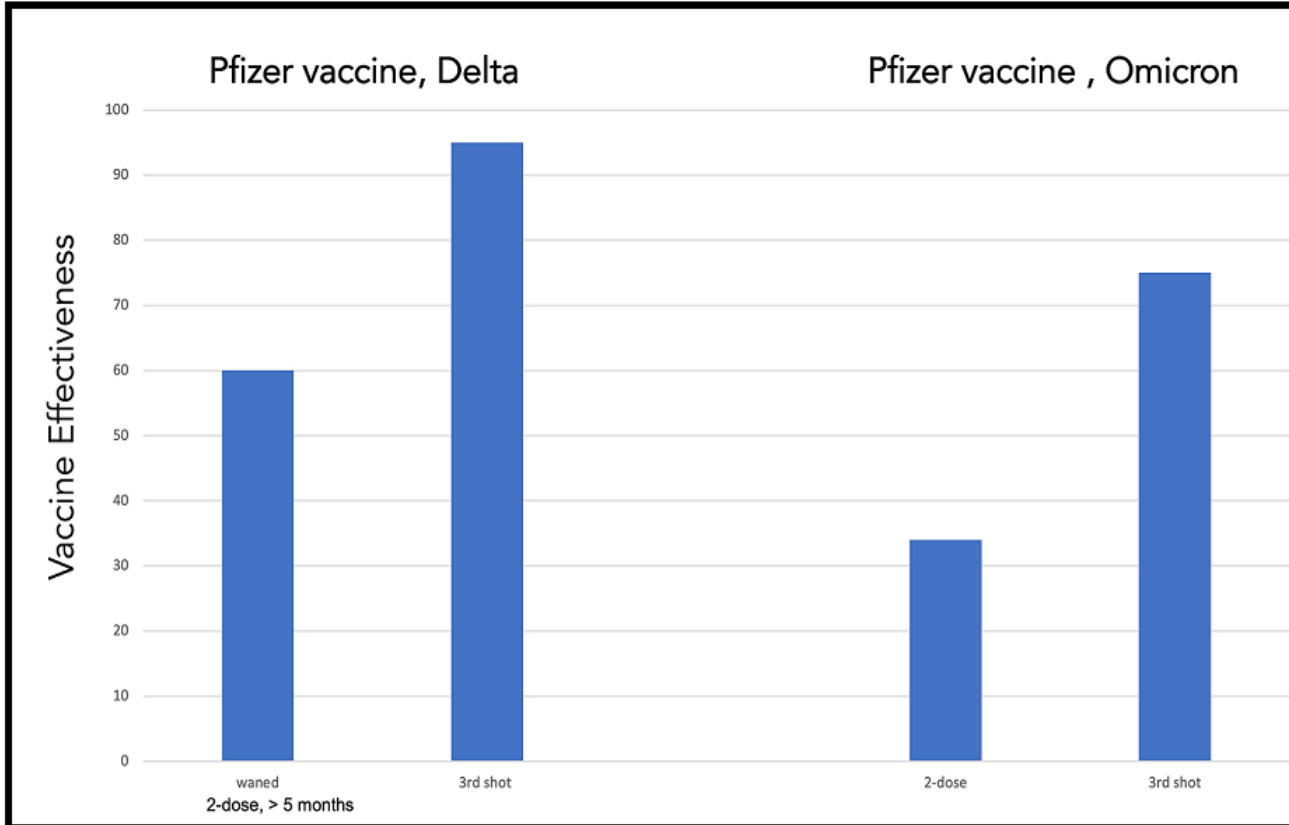
© FT

- La rapidità con cui la nuova **variante Omicron** si sta diffondendo in Sud Africa (e non solo) lascia intendere come questa sia **molto più contagiosa della Delta**, che ha dominato gli ultimi mesi nei principali paesi.
- Alcuni studi preliminari indicano che **l'indice di trasmissibilità di Omicron è tra le 3 e le 4 volte quello della Delta** (3.2X secondo uno studio della UK Health Security Agency).

- Peraltro, un paragone con le precedenti ondate mostra che effettivamente **i tassi di ospedalizzazione e decesso di Omicron risultano molto inferiori rispetto anche alla Delta**. Sono ancora numeri preliminari, ma sembra assai improbabile che i decessi raggiungeranno il picco del 100% di quelli osservati con la Delta in rapporto ai casi.



## Altre bad news sulla variante Omicron



- I numeri sono ancora ridotti, tali da non consentire un valutazioni puntuali. Ma dalle analisi risulta evidente come la **variante Omicron** abbia anche un elevata «**immune escape**»:
  1. Il **tasso di reinfezione** è un multiplo della **Delta** (2,5X in Sud Africa, 3-8X secondo i primi dati di UK Health Security Agency
  2. L'efficacia dei vaccini cala parecchio

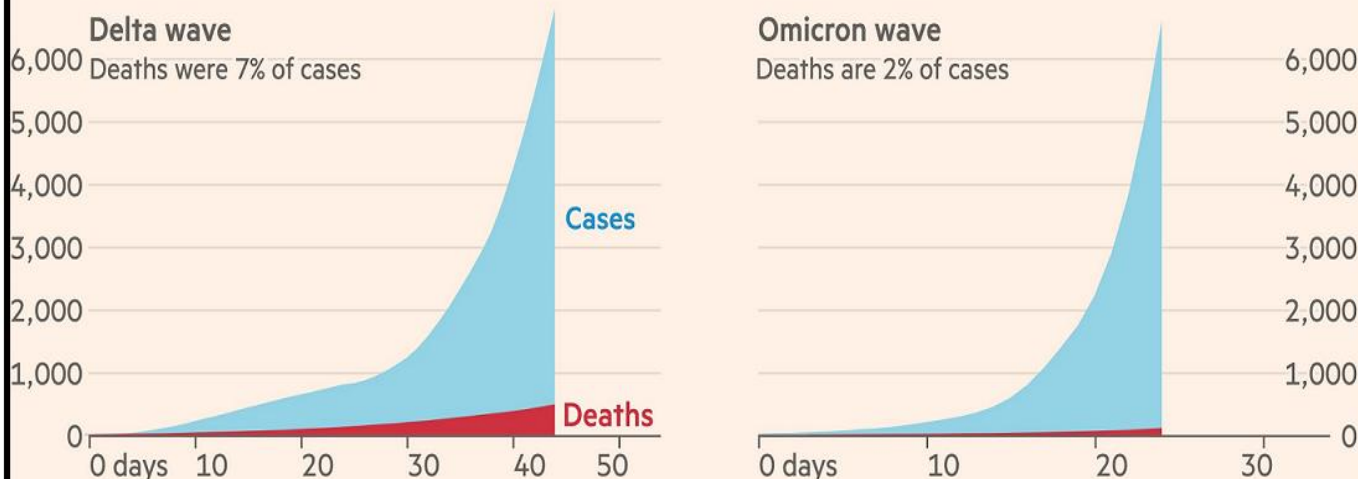
- I dati di Pfizer segnalano che l'efficacia del vaccino a Mrna (2 dosi) cala a meno del 40%, contro un 60% residuo a 5/6 mesi. **La terza dose la riporta al 75%.**
- L'efficacia di Astra Zeneca apparentemente diventa nulla con la variante Omicron.



## Effettivamente ospedalizzazioni e decessi sono inferiori all'ondata precedente

After adjusting for the different pace of the two waves and the lag between cases and deaths, case-fatality rates do appear to have fallen

Cumulative cases and deaths (adjusted for lag\*) in Gauteng, by number of days into each wave



\*Cumulative cases are shifted backwards to show the figure as it stood 13 days earlier, to account for the lag between cases and deaths

Source: FT analysis of data from South Africa's National Institute for Communicable Diseases and Louis Rossouw

FT graphic by John Burn-Murdoch / @jburnmurdoch

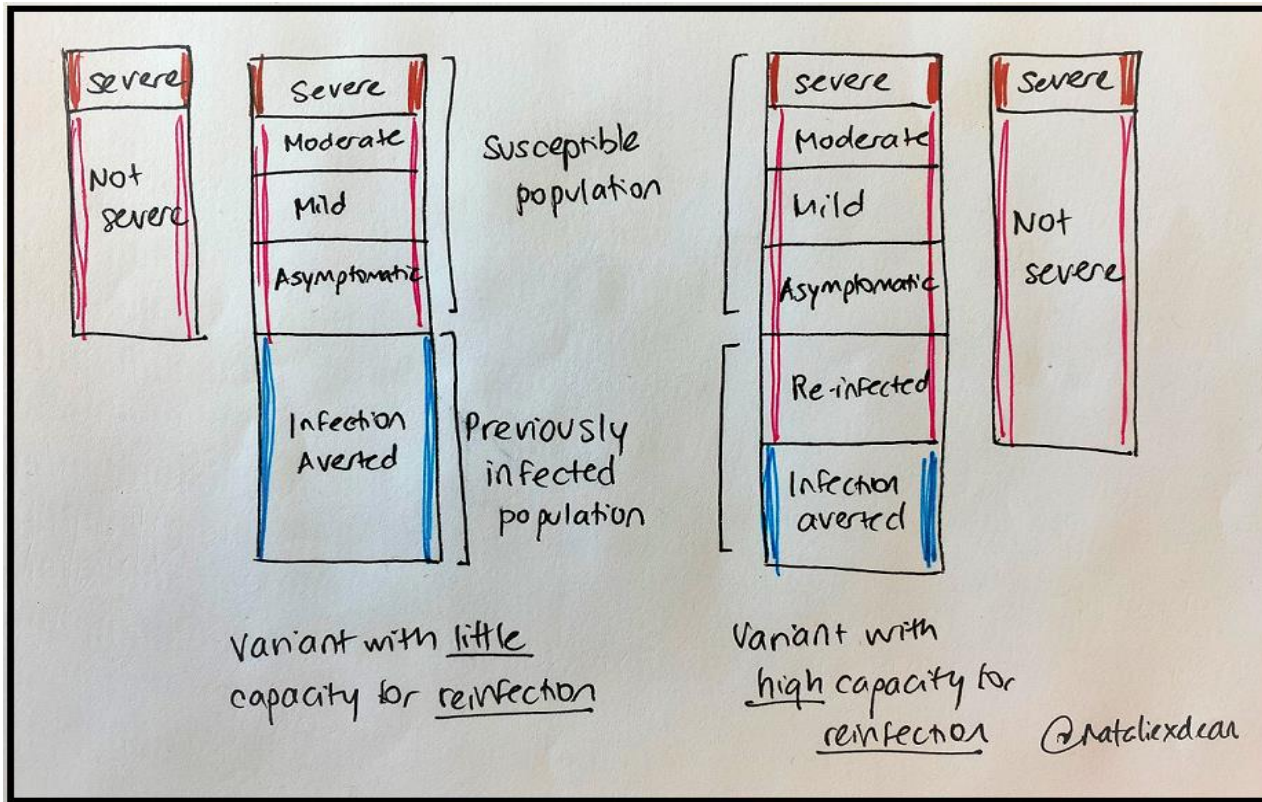
© FT

- L'effetto «lag» di ospedalizzazioni e decessi della variante Delta viene esaltato da **alcune distorsioni**:
  1. L'età più giovane dei contagiati che caratterizza la nuova ondata sudafricana
  2. La maggior rapidità del contagio fa sì che a parità di casi giornalieri l'accumulo risulti inferiore, e con esso la produzione di ospedalizzazioni e decessi

- Correggendo per questi effetti, resta però evidente un significativo calo del **case-fatality rate**, e in generale una minor percentuale di ospedalizzazioni, e ricoveri in terapia intensiva della variante Omicron rispetto alla Delta.



..ma è in gran parte un effetto dell' «immune escape»

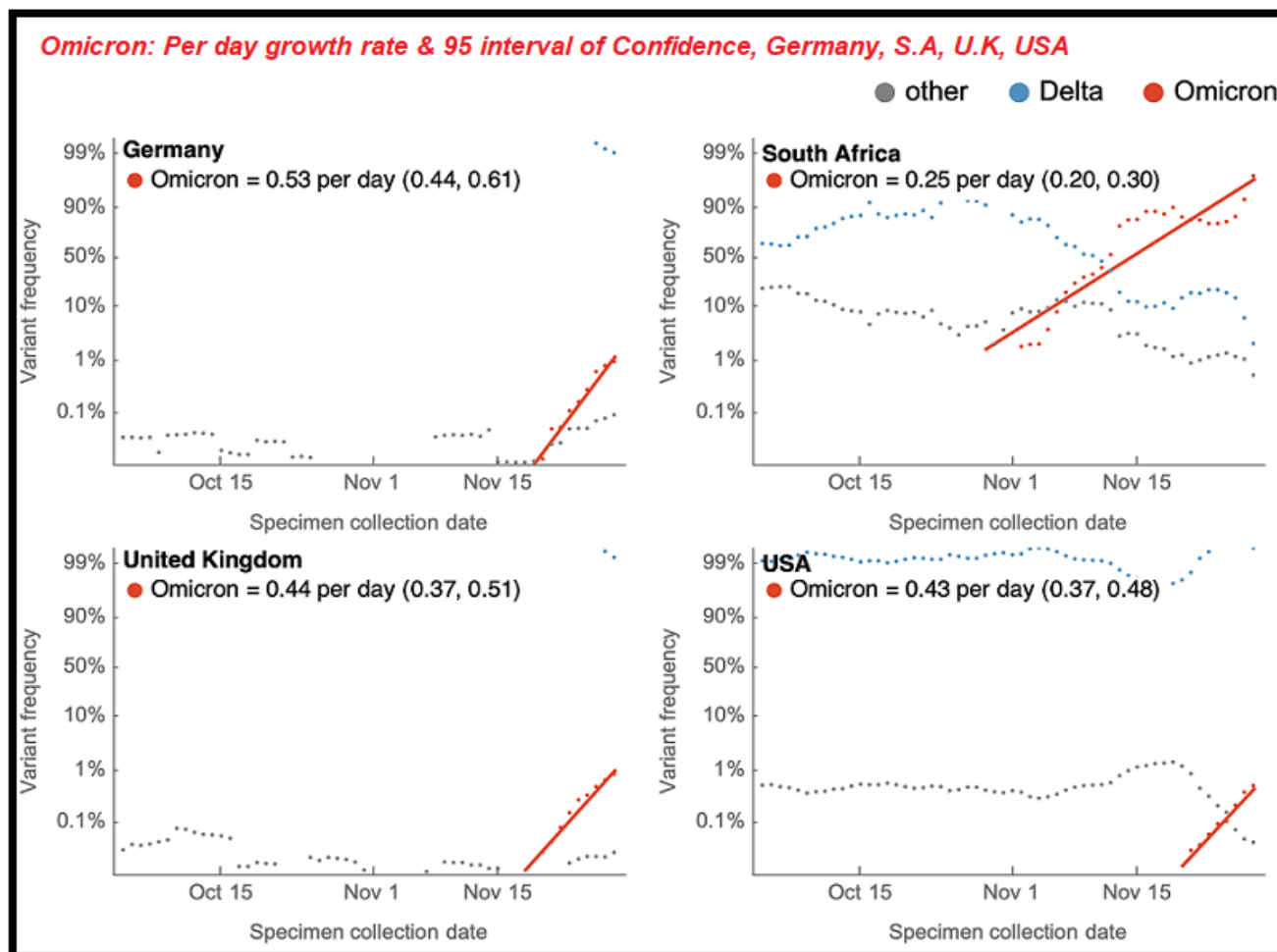


- La capacità della variante Omicron di aggirare, grazie alle sue mutazioni **gli anticorpi** e quindi **infettare i vaccinati e reinfettare chi ha già fatto la malattia** è alla base del basso numero di ospedalizzazioni e decessi.
- Infatti **queste 2 categorie (vaccinati e guariti) normalmente fanno una sintomatologia moderata e quindi vanno a gonfiare la statistica dei «mild / Asymptomatic»** producendo **una falsa aura di minor letalità**
- Una variante con minor «immune escape» conterebbe molti meno casi tra guariti e vaccinati.

- In realtà il calo del fatality rate è una costante del succedersi delle varianti, principalmente per il fatto che ogni variante successiva va a impattare su una popolazione maggiormente immunizzata, grazie a aumento dei tassi di vaccinazione, terze dosi e aumento del numero di guariti.
- **E' ancora presto per valutare l'effettiva severità della variante Omicron.** Ciò detto, è anche vero che l'impatto dell'abbondanza di casi è mitigato da un'ampia percentuale di mild/asymptomatic



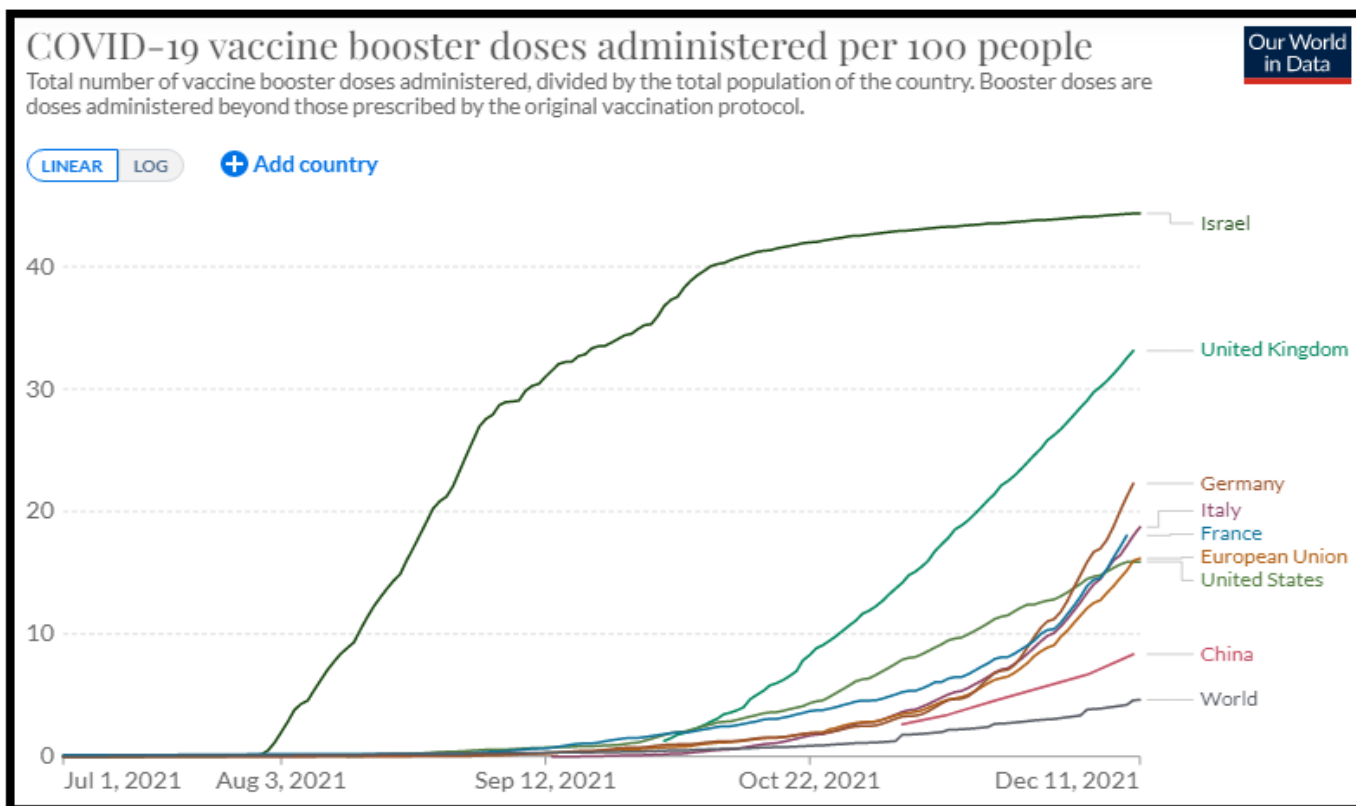
La diffusione è a buon punto e promette serie accelerazioni globali dei casi



- Già al primo Dicembre, in Germania, Usa e Uk l'1% dei casi era Omicron, e il **ritmo di diffusione** pari ad un raddoppio ogni 2-2.5 giorni.
- La stima è coerente con un Rt di 3.1 in Germania, 3,0 negli USA, e 4,8% in UK, sia pure con intervalli di confidenza molto ampi
- Pur mettendo in conto un rallentamento fisiologico, questi numeri sono coerenti con **una robusta accelerazione globale dei casi, tale da causare aumenti consistenti di ospedalizzazioni e morti** anche a fronte di CFR ratio bassi



## Terze dosi in progresso nelle principali aree, a ritmi alterni.

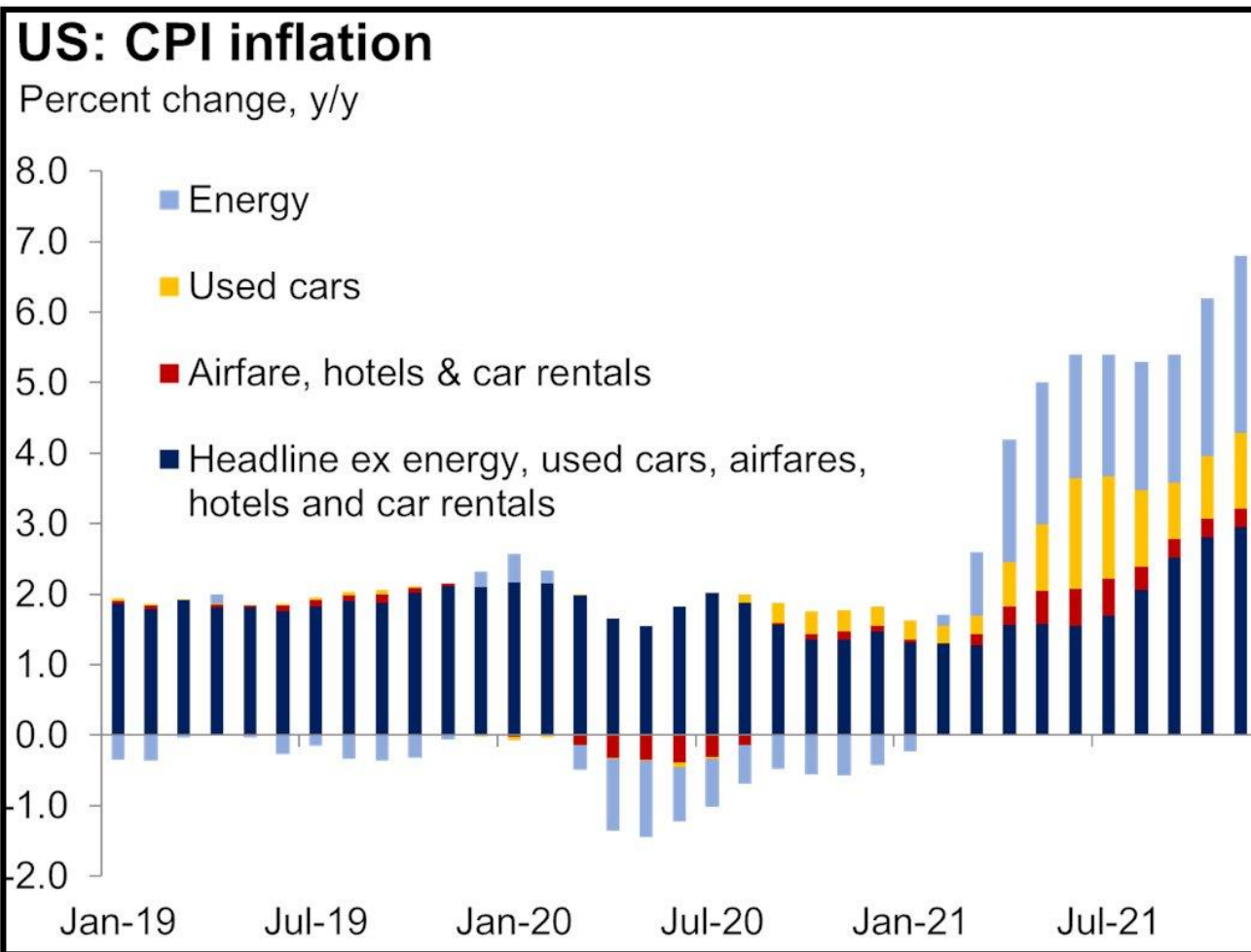


- Considerando che **la terza dose comporta un grosso miglioramento della protezione contro Omicron** (in base a dati preliminari) un **rapido progresso nella somministrazione risulta fondamentale per contenere le ricadute**.
- A questo proposito la situazione globale (ove sono disponibili i dati) riflette in arte i tempi di somministrazione delle prime dosi, con **Israele avanti a tutti** (ma con un profilo che si sta appiattendosi prima del raggiungimento del 50%), **seguito da UK e dai paesi EU in forte accelerazione, ma ancora distanti da una distribuzione ottimale. Lenti i progressi negli USA**, dove Omicron potrebbe trovare terreno più fertile.





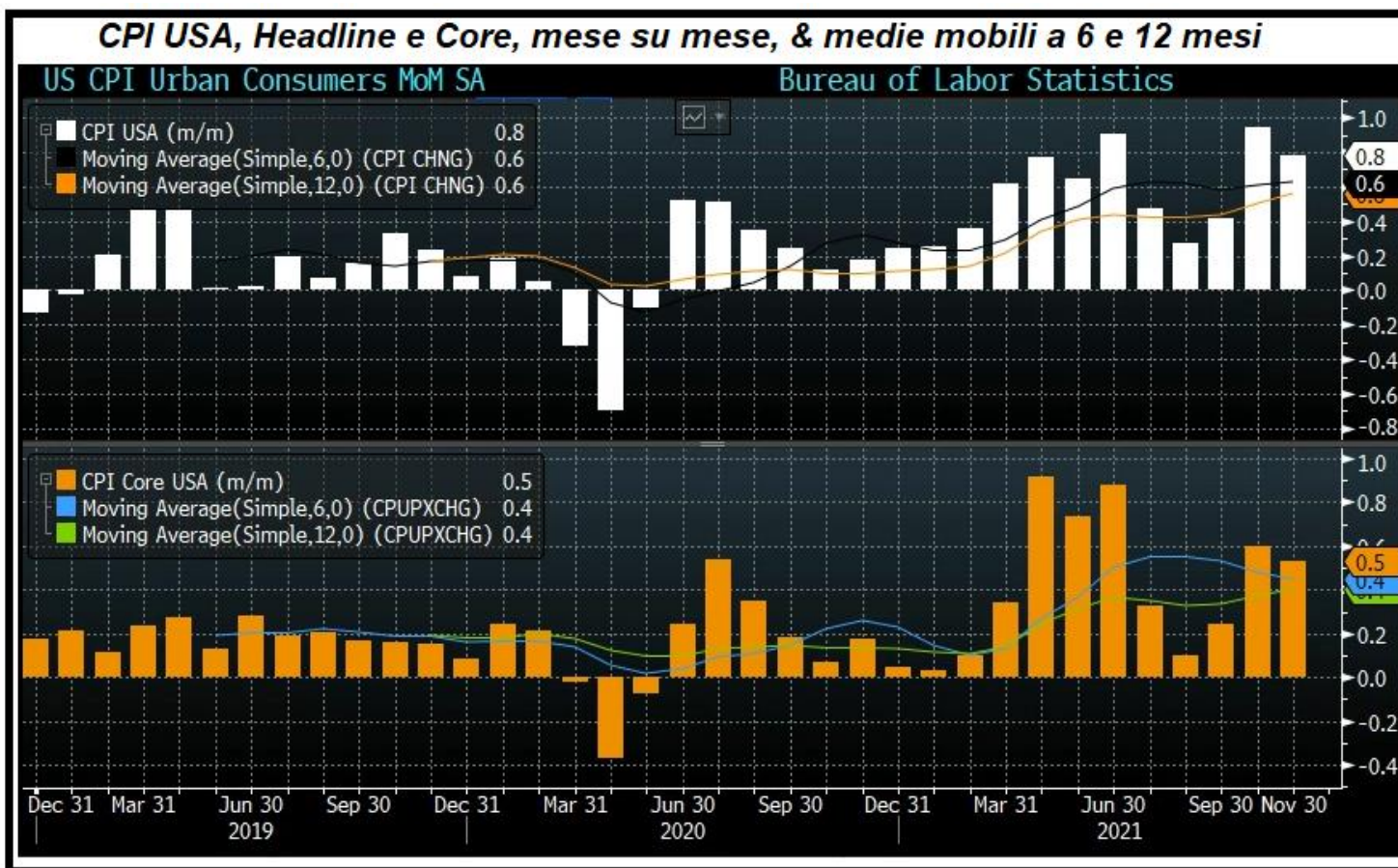
## Inflazione USA: verso nuovi record



- Novembre ha permesso al **CPI USA** di aggiornare i **record**: massimo dal 1982 per la headline, al 6,8% e massimo dal 1991 per la core, al 5,9%
- E' vero che gli effetti base hanno un grosso contributo ai numeri, e che l'energy e categorie temporaneamente gonfiate dai bottlenecks alle catene di approvvigionamento mostrano un impatto robusto e presumibilmente temporaneo.
- Ma sui livelli attuali la **normalizzazione è lontana**, e la **previsione delle traiettorie future è quanto mai complicata**, per una FED dal track record comunque macchiato.



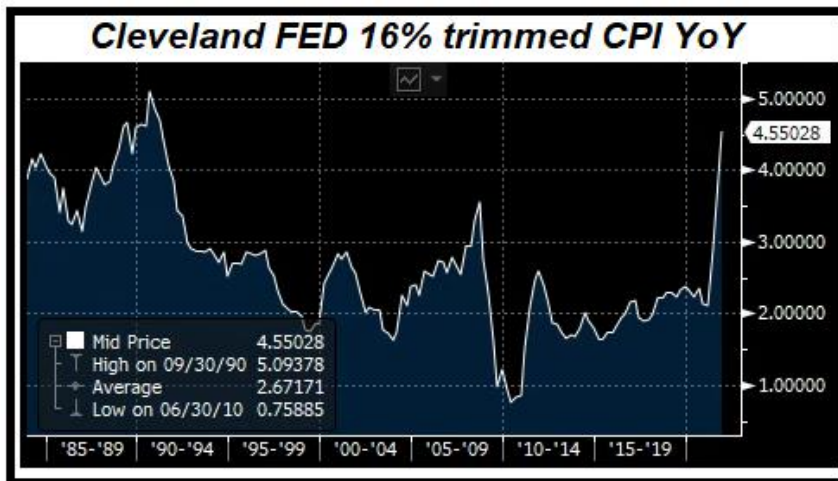
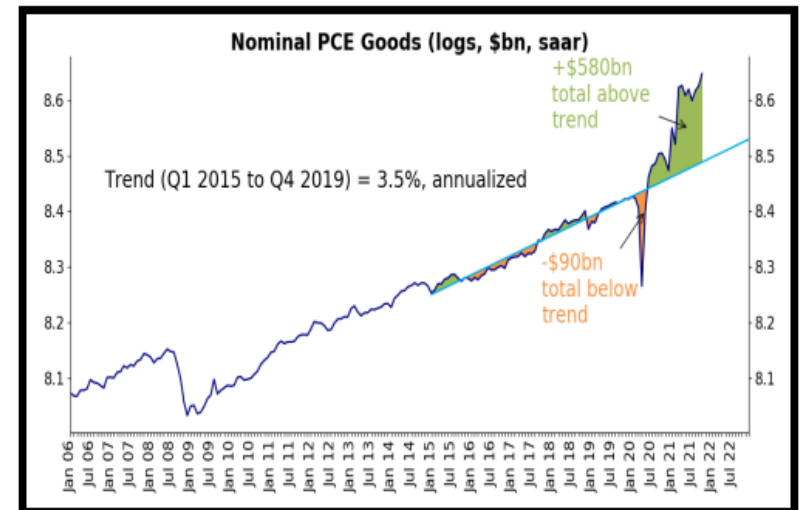
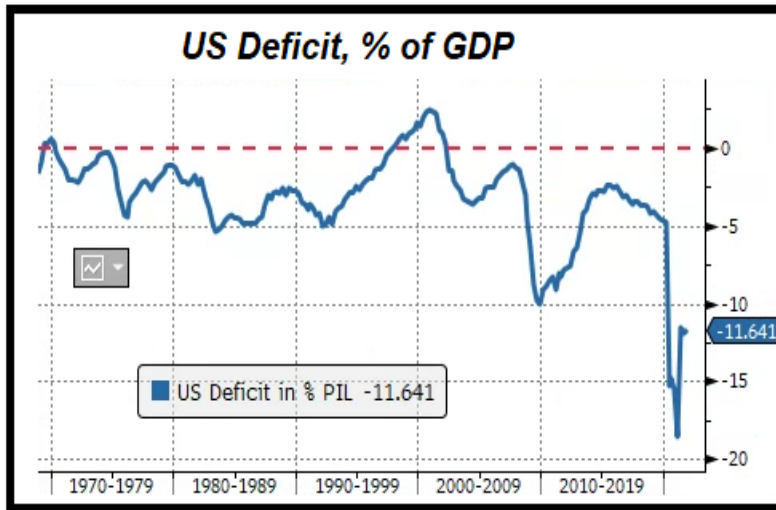
## Inflazione USA: le medie mobili raccontano un'altra storia.



- Per depurare l'effetto base dai numeri basta uno sguardo alle **variazioni mese su mese**: le medie mobili a 6 e 12 mesi si collocano tra lo 0,5% e lo 0,6% al mese per la headline e tra lo 0,4% e lo 0,5% per la Core, entrambi coerenti con più del 5% all'anno



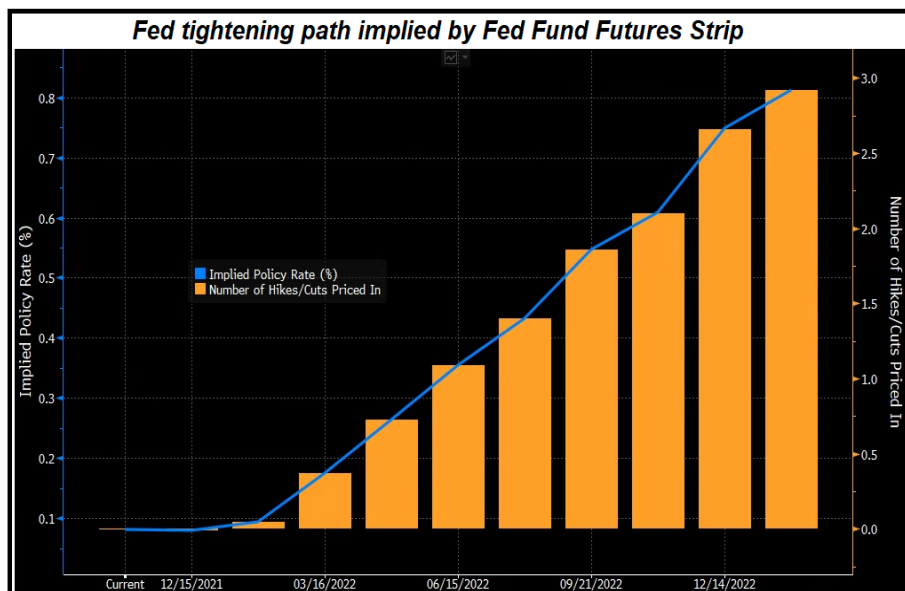
E' un classico caso di overheating.



- L'interpretazione del quadro non è troppo complessa:
  1. E' stato erogato **uno stimolo fiscale enorme**, di impatto molto rapido (helicopter money)
  2. La **domanda** ha reagito in maniera poderosa
  3. I **prezzi** stanno prendendo il volo
- **La Fed si proponeva di lasciar surriscaldare («run hot») economia e inflazione, e ci è riuscita.**



## Ma ora la Fed sembra essersi svegliata.

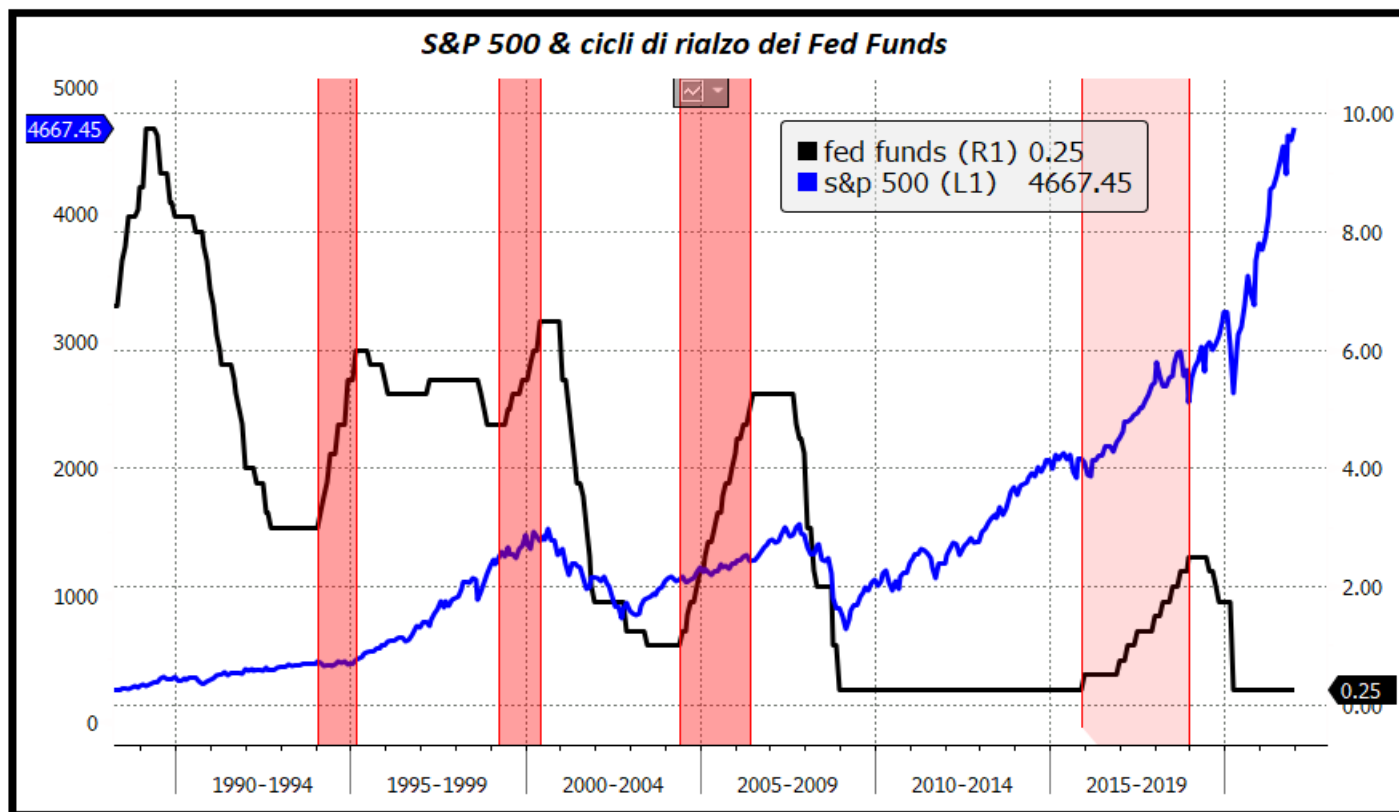


- Gli ultimi numeri sembrano aver infine causato una reazione nel **FOMC**: **Powell**, nella sua testimonianza di fronte al Senate Banking Committee, **ha mostrato un cambio di approccio**.
- Il termine **temporanea** riferito all'inflazione è stato ritirato, e la **necessità di in inflazione sotto controllo** per garantire l'espansione economica è stata rivendicata
- Infine Jay ha chiarito che **al FOMC di Dicembre un accelerazione sul fronte tapering è sul tavolo**
- Le motivazioni per un accelerazione sono chiaramente presenti:
  - I dati macroeconomici e di CPI sono usciti più elevati delle attese
  - Il mercato del lavoro mostra di essere sempre più tirato
  - Il **doppio mandato FED** sembra chiaramente soddisfatto (in caso di inflazione anche troppo)

- Su queste basi, è assai probabile che il **FOMC opti per raddoppiare il ritmo del tapering, portandolo a compimento entro marzo**, e nelle previsioni, segnali **almeno 2 rialzi dei tassi nel 2022**, lasciandosi aperta la porta per aumentarli. Questo perché **la FED è chiaramente indietro nel ritiro dello stimolo**, coi Fed Fund a zero e il QE in funzione fino a Maggio
- Il mercato già prezza praticamente il primo rialzo a Giugno e quasi 3 rialzi nel 2022, per cui una performance proattiva da parte del FOMC lo indurrà ad **aumentare il tightening scontato**
- **La variante Omicron può essere un motivo per rinviare la decisione, ma la Fed percorrerà questa strada solo nel caso tema un impatto macroeconomico molto forte**. Anche perché il Covid ha effetti disinflazionistici su alcune categorie, ma ha effetti restrittivi anche sull'offerta, di beni, servizi e di forza lavoro. In questo senso vi è un **trade off** per i mercati: **un quadro più benigno sul Covid porterà in dote una Fed più aggressiva, e viceversa un atteggiamento più cauto del FOMC richiederà un quadro epidemiologico marcatamente deteriorato**



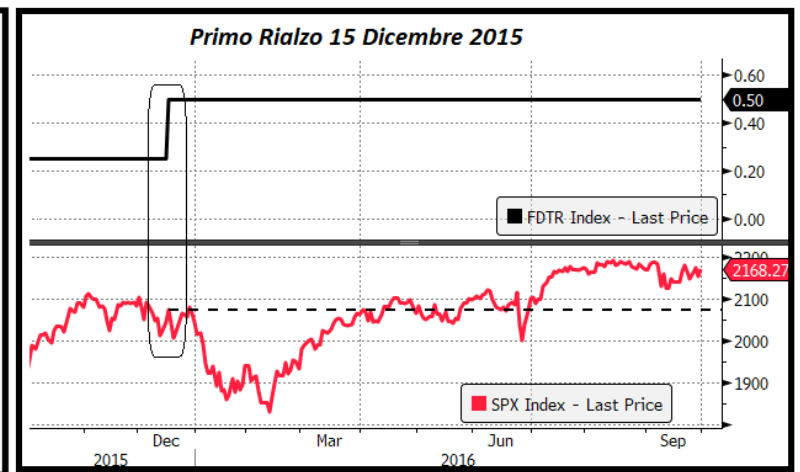
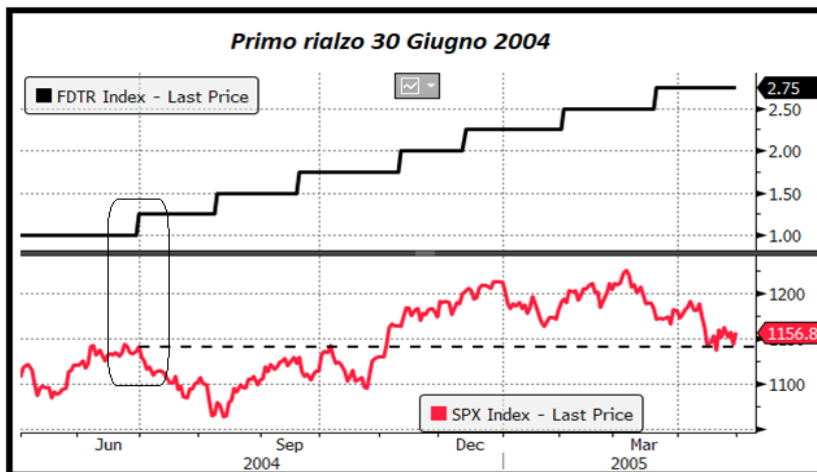
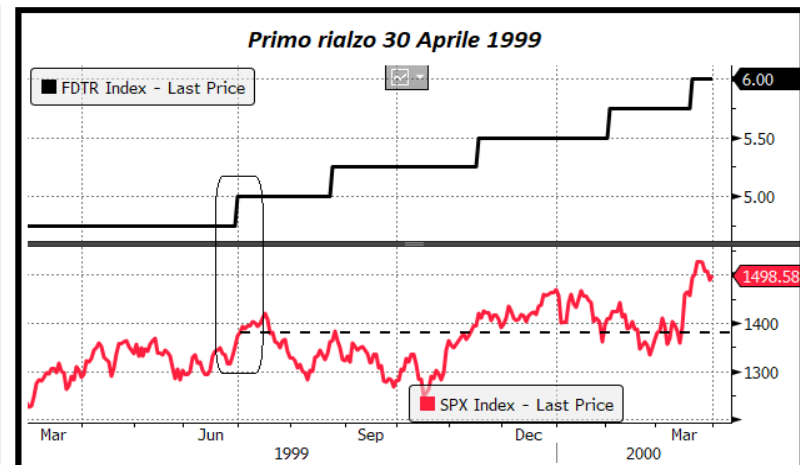
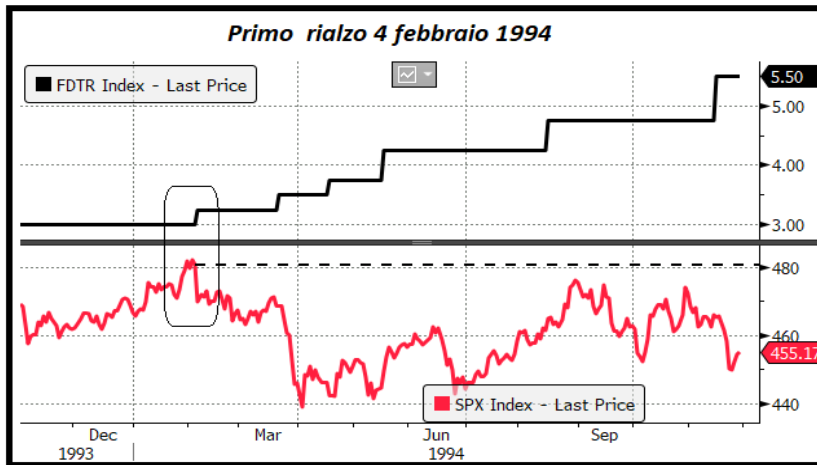
## I cicli di rialzi dei tassi normalmente non sono nemici di Wall Street



- Le fasi di rialzo dei Fed Funds normalmente **non sono un ostacolo all'apprezzamento dell'azionario**, come mostra l'esperienza passata. E' un fatto che in questo caso la serie di rialzi rischia di iniziare già con le curve parecchio appiattite, se non assistiamo ad un significativo rialzo dei rendimenti nei prossimi mesi.
- Lo scorso ciclo di tightening ha avuto un estensione meno della metà del precedente, a dimostrazione della scarsa tolleranza del sistema per i tassi elevati.



Normalmente l'inizio del tightening produce una correzione.



Ma normalmente il primo rialzo genera una correzione. Così è stato in tutte le ultime 4 occasioni.



### In sintesi

- Lasciamo a **underweight tatticamente l'azionario US**. Riteniamo che l'economia americana rallenterà nel corso della prima metà del 2022 a causa dell'inasprirsi delle condizioni finanziarie, e della normalizzazione della spesa per beni di consumo da parte del pubblico e dell'impatto di un aumento dei casi Covid. Ciò, unitamente a pressioni sui margini legati alla difficoltà di passare interamente i costi ai clienti produrrà un rallentamento dei profitti aziendali. Vediamo un top dell'azionario nel corso del primo o del secondo trimestre 2022. Nel breve, vediamo un rischio di correzione legato all'avvento di Omicron, all'inasprimento della stance Fed e ad una situazione tecnica pericolante. Portiamo a **neutral l'azionario europeo**, ritenendo che un eventuale tenuta dell'azionario USA nelle prossime settimane comporterà un recupero maggiore per gli indici Europei, assai più penalizzati nella correzione. Portiamo a **overweight l'azionario italiano** a livello tattico, ritenendo che il miglioramento del quadro politico e macroeconomico gli offra un vantaggio rispetto alle altre piazze dei paesi industrializzati
- Lasciamo a **neutral l'azionario UK**. Riteniamo che il quadro per l'economia britannica si stia deteriorando: le pressioni sui prezzi stanno costringendo la Bank of England ad intraprendere una politica monetaria restrittiva in una fase in cui il ciclo è in rallentamento. Ma le pressioni ribassiste potrebbero essere ammortizzate da un calo della Sterlina. Lasciamo a **overweight l'azionario giapponese**. L'eccesso post dimissioni del Premier Suga si è assorbito, e la divergenza della politica monetaria della Bank of Japan da quella delle altre principali banche centrali dovrebbe favorire un ulteriore indebolimento dello Yen. Lasciamo a **neutral l'azionario cinese**: Il quadro macro si sta deteriorando, e la crisi immobiliare e quella energetica costituiscono ulteriori rischi. La difficoltà di trasferire i costi sui prezzi finali minaccia i profitti aziendali. Ma nel breve il quadro è scontato dai prezzi, in particolare nel comparto tecnologico e comunque è in corso un rilassamento della stance monetaria e potrebbe arrivare ulteriore stimolo fiscale. Manteniamo a **neutral l'azionario Emergenti**. L'inasprimento della politica monetaria USA costituisce una minaccia di medio termine per il comparto. Nel breve questo è sottorappresentato nei portafogli internazionali
- Lasciamo a **underweight l'obbligazionario US**. Crediamo che il livello dei tassi reali non sia coerente con il quadro macro, né con quello inflattivo. Il tapering verrà accelerato da parte della FED, riducendo il supporto ai corsi. Lasciamo a **overweight i treasuries inflation linked**, con l'idea che l'asset class continuerà a prezzare un'inflazione che si rivelerà decisamente persistente. Manteniamo a **neutral gli inflation link Eurozone**, ritenendo che sebbene i breakeven inflation possano continuare a performare, i tassi reali sono troppo bassi per assorbire un probabile rialzo di quelli nominali.



### In sintesi

- Lasciamo a **underweight l'obbligazionario governativo core Eurozone**, con l'idea che anche in Europa lo stimolo monetario straordinario sia destinato a calare, facendo diminuire il proprio supporto. Lasciamo a **Neutral i bond periferici** ritenendo che eventuali rialzi dei rendimenti core Eurozone possano riflettersi sugli spreads.
- Lasciamo a **underweight l'obbligazionario governativo UK** con l'idea che la Bank of England intraprenderà a breve una serie di rialzi dei tassi. Lasciamo a **neutral l'obbligazionario emergenti** in valuta forte, e quello in **valuta locale**, con l'idea che in particolare **l'obbligazionario governativo cinese in Yuan** offra una buona opportunità di diversificazione
- Lasciamo a **underweight 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. Gli spreads sono così ridotti da non compensare per un rialzo dei rendimenti dei treasuries. Lasciamo a **underweight quello High Yield** con l'idea che una fase di consolidamento dell'azionario possa mantenere volatilità nel comparto. Riguardo al **credito europeo**, manteniamo a **neutral quello Investment Grade**, ritenendo che possa ancora parzialmente giovare di rendimenti sui governativi Eurozone molto penalizzanti. Per il medesimo motivo manteniamo a **neutral l'High Yield europeo**.
- Lasciamo a **neutral i subordinati finanziari europei**. In termini di asset quality e potenziali rischi i fondamentali di banche e assicurazioni restano molto solidi, ma a questi livelli un sovrappeso non ci pare più giustificato. Troviamo più attraente il rendimento aggiustato per il rischio del comparto dei Senior e, in particolare alcuni Senior preferred di situazioni idiosincratiche. Per questo motivo lasciamo i **finanziari senior area € a overweight**.
- Riguardo i cambi, riportiamo a **underweight l'€/€**. Riteniamo che l'eccesso di positioning a favore del biglietto verde sia almeno parzialmente smaltito, e vediamo supporto per il biglietto verde da un inasprimento della stance FED in relativo verso le altre banche centrali. Lasciamo a **underweight la Sterlina contro €**, con l'idea che il cambio risentirà del rallentamento ciclico, della Brexit e dei maggiori rischi sul fronte Covid. Lasciamo a **underweight lo Yen/€**. La Bank of Japan sarà l'ultima a reagire all'aumento delle aspettative di inflazione. 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. La SNB manterrà l'attuale stance ultra accomodante più a lungo delle altre Banche Centrali.





### In sintesi

---

- Riguardo le Commodities, lasciamo tatticamente a **underweight quelle energetiche**, ritenendo che il ritorno di fiamma del Covid possa prolungare l'attuale fase correttiva ancora un po'. Lasciamo a **neutral quelle industriali** ritenendo che questa fase laterale possa continuare. Lasciamo a **overweight le commodity agricole** con l'idea che clima, difficoltà di approvvigionamento e aumento del costo del lavoro continueranno a produrre pressioni sui prezzi. Manteniamo a **neutral i metalli preziosi**. Riteniamo che l'impatto dell'aumento ulteriore delle attese di inflazione verrà controbilanciato dalla salita dei tassi reali. Vediamo però valore nei Goldminers, con l'oro sui livelli attuali.



## Giudizi sintetici

Azionario		Obbligazionario governativo	
US	▼	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	▼ Downgrade	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.