

2021

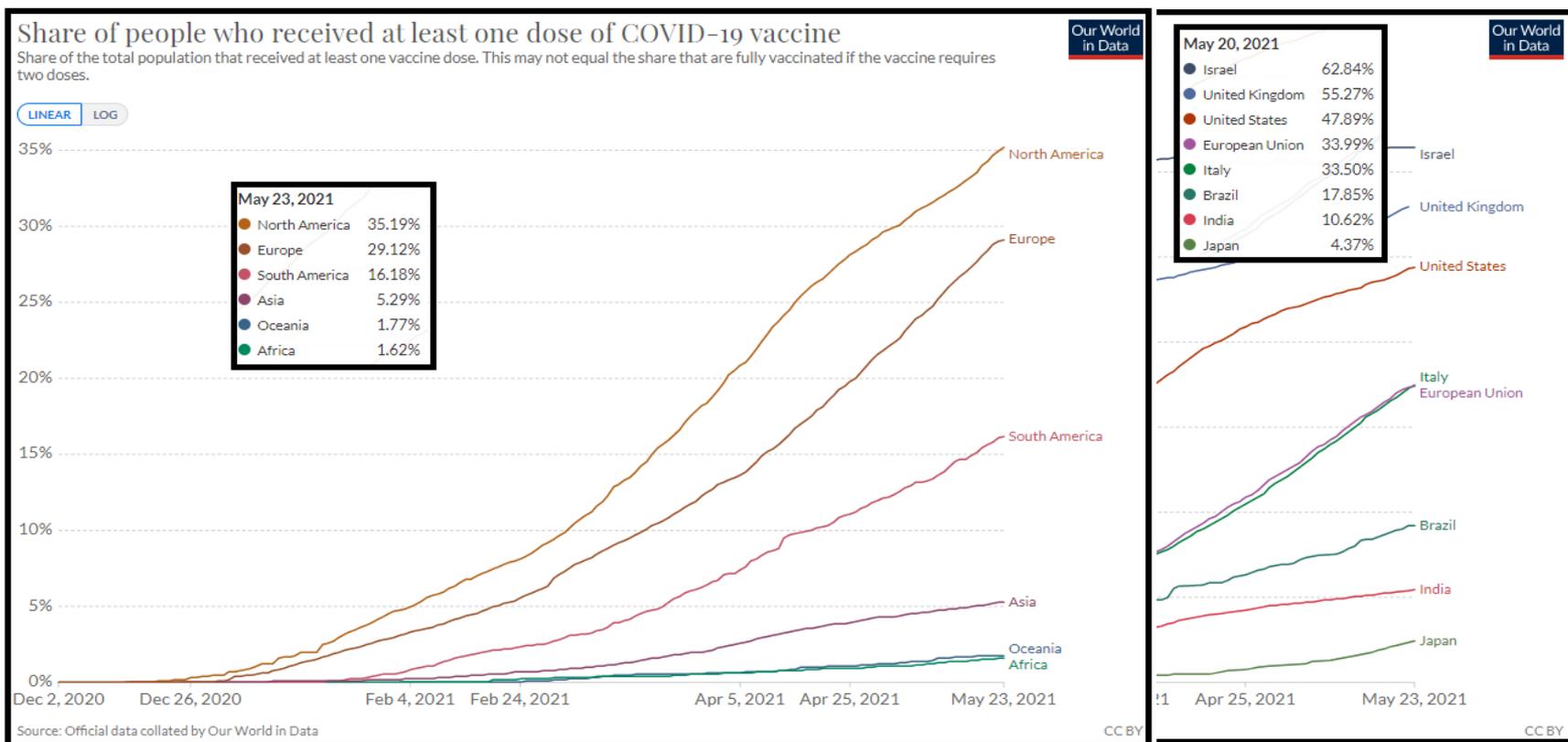
Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Maggio 2021





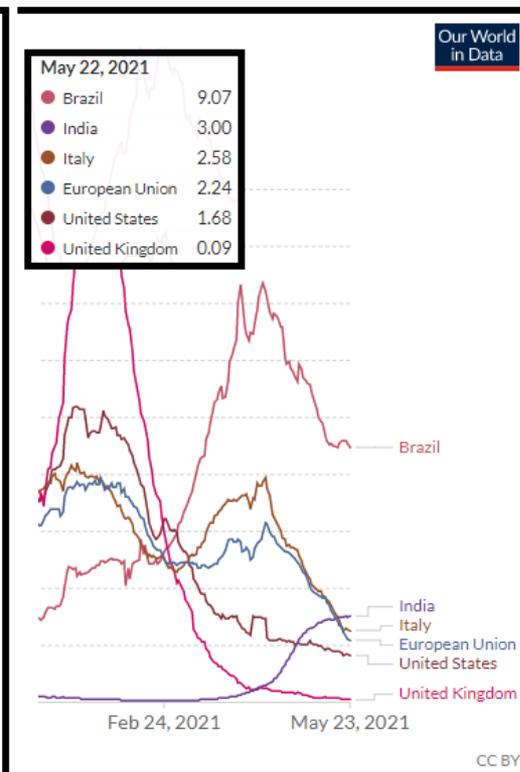
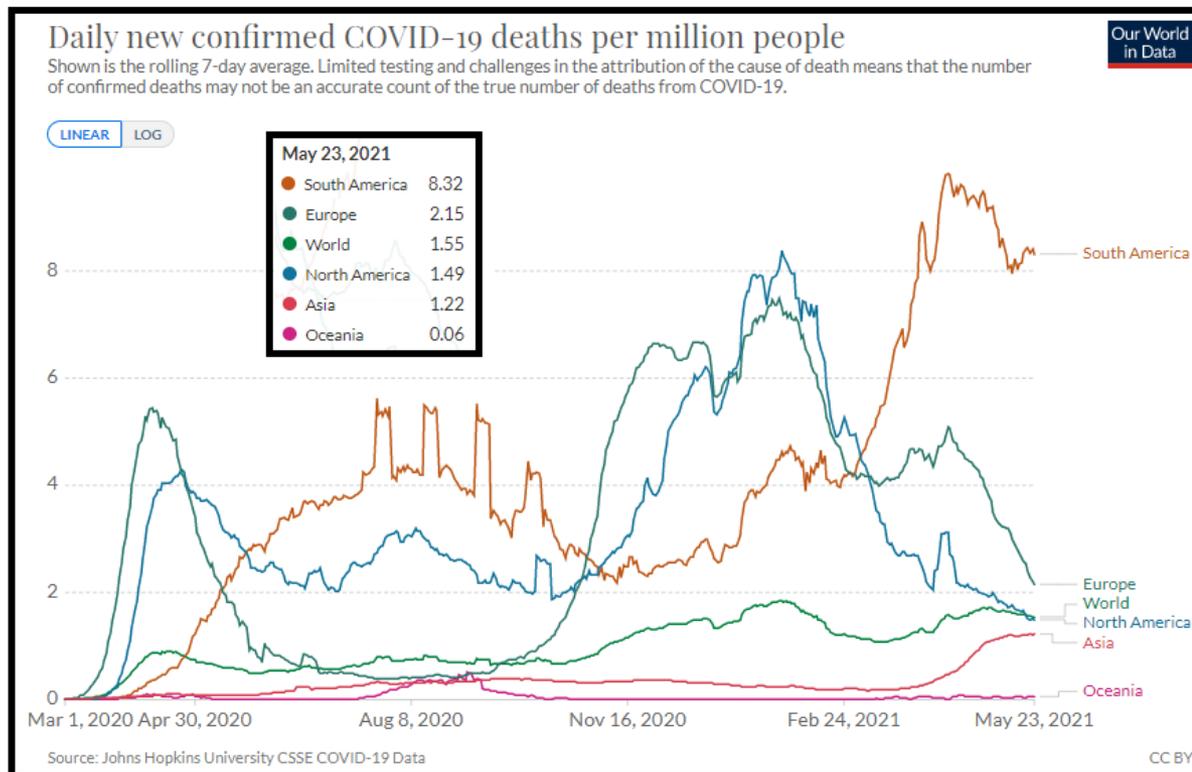
Vaccini: L'Eurozone tallona gli USA, Asia ed emergenti indietro



- Negli Usa e in UK il **picco del ritmo di vaccinazione è ormai alle spalle**. Ma la percentuale di immunizzati è ormai su livelli che producono **un crollo delle ospedalizzazioni**
- In Eurozone il salto di qualità è avvenuto, e i principali paesi hanno **praticamente raggiunto l'immunizzazione delle categorie fragili (over 65)**. Al ritmo attuale la vaccinazione del 70% della popolazione sarebbe ottenibile entro Luglio.
- In Asia e emergenti le campagne procedono con fatica, e l'immunizzazione è ancora lontana (2022)



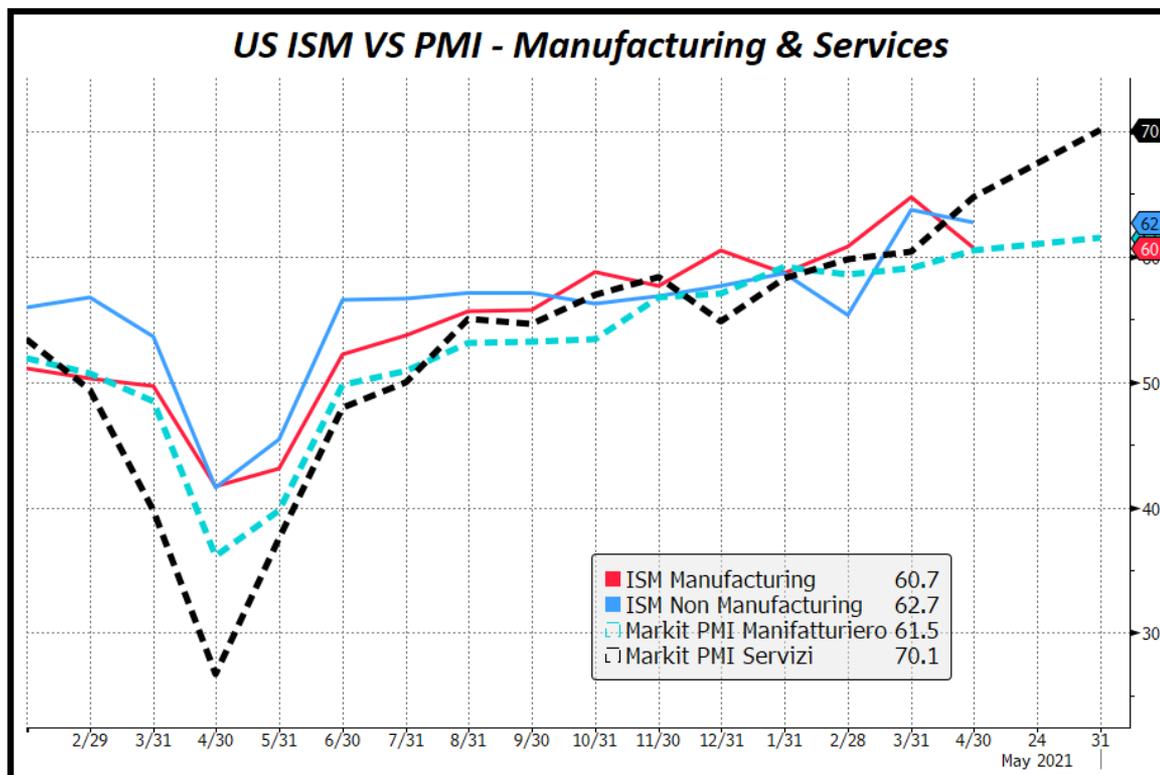
L'impatto delle campagne si nota sul numero di morti.



- La progressiva **immunizzazione** delle **categorie vulnerabili** (over 65) si comincia a notare anche sulla **mortalità**. In Uk questa è ormai crollata, a dimostrazione dell'efficacia dei vaccini a evitare le sintomatologie severe anche in caso di varianti. Dinamiche simili si notano negli Usa e anche in Eurozone.
- Negli **Emerging** il **calo dei morti** è ancora legato in gran parte, alla **dinamica dei casi**, come si nota esaminando i numeri del Brasile, dove il picco dei casi è avvenuto a fine marzo (ma da pochi giorni avviamo un nuovo aumento). In India il trend di discesa è ancora troppo recente.



Ripresa USA: c'è ancora spazio.

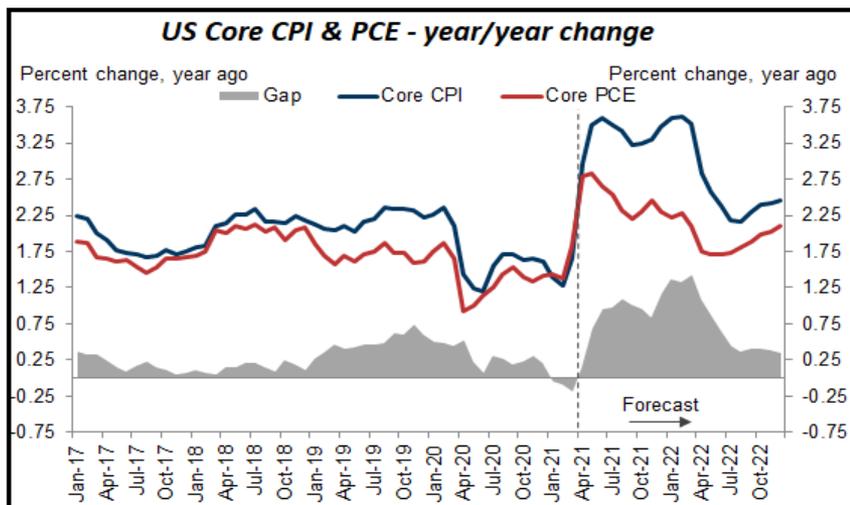


- I PMI flash di Maggio rilevati da Markit sembrano indicare un **ulteriore accelerazione del ciclo USA nel corso dell'estate.**
- Il PMI Composite, a 68,1 segna un ritmo di espansione dell'attività «ben oltre qualunque livello osservato in passato»
- Il manifatturiero ha mantenuto il trend di accelerazione, segnando un nuovo massimo a 61,5. Nuovo massimo anche per il sottoindice dei New Orders (65,3)
- Il settore servizi ha visto l'attività esplodere (70,1) grazie alla riapertura dei business non essenziali.
- Markit rivela **che l'attività sarebbe potuta essere anche più forte, se non fosse per le difficoltà di approvvigionamento e le limitazioni di capacità degli esercenti**

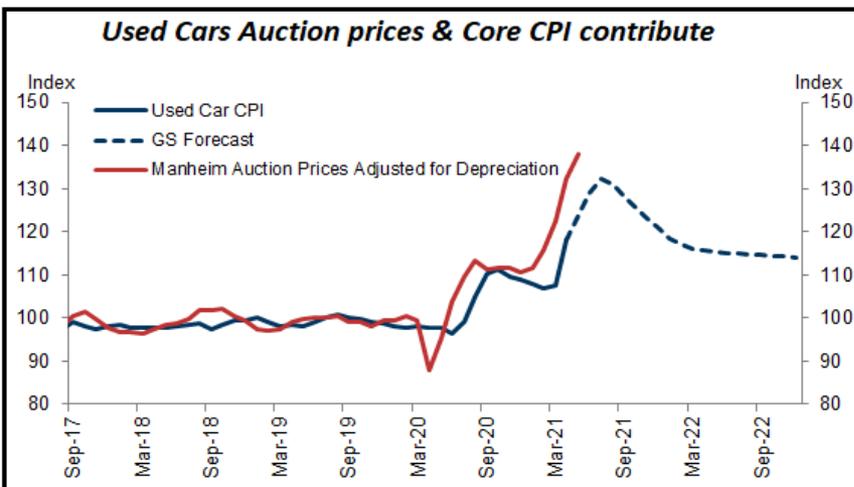
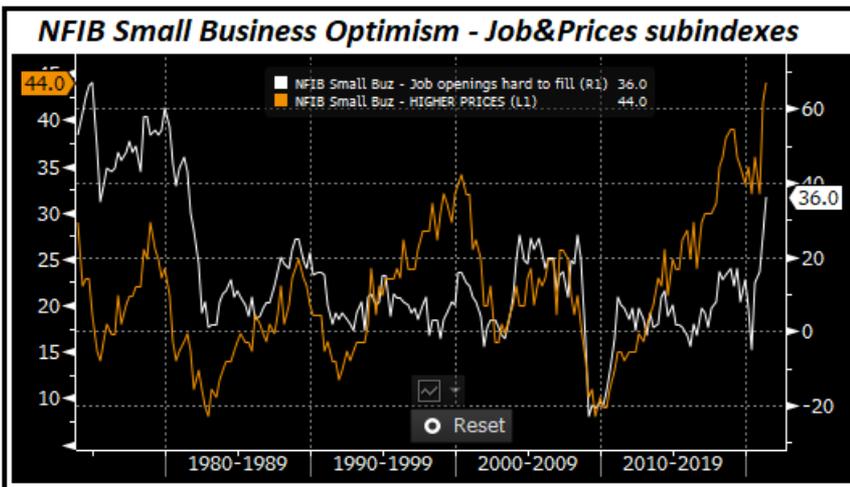
- Il quadro sembra coerente con **un'attività che si mantiene estremamente robusta nei prossimi mesi**, grazie all'ammontare di ordini inevasi, e al procedere della normalizzazione dell'economia.
- **L'aumento della domanda di beni e servizi** sta facendo emergere con forza la necessità di nuovo equipaggiamento. Lo studio trimestrale di Citigroup rivela che le **intenzioni di investimento delle aziende sono ulteriormente aumentate**, dai livelli già elevati di Febbraio scorso, mentre le **banche hanno ulteriormente allentato i lending standards.**



Inflazione: quanto temporanea?

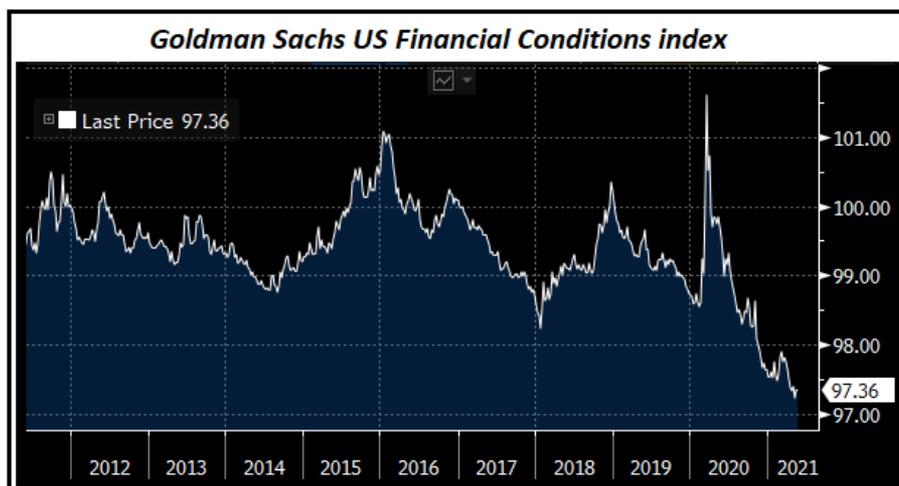


- Il recente rialzo dei prezzi alla produzione e al consumo ha sicuramente delle **componenti temporanee** (prezzi delle auto usate, o altri business *covid sensitive* come gli Hotel)
- La **componente dei salari** desta qualche preoccupazione. Non è chiaro in che misura questo rialzo sia dovuto alla concorrenza dei sussidi, che dovrebbe esaurirsi a breve, e quanto sia dovuto effettivamente a **difficoltà di reperire manodopera qualificata** e altri tipi di frizioni più persistenti
- In generale, **una valutazione della persistenza della fiammata inflattiva** non può prescindere dall'opinione sulla durata e forza della ripresa, che **ha recentemente subito un upgrade**.
- Quel che è certo è che nei prossimi mesi le letture di CPI saranno elevate, **con un potenziale impatto sulle attese**.



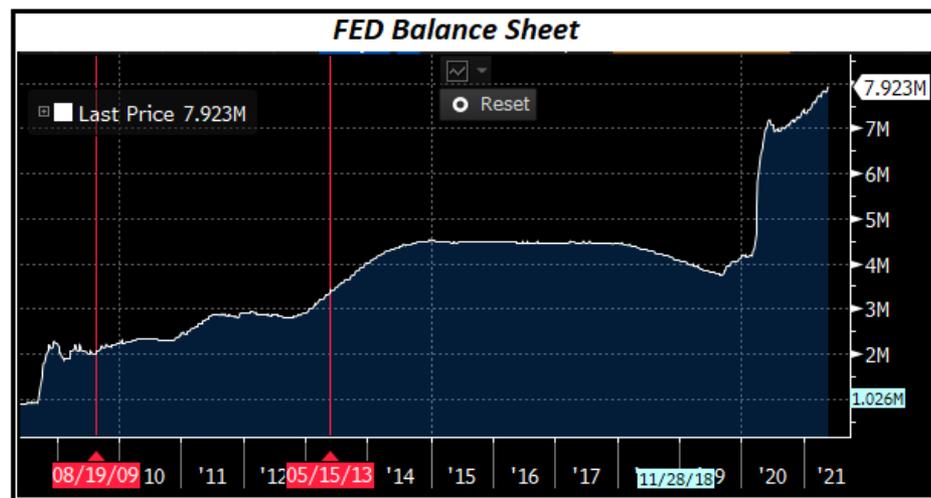


Fed: tapering «sooner rather than later»



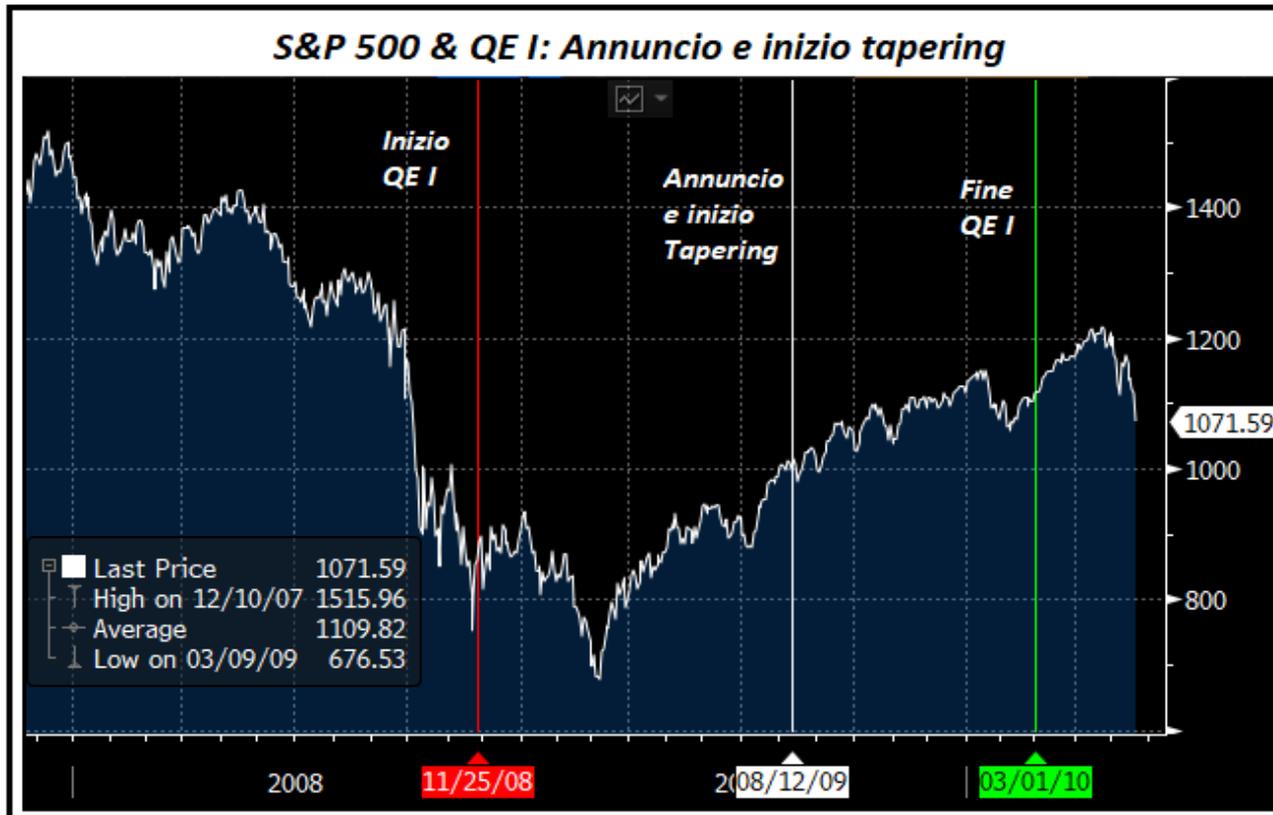
- Finora la **Fed** è stata adamantina nel dichiarare che **le pressioni inflazionistiche hanno natura temporanea**, e che il dibattito sul «tapering» è prematuro. **Powell** ha sottolineato come il **deludente labour market report di Aprile** costituisca una conferma che il loro approccio assai prudente è quello giusto.
- Questo ha **spostato l'attenzione del mercato dalle attese di inflazione alle evoluzioni mercato del lavoro** come ago della bilancia di un **possibile cambio di stanche monetaria**.
- Le ultime minute FOMC hanno però rivelato che **un imprecisato numero di partecipanti ritiene opportuno iniziare a parlare di aggiustamento**, se l'economia continua a progredire in direzione degli obiettivi FED.

- **Ancorare il tapering ai dati occupazionali aggiunge imprevedibilità alla questione.** Sappiamo che questi numeri si possono discostare in maniera significativa dalle attese.
- In generale un quadro macro USA in linea col nostro scenario risulta coerente con **un annuncio di tapering al più tardi per Settembre**, ed un inizio di riduzione degli acquisti in Dicembre.
- Numeri occupazionali particolarmente forti nei prossimi 2 mesi (oltre 1 milione di posti creati al mese) possono **far anticipare questo momento a Luglio**
- Anche un **disancoraggio delle attese di inflazione** può indurre la FED a rompere gli indugi.





Pochi rischi per Wall Street dal tapering in passato 1/2

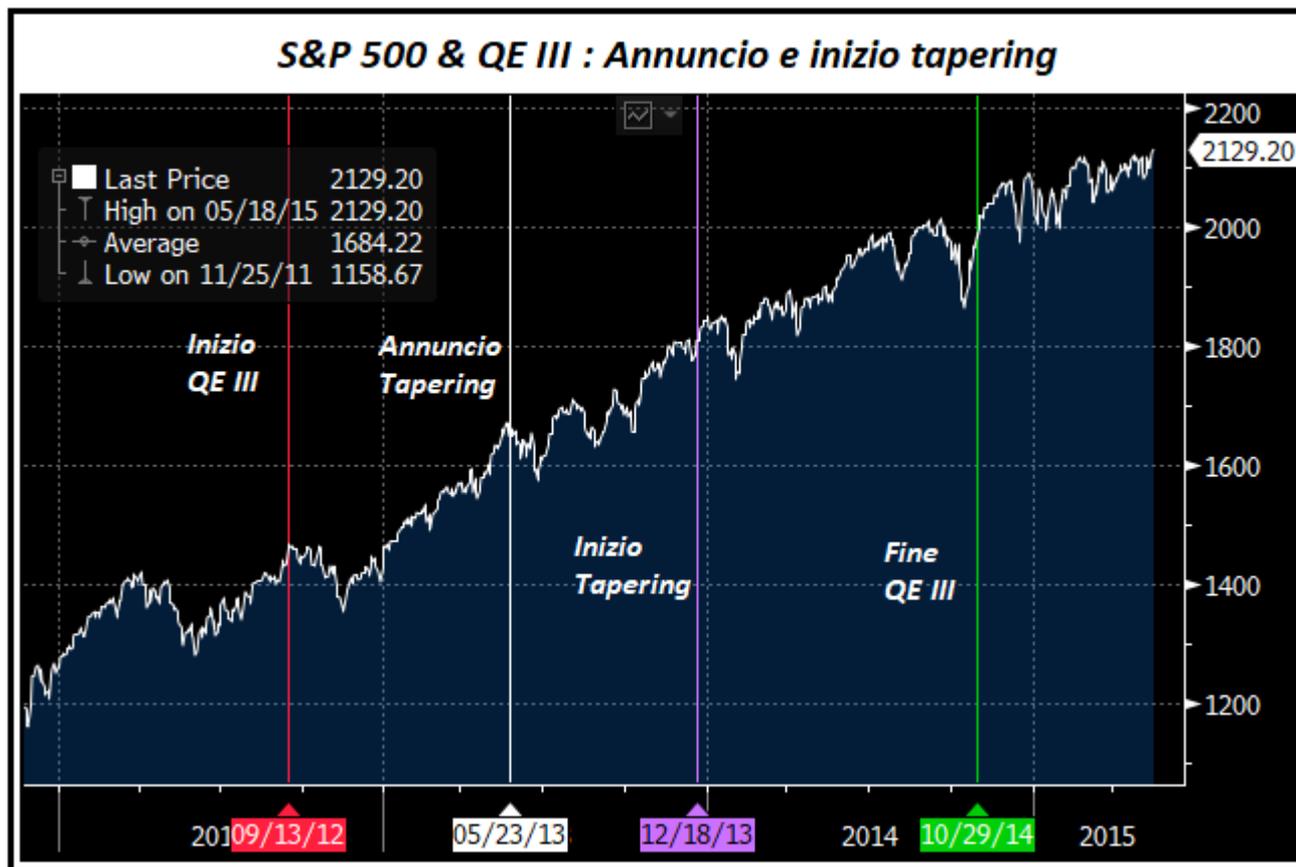


- Vari fattori fanno sì che la **riduzione del QE FED** venga vista come **un potenziale grosso rischio** per l'azionario USA e globale:
 1. Le condizioni finanziarie ultra espansive sono considerate un prerequisito per mantenere i multipli dell'equity sugli attuali livelli, storicamente levati
 2. L'enorme ammontare di debito accumulato durante la crisi e l'elevato indebitamento pubblico e privato lasciano intendere che economia e aziende siano vulnerabili a forti rialzi dei tassi Pfizer

- In realtà, nelle precedenti occasioni in cui la FED ha annunciato, e successivamente portato avanti una riduzione del ritmo degli acquisti, l'azionario Usa non ha mostrato reazioni negative importanti.
- Nel corso della prima erogazione di QE, iniziata nel novembre 2008, l'annuncio, coinciso con l'inizio della riduzione, non ha avuto effetti percettibili sull'S&P 500. Si può osservare che in quel periodo i multipli dell'azionario USA giravano su livelli storicamente molto bassi.



Pochi rischi per Wall Street dal tapering in passato 2/2

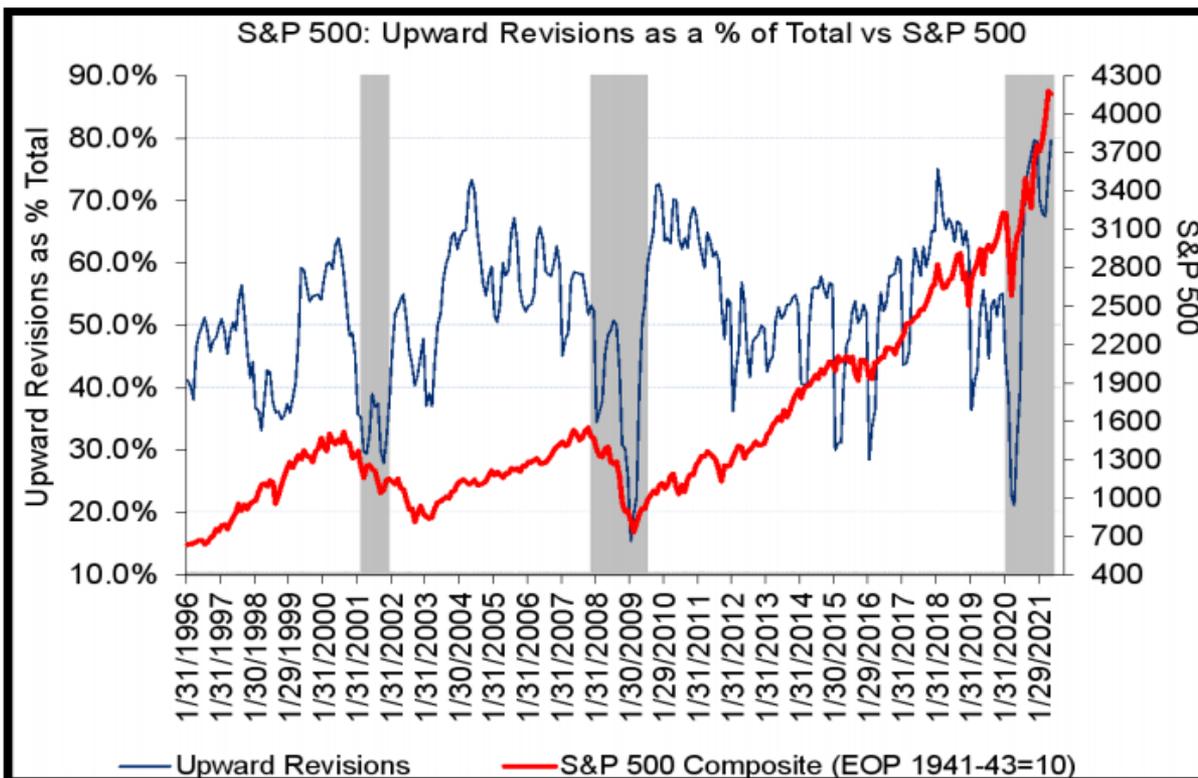


- Nel 2013, il tapering fu portato avanti con maggiore cautela, ed un preavviso di 6 mesi rispetto all'inizio della riduzione. Anche in questo caso i multipli erano inferiori ai livelli attuali.
- In questo caso una correzione del 5% ha salutato sia l'annuncio che l'inizio della riduzione, nell'ambito di un trend che è rimasto solidamente al rialzo.
- Diversamente dal 2009, in quest'occasione **non possiamo dire che i rendimenti sono rimasti stabili**. Tra maggio e settembre il 10 anni il rendimento del treasury 10 anni salì di oltre 1%, approdando al 3%

- Sulla base dell'esperienza passata, per l'azionario USA, guardare al tapering con particolare preoccupazione non ha molto senso. La questione si presenta un po' diversamente per gli emergenti, normalmente molto sensibili al cambio di politica monetaria USA.



Ancora forte supporto dagli earnings per Wall Street a Q2

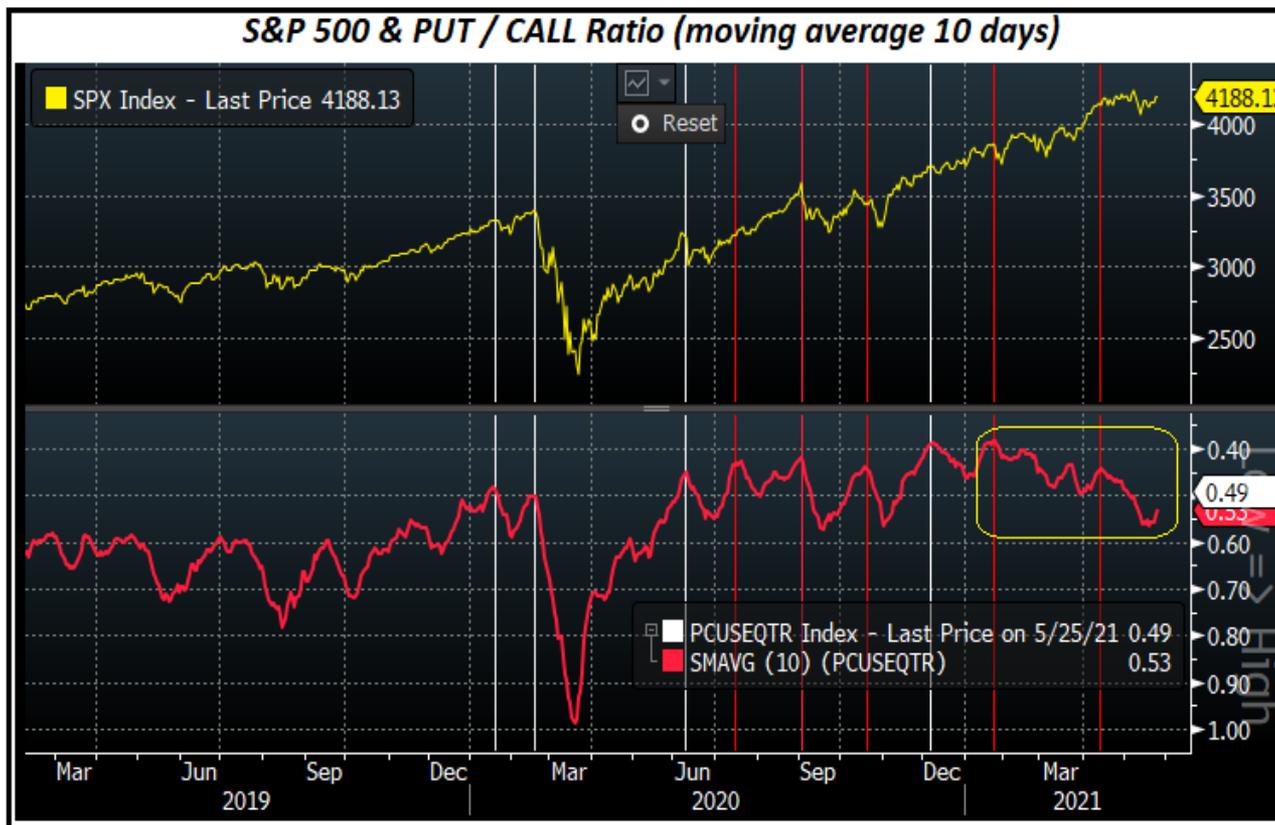


- Nel secondo trimestre del 2021 il quadro resta molto favorevole per Corporate America.
 1. La crescita è assai **robusta**, con rotazione dell'attività sui servizi
 2. Le **condizioni finanziarie** restano **ultraespansive**
 3. La robusta domanda ha dato **pricing power** alle aziende, a beneficio dei **margin**
 4. Il Dollaro è rimasto debole.
- Vi sono vari indizi di questo stato di cose. L'analisi di Citigroup rivela che a **Maggio le revisioni al rialzo degli earnings sono balzate al 79,7% del totale**, vs il 74,1% di Aprile e il 67,4% di marzo.
- Tutti e 11 i principali settori hanno mostrato revisioni nette al rialzo

- L'Europa si trova circa un trimestre indietro rispetto agli USA, a causa del ritardo nella campagna vaccinale, e dei lockdown resisi necessari per ovviare alla seconda ondata del Covid. **Un catch up di attività e utili è nelle carte**, anche alla luce della recente dinamica degli indici di attività in US
- L'azionario continentale ha in una certa misura anticipato la ripresa economica, e la divisa in questo caso costituisce un freno, sia pure marginale.
- La **composizione degli indici**, ad elevato peso di titoli **ciclici e value**, è però un vantaggio



Sentiment a Wall Street sempre euforico, ma meno di prima.

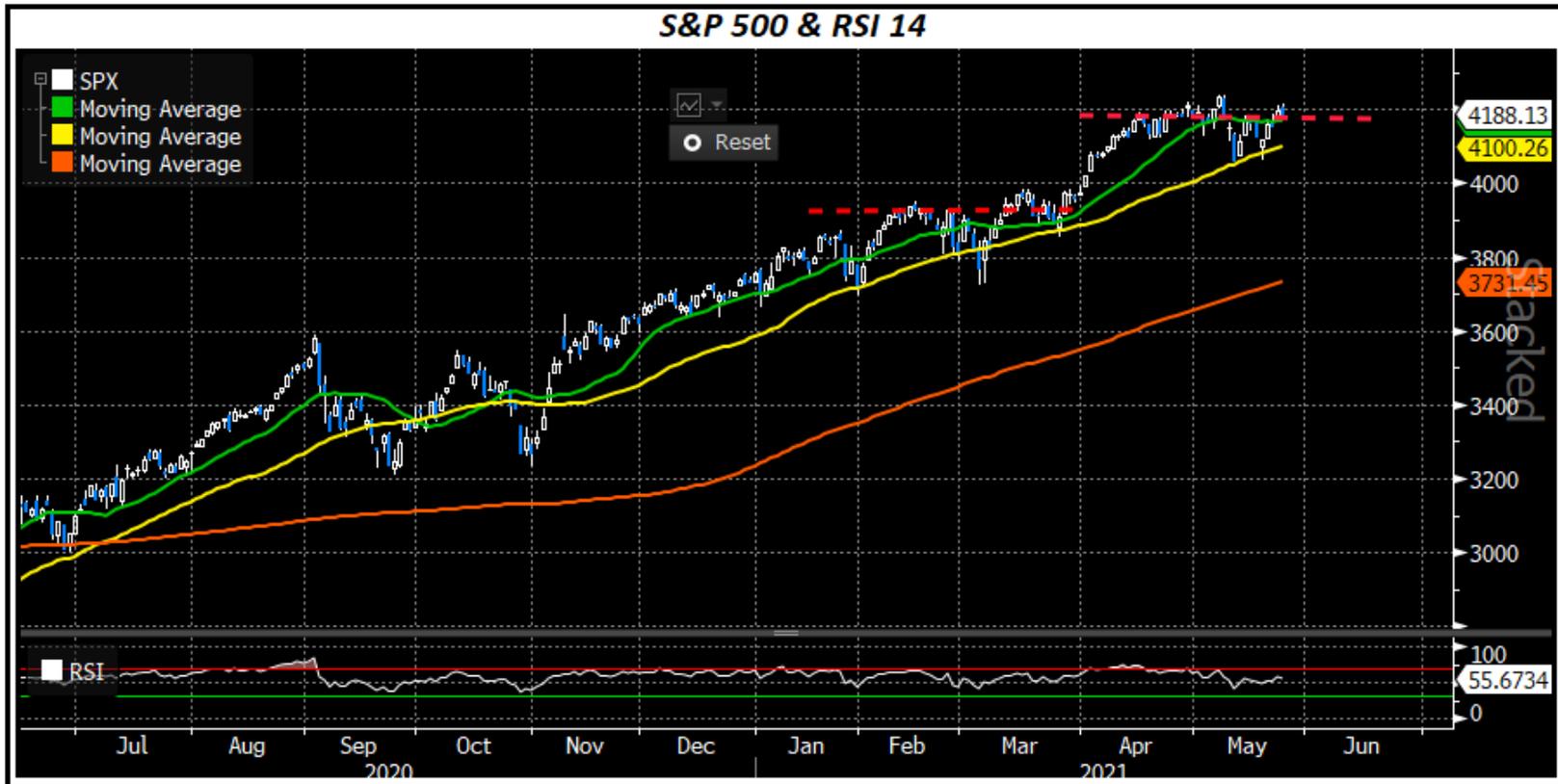


- Le condizioni di sentiment e positioning rimangono orientate ad un forte ottimismo sull'azionario USA.
- Ciò detto, **alcuni degli eccessi** osservati tra Gennaio e Febbraio **sono, almeno parzialmente, rientrati**.
- Ad esempio:
 1. La media mobile a 10 giorni del put call ratio ha abbandonato i minimi del primo trimestre
 2. Il positioning misurato dal monitor di DB è calato dal 95' all'80' percentile
 3. L'attività speculativa dei retail investors si è un po' ridimensionata

- Inoltre, i settori dove si registrava il maggior livello di euforia, come le FAANG/ big cap, i titoli growth e il tech sono passati attraverso un consolidamento che ha presumibilmente ridotto il positioning
- Questo rientro di eccessi speculativi non si è tradotto in una significativa correzione del mercato, a dimostrazione di un tono di fondo che resta alquanto costruttivo.



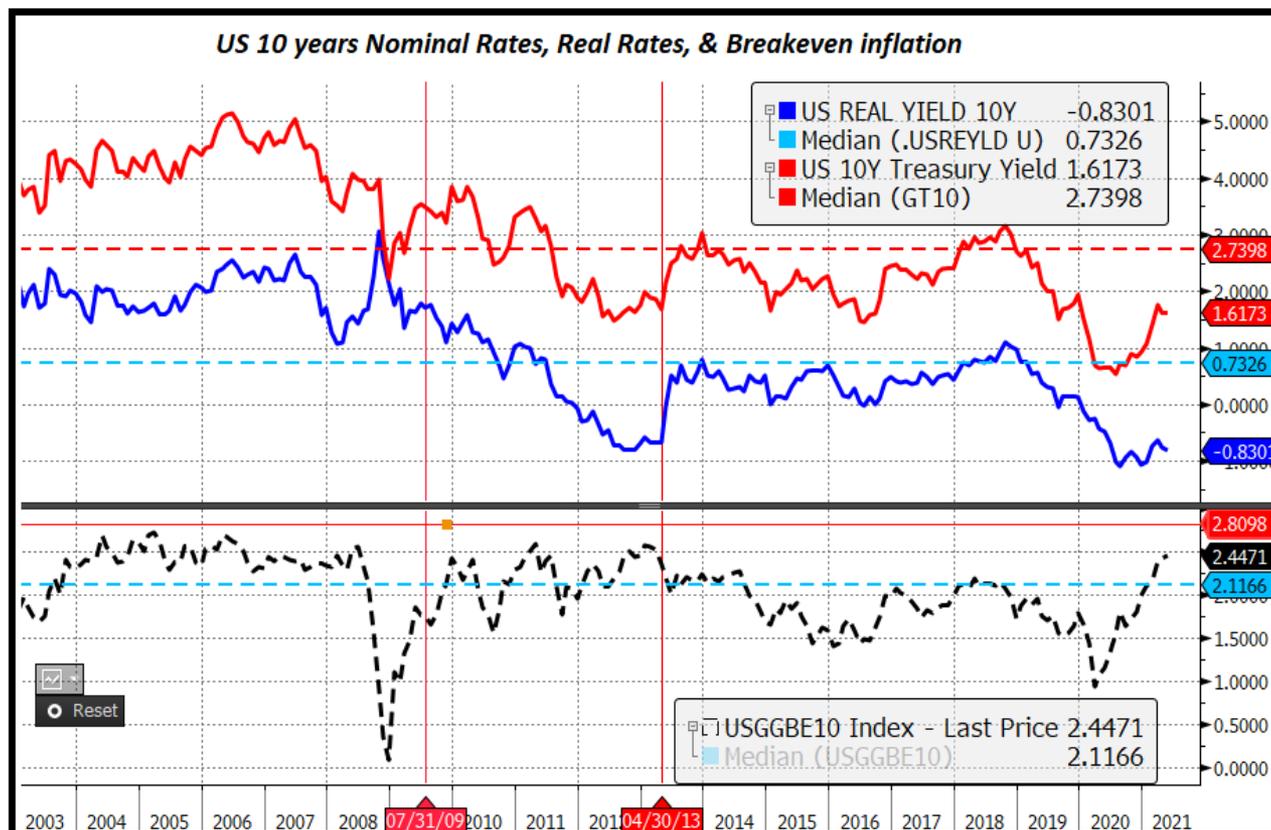
Ancora forte supporto dagli earnings per Wall Street a Q2



- Uno sguardo al grafico dell'S&P 500 lascia intendere un «**pattern**» recente. La sostanziale tenuta delle stime di utili nel *run up* verso l'earning season produce una **fase laterale** dell'indice sui massimi. Dopodichè la percezione che il margine degli EPS sul consenso sarà generoso causa un rapido **repricing**. E' possibile che anche I risultati del secondo trimestre producano un effetto del genere.



Il mercato dei tassi USA è sganciato dai fondamentali

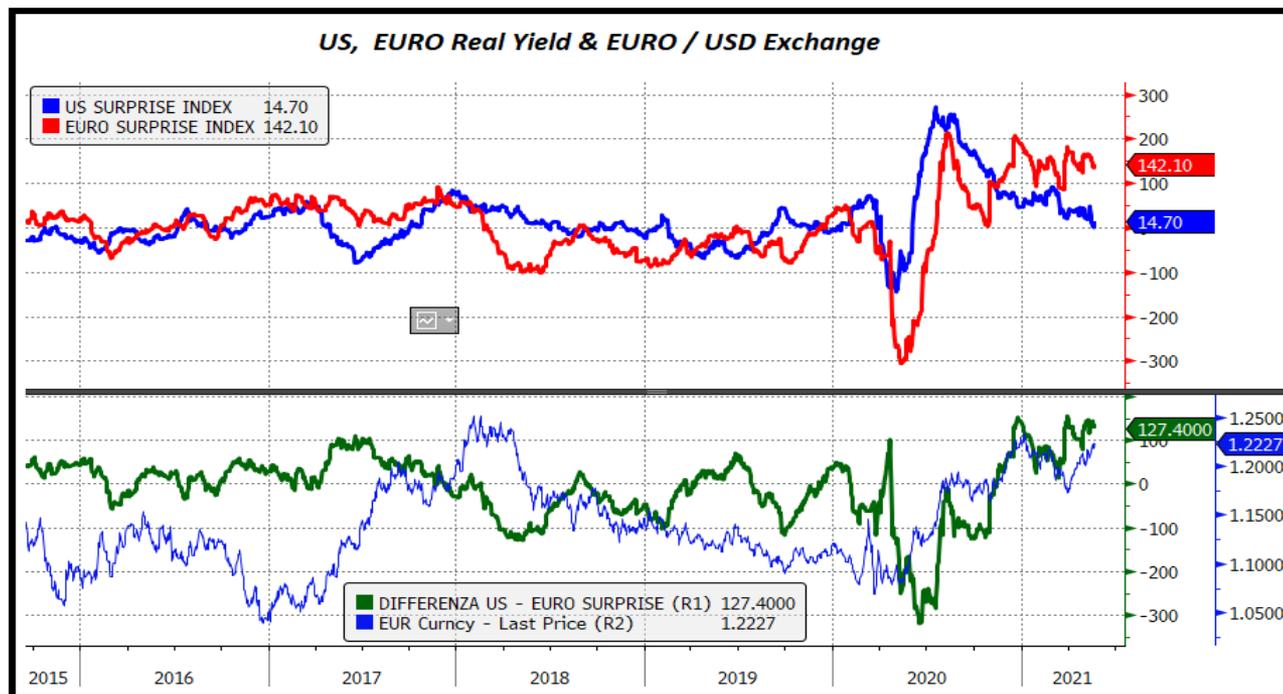


- Dopo un primo trimestre 2021 di forte rialzo, i **rendimenti USA si sono stabilizzati** negli ultimi mesi. Tra i motivi, **la stance accomodante della FED** e il differenziale di rendimento con gli altri paesi, che ha attirato flussi in entrata.
- Nei prossimi mesi, con l'estendersi della ripresa ad altri paesi industrializzati, il vantaggio competitivo dei treasuries sugli altri bonds in termini di rendimento potrebbe attenuarsi.
- **Il repricing sulle attese di inflazione** è stato significativo, con i **breakeven inflation a 10 anni** tornati sopra la mediana di lungo periodo (20 anni)

- **Diversamente, i tassi reali restano su livelli storicamente bassissimi**, difficilmente conciliabili un livello di attività ai massimi storici e con una crescita reale attesa superiore al 5% (Consenso Bloomberg 2021 6,5%)
- Come si nota dal grafico, la salita dei rendimenti occorsa in occasione del tapering del QE3 (seconda metà del 2013) è stata interamente dovuta al recupero dei tassi reali, mentre le attese di inflazione sono leggermente calate.



Dollaro: la fase di debolezza volge al termine?



- La robusta ripresa USA è stata sorprendentemente ignorata dal biglietto verde.
- Tra i motivi per la debolezza del dollaro:
 1. La dovishness FED e il conseguente livello basissimo dei tassi reali USA
 2. Lo stimolo fiscale USA, con il relativo impatto sul deficit fiscale, e soprattutto quello commerciale
 3. La sorprendente tenuta dei dati macro EU, che ha preso in contropiede il consenso

- L'effetto cumulato di questi fattori dovrebbe però scemare nei prossimi mesi:
 1. La Fed inasprirà la stance prima dell'ECB e delle altre banche centrali, causando un rimbalzo dei tassi reali
 2. L'effetto dello stimolo fiscale sul trade balance US dovrebbe attenuarsi nei prossimi mesi
 3. Il consenso sui dati EU dovrebbe essersi adeguato, mentre negli USA potremmo avere qualche sorpresa positiva, se il quadro dipinto dai PMI è anche solo parzialmente veritiero.
- Un rifiuto della FED di reagire al rafforzarsi del quadro macro e inflattivo non farà che alimentare ulteriori aspettative di inflazione. Questo avrà implicazioni negative per il Dollaro nel breve, a causa del calo dei tassi reali. Ma, causando un disancoraggio delle attese di inflazione, costringerà il FOMC a reazioni più forti in seguito,



In sintesi

- Portiamo a **overweight 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 ultra espansiva. Il consenso sugli utili dei prossimi trimestri è ancora basso. Il posizionamento resta elevato, e il sentiment euforico. Ma nel breve gli eccessi di alcuni indicatori sono rientrati. 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. Lasciamo 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. La campagna di vaccinazione sta dando i primi segnali di accelerazione. 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**. L'immunizzazione della popolazione procede a ritmi più lenti e discontinui rispetto ai paesi industrializzati. 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, e che il livello dei tassi reali non sia coerente con il quadro macro. 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 dello stimolo fiscale. 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 ancora 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 il 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 i cambi, lasciamo a **underweight l'€/€**. Ritenuamo che nella seconda parte del 2021 il Dollaro inizierà a giovare del progressivo inasprimento della politica monetaria FED, in relativo rispetto a quella ECB, e anche quella della Bank of Japan, motivo per il quale lasciamo a **underweight anche lo Yen/€**. Lasciamo a **overweight la Sterlina** ritenendo che possa beneficiare di una politica monetaria più restrittiva da parte della Bank of England. 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 **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**. Vediamo però valore nei Goldminers, a meno di un significativo calo dell'oro, che al momento sembra scongiurato.



Giudizi sintetici

Azionario		Obbligazionario governativo	
US	▲ upgrade	US	▼
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.	▲
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.