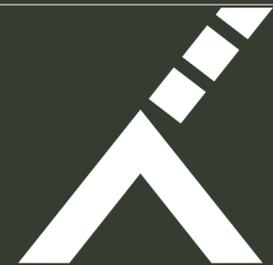


2021

Anthilia
Capital Partners
SGR

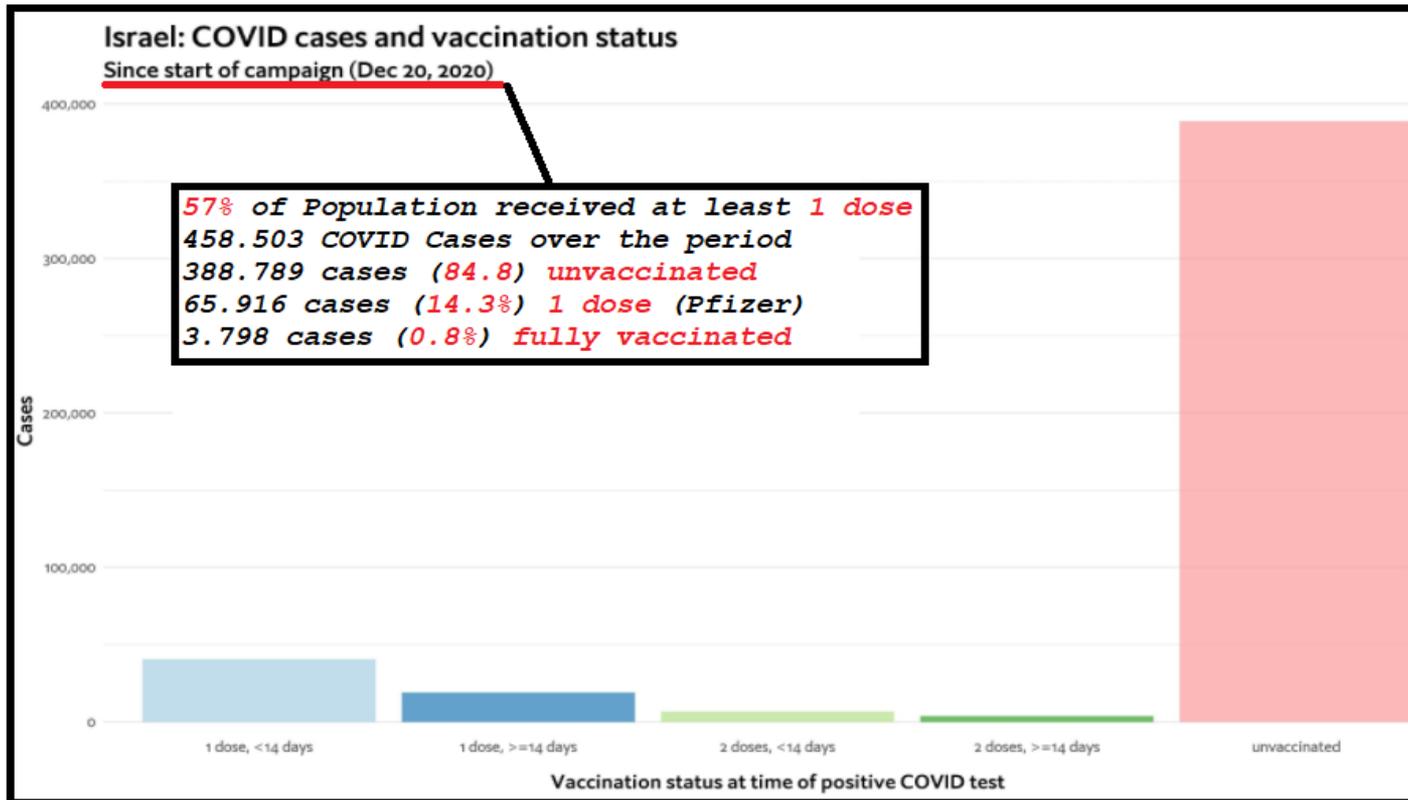
Analisi di scenario
Aprile 2021



Anthilia^{sgr}
Capital Partners



Com'è l'efficacia dei vaccini? Elevata



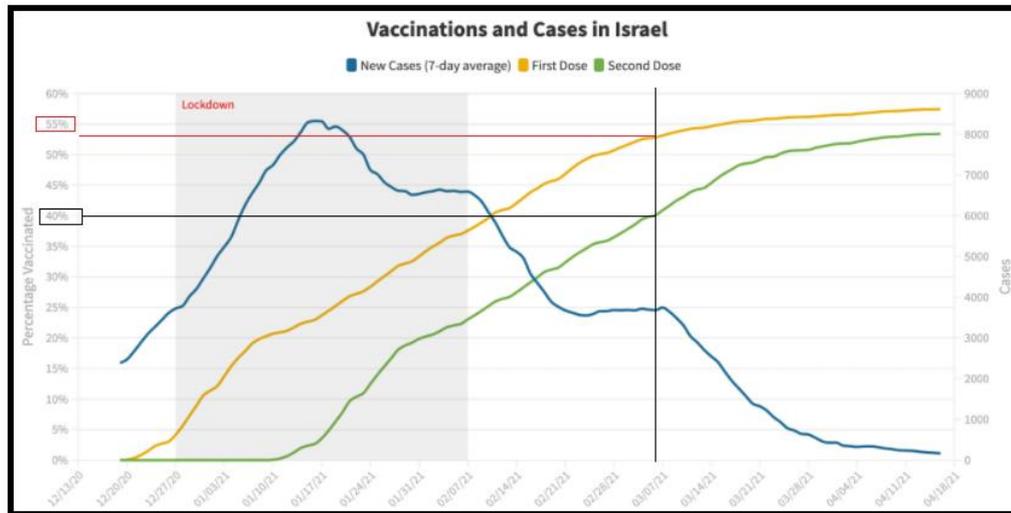
- Con l'aumentare delle statistiche disponibili, appare sempre più evidente che l'efficacia dei vaccini nel immunizzare la popolazione è elevata.
- I dati del Ministero della Salute israeliano mostrano che solo lo 0,8% dei nuovi casi colpisce individui che hanno ricevuto entrambe le dosi previste del vaccino Pfizer

- Negli USA * al 15 Aprile avevano completato la vaccinazione 66 milioni di individui. Secondo i dati del Centers of Disease Control USA, di questi, appena 5.800 (lo 0,009%) si è successivamente infettato. Il 7% di questi pazienti ha necessitato di ospedalizzazione (quindi lo 0.00062%) e 74 pazienti sono deceduti (lo 0.00011% del totale e l' 1,27% degli infetti).

* WSJ <https://www.wsj.com/articles/cdc-identifies-small-group-of-covid-19-infections-among-fully-vaccinated-patients-11618490232>

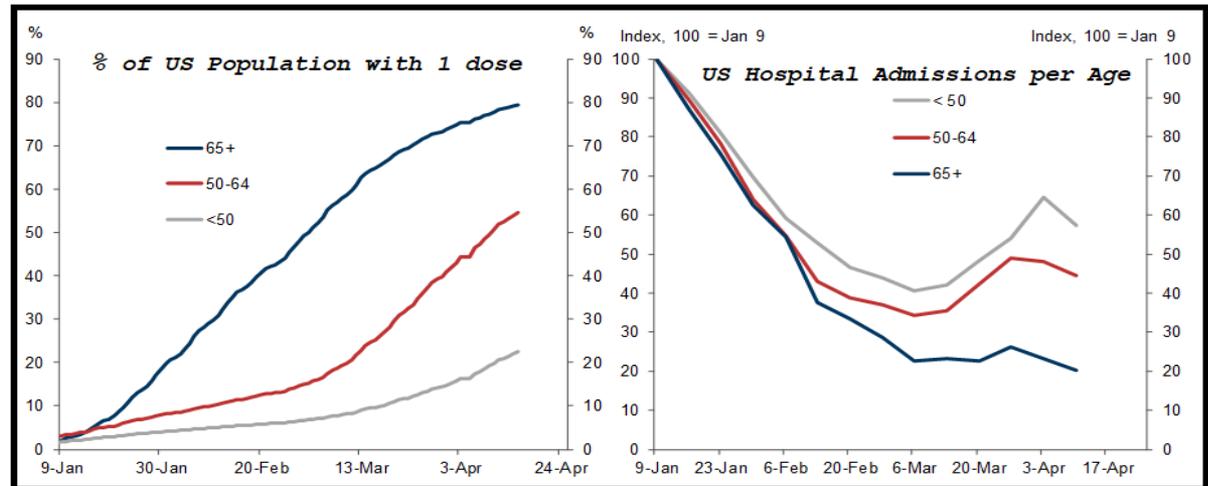


Gli Usa vicini alla svolta



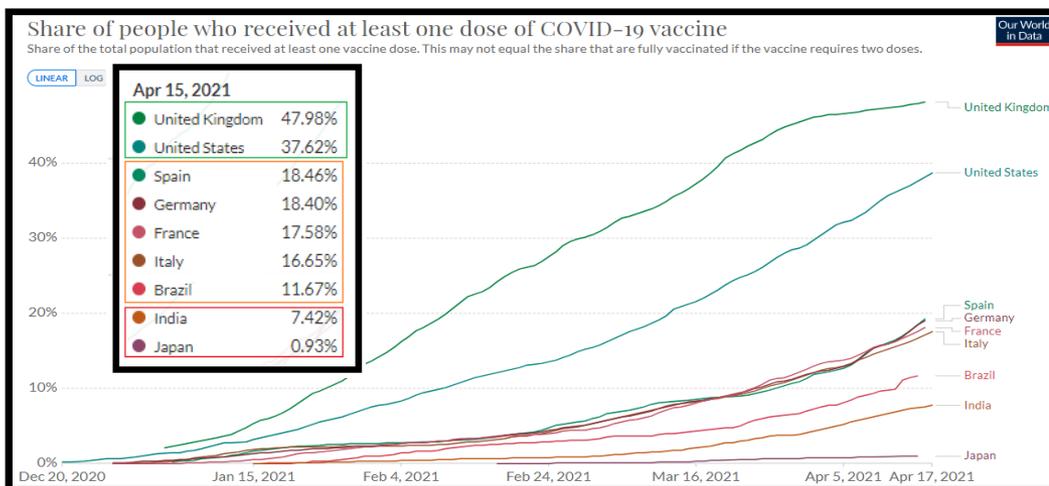
- Israele ha mostrato un definitivo calo dei casi a **Marzo 2021**, quando la **percentuale di popolazione vaccinata con una singola dose ha superato il 50% del totale**. Il lockdown era stato molto attenuato a inizio Febbraio
- All'inizio di questa settimana il paese ha eliminato alcune residue misure di contenimento:
 1. Tolto l'obbligo di indossare la mascherina all'aperto
 2. Riaperto le scuole per tutti i livelli di istruzione
 3. Dal 23 maggio il paese riaprirà gradualmente le frontiere a gruppi di turisti vaccinati.

- Negli USA in questi giorni la **percentuale di popolazione vaccinata sta superando il 40%**.
- Ai ritmi attuali il 50% di immunizzati dovrebbe essere abbondantemente superato entro **fine Aprile**
- Gli effetti della protezione delle **categorie più fragili** si cominciano a distinguere nelle statistiche sulle **ospedalizzazioni, che registrano un -80% sulla categoria over 65**



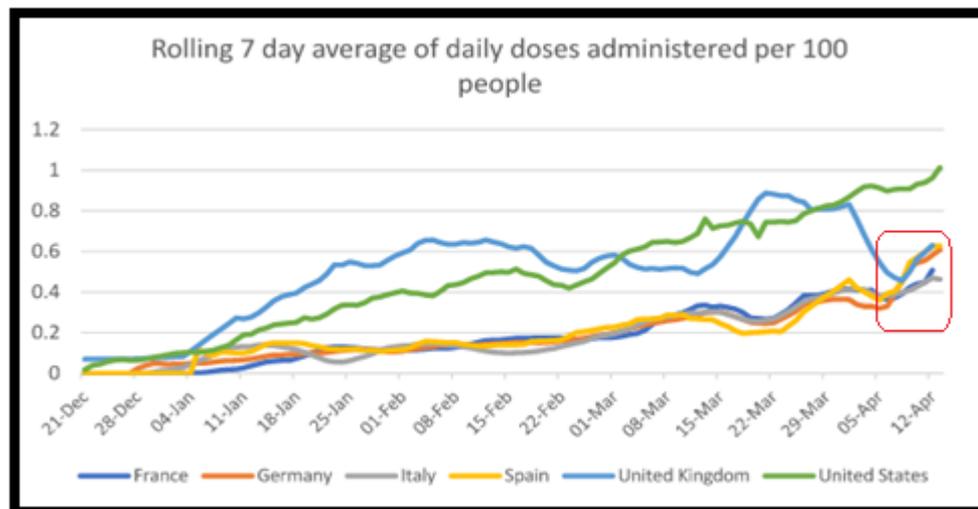


Eurozone verso l'immunizzazione delle categorie fragili



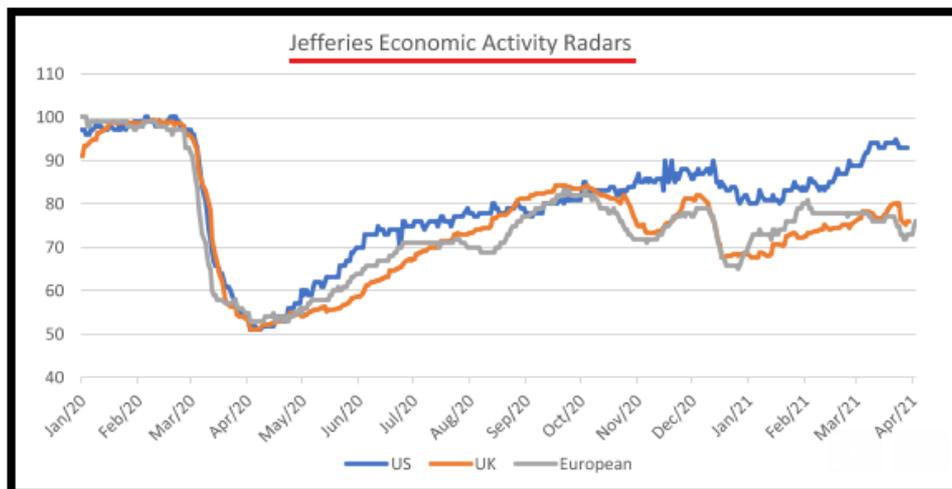
- In Asia e in alcuni emergenti le campagne vaccinali sono **molto più indietro**. Inoltre l'efficacia dei prodotti utilizzati, alcuni dei quali di origine cinese, è **inferiore**, cosa che richiede percentuali di immunizzazione superiori per fermare il contagio.
- Il problema è particolarmente acuto in **India** dove a fronte di una **brusca accelerazione dei casi**, la percentuale di popolazione immunizzata è ancora bassa, sotto l'8%.
- Altri paesi asiatici come **Cina, Sud Corea e Giappone** sono ancora agli inizi con le campagne ma hanno numeri di infezioni ridotti e hanno dimostrato buona capacità di tenere sotto controllo i focolai.

- Se UK e gli USA stanno approcciando percentuali di vaccinazione oltre i quali i casi dovrebbero calare definitivamente, **l'Eurozone è ancora in mezzo al guado**, su livelli la metà di quelli dei paesi anglosassoni
- Peraltro, **il numero medio di vaccinazioni giornaliere sta aumentando nel corso di Aprile**. Entro fine mese dovremmo raggiungere un ritmo in grado di permettere **l'immunizzazione delle fasce più fragili** (over 65 anni, 20-23% della popolazione) **entro fine Maggio**.



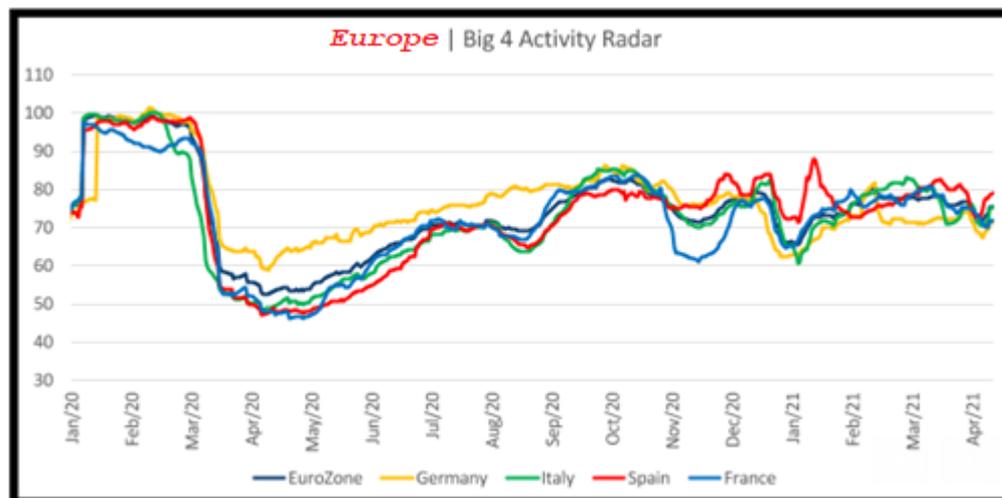


Ripresa: Gli Usa quasi a livello pre Covid, Eurozone e UK hanno spazio



- Diversamente, **in Eurozone** l'ondata dell'inverno 2020-2021 ha imposto **un nuovo rallentamento**, seppure assai inferiore a quello occorso 12 mesi fa
- **In UK** i lockdown sono stati più incisivi di quelli operati in Eurozone (ad esempio le scuole sono rimaste chiuse molto più a lungo). Nonostante il processo di riapertura sia già iniziato, **il livello di attività è simile a quello osservato in Eurozone** ovvero attorno al 75% del livello pre Covid: lo spazio per accelerare è ancora cospicuo
- I paesi Eu sono abbastanza allineati, con la Spagna un po' più avanti, e la Germania ancora marginalmente attardata

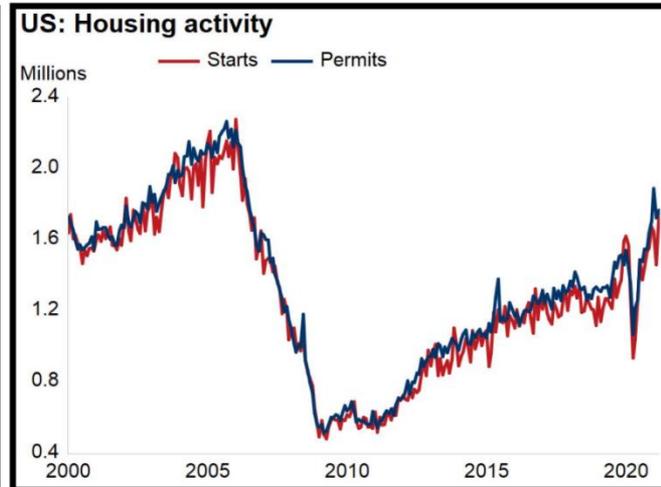
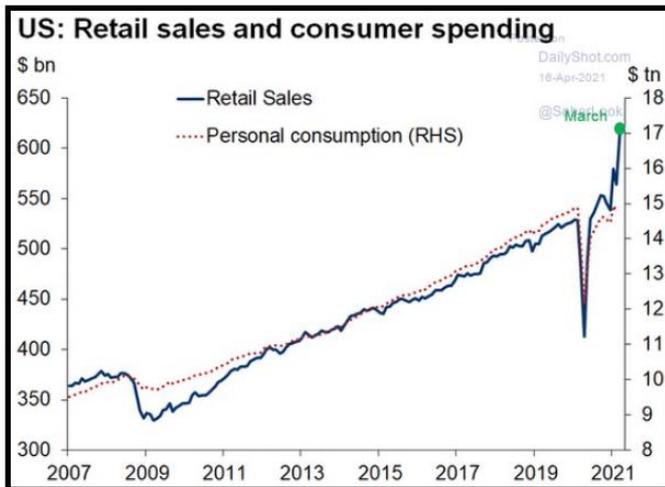
- Uno sguardo agli Economic Activity Radars elaborati da Jefferies consente di fare alcune osservazioni:
 - Effettivamente, ovunque l'impatto sull'attività economica della seconda serie di lockdown è stato assai più basso rispetto a quelli dell'inverno/primavera del 2020.
 - **Un atteggiamento meno rigido da parte degli USA gli ha permesso di mantenere l'economia più aperta.** Complice la distribuzione più rapida dei vaccini, **il ritmo di attività si attesta attorno al 90% del livello pre Covid.** La normalizzazione è in gran parte avvenuta.





Supercharged USA

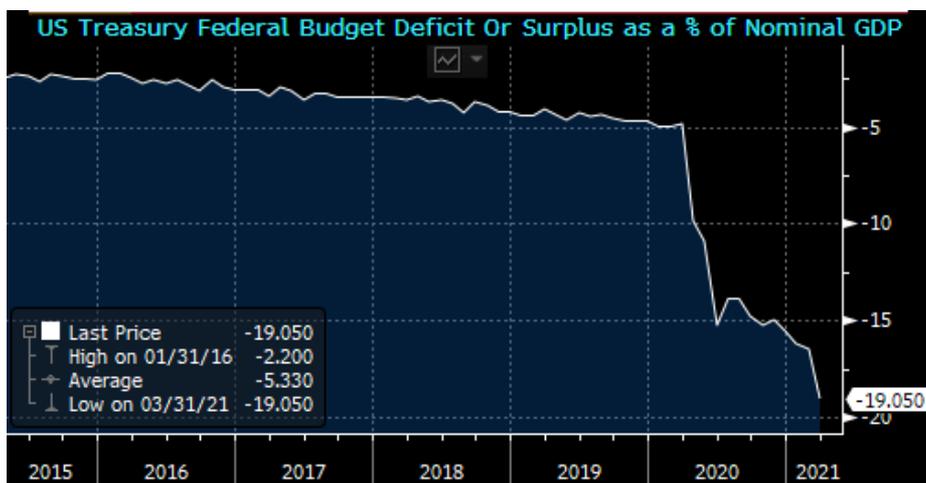
- L'accelerazione della crescita negli USA ha raggiunto livelli quasi senza precedenti
 1. Le survey manifatturiero e servizi sono sui massimi assoluti
 2. Le retail sales sono superiori del 17% al picco pre pandemia
 3. L'attività immobiliare è sui livelli del 2005, prima della bolla immobiliare



- Solitamente il quadro macro non ha molti margini di miglioramento quando l'attività economica raggiunge questi livelli
- Peraltro, abbiamo ancora diversi milioni di disoccupati da riassorbire, e un ciclo delle scorte e uno di investimenti da rimettere in moto



Ma questo non è un ciclo normale.



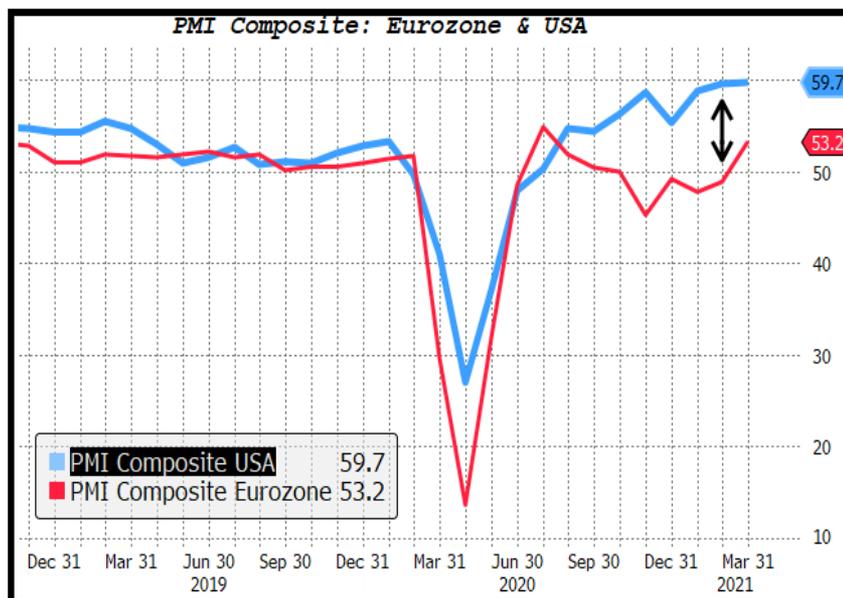
- Diversi fattori lasciano intendere che **la crescita USA resterà eccezionalmente robusta** per almeno la maggior parte del 2021:
 - **L'economia ha ancora un margine di recupero** (in particolare sui servizi), anche se non sarà possibile tornare alle condizioni pre Covid in tempi brevi
 - Lo **stimolo fiscale erogato** non ha precedenti nell'era moderna. **Il calo dell'impulso fiscale sarà un problema nel 2022**, ma per il momento gli effetti delle erogazioni avvenute e del **piano infrastrutture** in corso di definizione domineranno il ciclo USA per alcuni trimestri

- Con la FED determinata ad attendere la **comparsa della ripresa nei dati reali**, e il riassorbimento della disoccupazione generata dalla pandemia, **prima di cominciare a riturare lo stimolo**, le condizioni finanziarie sono destinate a rimanere ultra espansive a lungo.
- **E' difficile che il FOMC annunci una riduzione del ritmo degli acquisti prima di metà 2021**, cosa che posiziona il tapering tra il terzo e quarto trimestre dell'anno. L'azzeramento del Quantitative easing prenderà il grosso del 2022 e quindi è **improbabile che i Fed Funds possano salire prima del quarto trimestre di quell'anno**
- Ergo, **i tassi reali sembrano destinati a rimanere negativi ancora per diversi trimestri**

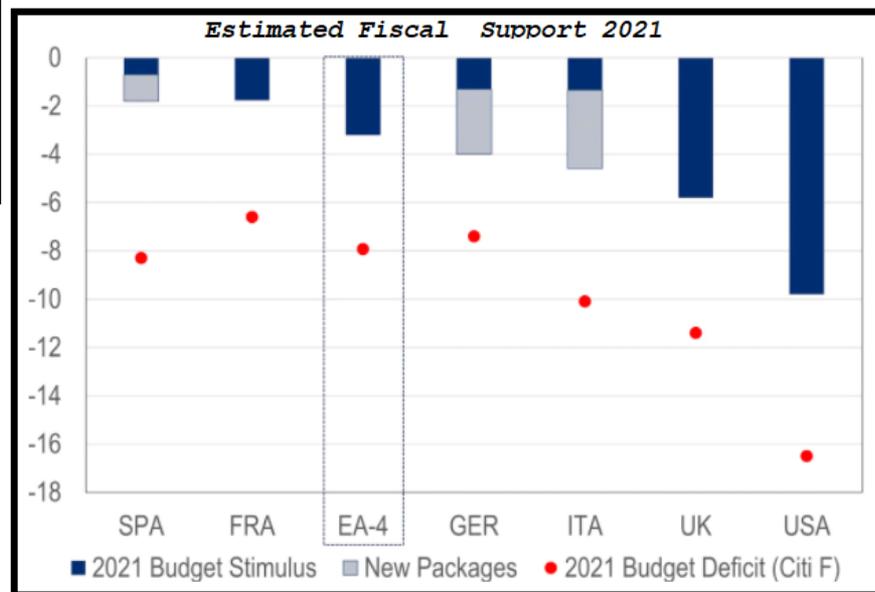




Nel secondo trimestre è l'Europa a dover accelerare



- Il primo paese a mettere sotto controllo la pandemia e riprendersi è stato la **Cina**. Già dal secondo trimestre 2020 l'attività economica si era ripresa.
- **Nella seconda metà del 2020 e primo trimestre 2021 il testimone della crescita è passato agli USA:**
 - L'economia americana è rimasta relativamente più aperta rispetto a EU e UK (vedi slide 5)
 - Lo stimolo fiscale è stato più robusto
- **Il secondo trimestre del 2021 dovrebbe essere quello in cui l'Eurozone fa il salto di qualità.** Le survey di attività di Marzo già hanno dato segnali in questo senso



- La riapertura dell'economia continentale dovrebbe ottenere **effetti sulla crescita simili a quelli osservati in US** nel primo trimestre
- Lo **stimolo fiscale** in Eurozone non è ai livelli di quello USA ma è **robusto** (8/10 punti di GDP)
- **L'economia europea** è ben posizionata per **avvantaggiarsi dello stimolo fiscale Usa** e in generale della **robusta domanda globale**.
- Anche **UK**, che ha attuato un lockdown più rigido ancora di quello europeo, **deve ancora raccogliere gli effetti delle riaperture**,



Il recupero dei bonds? Solo una pausa



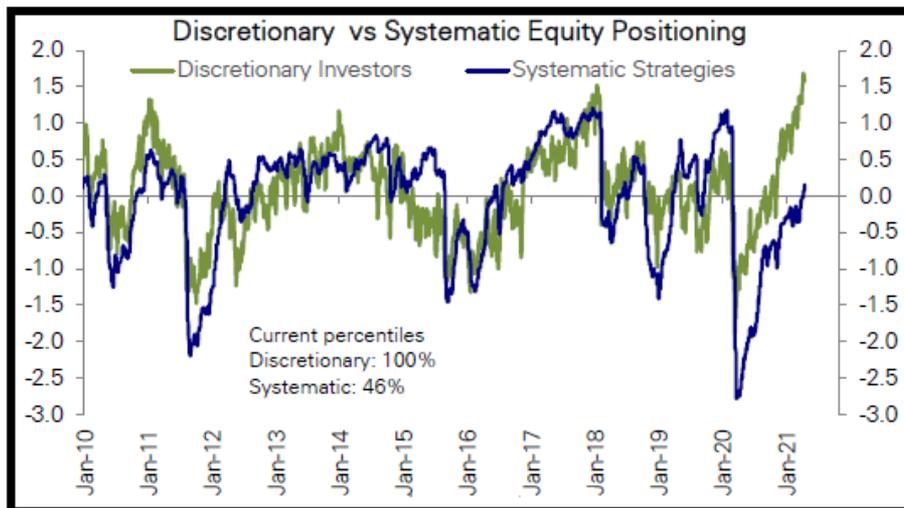
- La stabilizzazione dei tassi osservata dalla seconda metà di marzo in poi è dovuta ad una **serie di fattori**:
 1. I rendimenti erano saliti in maniera aggressiva nel primo trimestre (10y +80 bps a 1,7%), e **i bonds erano estremamente ipervenduti**
 2. L'accelerazione macro USA era largamente attesa, e **gli investitori si erano posizionati in maniera molto difensiva**
 3. La Fed ha insistito parecchio sulla **transitorietà** dell'accelerazione dell'inflazione.

- **I prossimi dati di inflazione saranno piuttosto forti**, come mostra anche la forte salita delle attese di CPI US per il trimestre in corso. Saranno numeri difficili da incassare per il mercato dei tassi
- I sottoindici delle survey di attività mostrano **pressioni sui prezzi ai massimi storici**. Il successivo rientro al target dell'inflazione non è garantito
- **L'intera curva USA si trova abbondantemente sotto il livello dell'inflazione attuale (2,6%)**



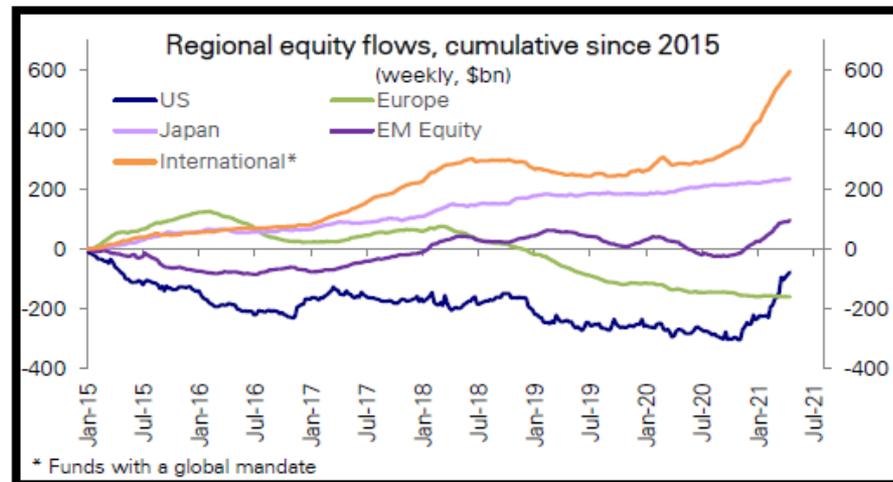


Il positioning su livelli elevati in US



- **Il positioning degli investitori in aggregato, così come misurato dal monitor di Deutsche Bank, si colloca su livelli estremamente elevati, nel 98mo percentile. Mentre il peso di investito delle strategie quantitative è tornato in media (46mo percentile), quello dei prodotti discrezionali ha fatto un nuovo massimo storico, raggiungendo il 100mo percentile.**
- **Lo spazio di incremento ulteriore è assai ridotto. E' possibile che un ulteriore calo della volatilità implicita faccia aumentare quello dei prodotti quantitativi. Ma l'esposizione degli investitori discrezionali potrebbe rendere il mercato vulnerabile a prese di beneficio, ed è forse un ostacolo a ulteriori forti apprezzamenti degli indici Usa nel breve.**

- Rispetto all'azionario USA, **quello europeo può contare su un quadro meno estremo:**
 - Un analisi dei flussi mostra che **l'area geografica è ancora assai sottorappresentata nei portafogli**, rispetto al resto
 - **I dati macro** (in particolare le survey di attività economica) **hanno ancora margine di miglioramento**, rispetto a quelli USA che sono sui massimi storici
 - L'apertura dell'economia e la composizione degli indici rendono l'azionario continentale ben posizionato per trarre beneficio dalla ripresa ciclica e dalla reflazione in atto a livello globale.





In sintesi

- Portiamo a **neutral l'azionario US**. Riteniamo che l'economia americana produrrà una crescita elevata per l'intero 2021 grazie alla progressiva riapertura alla quale si sommano la generosa erogazione di stimolo fiscale, dall'impatto concentrato nella prima metà dell'anno, e la politica monetaria ultraespansiva. Il consenso sugli utili dei prossimi trimestri è ancora basso. Ma le survey di attività non hanno più margini di miglioramento nel breve, e il posizionamento e il sentiment sono iperestesi. Manteniamo a **overweight l'azionario europeo e italiano** ritenendo che il secondo trimestre sarà quello della riapertura per l'economia dell'Eurozona. L'arrivo dei fondi del Budget EU, e la crescente tendenza all'integrazione sono ulteriori motivi di interesse per in mercato finora sottopesato dagli investitori globali.
- Manteniamo a **overweight l'azionario UK**. Riteniamo l'economia britannica debba ancora beneficiare appieno dell'immunizzazione della popolazione. Preferiamo il FTSE 250 Small Caps, meno impattato da eventuali apprezzamenti della Sterlina post soluzione Brexit. Portiamo a **overweight l'azionario giapponese**. Riteniamo che Tokyo possa beneficiare dell'aumento della domanda globale riveniente dallo stimolo fiscale e dalla forza dell'economia USA, e dall'accelerazione di quella EU. 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**. Crediamo che l'accelerazione dell'inflazione nei prossimi mesi, pur attesa, possa produrre rinnovate pressioni al rialzo sui rendimenti. 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 continuare a performare. Lasciamo a **underweight l'obbligazionario governativo core Eurozone**, con l'idea che in questa fase i ritorni offerti siano penalizzanti, e che l'accelerazione ciclica del secondo trimestre possa produrre un rialzo dei rendimenti. Lasciamo a **overweight i bond periferici** per riflettere l'impatto del miglioramento del quadro politico italiano sul BTP. Lasciamo a **neutral l'obbligazionario emergenti** in valuta forte, e 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. Lasciamo 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'eventuale 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. Il temuto rialzo dei tassi di default non si sta per ora manifestando e dopo un leggero aumento stiamo assistendo a una stabilizzazione. Permane un problema di scarsa profittabilità, ma il miglioramento del quadro macro e una fase di reflation potrebbero offrire supporto. Riteniamo che sui livelli attuali i **finanziari senior area €** siano correttamente valutati, per cui li lasciamo a **neutral**.
- Riguardo ai cambi, lasciamo a **underweight l'€/€**. La robusta accelerazione dell'economia USA e il conseguente rialzo dei rendimenti, anche in relativo rispetto a quelli EU, possono supportare temporaneamente il Biglietto Verde, anche contro lo **Yen** che conseguentemente lasciamo a **underweight**. Lasciamo 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, portiamo a **neutral quelle energetiche**, ritenendo che l'accelerazione ciclica per le riaperture alimenterà sufficientemente la domanda di petrolio da garantire stabilità sui livelli attuali. 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	■	downgrade
Area euro	▲	
Italia	▲	
UK	▲	
Giappone	▲	upgrade
Cina	▲	
Emergenti	■	

Valute

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

Materie prime

Energetiche	■	upgrade
Industriali	▲	
Agricole	■	
Metalli preziosi	■	

Obbligazionario governativo

US	▼
Area euro core	▼
Italia/Periferia	▲
UK	■
Giappone	▼
Emergenti Local Currency	■
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

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.