

2021

Anthilia
Capital Partners
SGR

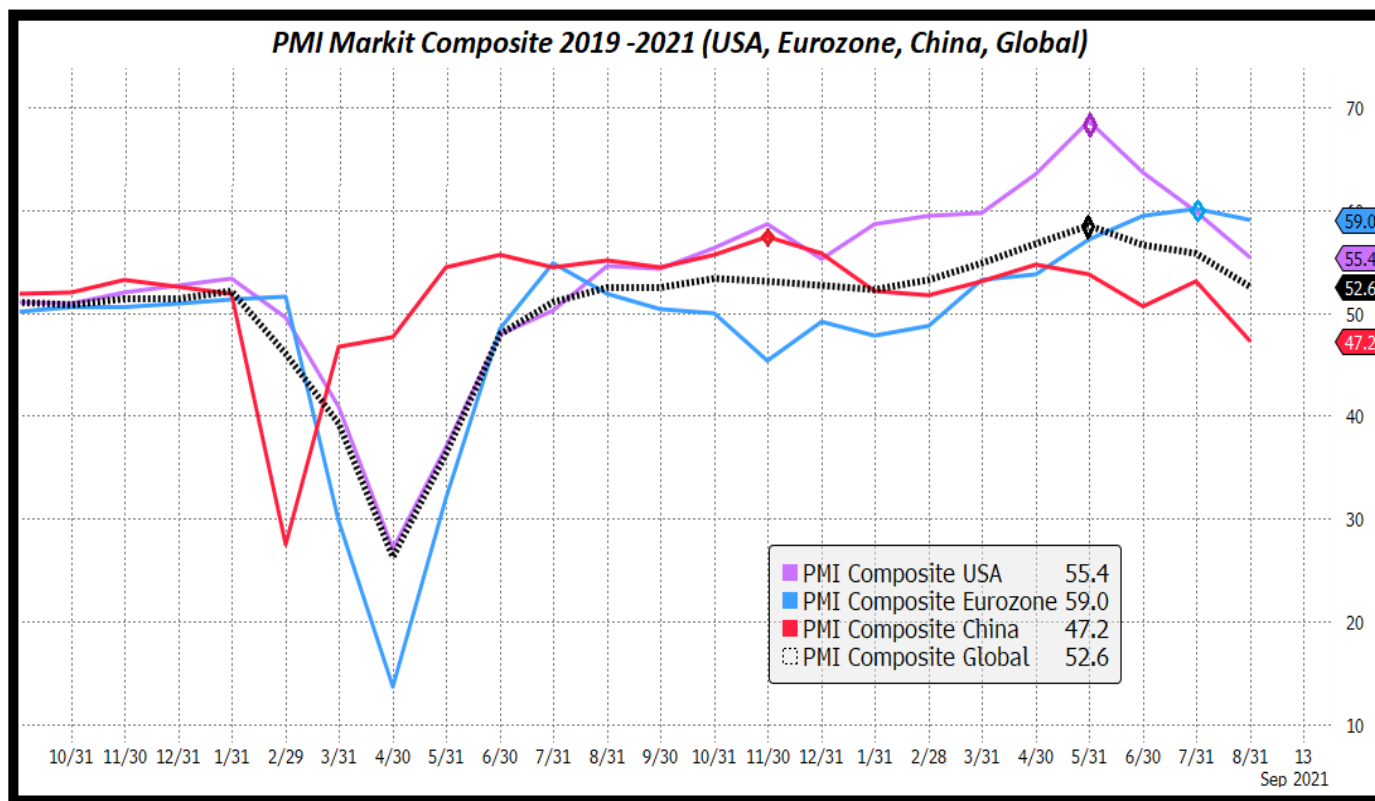
Analisi di scenario
Settembre 2021



Anthilia^{sgr}
Capital Partners



Il picco della crescita post Covid sembra definitivamente alle spalle

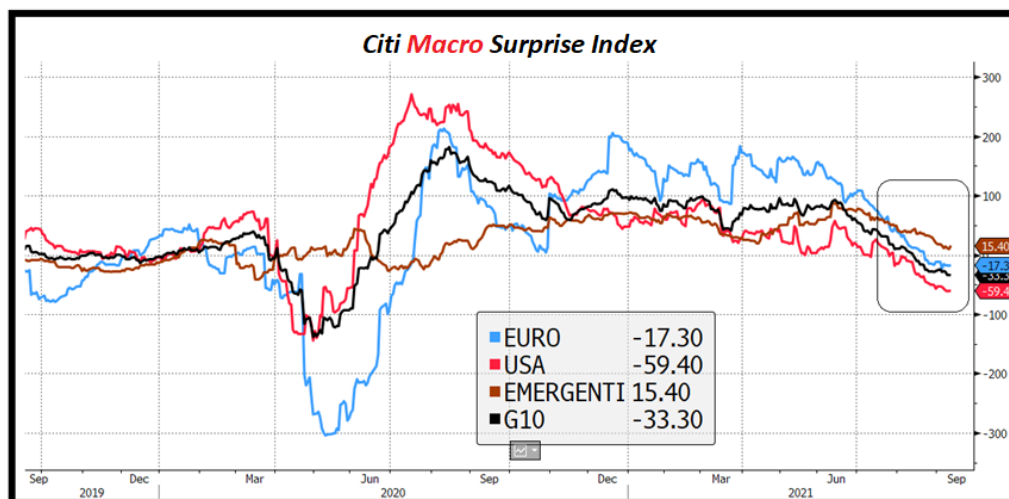


- Uno sguardo agli indicatori di attività economica globali sembra confermare che **il picco della crescita è ormai alle spalle** nelle principali aree : ci attende una **fase di rallentamento nel quarto trimestre del 2021**
- La roadmap sembra essere quella indicata dalla **Cina**, la quale, avendo messo sotto controllo prima la pandemia, ha visto il ciclo rimbalzare in anticipo e ha intrapreso politiche di rimozione dello stimolo, di cui ora vediamo gli effetti

- Uno stimolo monetario e fiscale più aggressivo (insieme a un'economia più robusta e flessibile) hanno permesso agli **USA di riprendersi più rapidamente e con maggior forza** rispetto all' Eurozone, pur in presenza di un decorso simile del Covid (Se non peggiore)
- Gli ultimi numeri sembrano indicare **che se l'America ha visto il picco nel secondo trimestre, in Eurozone questo sta avvenendo ora**. Nei prossimi 3 mesi l'attività dovrebbe assestarsi, ed una fase di stagnazione nei primi mesi del 2022 non è da escludersi a priori

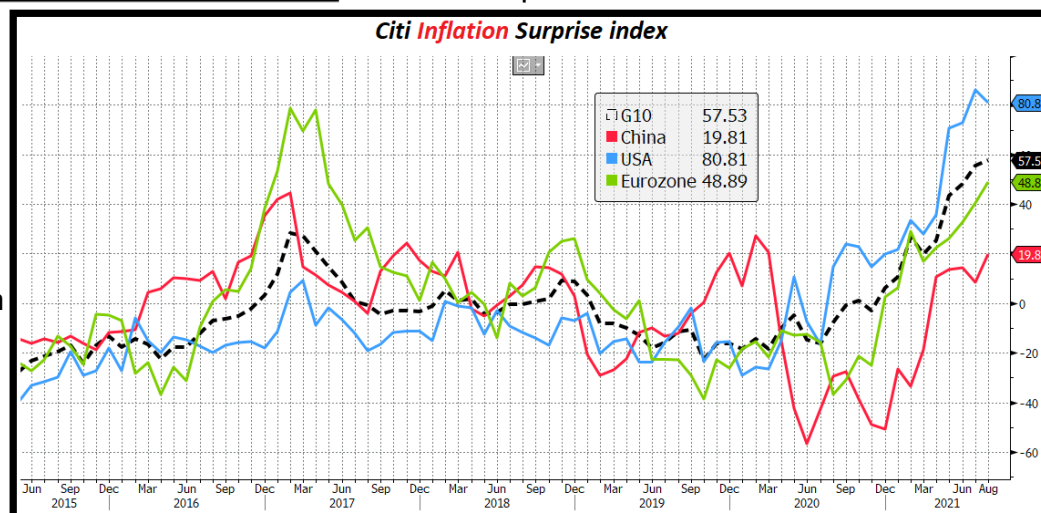


Dati macro peggio delle attese, ma l'inflazione.....



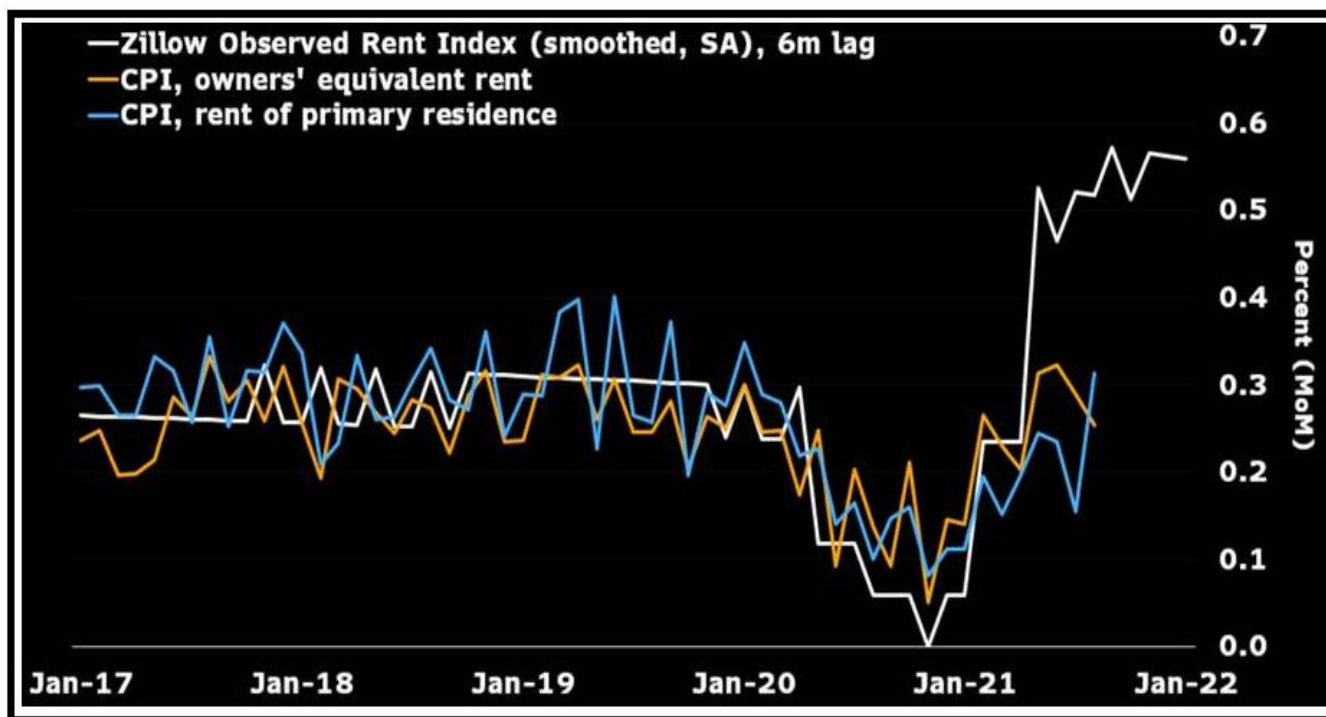
- Meno risalto hanno ottenuto i numeri sul fronte inflazione, che pure hanno sorpreso al rialzo in maniera significativa, come si nota dai relativi Surprise index.
- La retorica delle banche Centrali unanimemente tesa a indicare come temporanea l'accelerazione dei prezzi, ha avuto successo nel evitare che una «inflation scare» producesse un indesiderato inasprimento delle condizioni finanziarie
- Anzi la crescita delle attese di inflazione ha prodotto un crollo dei tassi reali, su livelli coerenti con tasi di crescita assai più bassi

- Nelle ultime settimane, il deterioramento dei dati macro, in assoluto e rispetto alle aspettative ha attirato parecchia attenzione, conducendo ad un buon numero di downgrade della crescita per la parte finale del 2021
- Questo rallentamento può essere ricondotto a 3 distinti driver:
 - La normalizzazione del consumo di beni (in particolare in US)
 - Un modesto impatto della variante Delta
 - L'ostacolo costituito dalle difficoltà di approvvigionamento, che stanno pesando sul manifatturiero





Inflazione USA e globale: non solo effetti temporanei 1/2

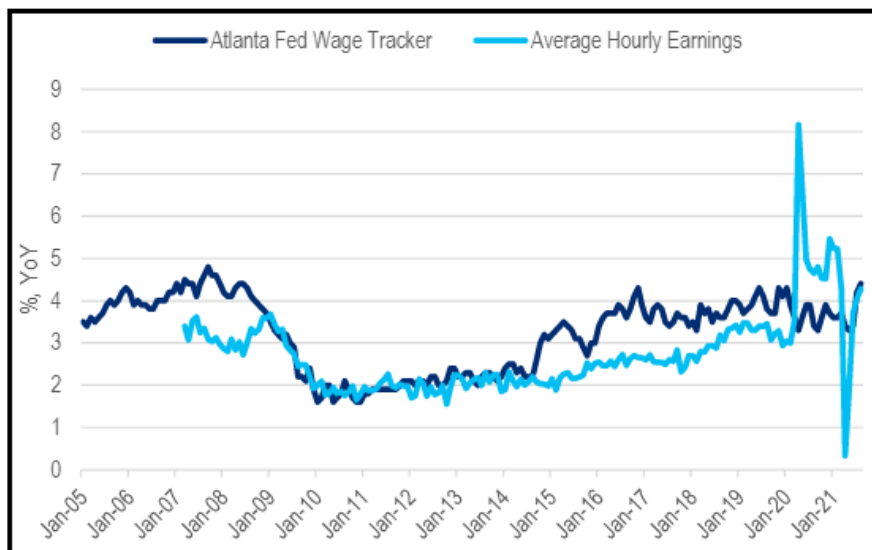


- Non v'è dubbio che almeno parte dell'impennata dei prezzi al consumo è dovuta a **effetti base, ed aumenti temporanei** legati a scarsità di materie prime e semilavorati, oppure colli di bottiglia nelle catene di approvvigionamento.
- Ma vi sono **alcune componenti** che potrebbero rivelarsi **più persistenti** delle attese di FED e mercati.

- Ad esempio, un rilevante contributo al CPI nella parte finale del 2021 e inizio 2021 potrebbe arrivare dal costo degli alloggi che conta per un terzo circa dell'indice (32,7%)
- Corelogic riporta che a Luglio la «Single Family rent growth» è stata del 7.5% anno su anno (Zillow riporta 9,2%)
- Nel CPI di Luglio 2021, che ha marcato un +5,4% anno su anno, gli Owner Equivalent Rents (23,7% dell'indice) sono saliti solo del 2,4% anno su anno, e i Rent of Primary residences (7,7%) del 1,9%. L'impressione è che **l'impatto di questa componente sia destinato ad aumentare nei prossimi mesi**, prima che un aumento dell'offerta di case intervenga a bloccare l'ascesa dei costi, nella seconda metà del 2022

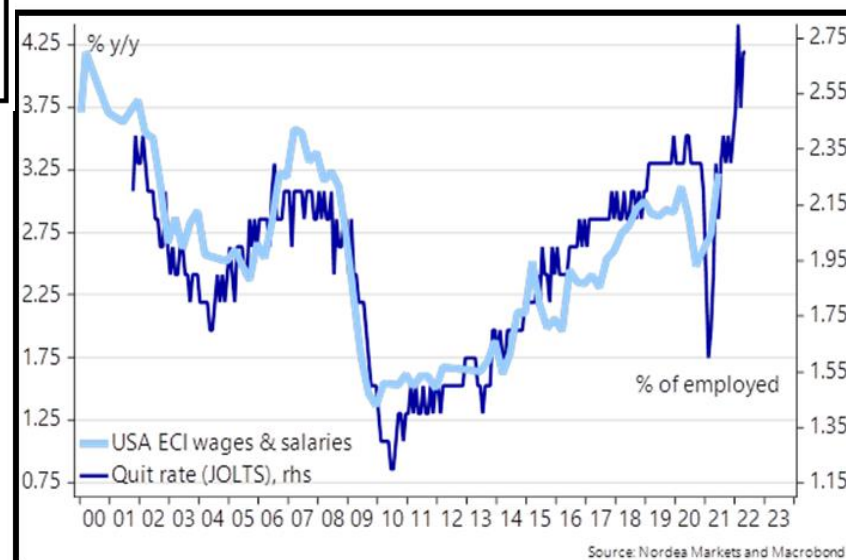


Inflazione USA e globale: non solo effetti temporanei 2/2



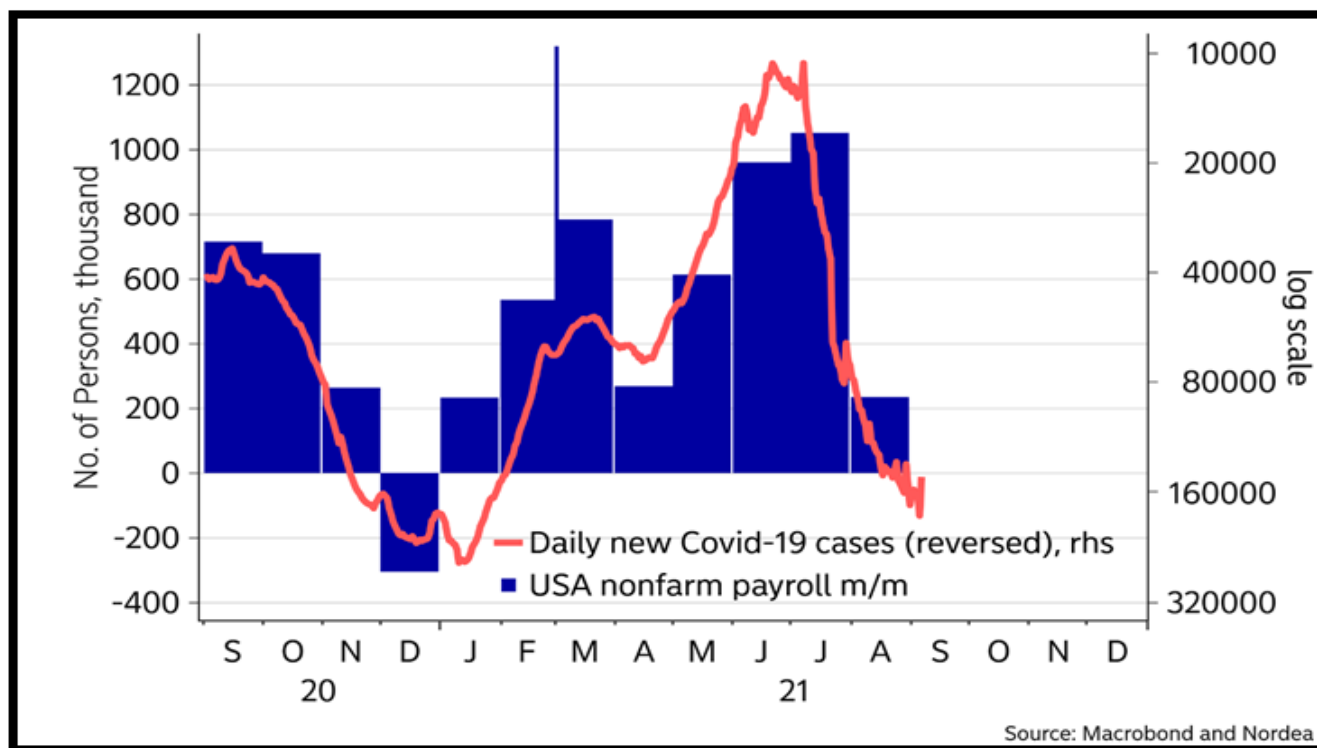
- L'**Atlanta Fed Wage Tracker**, che registra la mediana dell'incremento anno su anno dei salari, sta segnando i massimi dal 2008 (+4,4% anno su anno)
- Il **ratio di dimissioni volontarie**, un efficace indice di domanda di lavoro, lascia intendere che le pressioni salariali potrebbero proseguire nei prossimi mesi
- Lo scadere degli **schemi di sussidio straordinari** alla disoccupazione potrebbe liberare dell'offerta di lavoro e quindi attenuare l'impatto sui salari della domanda delle aziende. Ma in Eurozone, dove gli ammortizzatori sociali sono stati meno generosi, l'effetto scarsità si avverte comunque.

- Un altro fattore di pressioni inflazionistiche che sembra tutt'altro che temporaneo e quello della **crescita dei salari**.
- L'esplosione delle **offerte di lavoro**, che eccedono il numero di disoccupati di oltre 2.5 milioni di unità, mostra un mercato del lavoro USA assai più in equilibrio di quanto appaia guardando a disoccupazione (5,2%) e jobless claims (310-325k)
- Le difficoltà delle aziende USA e globali nel reperire manodopera si stanno riflettendo sul **costo del lavoro**, come mostrano le principali serie che ne registrano l'andamento





Inflazione o tapering, il supporto della politica monetaria calerà

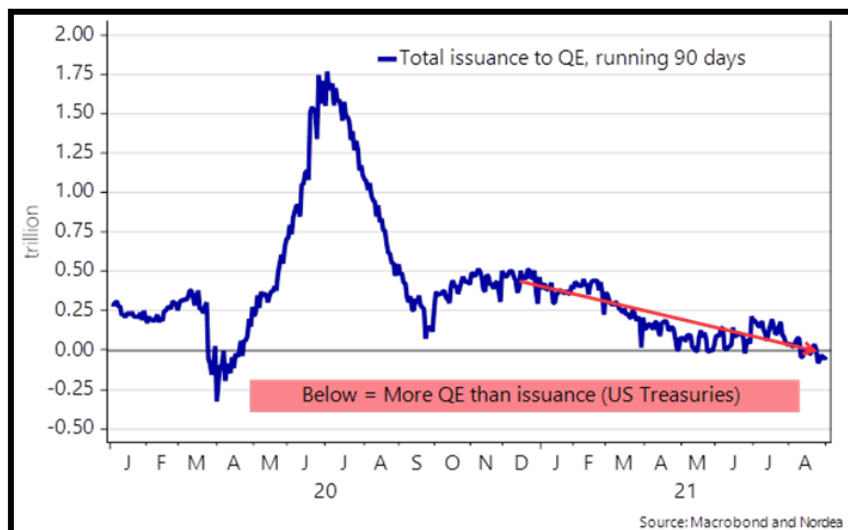


- Un mancato rientro dell'inflazione su livelli vicini al target potrebbe mettere in discussione la view del mercato che si tratti di una fase temporanea, e condurre ad una nuova fase di volatilità sui tassi
- Viceversa, se alcuni ostacoli alla creazione di posti di lavoro (schemi straordinari, impatto del Covid) si dovessero attenuare, le pressioni salariali potrebbero attenuarsi

- Peraltro, dal momento che la FED ha individuato nei payrolls il trigger per inizio e ritmo del tapering, buoni numeri occupazionali in autunno porranno le condizioni per una accelerazione nel ritiro dello stimolo
- Un rientro dei casi Covid potrebbe favorire, da Ottobre in avanti, il ritorno della creazione di posti di lavoro su livelli di Giugno - Luglio, aprendo definitivamente la porta al tapering.
- In sostanza, una persistenza delle pressioni inflazionistiche e/o un'accelerazione della creazione di posti di lavoro potrebbero concorrere a determinare una riduzione dell'excess liquidity e un inasprimento delle condizioni finanziarie tra fine 2021 e la prima metà del 2022

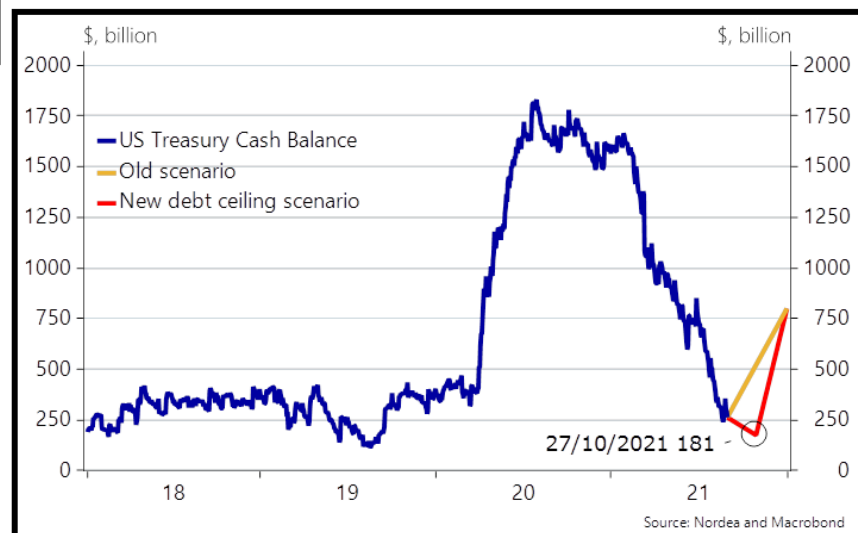


Il trend della liquidità nel sistema potrebbe cambiare direzione nel quarto trimestre.



- Con l'inevitabile elevazione del ceiling, a Novembre, l'issuance riprenderà copiosa, e il Treasury general Account verrà riportato ad una giacenza adeguata (e in ogni caso l'iniezione di liquidità cesserà).
- Il tapering agirà dal lato della domanda di bonds, entro la fine del 2021 con ogni probabilità.
- Ne consegue che la **situazione di eccesso di liquidità** osservata per gran parte del 2021 è destinata a **invertirsi gradualmente** nel quarto trimestre. Ciò potrebbe avere **un impatto sui rendimenti** (in particolare quelli reali) e anche in generale sugli asset.

- Vari fattori, nell'ultimo periodo hanno contribuito a produrre un contesto di **eccesso di liquidità nel sistema USA**:
 - Il **programma di acquisti** al ritmo di 80 bln di treasury (più 40 bln di Mortgage Backed Securities) ha assorbito quasi interamente l'**issuance lorda** del Tesoro USA
 - L'effetto del raggiungimento del **debt ceiling** nelle ultime settimane ha portato l'**issuance lorda in negativo**. Infatti il Tesoro ha dovuto ridurre le emissioni, e ha utilizzato, per finanziare l'attività, il **Treasury General Account** presso la FED.



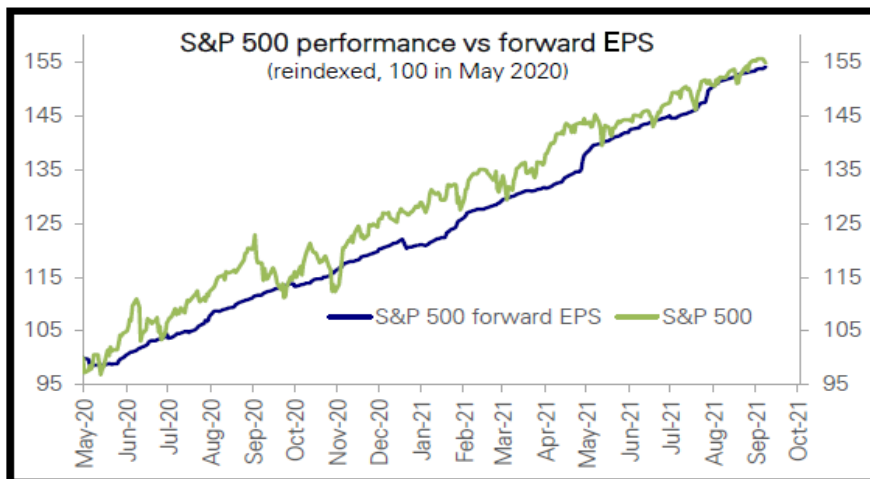


Wall Street: continua il traino degli earnings.



S&P 500 Valuation metrics

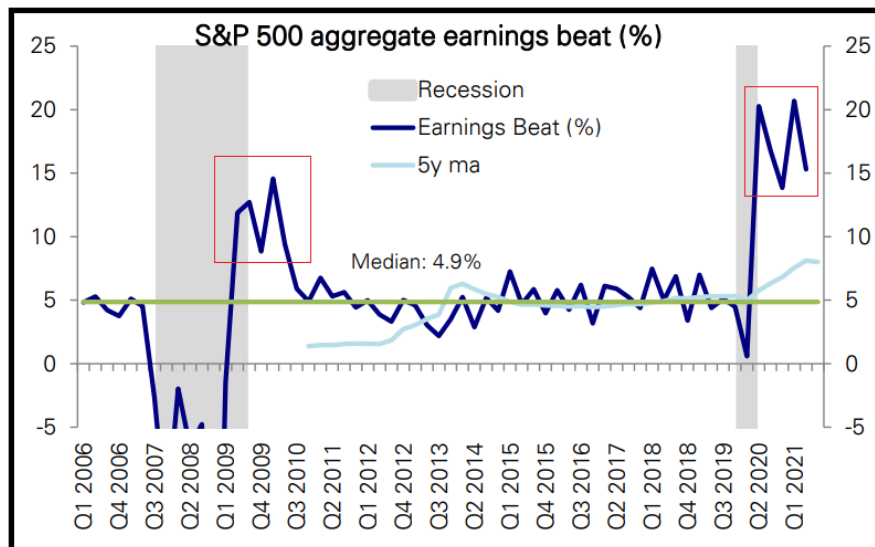
- P/E (Trailing 4Q EPS): 24.89x
- P/E (2021E EPS): 22.91x
- P/E (2022E EPS): 21.00x
- Price to Sales: 3.18x vs. avg Price to Sales of 1.31x since 1985
- Price to Book: 4.96x vs. avg Price to Book of 2.70x since 1985
- Price to EBITDA: 14.06x
- Dividend Yield: 1.39%



- Per il terzo trimestre di seguito, l'S&P 500 ha messo a segno il grosso della performance nel run up verso l'inizio dell'earning season, per poi consolidare nella fase di pubblicazione dei risultati a fronte di trimestrali molto migliori delle stime
- La performance azionaria rispecchia quasi fedelmente l'andamento delle attese sugli utili negli ultimi 15 mesi
- Poiché la «duration» dell'investimento azionario è ben più di un anno, ciò si è tradotto in una **fortissima espansione delle valutazioni**, che ormai sono su livelli estremi sotto ogni metrica, e in alcuni casi hanno superato i livelli dei primi anni 2000 (EV to EBIT/EBITDA)

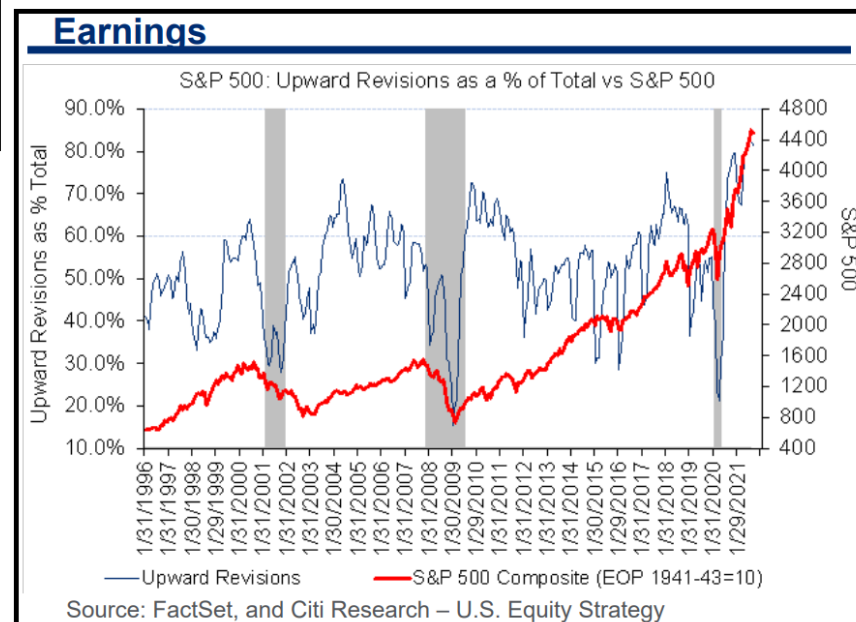


Wall Street: che succede quando la crescita dei profitti si normalizza?



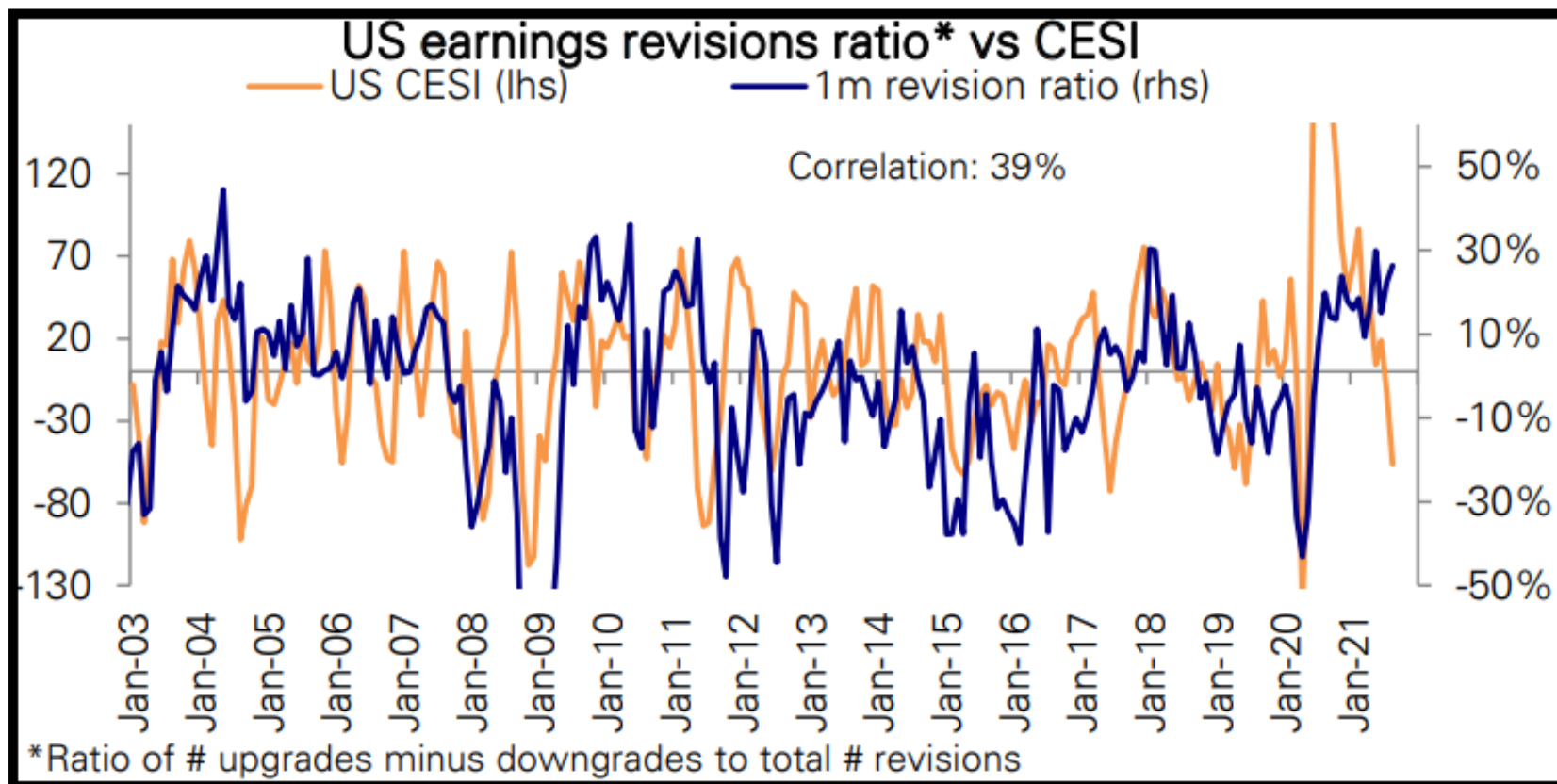
- La percentuale di **positive preannouncements** da parte di Corporate America si colloca da un paio di trimestri su livelli storicamente elevatissimi (70-80%)
- Il **ciclo degli utili è abbastanza maturo**. A livello aggregato l'S&P 500 ha recuperato i livelli post crisi e al momento si trova un 10% sopra. Dovesse chiudere l'anno attorno al consenso (201\$) sarebbe oltre il 20% sopra il precedente picco, segnato nel 2019.
- Il citato inasprimento delle condizioni finanziarie potrebbe favorire, nei prossimi 2 trimestri **un ritorno della sorpresa media di EPS verso i livelli di lungo periodo**, sottraendo un elemento a supporto delle attuali valutazioni

- Come osservato più volte i mesi scorsi, la tenuta delle stime di EPS e la sorpresa media a doppia cifra delle earning season degli ultimi 4 trimestri hanno prodotto la progressione degli indici, in un contesto di volatilità assai ridotta.
- Il rimbalzo degli utili e l'agevole superamento delle stime sono una **caratteristica dei contesti post recessivi**. Dopo 3 o 4 trimestri la sorpresa media si normalizza attorno al 3-5%. In questo caso l'exploit dura da 5 trimestri.





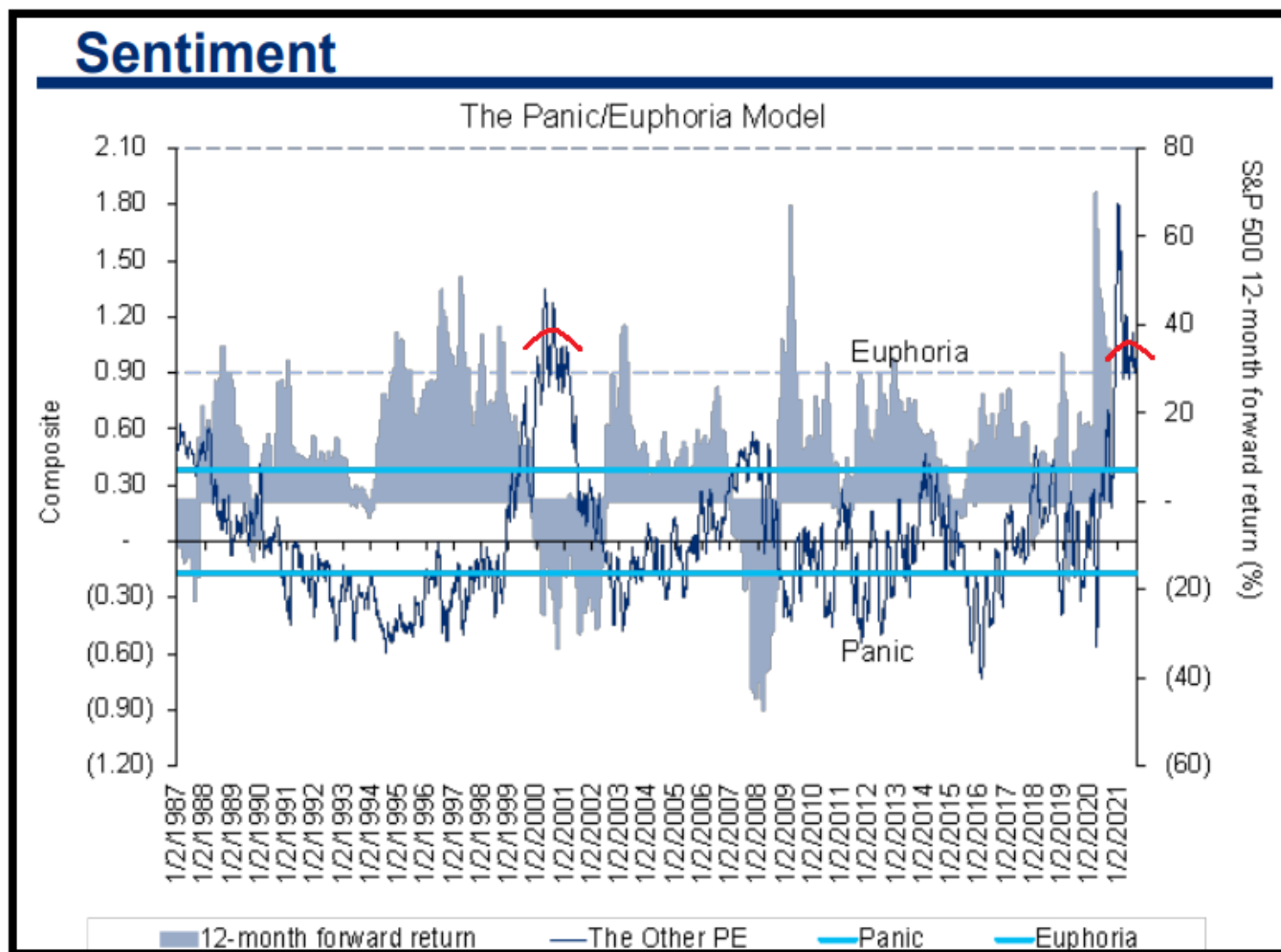
Anche il quadro macro sembra puntare ad un ridimensionamento dei profitti.



- Normalmente, ad un peggioramento percettibile del quadro macro rispetto alle attese di consenso, si accompagna un analogo deterioramento del tono dei preannouncements delle aziende, con il numero di profit warnings che aumenta sul totale



USA: Una strana divergenza di umori tra equity e bonds.



- La fase di mercato post Covid è stata caratterizzata da un progressivo **miglioramento del sentiment** approdato su livelli osservati solo durante la bolla tecnologica di fine anni 90
- Il Citi Panic/Euphoria model sui livelli attuali implica **una probabilità del 100% di ritorni negative a 12 mesi per l'S&P 500**
- Peraltro, come osservato in passato, **eccessi** come quello attuale hanno la tendenza a **protrarsi nel tempo**.
- In altre parole il **sentiment** (in particolare quello euforico) **non costituisce un buon strumento di market timing**



Wall Street: «Strenght begets strenght»

New S&P 500 Index All-Time Highs Through August

Continued Strength For Stocks Is Likely

Year	New Highs Through August	New Highs For Full Year	Rest Of Year S&P 500 Return
1955	37	49	5.3%
1961	33	53	5.1%
1964	52	65	3.6%
1987	47	47	-25.1%
1995	51	77	9.6%
1997	40	45	7.9%
1998	41	47	28.4%
2014	32	53	2.8%
2021	50*	?	?
Average			4.7% (3.6% average year return)
Median			5.2% (3.6% median year return)
% Positive			87.5%

Year	YTD End of August	Rest of Year Return
1954	20.2%	20.6%
1955	20.0%	5.3%
1975	26.7%	3.8%
1987	36.2%	-25.1%
1989	26.5%	0.6%
1995	22.3%	9.6%
1997	21.4%	7.9%
2021	20.4%	?

- Il 2021 è stato finora un anno molto positivo per Wall Street, con una performance da inizio anno di quasi il 20% e una serie di 54 nuovi massimi fino al 15 Settembre.
- Il backtest degli ultimi 70 anni mostra che **gli anni che hanno mostrato questo tipo di momentum entro agosto hanno prodotto performance positive negli ultimi 4 mesi dell'anno**, con l'eccezione del 1987.
- In sostanza **la casistica indica che i trend, prima di invertirsi si indeboliscono**.



Perché ha senso mantenere il principale focus sull'azionario USA.



- Oltre 10 anni di rally azionario hanno riportato la capitalizzazione di Wall Street a livelli raggiunti solo durante la bolla tech nel 2.000. Allo stato attuale l'azionario USA costituisce, in termini di capitalizzazione quasi il 60% del totale, con il resto del mondo che si spartisce il 40%.
- Su queste basi, è improbabile che gli altri mercati possano assorbire senza danni una fase correttiva negli USA. Una performance relativa è quanto ci si può attendere. Per questo oggi più che mai ha senso focalizzarsi sul quadro USA e da lì derivare gli altri scenari.



In sintesi

- Manteniamo a **neutral l'azionario US**. Riteniamo che l'economia americana darà qualche segnale di rallentamento nel corso della parte finale del 2021 a causa dell'inasprirsi delle condizioni finanziarie, e della normalizzazione della spesa per beni di consumo da parte del pubblico. Crediamo però che un eventuale fase correttiva sull'azionario USA sarà solo temporanea e costituirà un'occasione di acquisto in vista di un finale d'anno positivo. Manteniamo a **neutral l'azionario europeo** ritenendo che difficilmente farà meglio di quello USA in una fase di consolidamento. Manteniamo però a **overweight l'azionario italiano** a livello strategico, ritenendo che ancora non sconti appieno il miglioramento del quadro politico e macroeconomico
- Manteniamo a **overweight l'azionario UK**. Riteniamo che l'ondata Covid legata alla variante Delta abbia superato il picco, e che a breve possa arrivare un po' di sollievo. Preferiamo il FTSE 250 Small Caps al FTSE 100. Portiamo a **neutral l'azionario giapponese**. Riteniamo che nel breve il rally del 13% messo a segno dal Nikkei sconti appieno l'impatto delle novità politiche nel paese. Manteniamo a **overweight l'azionario cinese**: crediamo che di recente sia stato troppo penalizzato rispetto ad altri mercati dell'area asiatica, e dei paesi industrializzati. Il rallentamento ciclico in corso indurrà le autorità a riprendere lo stimolo fiscale e monetario. Manteniamo a **neutral l'azionario Emergenti**. L'immunizzazione della popolazione procede a ritmi più lenti e discontinui rispetto ai paesi industrializzati. Inoltre il recupero del \$ può 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, né con quello inflattivo, ma sia in gran parte frutto dell'eccezionale supporto ottenuto dal QE Fed, a fronte di un calo delle emissioni nette di Treasuries. Un progressivo ritiro della liquidità nella parte finale del 2021 potrebbe avere un impatto sui corsi. Manteniamo a **neutral i treasuries inflation linked**, con l'idea che l'asset class continuerà a prezzare un'inflazione che si rivelerà meno transitoria delle attese. Portiamo a **neutral gli inflation link Eurozone**, ritenendo che sebbene i breakeven inflation possano continuare a performare, i tassi reali sono troppo bassi per assorbire un probabile rialzo di quelli nominali. Lasciamo a **underweight l'obbligazionario governativo core Eurozone**, con l'idea che anche in Europa lo stimolo monetario straordinario sia destinato a calare, facendo diminuire il proprio supporto. Lasciamo a **Neutral i bond periferici** ritenendo che eventuali rialzi dei rendimenti core Eurozone possano riflettersi sugli spreads. Portiamo a **underweight l'obbligazionario governativo UK** con l'idea che la Bank of England sia a sua volta sul punto di fare tapering degli acquisti. Lasciamo a **neutral l'obbligazionario emergenti** in valuta forte, e a portiamo **neutral** quello in **valuta locale**, con l'idea che in particolare l'obbligazionario governativo cinese in Yuan offra una buona opportunità di diversificazione.



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 **underweight quello High Yield** con l'idea una fase di consolidamento dell'azionario possa portare volatilità nel comparto. Riguardo al **credito europeo**, manteniamo a **neutral** quello **Investment Grade**, ritenendo che possa ancora parzialmente giovare di rendimenti sui governativi Eurozone molto penalizzanti. Per il medesimo motivo manteniamo a **neutral l'High Yield europeo**.
- Lasciamo a **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 continuerà 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 la domanda resterà sufficientemente robusta da garantire stabilità sui livelli attuali. Lasciamo a **neutral quelle industriali** ritenendo che in questa fase si possa vedere un po' di consolidamento. Per il medesimo motivo manteniamo a **neutral quelle agricole**. Manteniamo a **neutral i metalli preziosi**. Vediamo però valore nei Goldminers, a meno di un significativo calo dell'oro, che al momento sembra improbabile.



Giudizi sintetici

Azionario		
US	■	
Area euro	■	
Italia	▲	
UK	▲	
Giappone	■	Downgrade
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	■	
UK	▼	downgrade
Giappone	▼	
Emergenti Local Currency	■	upgrade
Emergenti Hard Currency	■	
Inflation linked US	■	
Inflation linked Area euro	■	Downgrade
Obbligazionario corporate		
US investment grade	▼	
US high yield	▼	downgrade
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.