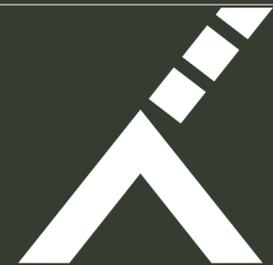


2021

Anthilia
Capital Partners
SGR

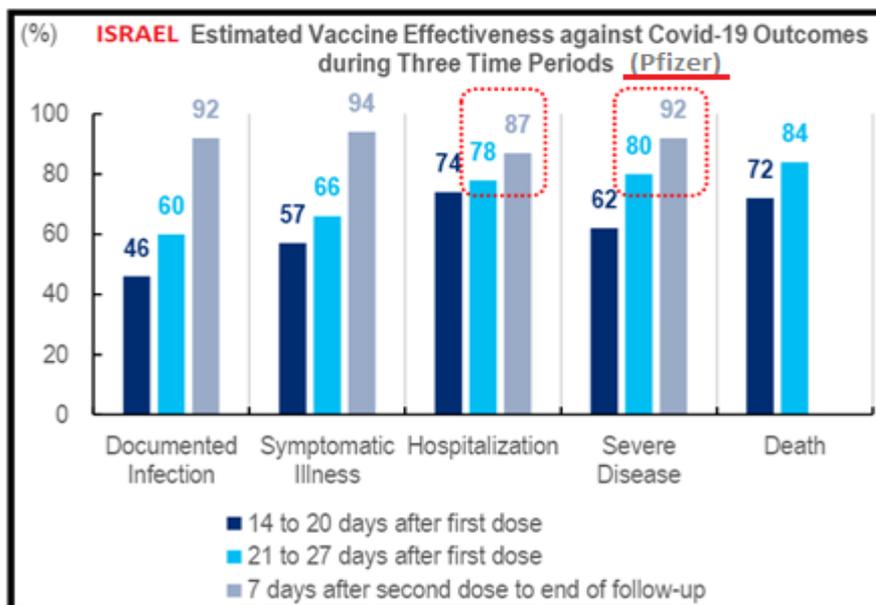
Analisi di scenario
Marzo 2021



Anthilia sgr
Capital Partners



Vaccini: gli studi confermano l'efficacia

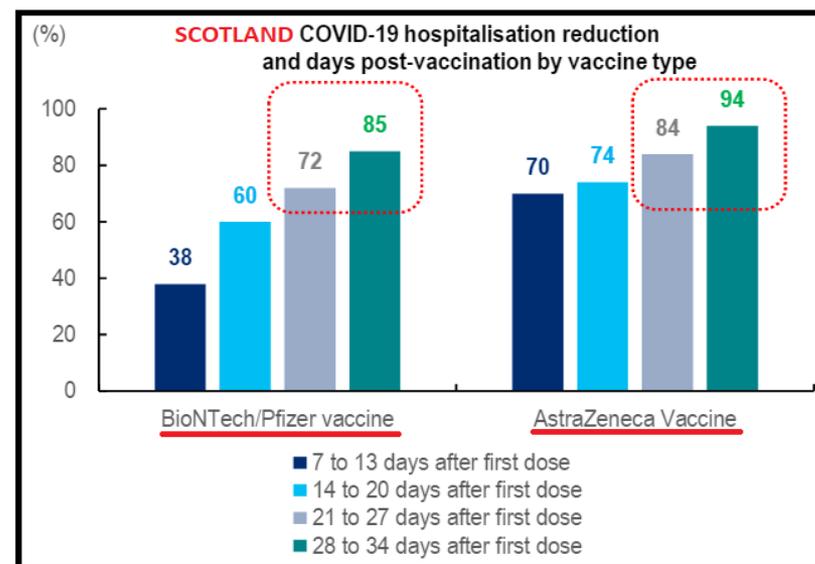


- Alcuni studi recenti* hanno dimostrato che **le risposte immunitarie prodotte dai vaccini a Rna Messaggero non risultano particolarmente influenzate dalle 4 principali varianti identificate**. Ne consegue che i vaccini sono efficaci nel ridurre significativamente le **sintomatologie severe** anche nel caso di varianti
- Una conferma di queste risultanze implica che **un elevata percentuale di vaccinazione della popolazione può quindi impedire nuove ondate di COVID senza il bisogno di creare nuovi preparati**

*<https://www.biorxiv.org/content/10.1101/2021.02.27.433180v1.full>

17/3/2021

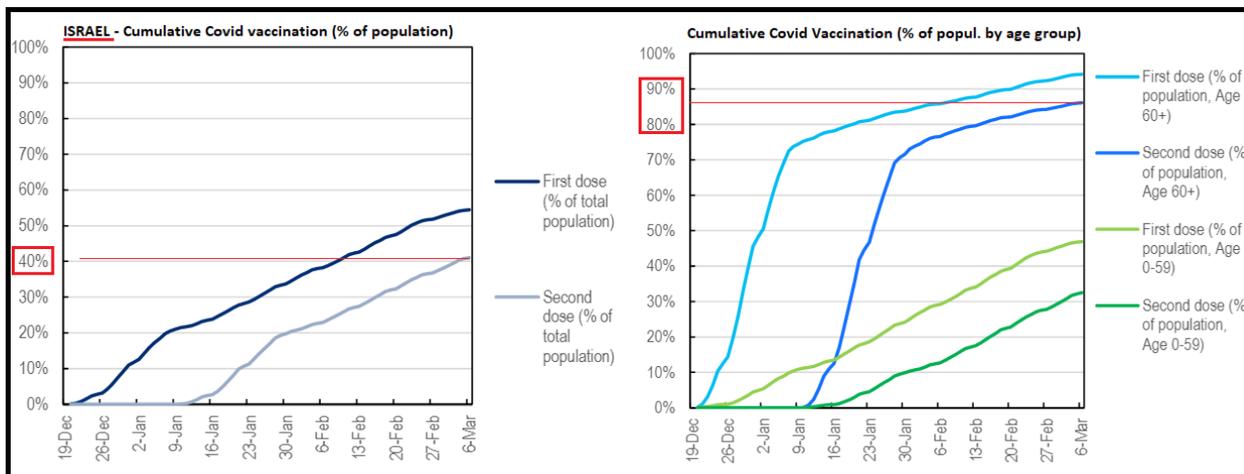
- Diversi studi fatti su campioni ampi (>1 milione) hanno dato **risultati confortanti in termini di efficacia** dei prodotti fin qui approvati.
 1. In **Israele**, uno studio basato su Pfizer ha mostrato, a **1 settimana dalla seconda dose**, **riduzioni** di infezioni, di sintomatologie severe, ospedalizzazioni e morti **dell'80-90%**
 2. In **Scotia** un altro studio ha mostrato **riduzioni simili** di ospedalizzazioni per Pfizer e AstraZeneca a 1 mese dalla prima dose
 3. Risultato analogo in UK per individui oltre 80 anni a 3 o 4 settimane da 1 dose di Astra Zeneca



Fonte : Citigroup

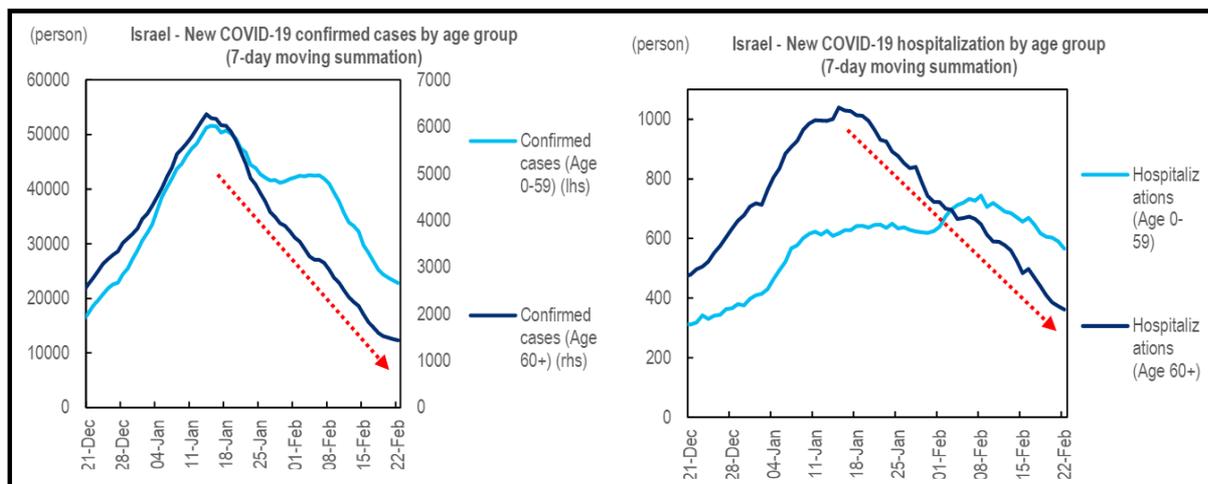


Vaccini: in Israele la situazione continua a migliorare



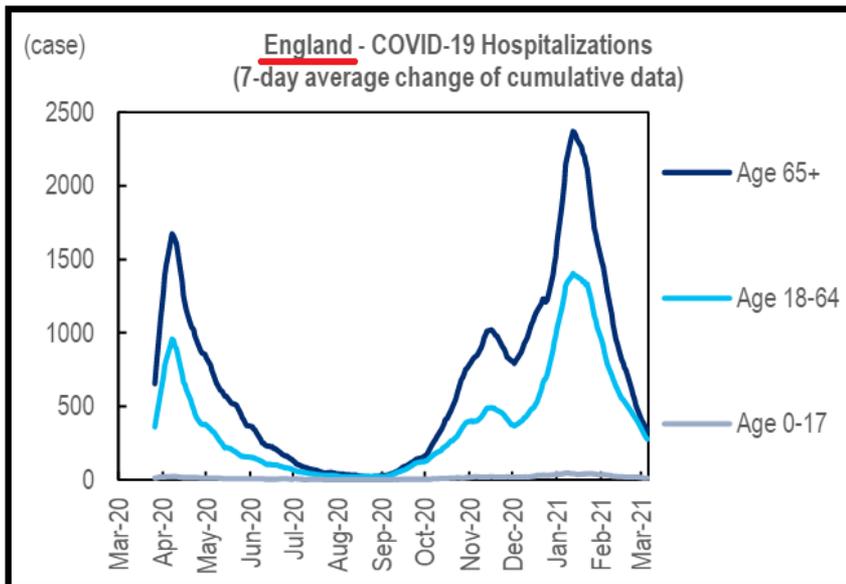
- In Israele oltre il 40% della popolazione totale, e l'86% degli individui sopra i 60 anni ha ricevuto una doppia dose di vaccino. Rispettivamente il 95% e il 54% ha ricevuto una prima dose.
- L'impatto dell'immunizzazione è chiaramente rappresentato da un calo maggiore dei casi e delle ospedalizzazioni nella categoria «over 60» rispetto a quello della categoria «0-60 anni»

- Il Governo israeliano ha riaperto scuole, centri commerciali, biblioteche, mercati e musei il 21 di Febbraio
- L'indice di mobilità ha già recuperato i livelli di Dicembre scorso
- L'intenzione delle autorità è di riaprire tutto dal 5 Aprile
- Se ne deduce che nei paesi industrializzati l'immunizzazione della popolazione over 65 stabilizzerebbe le ospedalizzazioni, permettendo di attenuare significativamente i lockdown



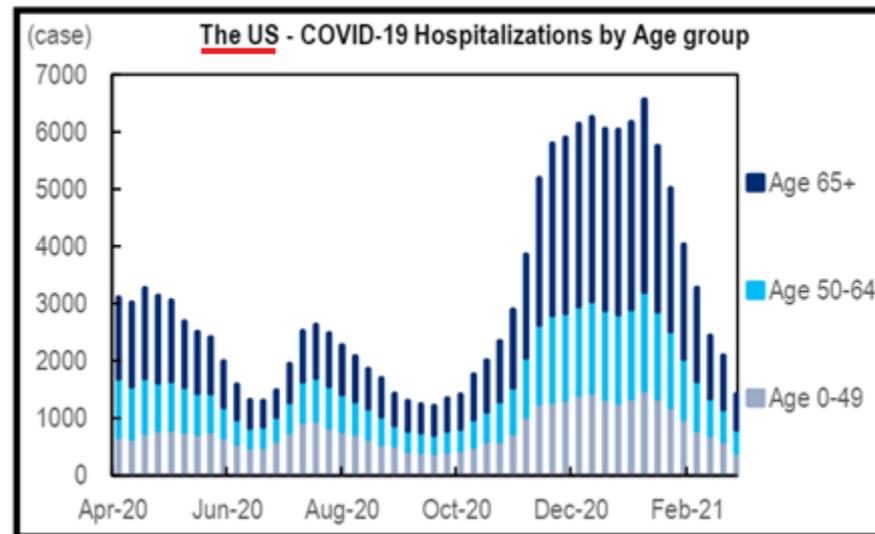


USA e UK vedono i primi effetti delle campagne vaccinali



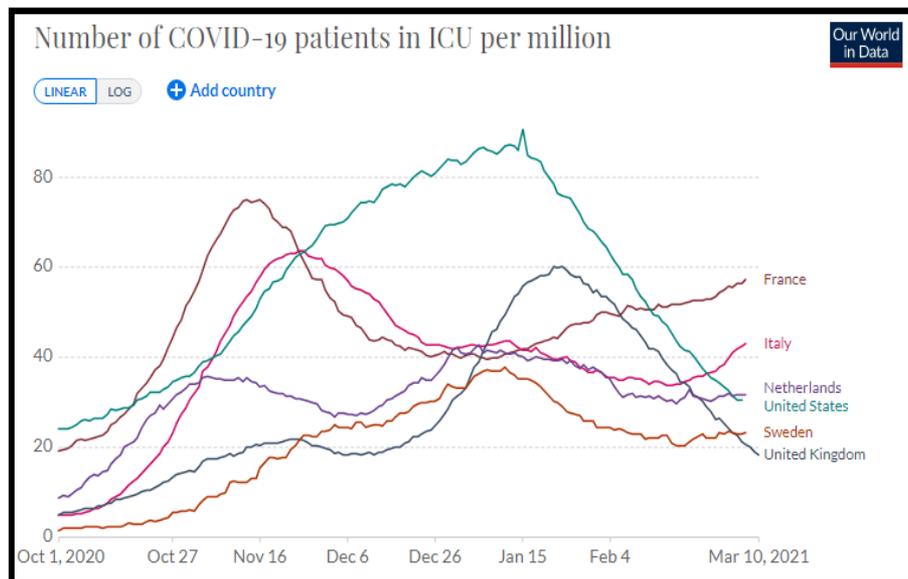
- In UK, oltre il 90% degli «over 65» ha ottenuto una prima dose. Le ospedalizzazioni di questa categoria hanno cominciato a calare da metà gennaio e sono inferiori dell'80% dal picco. Le morti sono in calo dell'89% e sono calate del 25% nell'ultima settimana.
- La percentuale di vaccinati con una dose sulla popolazione totale è di circa il 37%. Il Governo Johnson ha come target la vaccinazione con una dose di tutta la popolazione adulta entro fine Luglio.
- Il test sarà la tenuta trend di calo dopo la riapertura delle scuole, avvenuta l'8 marzo. Il programma è di riaprire definitivamente l'economia tra il 12 e il 17 Aprile

- Negli USA, il 60% degli over 65 ha ricevuto una prima dose. Le ospedalizzazioni di questa categoria sono crollate fino ad essere meno della metà del totale, e in calo del 73% dal picco del 6 gennaio.
- La percentuale di vaccinati con una dose supera il 21%. La percentuale di test positivi sul totale è scesa al 3,7%, minimo dall'inizio della pandemia
- Il Presidente Biden ha annunciato che un numero di vaccini sufficiente a vaccinare tutto dovrebbe essere raggiunto per fine Maggio.
- Il target del 70% di vaccinati, (soglia per immunità di gregge) potrebbe essere raggiunto per luglio.



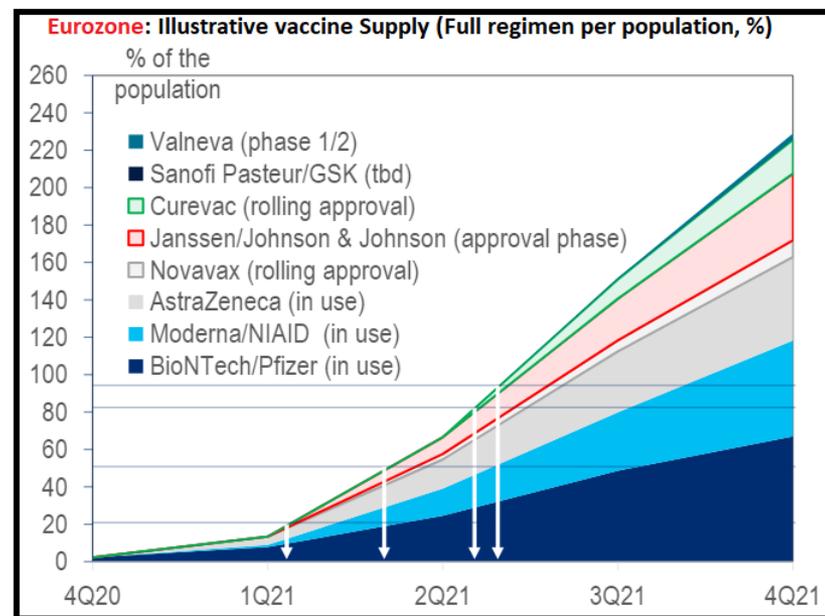


L'Eurozone è in ritardo, cruciali i prossimi 2 mesi



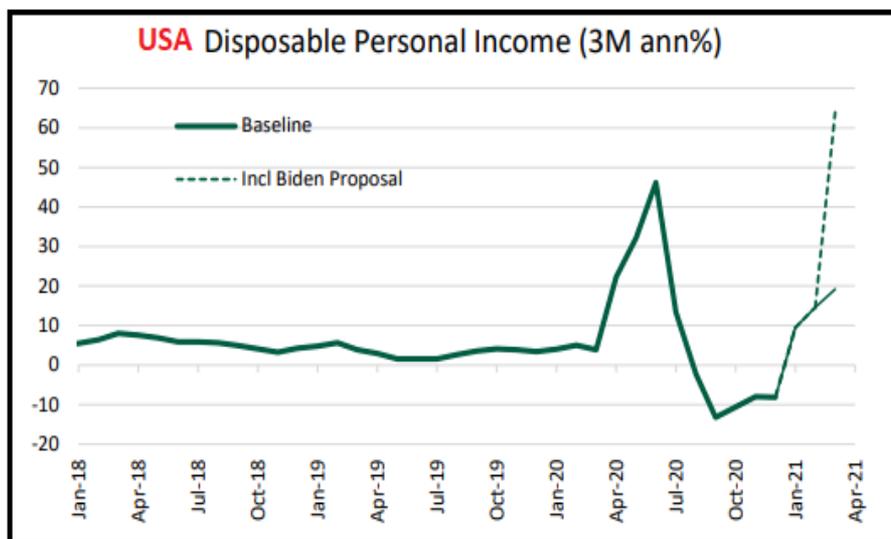
- **La situazione sulle forniture dovrebbe migliorare significativamente nel secondo trimestre del 2021.** Il ritmo di vaccinazione ha raggiunto i 10 milioni alla settimana e potrebbe arrivare a 15-20 milioni con arrivo di J&J, Novavax e CureVac. I problemi con AstraZeneca potrebbero indurre alcuni paesi ad aprire allo Sputnik, che l'EMA sta esaminando
- Su queste basi, **il target di immunizzazione di over 65 e categorie esposte potrebbe essere raggiunto entro fine Aprile**, mentre la soglia di immunità di gregge (70% del totale) per la fine dell'estate.

- **La percentuale di vaccinati con una dose nei principali paesi Eurozone si trova tra il 7 e l'8%.** Questo implica che **solo un terzo degli over 65 insieme con le categorie esposte ha ottenuto un'immunizzazione**
- Uno sguardo al grafico a sinistra recante il numero di pazienti in terapia intensiva per milione, per i paesi EU che aggiornano regolarmente i dati, mostra chiaramente il costo di questo ritardo rispetto ai paesi anglosassoni.



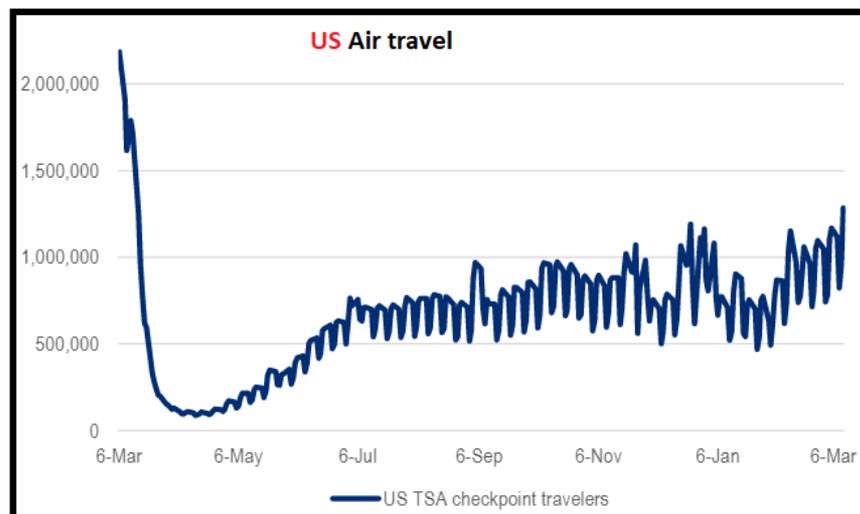


In America il quadro migliore del ventennio per i consumi



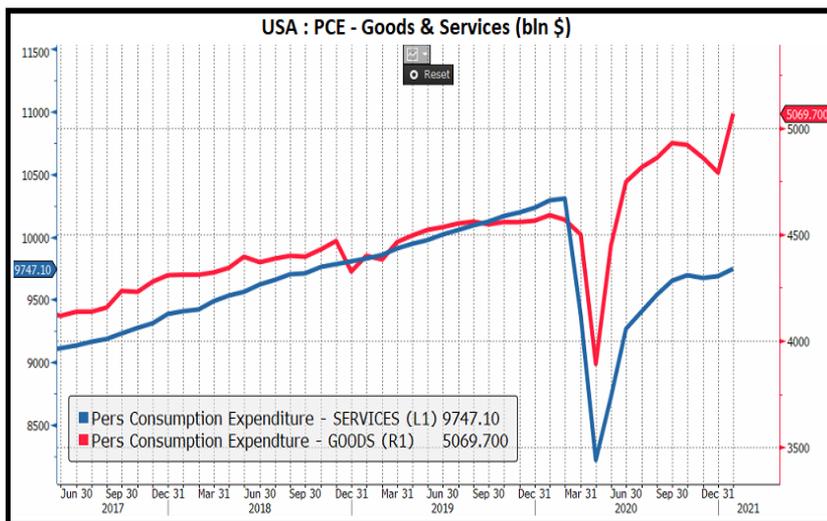
- Il forte rialzo del reddito disponibile prodotto dalla spesa fiscale dovrebbe offrire un supporto eccezionale alla domanda per consumi nel secondo e terzo trimestre dell'anno.
- Oltre a ciò, i progressi sul fronte vaccinazione in US, e il conseguente rilassamento delle misure contenitive stanno cominciando a produrre un'accelerazione dell'attività nei settori penalizzati dai lockdown
- La normalizzazione dovrebbe indurre i consumatori a smobilizzare almeno parte dell' excess saving accumulato (1,7 trilioni \$)
- Stimolo fiscale e normalizzazione, insieme, produrranno uno dei quadri più favorevoli per consumi e investimenti dal dopoguerra.

- Il piano di stimolo di Biden da 1,9 trilioni di \$ è diventato legge. Queste le principali misure
 - Assegni da 1,400\$ agli americani con reddito inferiore a 75,000\$
 - Proroga a settembre dell' incremento di 300\$ alla settimana dei sussidi di disoccupazione
 - 350 bln \$ di sussidi agli stati e governi locali
 - 130 bln \$ supporto alla scuola
- Aggiungendo i 900 bln \$ deliberati a Dicembre con questo nuovo piano, l'80% del quale verrà erogato in corso d'anno, si ottengono **11-12 punti di GDP di stimolo fiscale**, il cui impatto sarà prevalente nel primo semestre 2021



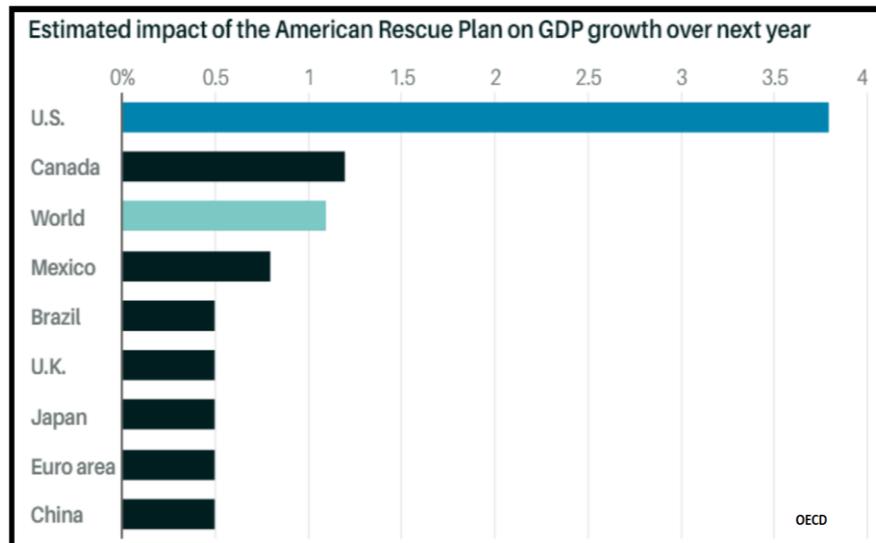


Stimolo USA: recupero dei servizi ed effetti a cascata sull'economia mondiale



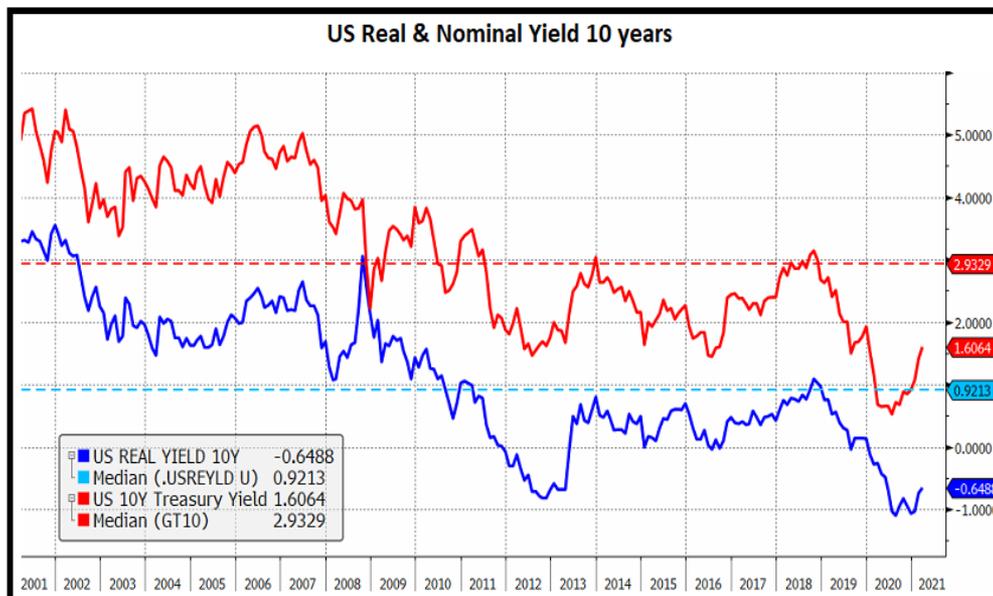
- Il grosso dell'aumento del **reddito disponibile** (+7% rispetto al 2019) avvenuto nel 2020 grazie allo stimolo fiscale è andato **all'acquisto di beni**, in quanto **l'attività dei servizi era frenata dai lockdown**.
- Complice la riapertura dell'economia, **il settore servizi potrebbe mostrare una robusta accelerazione**, recuperando i livelli pre epidemia. Trattandosi del settore più rilevante nell'economia USA, e quello più domestico, l'impatto sulla crescita potrebbe essere più forte.
- **Le stime di crescita** per gli USA sull'anno in corso si attestano in media tra il **+5% e +6%**, con un particolare impulso nel primo semestre

- **Gli effetti del piano di stimolo USA** (e di quanto eventualmente seguirà in termini di spesa in infrastrutture) **sono destinati a superare i confini degli Stati Uniti**
- Già l'anno scorso il trade deficit USA beni e servizi è salito considerevolmente, superando i massimi storici segnati prima della grande crisi finanziaria
- L'**OECD** ha stimato che **l'impatto del piano sull'economia globale potrebbe superare il punto percentuale** nel corso del prossimo anno. La loro previsione di crescita per l'economia globale è del 5,5% nel 2021 e del 4% nel 2022. Il GDP globale dovrebbe tornare sui livelli pre pandemia a metà dell'anno in corso.



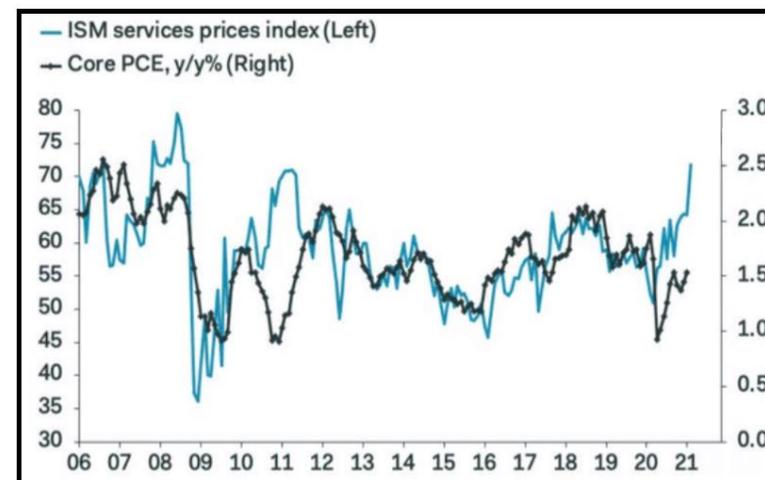


Tassi USA, un quadro ancora incoerente con quello macroeconomico



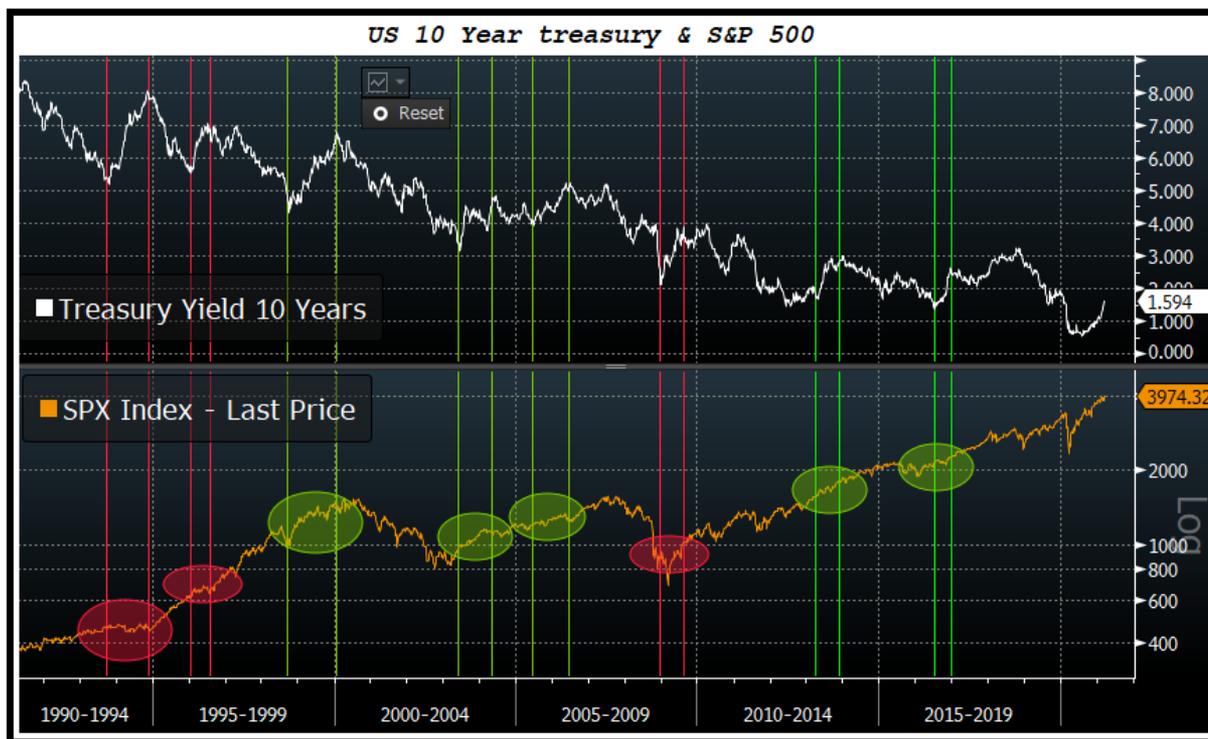
- Sui livelli attuali, i tassi nominali e i tassi reali USA sono ancora assai distanti dalle mediane degli ultimi 20 anni.
- Sulla base del quadro macro, un ulteriore recupero in direzione almeno dei valori medi del decennio sembra da attendersi
- Nel breve però il repricing è stato massiccio (+70 bps il 10 anni da inizio 2021) e ulteriori rialzi dovrebbero avvenire in maniera più graduale:
 - La FED difficilmente annuncerà il tapering prima dell'autunno, il che colloca il primo rialzo non prima della seconda metà del 2022
 - Il posizionamento sui Treasuries è chiaramente ridotto

- La crescente incoerenza dello scenario macro USA con il quadro scontato dalla curva dei tassi ha imposto un brusco repricing al fixed income nel primo trimestre del 2021.
- Uno sguardo ai sottoindici dei prezzi delle principali survey di attività economica lascia intendere una robusta accelerazione dell'inflazione nei prossimi trimestri
- L'aumento della domanda per consumi e investimenti nel corso dell'anno non farà che rafforzare questo quadro
- Analogamente, una crescita superiore al 5/6% non è coerente con tassi reali in territorio significativamente negativo





I tassi non sono nemici dell'azionario 1/2

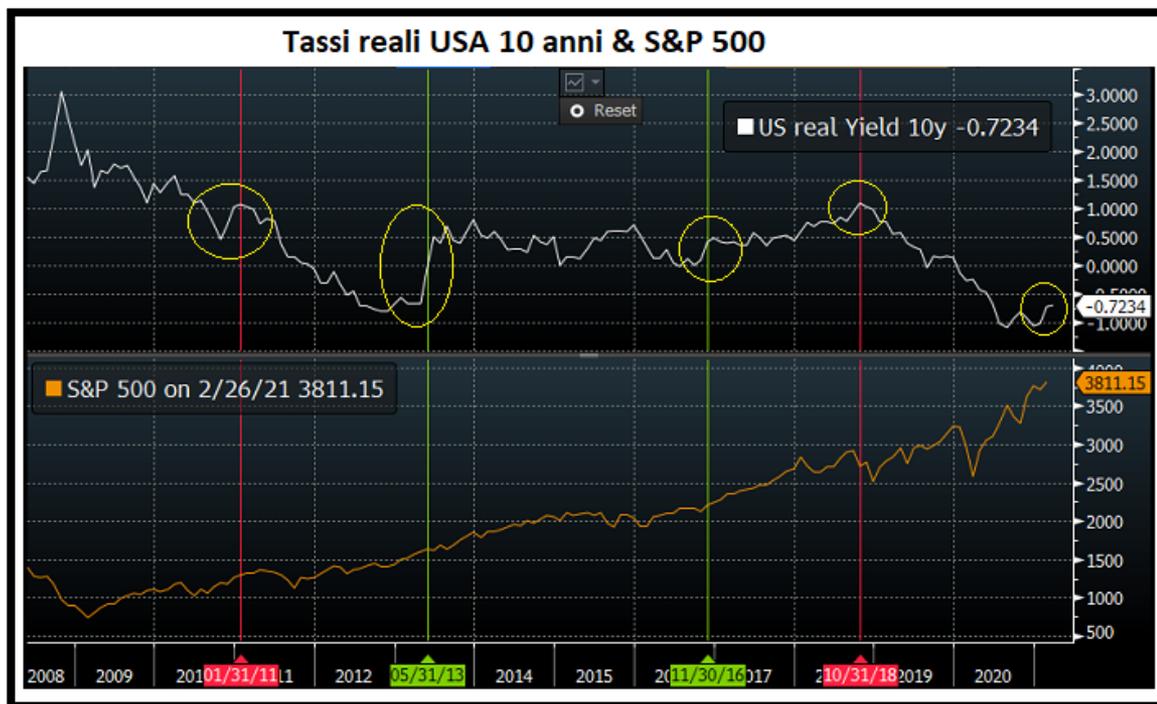


- Il forte movimento di rialzo dei tassi USA, occorso nel primo trimestre dell'anno ha contribuito alla fase di volatilità sull'azionario osservata tra la fine di Febbraio e l'inizio di marzo.
- Tra i motivi del nervosismo :
 1. la divergenza tra il percorso di rialzi dei tassi prezzato dalla curva monetaria rispetto allo scenario ufficiale FED
 2. il livello elevato raggiunto del debito rispetto al GDP,
 3. la violenza della price action, che ha comunicato volatilità agli altri asset

- In realtà l'analisi dei movimenti dei tassi nominali degli ultimi 30 anni non ha evidenziato un impatto significativo sull'azionario dei precedenti episodi di brusco rialzo. In particolare, a fronte di un buon numero di episodi, in alcuni casi ('93-'94, 2008-9) l'azionario USA non ha prodotto performance positive, ma nemmeno subito pesanti cali. Ma i casi in cui a rapidi rialzi dei rendimenti l'S&P 500 ha risposto con performance positive sono più numerosi.
- L'esperienza passata non giustifica in alcun modo quindi la diffusa credenza che l'azionario abbia da temere da violenti movimenti sui tassi. La rotazione settoriale da difensivi a ciclici sembra l'esito più probabile.
- Diverso è il quadro per l'azionario internazionale, in particolare gli emergenti, che restano sensibili al quadro dei tassi USA



I tassi non sono nemici dell'azionario 2/2

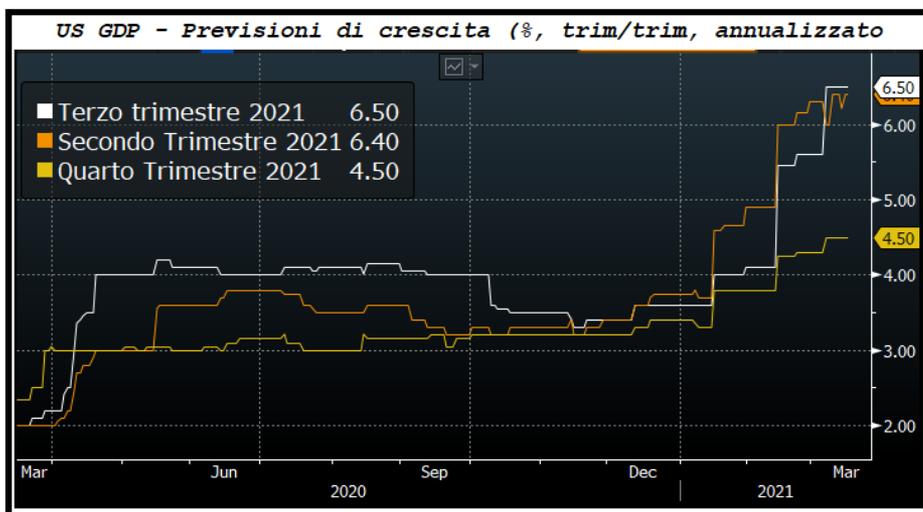


- L'obiezione che si può fare a questa teoria, è che a contare sono i tassi reali. Alla fine, è da loro che dipende in massima parte la restrittività delle condizioni finanziarie
- Nemmeno in questo caso però l'assunto sembra giustificato. L'analisi degli ultimi 12 anni non dimostra una relazione stabile tra gli aumenti bruschi dei tassi reali e l'azionario.
- Solo in un caso (autunno 2018) la brusca salita dei rendimenti reali ha prodotto un mercato storno. Ma in questo caso lo storno è stato forse più una funzione del livello assoluto di restrittività della stance Fed, che non della forza del movimento

- Nel 2011 la relazione non è così diretta, mentre nella primavera del 2013 e a fine 2016 (elezione di Trump) l'azionario ha performato bene nonostante il rialzo. Queste ultime 2 occasioni sono quelle in cui le aspettative di crescita hanno fatto il balzo più elevato, e sono state poi successivamente confermate nei fatti.
- In sostanza, in base a quanto successo nell'ultimo decennio, rialzi dei rendimenti reali non necessariamente costituiscono un presagio nefasto per Wall Street. Quando sono connessi con accelerazioni cicliche, è vero il contrario. Diverso è quando il rialzo avviene quando la FED alza i tassi continuamente (come nel 2018, 200 bps nei precedenti 24 mesi) oppure quando calano bruscamente le aspettative di inflazione.



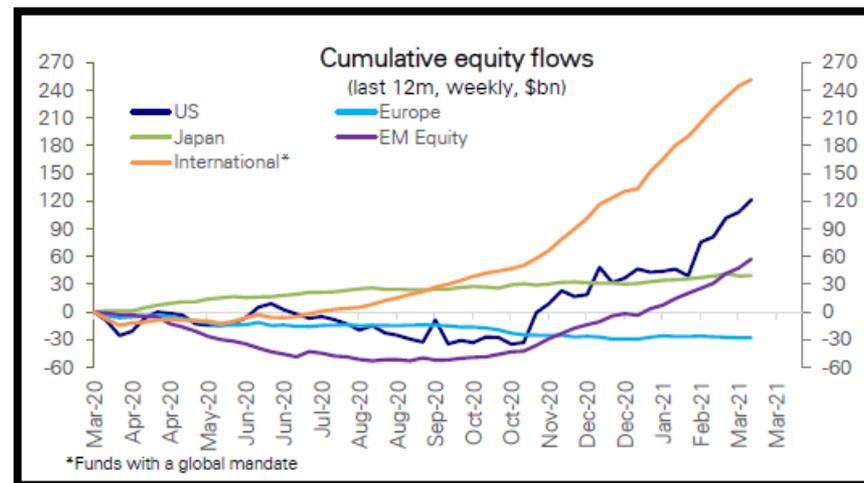
Il quadro resta positivo per l'azionario USA ed EU



- A dispetto delle valutazioni elevate, **le prospettive per l'azionario USA restano positive per i prossimi mesi:**

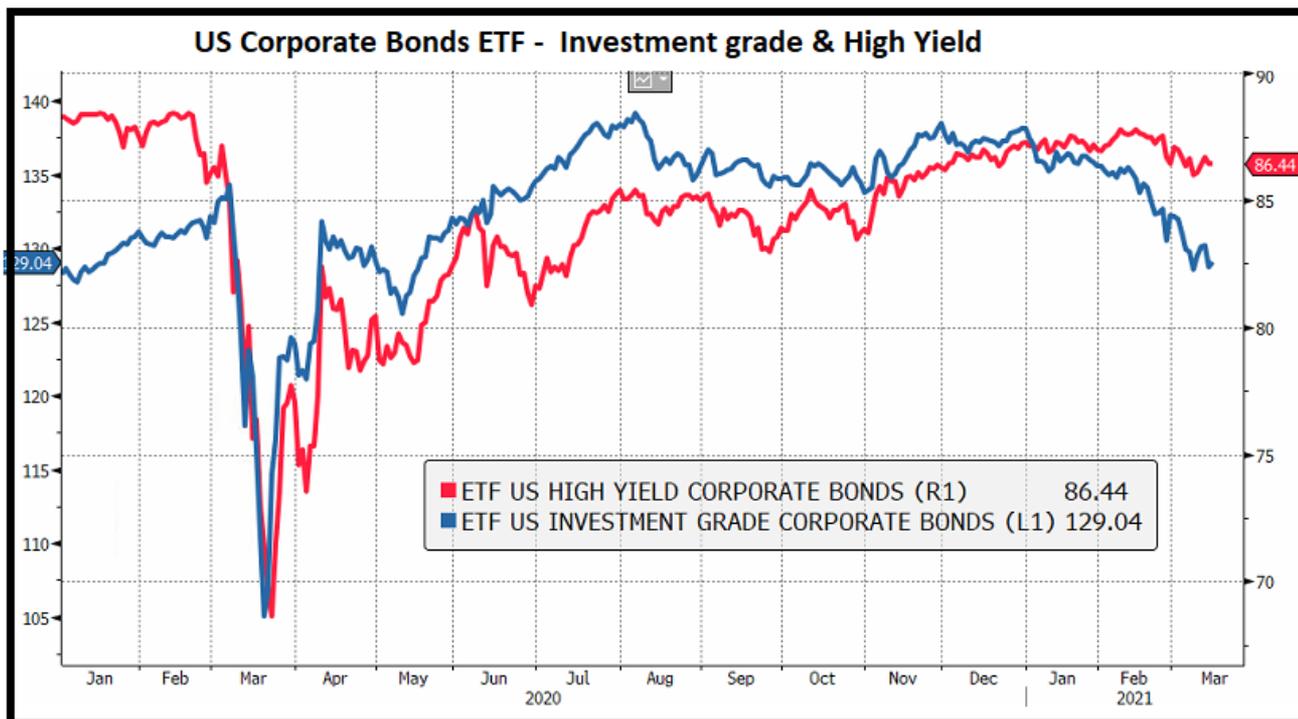
1. **La robusta accelerazione della crescita attesa offre un supporto formidabile agli earnings dei primi 2 trimestri dell'anno e impedirà un significativo derating dei multipli**
2. **Le previsioni sugli utili stanno salendo progressivamente, ma sui 175\$ per l'intero 2021 sono ancora su livelli molto conservativi**
3. **Politica monetaria e fiscale continueranno a offrire supporto in corso d'anno**

- **In Eurozone, il quadro macro rimane meno favorevole, ma le prospettive sono ugualmente attraenti:**
 - Ad Aprile il ritmo di vaccinazione dovrebbe accelerare, consentendo di immunizzare in un paio di mesi il grosso dei soggetti più fragili
 - **La politica fiscale resta espansiva e le condizioni finanziarie estremamente accomodanti** grazie agli sforzi continui dell'ECB
 - **I multipli sono meno cari**, e la tipologia di settori dominante negli indici più adatta ad un quadro di reflazione e robusta domanda globale
 - **Il positioning è molto più equilibrato.** L'azionario europeo è ancora **sottorappresentato** nei portafogli internazionali





Il rialzo dei rendimenti sta gravando sui ritorni del credito USA



- Il rapido rialzo dei rendimenti USA nel primo trimestre è stato avvertito dai **corporate bonds**, che hanno prodotto **performance negativa** (investment grade) o marginalmente negativa (high yield).
- Visto il livello ridotto degli spreads, riteniamo che il **credito di rating non speculativo possa soffrire ulteriori rialzi dei rendimenti**, per cui il momento di raccogliarlo non è ancora arrivato, a meno di non hedgiare il rischio tasso

- Per quanto riguarda il **credito a rating speculativo**, il **rendimento più elevato ha protetto meglio** dall'aumento dei tassi governativi, ma i corsi hanno accusato un po' la fase di volatilità.
- Nei prossimi mesi, il **quadro macro assai favorevole e il risk appetite** potrebbero offrire un **discreto supporto al comparto**, che però resterà impattato da eventuali fasi di volatilità o di robusto rialzo dei tassi. Nella seconda parte dell'anno il deterioramento del merito di credito potrebbe accelerare.
- In **Eurozone**, il livello inferiore dei rendimento governativi e il perdurare del supporto riveniente dal programma di acquisti ECB rende **le asset class del credito in generale più resilienti**.



In sintesi

- Manteniamo a **overweight l'azionario US**. Riteniamo che l'economia americana produrrà una robusta accelerazione nel primo e secondo trimestre del 2021, e una crescita elevata per l'intero 2021 grazie alla progressiva riapertura dell'economia alla quale si somma la generosa erogazione di stimolo fiscale, dall'impatto concentrato nella prima metà dell'anno. Il consenso sugli utili dei prossimi trimestri è ancora troppo basso. Manteniamo a **overweight l'azionario europeo e italiano** ritenendo che l'erogazione dei vaccini abbia margini di miglioramento nei prossimi 2 mesi, e che la prevalenza di ciclici, capital goods, banche e lusso renda appetibili i listini continentali in una fase di normalizzazione. L'arrivo dei fondi del Budget EU, e la crescente tendenza all'integrazione sono ulteriori motivi di interesse per un mercato finora sottopesato dagli investitori globali.
- Manteniamo a **overweight l'azionario UK**. Riteniamo che l'approccio del Governo alla vaccinazione stia consentendo una riapertura dell'economia in anticipo rispetto agli altri paesi industrializzati. Preferiamo il FTSE 250 Small Caps, meno impattato da eventuali apprezzamenti della Sterlina post soluzione Brexit. Manteniamo a **neutral l'azionario giapponese**. Riteniamo che, nel breve, il repricing occorso sia sufficiente, e notiamo che l'economia locale sta dando segnali meno confortanti di altre aree. 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 ciclica globale potrebbe supportare parecchio l'export. Manteniamo a **neutral l'azionario Emergenti** con l'idea che il repricing occorso sia significativo, e il positioning assai esteso. Inoltre il rialzo dei rendimenti USA ed un recupero del \$ possono arrestare temporaneamente i flussi in ingresso.
- Lasciamo a **underweight l'obbligazionario US**. Riteniamo improbabili violente salite dei rendimenti, ma crediamo che nel corso dell'anno il trend rialzista possa proseguire. 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. Lasciamo a **overweight gli inflation link Eurozone**, ritenendo che in un quadro di normalizzazione i breakeven possano tornare sui livelli del 2018. Lasciamo a **underweight l'obbligazionario governativo core Eurozone**, con l'idea che in questa fase i ritorni offerti siano penalizzanti, e un modesto rialzo dei rendimenti sia probabile. Lasciamo a **overweight i bond periferici** per riflettere il miglioramento del quadro politico italiano sul BTP. Lasciamo a **neutral l'obbligazionario emergenti** in valuta forte, e portiamo a **underweight** quello in **valuta locale**, con l'idea che le divise emergenti possano soffrire la salita di Dollaro e tassi USA.



In sintesi

- 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. Portiamo a **neutral quello High Yield** con l'idea che nel breve possa giovare del quadro macro e dell'elevato risk appetite. Riguardo al **credito europeo**, manteniamo a **neutral quello Investment Grade**, ritenendo che possa ancora giovare di rendimenti sui governativi Eurozone molto penalizzanti. Per il medesimo motivo manteniamo a **neutral l'High Yield europeo**.
- Lasciamo a **overweight i subordinati finanziari europei**. L'EBA 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. Dai risultati 2020 si evidenzia che le banche hanno continuato a migliorare i loro ratio patrimoniali. A livello di asset quality, il deterioramento causato dalla pandemia appare inferiore a quanto temuto. Permane un problema di scarsa profittabilità, ma il miglioramento del quadro macro e una fase di reflation potrebbero andare a migliorare il quadro. Riteniamo che sui livelli attuali i **finanziari senior area €** siano correttamente valutati, ragion per cui li lasciamo a **neutral**.
- Riguardo i cambi, Portiamo a **underweight l'€/€**. La robusta accelerazione dell'economia USA che ci attendiamo e rialzo dei rendimenti USA, anche in relativo rispetto a quelli EU, possono supportare temporaneamente il Biglietto Verde, anche contro lo **Yen** che conseguentemente **muoviamo a underweight**. Portiamo a **overweight la Sterlina** ritenendo che in seguito all'accordo sulla Brexit il posizionamento possa essere riequilibrato e che possa beneficiare di una riapertura anticipata dell'economia rispetto all'Europa. 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. Lasciamo a **overweight quelle industriali** ritenendo che possano beneficiare della ripresa globale in atto e della reflazione. Manteniamo a **neutral quelle agricole** ritenendole correttamente valutate sui livelli attuali. Manteniamo a **neutral i metalli preziosi**, ritenendo che il calo generale del livello di incertezza possa far venir meno un po' di supporto nella prima parte del 2021. Vediamo però ancora valore nei Goldminers, a meno di significativi cali dell'oro.



Giudizi sintetici

Azionario

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

Valute

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

Materie prime

Energetiche	▼
Industriali	▲
Agricole	■
Metalli preziosi	■

Obbligazionario governativo

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

Obbligazionario corporate

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

▲ = 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.