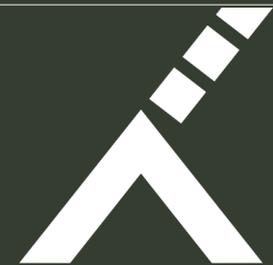


2021

Anthilia
Capital Partners
SGR

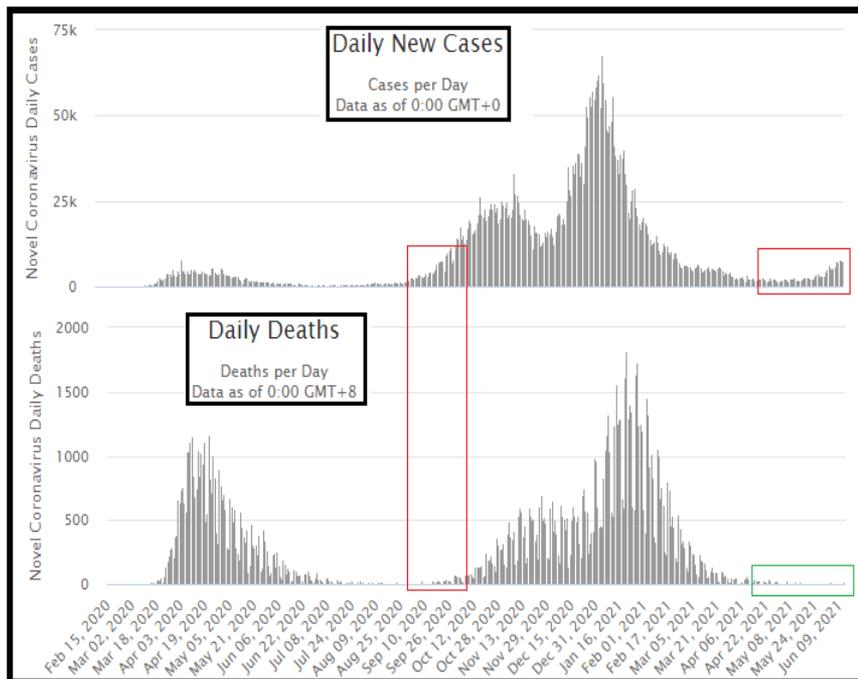
Analisi di scenario
Giugno 2021



Anthilia sgr
Capital Partners

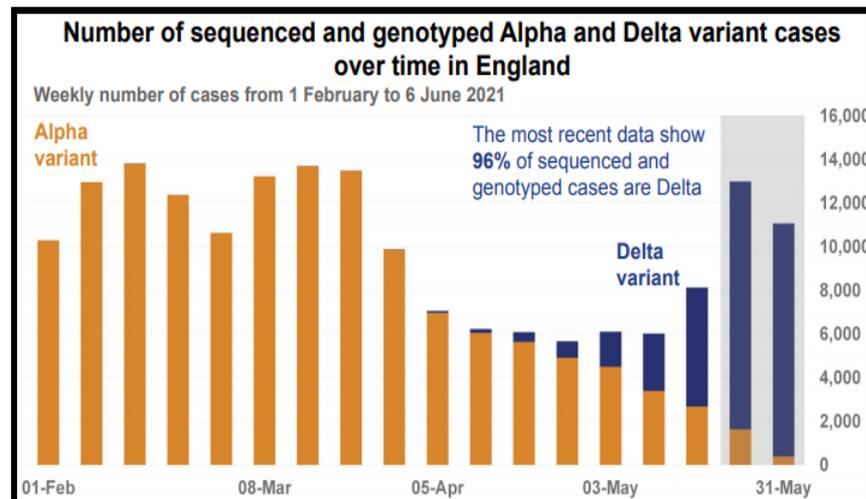


Variante «Delta». Quali sono i rischi?



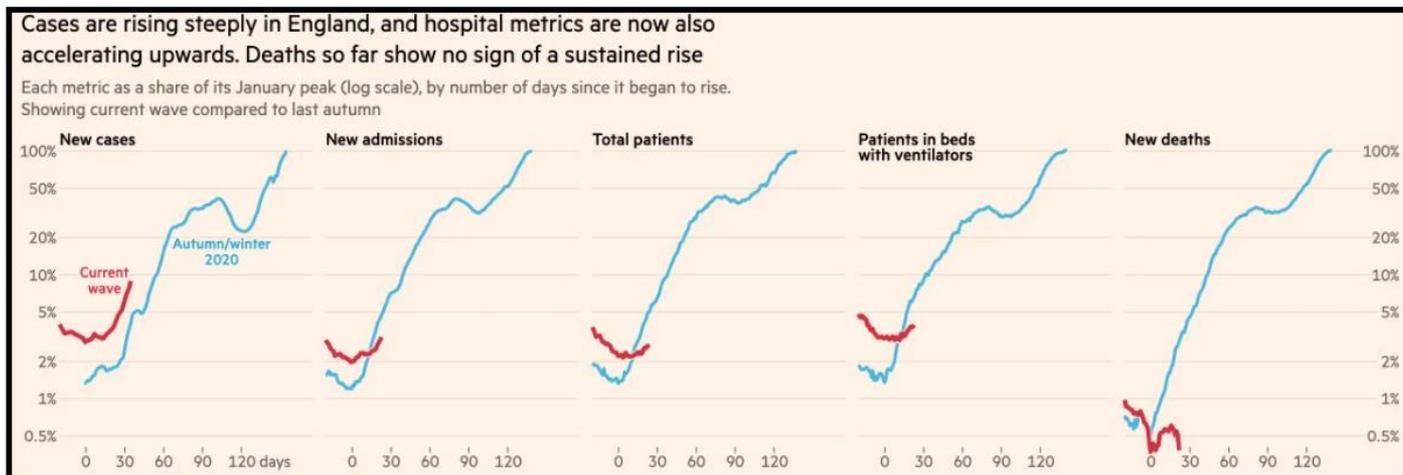
- Sembra assai probabile che la **variante Delta** diventi **dominante anche in US** (dove sta già prendendo piede) e **in Eurozone** in tempi non troppo lunghi.
- Ciò detto, un'analisi grezza dei dati (è presto per averne una definitiva) sembra indicare che **in UK ad un aumento dei casi non sta facendo seguito un significativo aumento dei morti.**

- La variante Covid Indiana, identificata con il nome «**Delta**» è **diventata dominante in UK**, con oltre il 90% dei casi appartenenti a questo ceppo
- La sua diffusione è agevolata dalle sue caratteristiche:
 1. **Una maggiore contagiosità.** Public Health England ha dichiarato che Delta è il 64% più contagiosa della versione Alpha originata nel Kent.
 2. **Una minore efficacia dei vaccini.** PHE ha rilevato che con la Delta l'efficacia contro il contagio di una sola dose di vaccini scende al 33%. Dopo 2 dosi saliamo al 60% per AZ e 88% per Pfizer
 3. **Un maggiore rischio di ospedalizzazione.** PHE ritiene che il rischio sia 2,6 volte il normale, e quello di ammissione in ICU del 1,6x



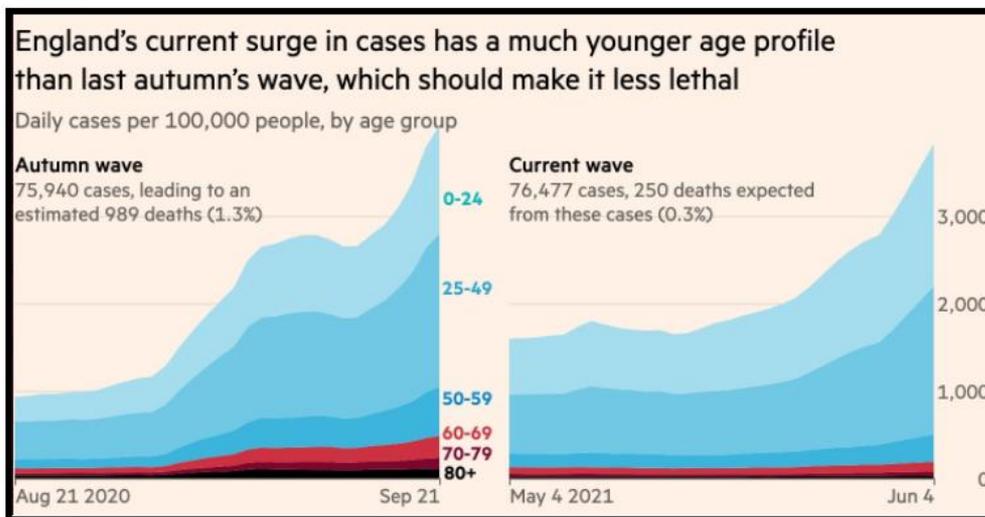


Ospedalizzazioni: il deterioramento è lieve, ma c'è.



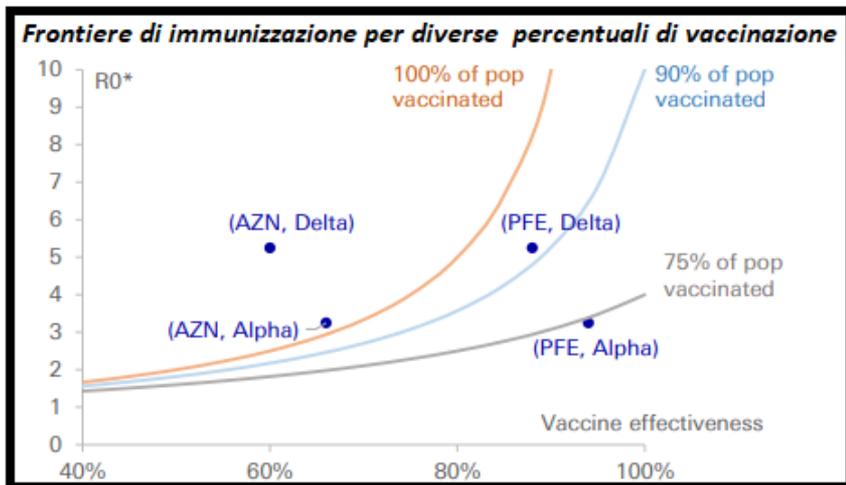
- Mentre la salita dei casi in UK sembra ricalcare più o meno quella della seconda ondata, ospedalizzazioni e ricoveri in ICU stanno mostrando salite più lievi, per il momento

- Tra i principali motivi di questa inferiore severità vi è sicuramente **il diverso profilo di età dei contagiati**. Nella seconda ondata il 12% dei casi aveva più di 60 anni e il 6% più di 70. Oggi solo il 6% ha più di 60 anni e il 2% più di 70.
- Se la stima di mortalità per l'ondata autunnale è stata del 1,3%, in questo caso, in base all'età anagrafica le attese sono per uno 0,3%, ovvero un quarto.
- Un'analisi delle ospedalizzazioni di quest'ondata mostra che **solo quelle «under 65» anni stanno salendo. Quelle «over 65» sono praticamente stabili**. Un chiaro indizio dell'impatto delle campagne vaccinali



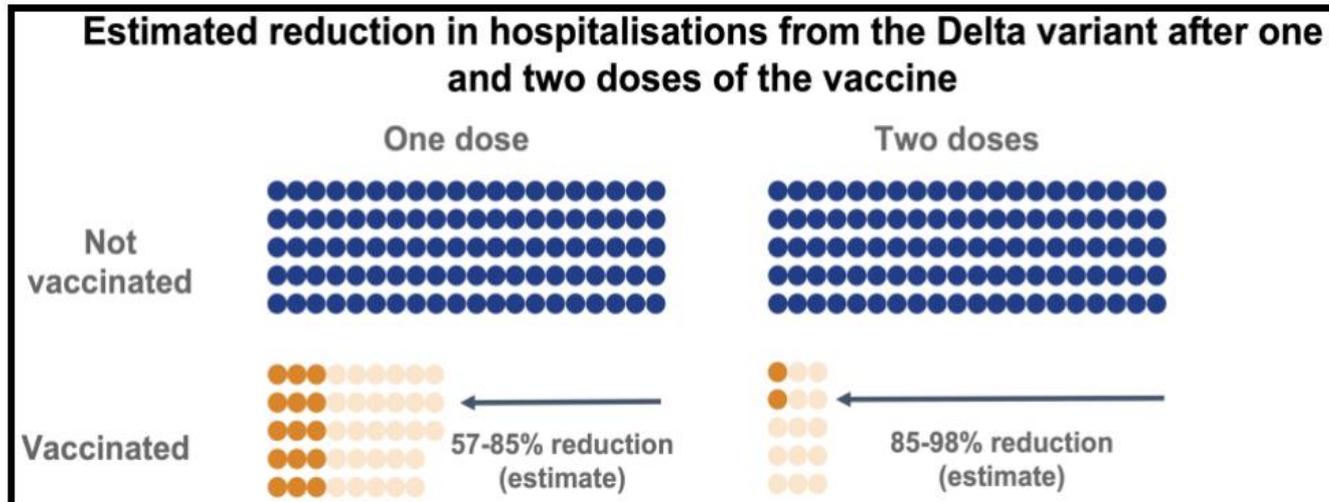


I vaccini funzionano restano efficaci per contenere le sindromi severe.....



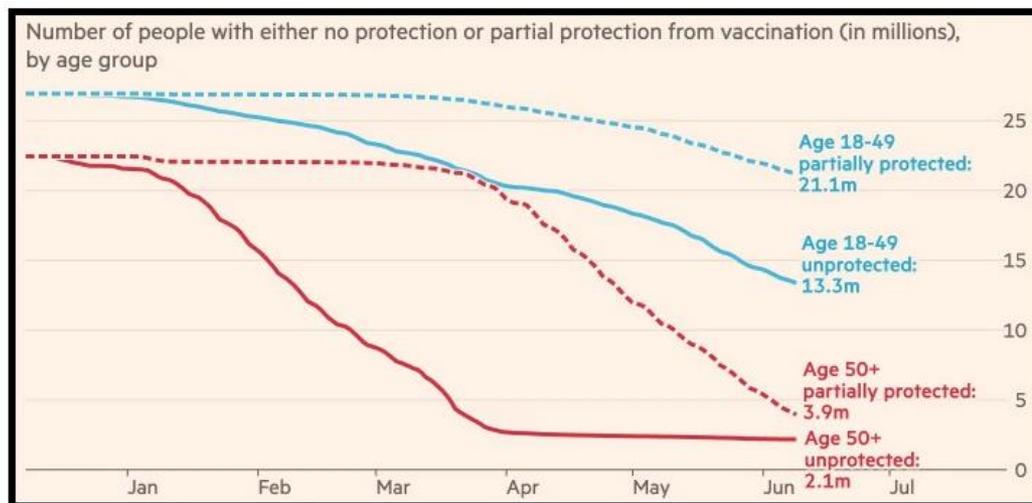
- La maggior contagiosità della variante «Delta» ha un **impatto significativo sull'obiettivo dell'immunità di gregge**.
- Uno studio di Deutsche Bank rileva che, con l'attuale livello di efficacia, **in caso di vaccino a RNA messaggero la soglia di immunizzazione sale al 90%**. Un livello raggiungibile con estrema difficoltà in assenza di un obbligo vaccinale
- Nel caso di **vaccini a vettore virale, l'immunità di Gregge risulterebbe irraggiungibile**, anche vaccinando il 100% della popolazione. In altre parole, **dove il metodo del vettore virale è predominante, il vaccino non sarebbe in grado di evitare limitati focolai**.

- Il quadro in termini di efficacia contro le sindromi severe sarebbe **assai più confortante**: uno studio del PHE UK mostra che **2 dosi di un qualunque vaccino riducono in media del 94% il numero di ospedalizzazioni** (Pfizer 96%, AZ 92%)
- In sostanza, **con 2 dosi la probabilità di andare incontro al sintomatologia severa è ridottissima**.





.... Ma bisogna farli.



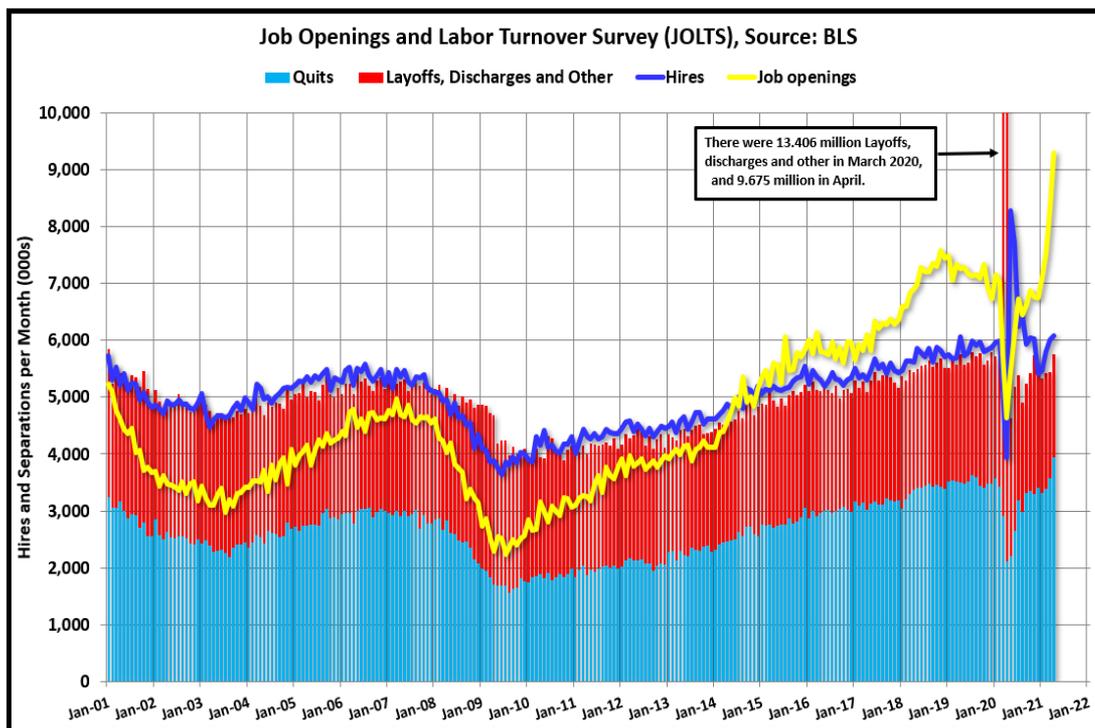
- Il motivo per cui le ospedalizzazioni hanno smesso di calare in UK è **la presenza di un'ampia parte della popolazione che non si è ancora vaccinata.**
- In particolare, in UK vi sono 2.1 milioni di individui oltre i 50 anni non vaccinati. Lo stallo nel calo delle ospedalizzazioni nella categoria over 65 è dovuto presumibilmente all'impatto su questa categoria della nuova variante.
- Il problema è che **il progresso sulla categoria over 50 si è arrestato in UK ad Aprile**, segno di una riluttanza di questi individui a immunizzarsi che è un ulteriore ostacolo all'immunità di gregge

- UK è, tra i principali paesi, quello con la maggiore copertura vaccinale, e il secondo come % di popolazione con 2 dosi
- Su queste basi, **l'impatto della variante «Delta» su mortalità e ospedalizzazioni dovrebbe restare gestibile.**
- Peraltro, **la sua diffusione potrebbe rendere più complesso gestire il rischio di nuovi focolai**, in particolare dove le vaccinazioni stanno rallentando prima di aver raggiunto livelli di immunizzazione elevati, come ad esempio negli USA

Country	Total people vaccinated with at least 1 dose % of pop	Total people fully vaccinated with 2 doses % of pop	Total vaccination (doses administered)	Total vaccination (doses administered) % of pop	7 day Δ (Total vaccination - doses administered)	Total vaccination (doses administered) as % pop in last 7 days	Latest data as on
United Kingdom	61.82	44.09	70,741,984	105.91	3,424,391	5.13	6/11/2021
United States	52.38	43.24	308,112,728	93.09	7,843,998	2.37	6/12/2021
Germany	47.75	25.48	60,105,411	71.74	5,712,490	6.82	6/11/2021
Italy	47.92	23.11	41,813,087	69.16	3,945,653	6.53	6/12/2021
Spain	44.84	26.20	32,282,553	69.05	3,529,983	7.55	6/10/2021
France	46.20	21.57	43,803,521	67.11	4,042,043	6.19	6/11/2021
China	N/A	N/A	878,523,000	61.10	115,458,000	8.03	6/12/2021
Brazil	25.04	11.07	76,758,587	36.11	6,015,056	2.83	6/11/2021
Mexico	20.06	11.57	36,983,641	28.68	3,203,659	2.48	6/11/2021
Russia	12.65	9.78	32,734,213	22.43	2,127,689	1.46	6/12/2021
India	14.47	3.37	246,188,067	17.84	20,616,923	1.49	6/12/2021
Japan	12.65	4.34	21,408,125	16.98	5,800,600	4.60	6/10/2021



USA: quando il progresso è «sostanziale»?

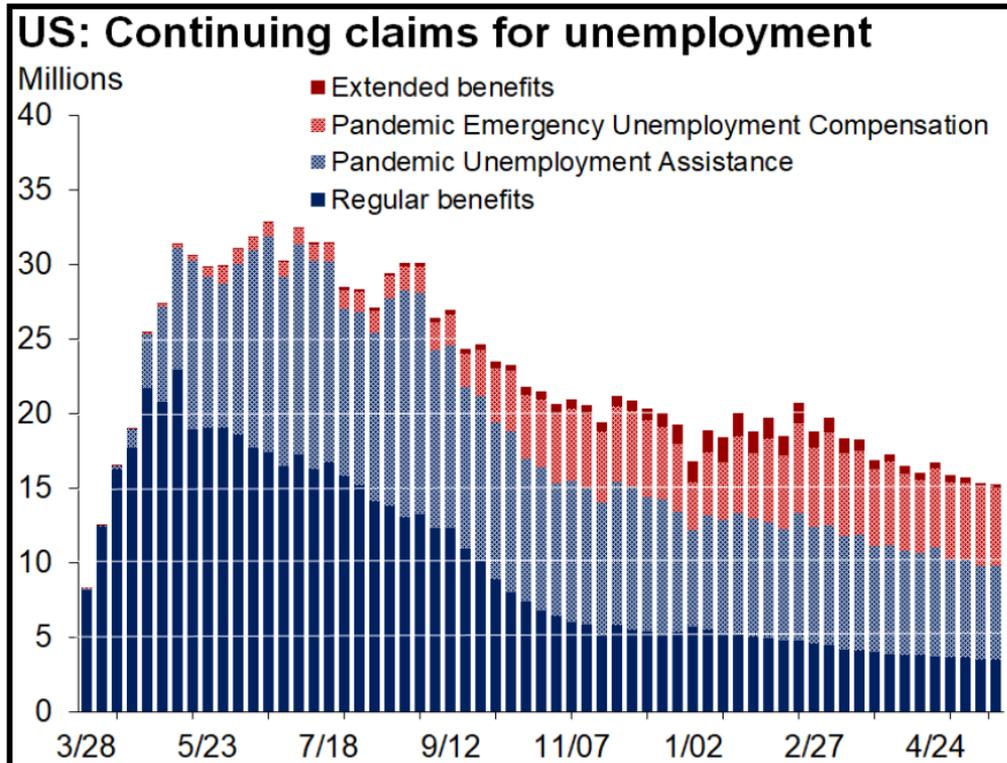


- Gli ultimi 2 Labour Market Reports negli USA hanno **deluso le attese** in termini di creazione di posti di lavoro
- Ciò ha indotto il mercato dei tassi a rinviare la possibile data per l'annuncio di un tapering degli acquisti da parte della Fed, e in generale **avallato l'ipotesi di un economia USA meno robusta di quanto indicato dalle survey di attività**
- Altri indicatori del mercato del lavoro però dipingono un quadro diverso:
 1. Le **offerte di lavoro** hanno segnato ad Aprile il **massimo storico**
 2. Le **dimissioni volontarie** sono a loro volta sui massimi
 3. I **licenziamenti**, per contro sono sui minimi da inizio serie
 4. I Piccoli business mettono al primo posto il problema di **reperire manodopera qualificata**, e segnalano aumento delle retribuzioni offerte
- La divergenza tra questi indicatori e il numero di nuovi occupati sembra indicare che **la lentezza nel recuperare occupazione non sia un problema di scarsa domanda ma di limitazioni all'offerta**. Queste possono dipendere dalla concorrenza dei sussidi, da residue difficoltà legate al Covid (abbandono dei settori sensibili al Covid da parte dei lavoratori, impegni familiari), oppure alla modifica della domanda, che crea scollamenti tra collaborazione offerta e ricercata
- Quest'interpretazione dei dati offre supporto a **2 distinte considerazioni**:
 - **L'economia USA è più in salute di quanto mostrano i numeri del mercato del lavoro**
 - **Il potere contrattuale** in mano ai lavoratori **può costituire una causa di persistenza dell'inflazione**, attraverso la comparsa di pressioni salariali



La concorrenza dei sussidi va a scemare.

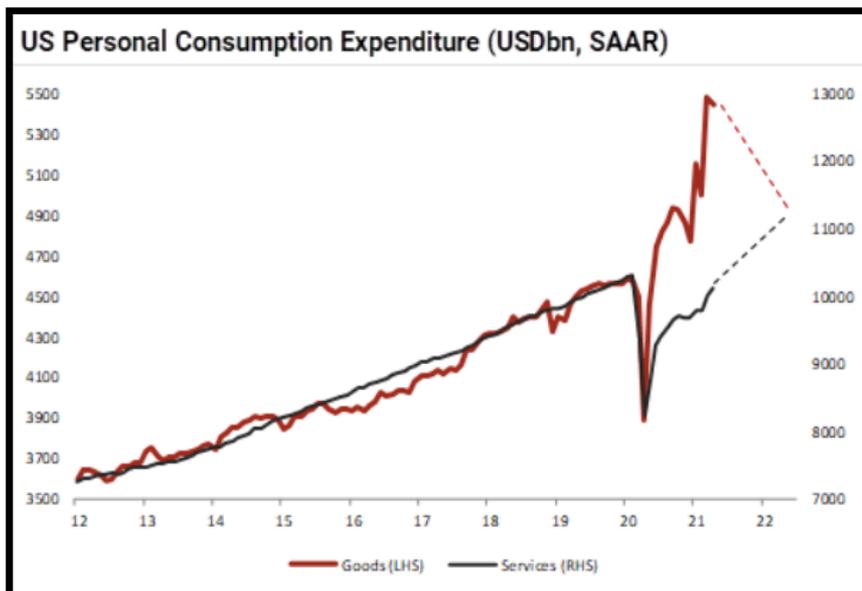
States Cancelling Pandemic Unemployment Benefits				
	PUC	PUA	PEUC	Effective
<i>(individuals enrolled in programs, 000)</i>				
1 Alaska	11	8	16	12-Jun
2 Iowa	27	11	21	12-Jun
3 Mississippi	24	27	23	12-Jun
4 Missouri	54	47	52	12-Jun
5 Alabama	12	13	45	19-Jun
6 Idaho	6	4	5	19-Jun
7 Indiana	54	114	66	19-Jun
8 West Virginia	19	8	17	19-Jun
9 Wyoming	3	1	5	19-Jun
10 New Hampshire	16	8	6	19-Jun
11 Nebraska	7	3	5	19-Jun
12 Arkansas	19	51	21	26-Jun
13 Georgia	117	128	-	26-Jun
14 North Dakota	4	3	3	26-Jun
15 Ohio	92	284	121	26-Jun
16 Oklahoma	29	23	26	26-Jun
17 South Dakota	2	0	1	26-Jun
18 Texas	210	414	608	26-Jun
19 Utah	11	2	11	26-Jun
20 Montana	8	12	7	27-Jun
21 Florida	104	-	-	27-Jun
22 South Carolina	38	43	68	30-Jun
23 Tennessee	50	54	53	3-Jul
24 Maryland	46	178	87	3-Jul
25 Arizona	52	127	41	10-Jul
Total	1,016	1,563	1,308	3,887
% of National	29%	25%	25%	26%



- La metà degli Stati Usa ha segnalato l'intenzione di **cancellare i sussidi straordinari** disposti per la pandemia, tra Giugno e la Prima metà di Luglio. In ogni caso entro Settembre tutti i sussidi straordinari (oltre due terzi del totale) decadono.
- **Nei prossimi mesi l'offerta di lavoro dovrebbe aumentare.**

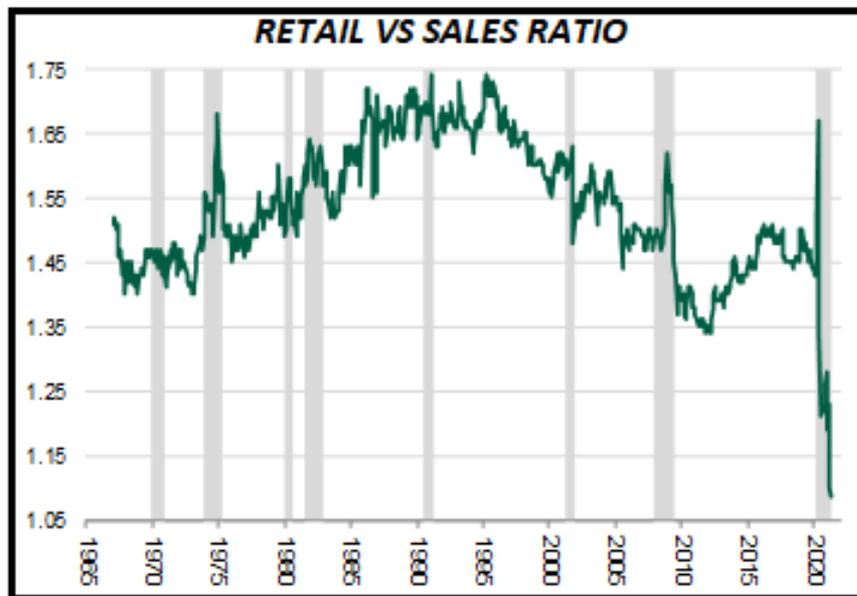


Spesa per servizi e restocking sopperiranno al calo del consumo di beni



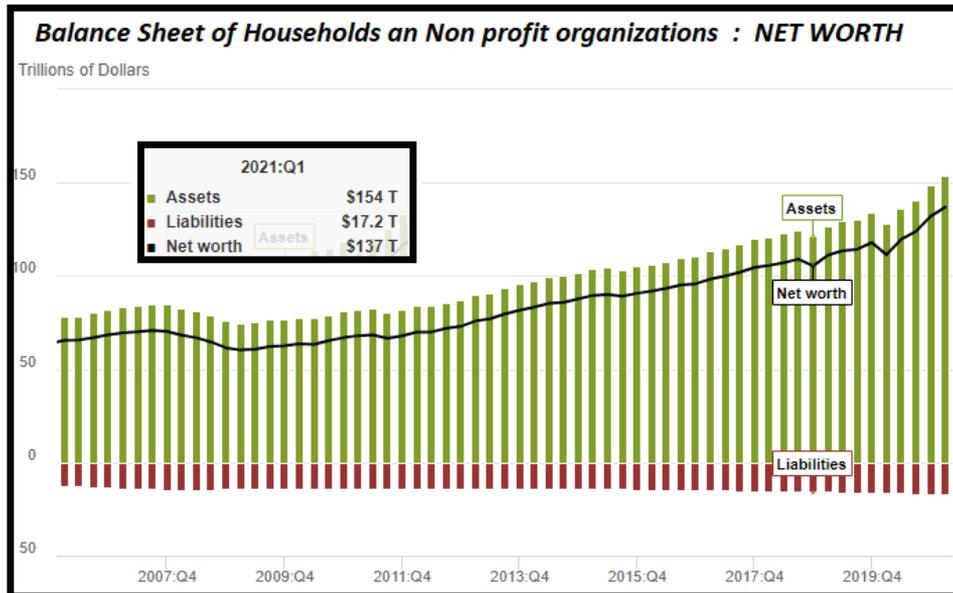
- L'esplosione dei consumi, in una fase in cui la produzione e il trasporto di merci hanno incontrato delle difficoltà (non ancora risolte), ha prodotto **un brusco calo delle scorte**, terminate sui minimi storici rispetto alle vendite.
- Questo deficit dovrebbe condurre ad **un robusto ciclo di restocking**, in grado di
 - supportare l'attività nelle fasi in cui la domanda di beni si prende una pausa
 - **Mantenere elevata la domanda di investimenti**, spostando il driver di crescita almeno parzialmente da «consumation» a «capex»

- Lo stimolo fiscale e le misure restrittive hanno dirottato **la spesa dei consumatori verso il settore dei beni**. Le vendite di consumer products sono del 20% sopra i livelli pre-Pandemia. **Un trend chiaramente insostenibile**. E' probabile che le **retail sales registrino un rallentamento nella seconda metà del 2021**
- La riapertura dell'economia dovrebbe però far **accelerare la spesa per servizi**, la quale dovrebbe andare a compensare parte del calo, mantenendo la spesa totale grossomodo in trend.

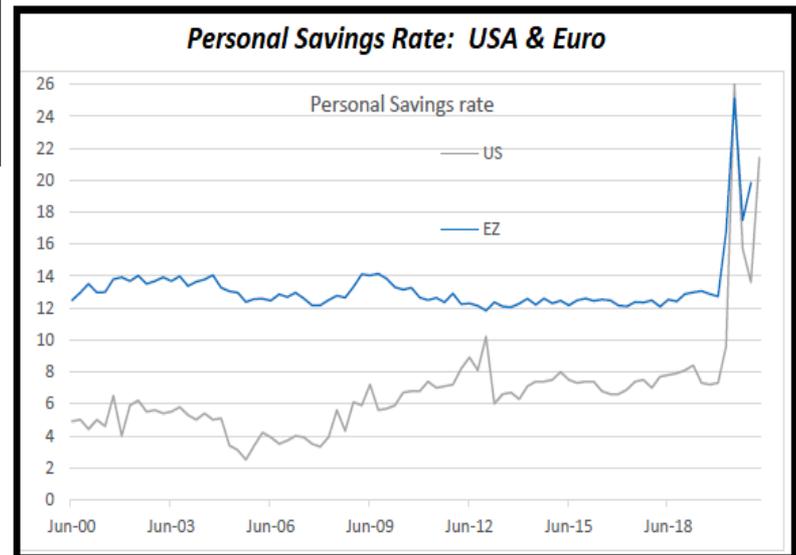




Stimolo fiscale in calo, ma c'è fieno in cascina.



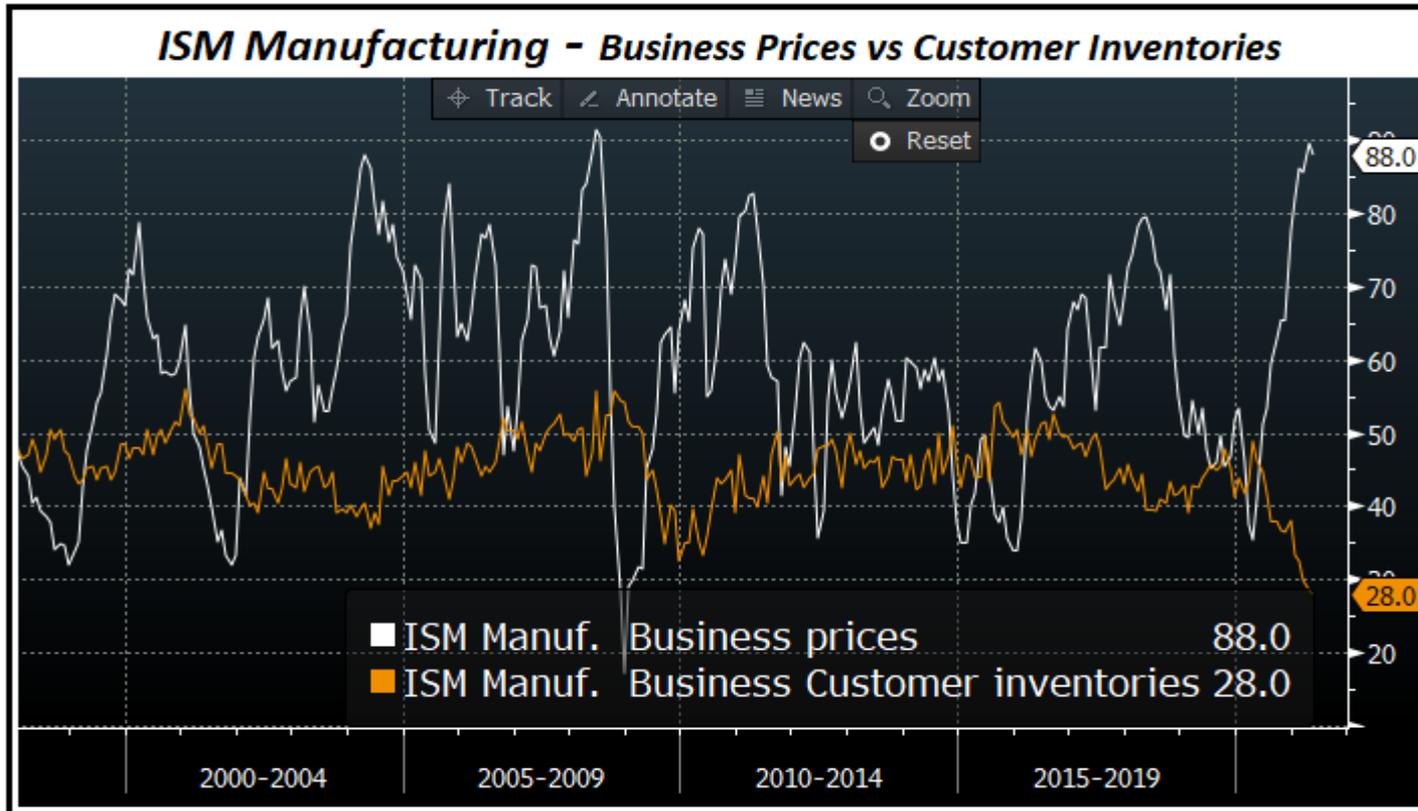
- Il grosso del pacchetto fiscale varato a Marzo (1,9 trilioni) era di impatto immediato, e quindi **l'impulso fiscale nella seconda parte dell'anno potrebbe calare**, in particolare se le attese per il piano in infrastrutture si ridimensionano, come sembra.
- Ciò detto per effetto delle erogazioni, **le finanze dei consumatori sono nelle condizioni migliori da decenni**. Diversamente dalle precedenti recessioni, la ricchezza delle famiglie è cresciuta parecchio nell'ultimo anno



- **Il tasso di risparmio dei consumatori USA si è impennato** per effetto delle varie forme di sussidio e ha raggiunto e superato quello dei consumatori europei (a loro volta gonfiato dalla crisi).
- Ma l'attitudine al risparmio degli Americani, in tempi normali, è bassa. Questi risparmi verranno progressivamente reimpiegati nei prossimi trimestri nell'acquisto di beni e servizi, **andando a sopperire almeno parzialmente al calo dell'impulso fiscale**.



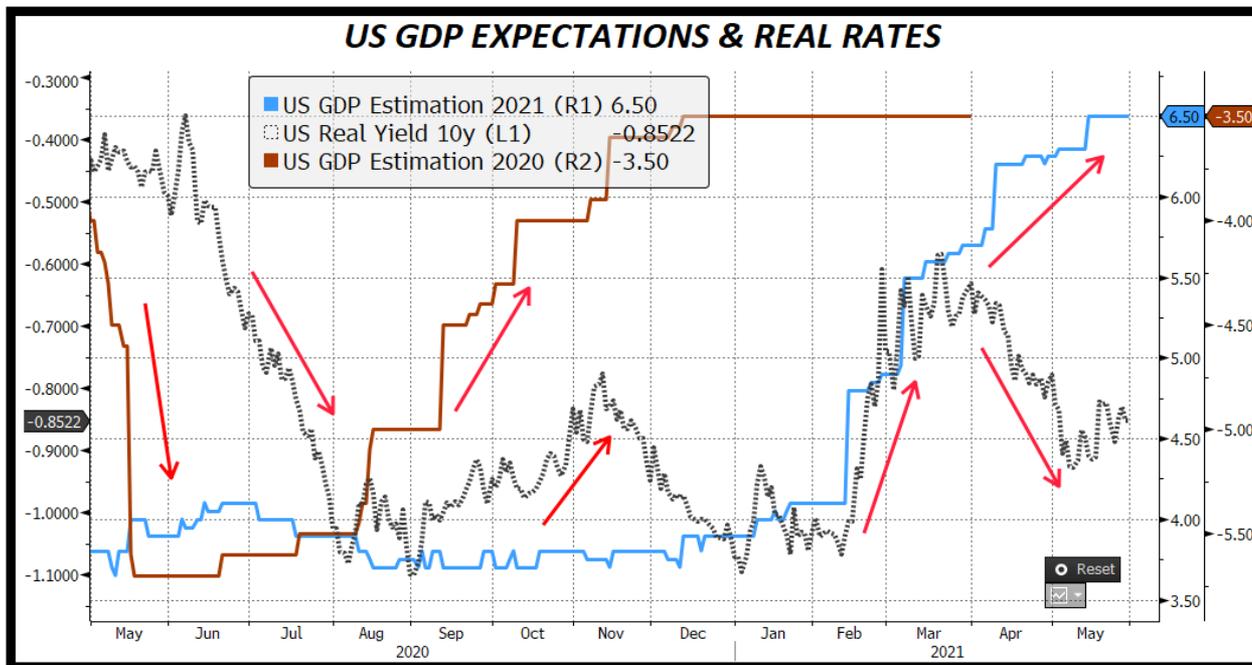
Scarsità di materiali e ciclo delle scorte continueranno a premere sui prezzi



- Stante il violento rimbalzo dei consumi globali, **la capacità produttiva e di reperimento e trasporto di merci e semilavorati si sta esaurendo**. Il livello delle scorte non offre alcuna possibilità di ammortizzare l'eccesso di domanda
- Il quadro è confermato **dall'allungamento dei tempi di consegna e l'aumento degli ordini inevasi**, entrambi a massimi pluridecennali
- **Una situazione di acuta scarsità che richiederà del tempo per attenuarsi, con prolungamento delle pressioni sui prezzi**



Effetto FED sui tassi reali.



La determinazione della FED nel definire **temporanea la salita dell'inflazione**, e dichiarare che l'economia necessita ancora a lungo di una politica monetaria ultra espansiva, ha prodotto **uno scollamento dei tassi reali dalle aspettative di crescita** di entità insolita

Con una crescita nominale attesa del GDP USA attorno al 9%, i Fed Funds a 0,125%, il 10 anni all'1,5% e la FED che compra ancora 120 miliardi DI Treasuries e Agencies al mese (almeno fino a Q4 2021) è **improbabile la crescita degli earnings rallenti materialmente** in corso d'anno.

- Data la cautela con cui si muove il FOMC, e l'ampio margine di manovra, **le condizioni finanziarie resteranno estremamente favorevoli per il resto del 2021, e presumibilmente anche i primi trimestri del 2022**, anche in presenza di un moderato tapering
- **Non vi è alcun valore nei bonds USA ai livelli attuali, anche in caso di un elevata componente temporanea nei livelli di inflazione, e una FED che resta dovish.**

GDP reale USA 2021 (stima di consenso)	6,50%
PCE Core 2021 (Stima di consenso)	2,50%
Stima Crescita GDP Nominale	9%
Fed Funds	0-0,25%
Treasury 10 Years	1,50%



Ancora forte supporto dagli earnings per Wall Street a Q2

	Monthly Upward Revisions as a % of Total Monthly Revisions							Avg Since 1996
	Jun-21	May-21	Apr-21	Mar-21	Dec-20	Sep-20	Jun-20	
S&P 500	80.9%	80.5%	74.1%	67.4%	79.4%	75.2%	39.1%	52.3%
Consumer Discretionary	78.8%	77.0%	66.3%	59.0%	74.2%	70.6%	38.6%	51.6%
Consumer Staples	63.6%	66.5%	58.8%	63.0%	85.3%	85.1%	39.2%	48.8%
Energy	79.8%	77.6%	71.7%	75.3%	62.2%	61.3%	47.7%	50.8%
Financials	87.2%	87.3%	85.8%	77.9%	75.5%	67.7%	36.7%	51.1%
Health Care	75.6%	75.6%	67.4%	57.0%	81.4%	79.1%	42.0%	58.5%
Industrials	88.2%	88.3%	83.8%	71.9%	87.5%	79.8%	34.5%	53.4%
Information Technology	88.6%	88.3%	82.8%	74.4%	88.3%	83.7%	44.6%	57.8%
Materials	83.3%	83.9%	74.3%	70.2%	80.4%	75.3%	30.5%	45.1%
Real Estate	72.1%	67.0%	56.4%	43.1%	41.0%	45.0%	33.0%	47.0%
Communication Services	72.7%	72.3%	71.5%	70.5%	85.2%	78.1%	41.1%	48.9%
Utilities	47.7%	50.4%	41.5%	38.1%	88.8%	77.8%	22.4%	48.7%

- Il run up verso l'earning season che inizia a breve è stato caratterizzato da **una percentuale record di revisioni al rialzo degli earnings sul totale** (inizio serie 1996) con 80,9%, da 80,5% di Maggio. Come nei 3 trimestri precedenti, **i CEO sembrano molto a loro agio con le stime.**
- Nelle scorse 3 earning season questo ottimismo si è tradotto in earnings surprise medie a 2 cifre.
- Ciò dovrebbe condurre a **revisioni al rialzo del consenso sugli earnings per il 2021**, attualmente a 192\$ con un progresso del 34% sul 2020 e del 15% sul 2019



In sintesi

- Lasciamo 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, e il conseguente accumulo di ricchezza, 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. Da monitorare però la situazione sul Covid, alla luce del possibile impatto della variante UK. Manteniamo a **overweight l'azionario europeo e italiano** ritenendo che il secondo e il terzo trimestre saranno quelli 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 un mercato finora sottopesato dagli investitori globali. Da monitorare la situazione Covid per il possibile impatto della variante Delta.
- Manteniamo a **overweight l'azionario UK**. Riteniamo l'economia britannica debba ancora beneficiare appieno della riapertura, e che l'azionario locale abbia valutazioni più attraenti rispetto ai peers europei. Preferiamo il FTSE 250 Small Caps al FTSE 100. 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** : riteniamo che di recente sia stato troppo penalizzato rispetto ad altri mercati dell'area asiatica, e dei paesi industrializzati. 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 il livello dei tassi reali non sia coerente con il quadro macro, anche in presenza di una inflazione temporanea e una FED Dovish. 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, dello stimolo fiscale e della stance FED. 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 l'accelerazione ciclica del secondo e terzo trimestre possa produrre un rialzo dei rendimenti. Portiamo a **Neutral i bond periferici** ritenendo che eventuali rialzi dei rendimenti core Eurozone possano riflettersi sugli spreads. 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 parzialmente 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**. A inizio giugno è stato pubblicato l'annual Report 2020 dell'EBA e, in sintesi, il sistema finanziario è molto più solido di 10 anni fa. La pandemia è stata una "prova reale" della capacità delle istituzioni a sopportare una crisi. Ora invece che le misure di sostegno andranno a scadere ci aspettiamo un peggioramento della qualità delle asset delle banche ma la capacità ad assorbire potenziali perdite è ampia, quindi teniamo la nostra raccomandazione positiva sui subordinati delle banche Europee. 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'€/€**. Riteniamo 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/€**. Ci attendiamo un supporto per il biglietto verde anche dalla salita dei tassi reali USA. 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

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

Valute

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

Materie prime

Energetiche	■
Industriali	▲
Agricole	■
Metalli preziosi	■

Obbligazionario governativo

US	▼
Area euro core	▼
Italia/Periferia	■ Downgrade
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.