

2021

Anthilia
Capital Partners
SGR

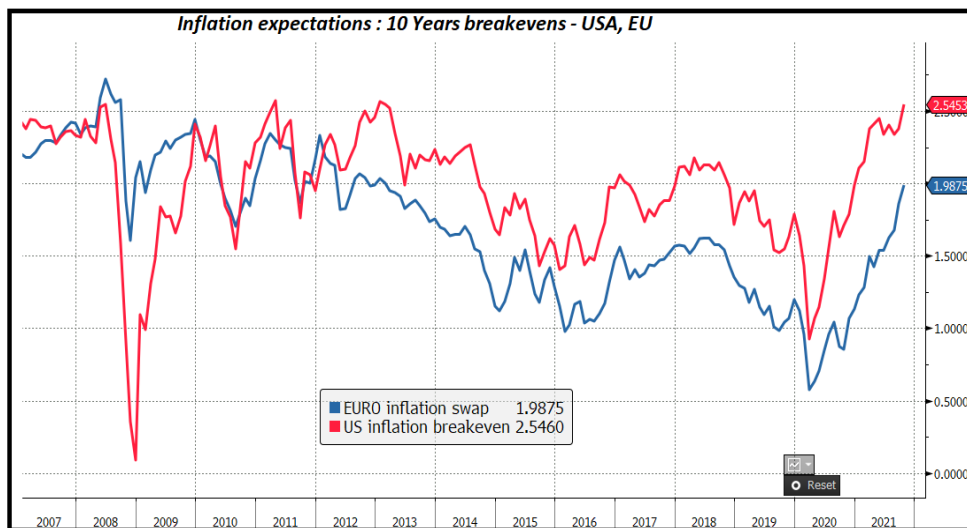
Analisi di scenario
Ottobre 2021



Anthilia^{sgr}
Capital Partners

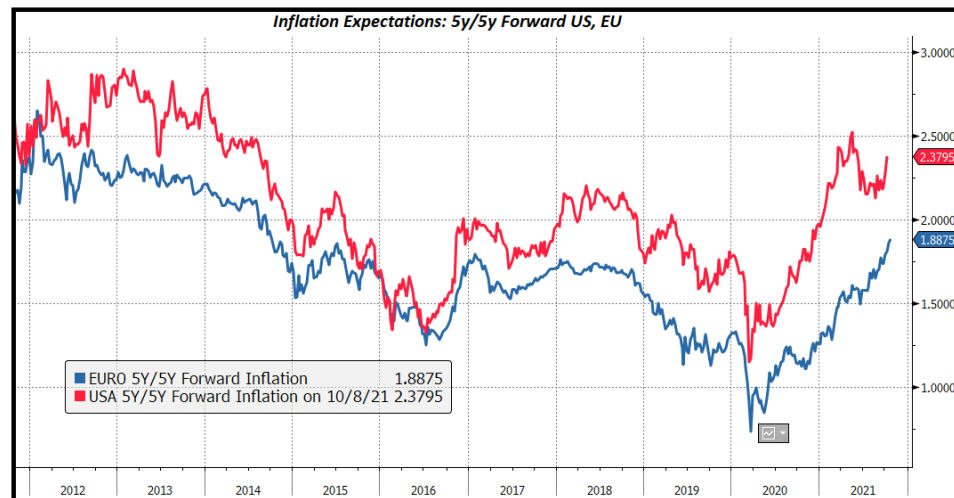


Inflazione USA e globale: non troppo «temporanea»



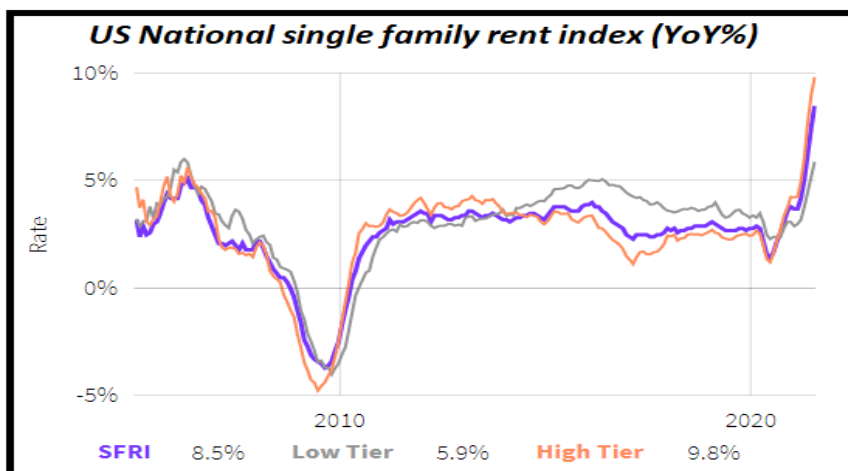
- Se le principali Banche Centrali stanno iniziando solo ora a attenuare la loro caratterizzazione dell'attuale **fiammata di inflazione** come «temporanea» (vedi Bostic, 12 Ottobre), il consenso dei mercati ha da tempo attribuito una **connotazione più strutturale al movimento** in atto, come si nota dai livelli raggiunti dai **Breakeven Inflation a 10 anni in US e in Eurozone**. Il primo flirta coi massimi degli ultimi 25 anni, e il secondo marca i massimi dal Febbraio 2013
- La salita delle attese di inflazione sulle scadenze medio lunghe lascia intendere, oltre che una maggiore persistenza, **anche una maggiore volatilità dell'inflazione futura** (premio al rischio).

- Il motivo per cui le misure su cui le banche Centrali basano le loro aspettative, ovvero i 5 anni forward, non hanno fatto record analoghi, è che **le aspettative di mercato sulle scadenze inferiori sono ancora più alte**, il che mantiene i forward sotto il livello dei breakeven 10 anni
- Ma dalla rapidità con cui il 5 anni forward Europa sta recuperando si nota bene come **le aspettative di inflazione stanno cambiando forma, in direzione di una maggiore persistenza**.

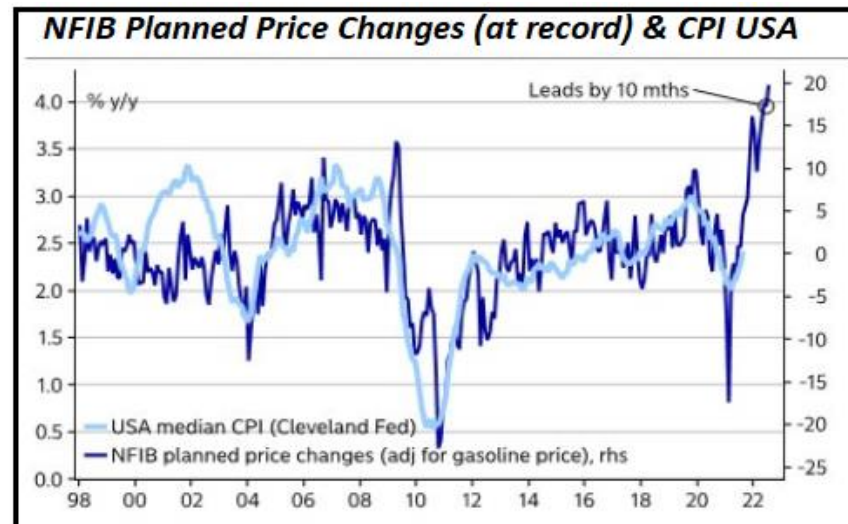
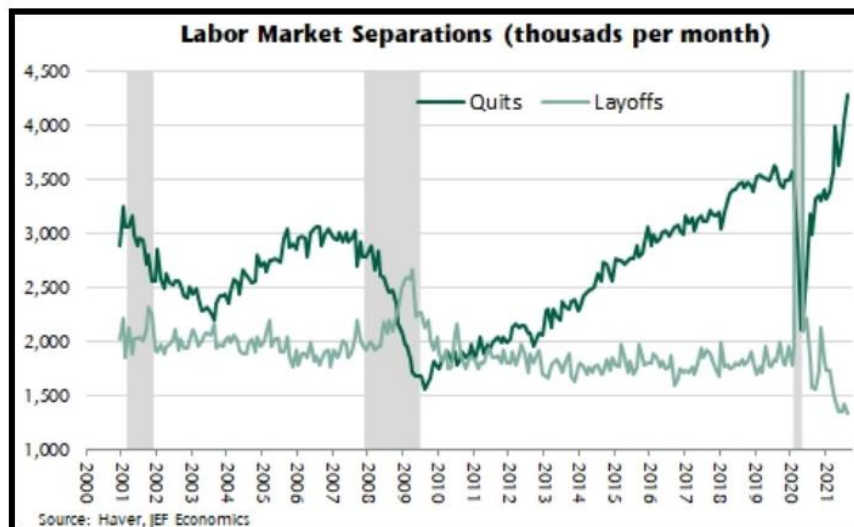




Le componenti più strutturali del Cpi prendono momentum

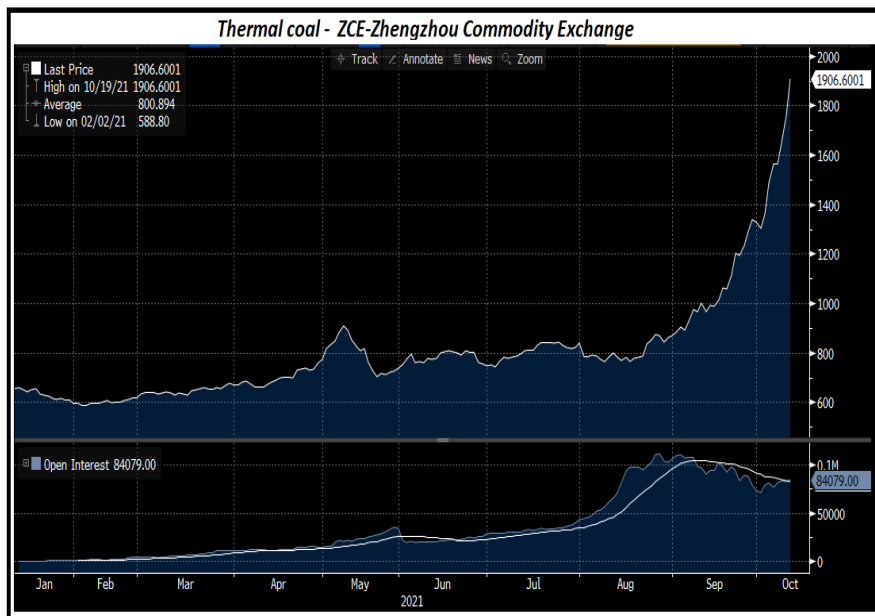


- Nell'ultimo dato di CPI USA (settembre) è apparso evidente come effettivamente le componenti a carattere più temporaneo (auto usate, alberghi) siano calate.
- Ma quelle meno volatili stanno mostrando **segnali di rafforzamento**. La componente alloggi del CPI USA sta infine colmando il gap con le altre misure di *shelter*, le quali continuano a dare segnali di forza
- Il **mercato del lavoro USA** da segnali sempre maggiori di difficoltà dell'**offerta** di tener dietro alla **domanda**, cosa che si sta riflettendo con maggior vigore sui **salari**
- Le ultime survey mostrano la chiara intenzione degli small business USA di alzare i prezzi. Un comportamento che in passato è risultato assai correlato col CPI.



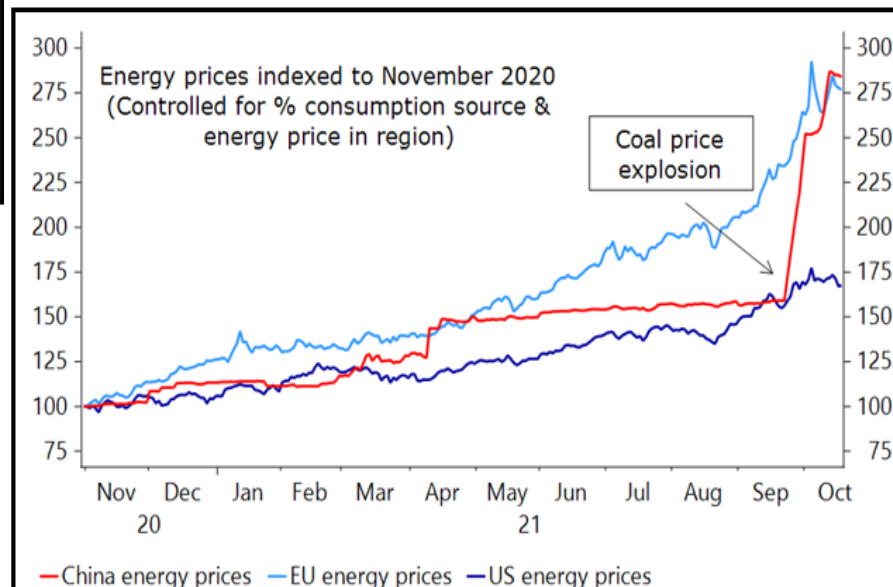


E' in arrivo un «energy shock» per l'economia globale?



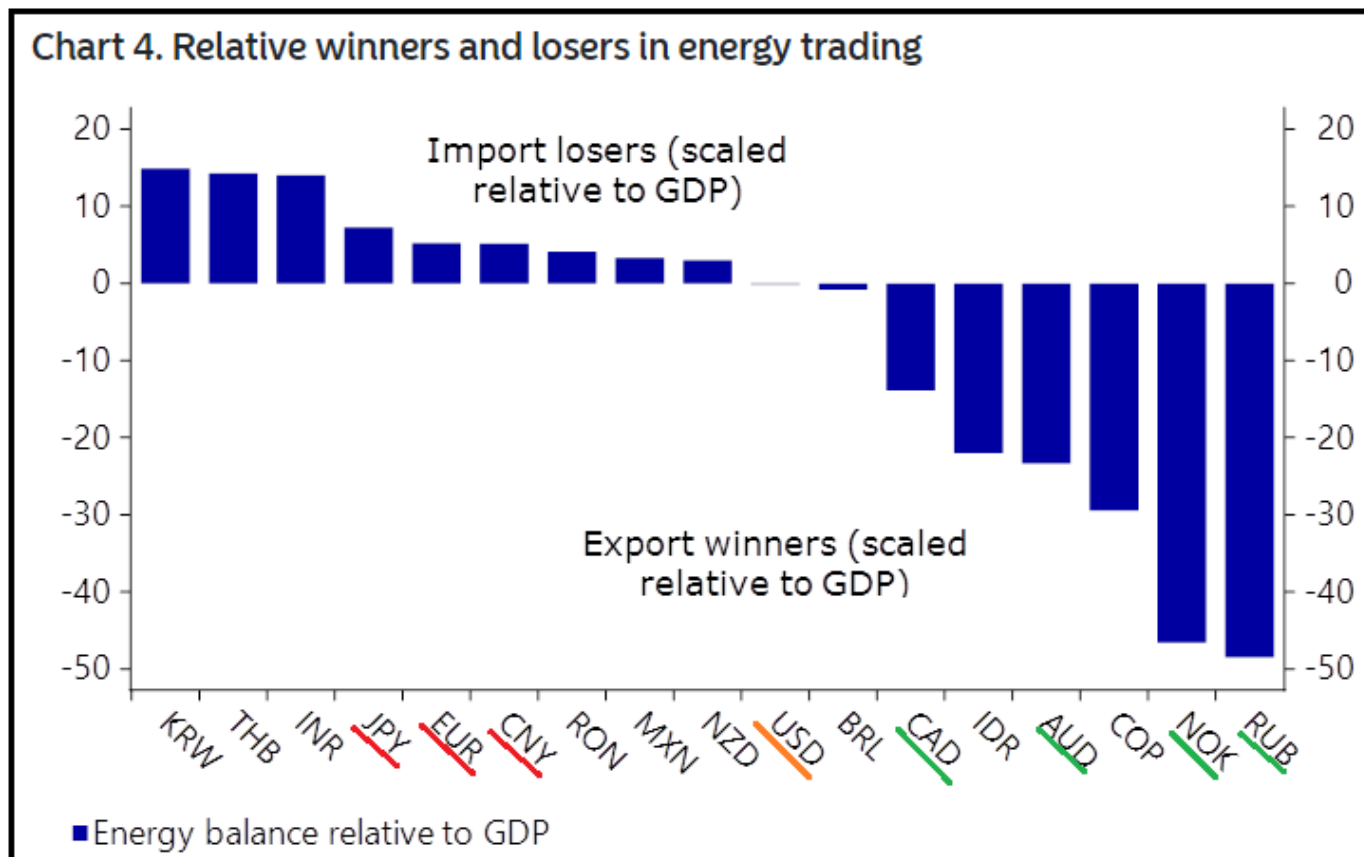
- Il rapido deterioramento del quadro in **Cina** rischia di aggravare parecchio la situazione globale. Il Carbone in Cina fornisce tra il 75% e l'80% dell'energia
- La crisi cinese rischia di riflettersi sul ciclo globale attraverso canali distinti:
 1. Un **aumento globale del costo dell'energia** causato dalla domanda cinese di gas
 2. L'**accentuazione dei «bottlenecks»** nelle catene di approvvigionamento, visto che la Cina è di fatto il centro manifatturiero più importante del globo
 3. L'impatto di un eventuale **rallentamento cinese**

- Una serie di circostanze ha contribuito a creare quella che sembra **una nuova crisi energetica** per i paesi industrializzati:
 1. La brusca **accelerazione dei consumi** legata alla riapertura delle economie
 2. La tendenza a tagliare gli **investimenti sui combustibili fossili**, dirottandoli sulle energie rinnovabili
 3. Un improvviso calo della produzione di energia eolica
- **Non è fuori luogo parlare di un Energy Shock per le economie, nel corso dell'inverno**





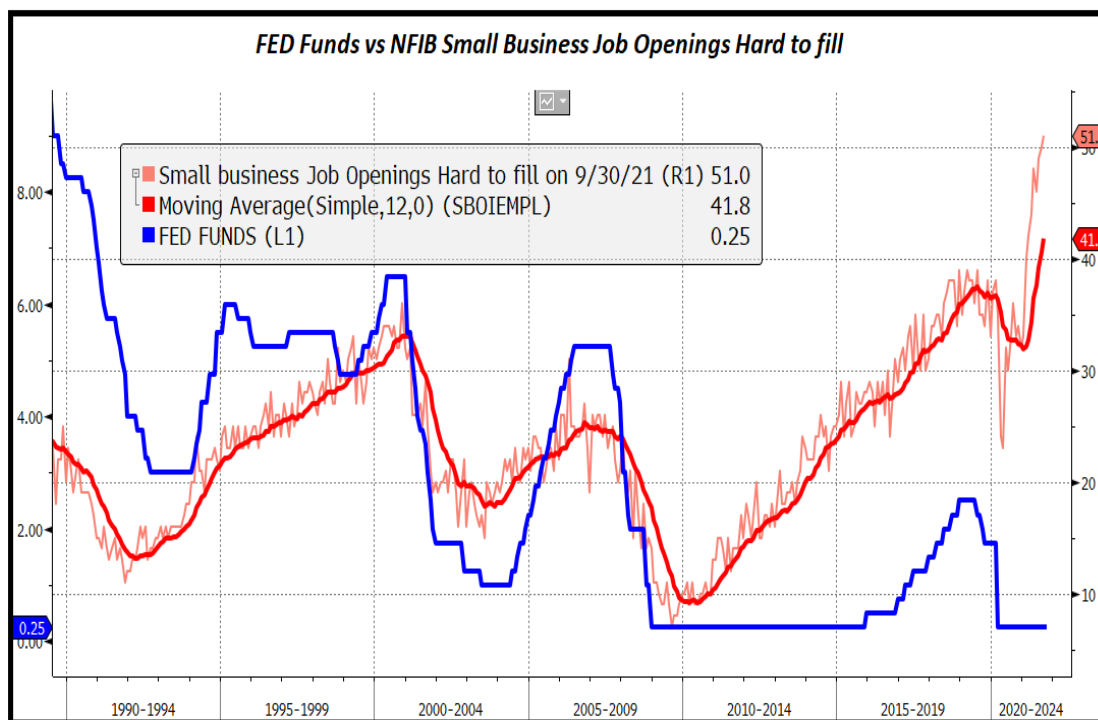
Quali sono le aree più vulnerabili all' energy shock?



- Naturalmente, l'impatto di un aumento del costo dell'energia è diverso a seconda delle necessità del singolo paese, e del suo livello di autosufficienza. Giappone, Europa e Cina sono più vulnerabili, mentre gli USA sono meglio posizionati (come si nota anche dal grafico nella pagine precedente)
- Dall'altro lato dello spettro, i paesi produttori di combustibili fossili come Russia, Norvegia, Canada, Australia.



Ma le banche centrali sono costrette a ridurre lo stimolo...

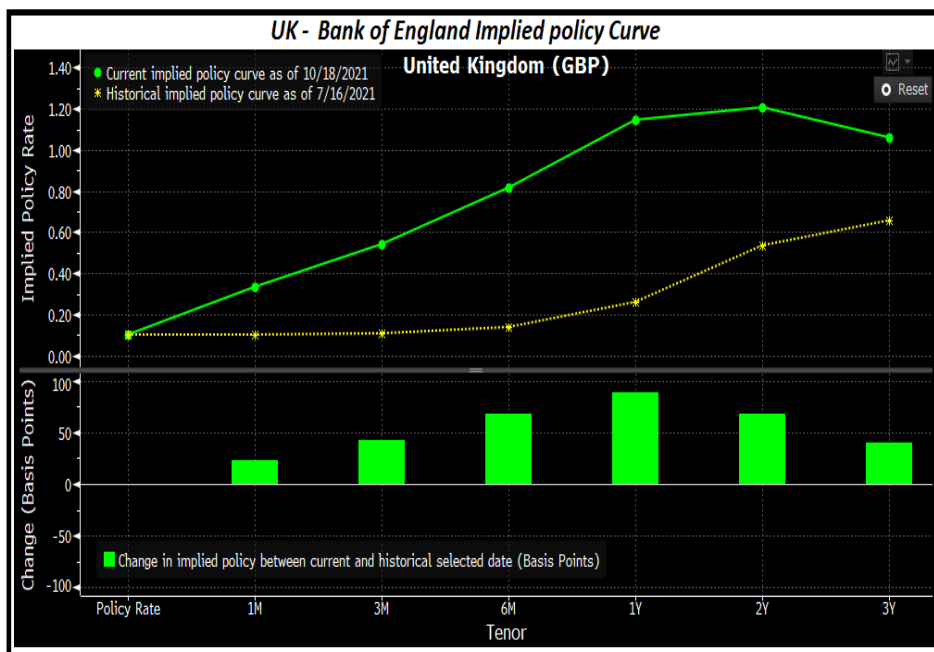


Global Central Bank Policy Rates					
Country	Central Bank Rate (Today)	CPI YoY	Real Central Bank Rate	Last Move	Last Move Date
Switzerland	-0.75%	0.9%	-1.7%	Cut	Jan-15
Denmark	-0.60%	1.8%	-2.4%	Cut	Sep-21
Eurozone	-0.50%	3.4%	-3.9%	Cut	Sep-19
Japan	-0.10%	-0.4%	0.3%	Cut	Jan-16
Sweden	0.00%	2.1%	-2.1%	Hike	Dec-19
Australia	0.10%	3.8%	-3.7%	Cut	Nov-20
UK	0.10%	3.2%	-3.1%	Cut	Mar-20
US	0.13%	5.3%	-5.2%	Cut	Mar-20
Canada	0.25%	4.1%	-3.9%	Cut	Mar-20
Norway	0.25%	3.4%	-3.2%	Hike	Sep-21
Poland	0.50%	5.8%	-5.3%	Hike	Oct-21
New Zealand	0.50%	3.3%	-2.8%	Hike	Oct-21
Thailand	0.50%	1.7%	-1.2%	Cut	May-20
South Korea	0.75%	2.5%	-1.8%	Hike	Aug-21
Hong Kong	0.86%	1.6%	-0.7%	Cut	Mar-20
Saudi Arabia	1.00%	0.3%	0.7%	Cut	Mar-20
Taiwan	1.13%	2.6%	-1.5%	Cut	Mar-20
Peru	1.50%	5.2%	-3.7%	Hike	Oct-21
Chile	1.50%	5.3%	-3.8%	Hike	Aug-21
Czech Republic	1.50%	4.1%	-2.6%	Hike	Sep-21
Malaysia	1.75%	2.0%	-0.3%	Cut	Jul-20
Philippines	2.00%	4.8%	-2.8%	Cut	Nov-20
Colombia	2.00%	4.5%	-2.5%	Hike	Sep-21
South Africa	3.50%	4.9%	-1.4%	Cut	Jul-20
Indonesia	3.50%	1.6%	1.9%	Cut	Feb-21
China	3.85%	0.8%	3.1%	Cut	Apr-20
India	4.00%	5.3%	-1.3%	Cut	May-20
Mexico	4.75%	6.0%	-1.3%	Hike	Sep-21
Brazil	6.25%	10.3%	-4.0%	Hike	Sep-21
Russia	6.75%	7.4%	-0.6%	Hike	Sep-21
Turkey	18.00%	19.6%	-1.6%	Cut	Sep-21
Argentina	38.00%	51.4%	-13.4%	Hike	Nov-20

- Uno sguardo alla situazione in US lascia chiaramente intendere che la FED ha aspettato finchè ha potuto prima di intraprendere una **normalizzazione della politica monetaria** che inizierà il mese prossimo. **L'involarsi delle aspettative di inflazione sta costringendo più di una Banca Centrale a reagire**, con tre rialzi dei tassi di riferimento solo a Ottobre (Polonia, Nuova Zelanda e Perù).
- Tra quelle del G10 solo la Bank of England sembra vicina ad un rialzo (interamente scontato entro il 2021).

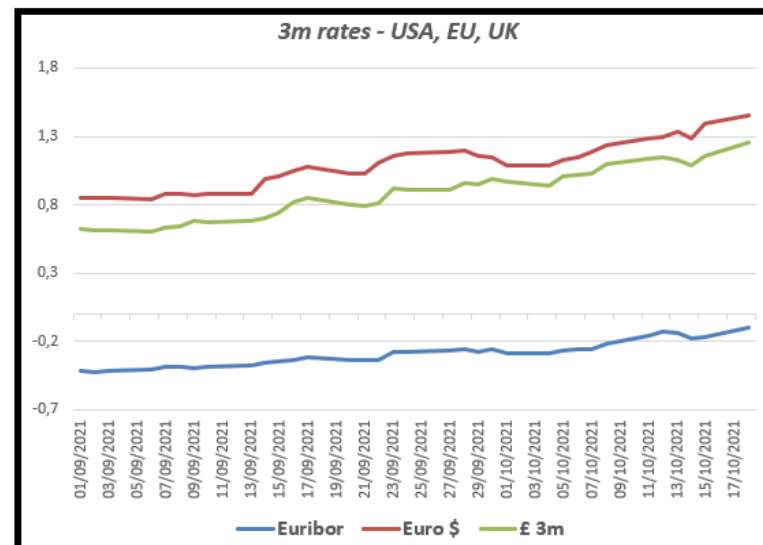


Le curve stanno prezzando un discreto tightening della politica monetaria



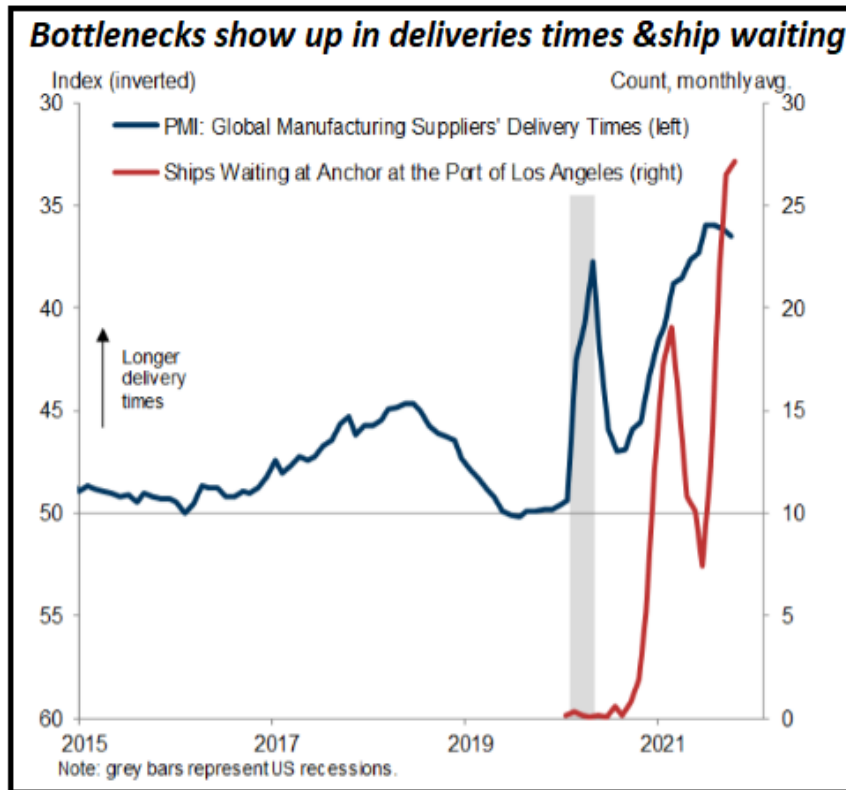
- Un aspetto importante è ben rappresentato nella curva UK: **da 24 mesi in poi il mercato sconta un taglio dei tassi**, a indicare che il tightening della politica monetaria avrà un impatto macroeconomico che imporrà un successivo easing
- E' un fenomeno che si nota, a livello embrionale, anche sulla curva dei futures sui fed funds.
- In altre parole, **il mercato dei tassi sembra indicare che la fase di inflazione attuale indurrà le principali banche centrali a reagire *oborto collo* commettendo una sorta di «errore di policy», che poi dovrà essere corretto.**

- Col progressivo accantonamento della teoria della temporaneità dell'inflazione, **le principali curve dei tassi stanno andando a prezzare gradual rialzi dei tassi nei prossimi trimestri**
- La curva più «aggressiva» è quella UK, che sconta il primo **rialzo di 25 bps** in meno di 3 mesi e un totale di 4 entro un anno. La differenza con quanto scontato appena un mese fa balza agli occhi
- Anche la Curva USA si è mossa e sconta oltre un rialzo il 2022 3 3 entro il 2023
- Quella EU ora vede i depo ECB tornare in positivo nel 2024, e persino quella giapponese si è mossa



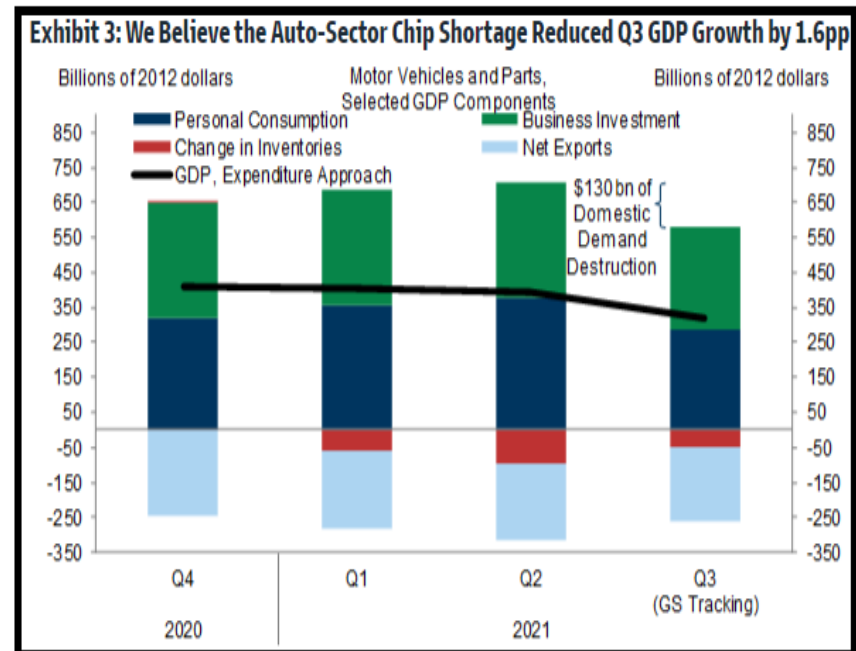


La scarsità di offerta ha impatto non solo sui prezzi ...



- In ultimo una situazione di scarsità di materie prime, semilavorati etc può facilmente avere un impatto sul GDP di un paese (vedi Cina) attraverso svariati effetti su produzione, consumo, domanda di beni e di lavoro.

- I mercati globali si sono focalizzati sugli effetti inflattivi delle difficoltà di approvvigionamento, che sono ormai più che evidenti
- Meno attenzione viene data agli **effetti collaterali di questi fenomeni di scarsità**. Quando manca un componente, o il suo utilizzo diventa anti economico:
 1. **Si ferma la produzione** (i.e. settore auto, acciaio)
 2. **Cala la domanda** di altri componenti/lavoro
 3. L'aumento dei costi può avere un impatto sulla domanda (**demand destruction**)





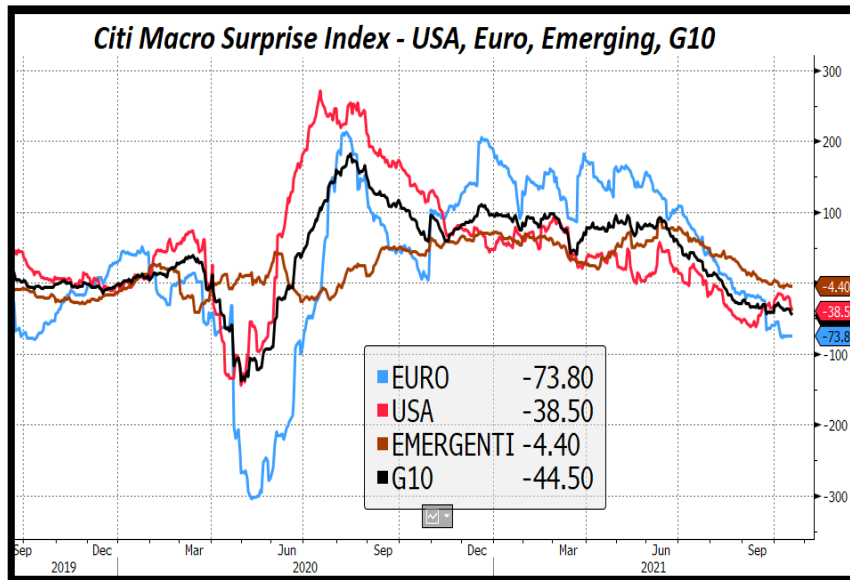
Oltretutto approcciamo la stagione natalizia in queste condizioni



- L'attuale concomitanza di difficoltà di approvvigionamento e aumento dei prezzi giunge in una fase cruciale, ovvero quando le aziende fanno scorta di beni per affrontare la «Holiday Season. Ciò rischia di esaltare l'effetto di «distruzione di domanda» in particolare nei settori di beni di consumo, mentre per quelli durevoli o di investimento forse assisteremo ad una prevalenza di rinvii degli acquisti

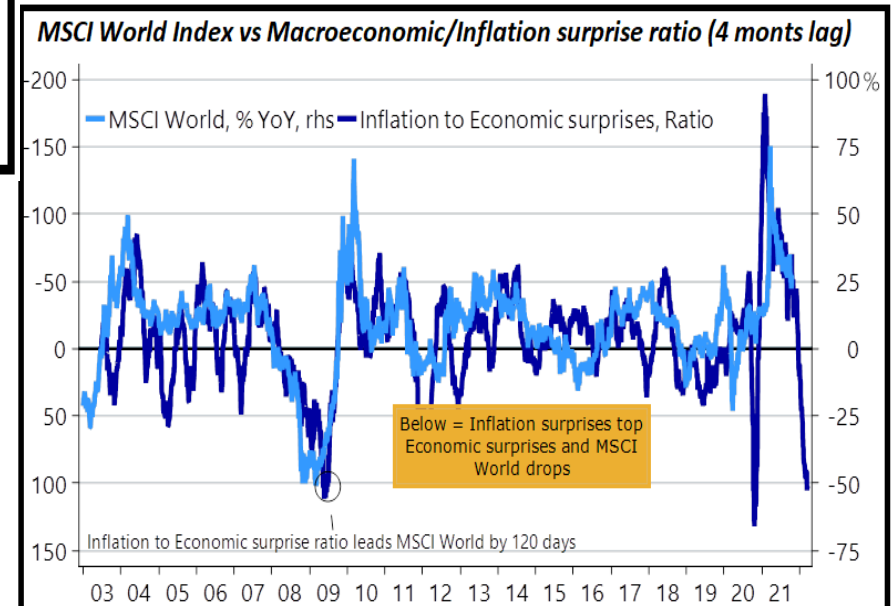


Inflazione e rallentamento, un mix negativo per l'azionario



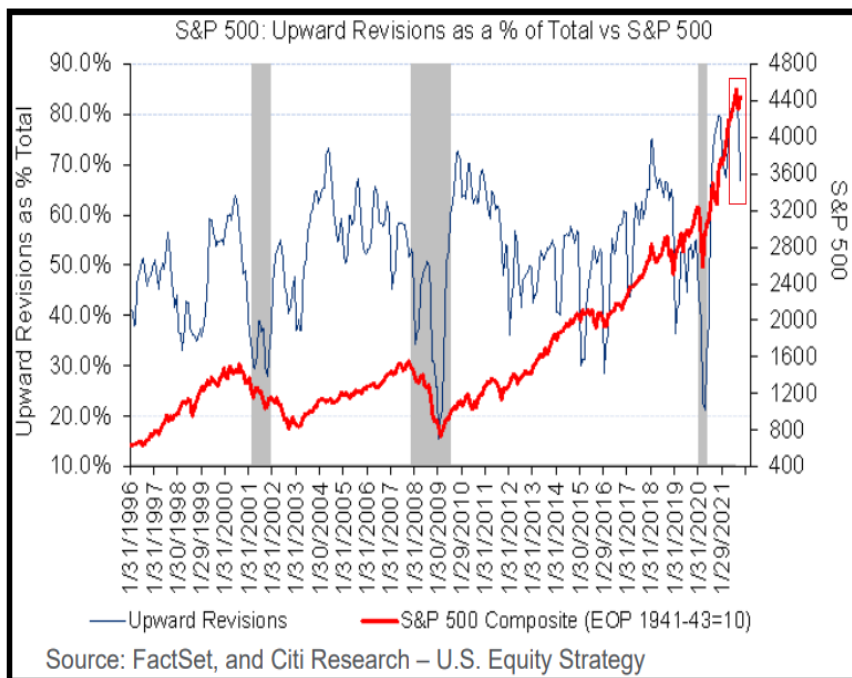
- L'effetto di questi fattori si comincia a vedere qua e la nei dati, come si nota da **ridimensionamento dei Citi Macro Surprise Index**.
- Storicamente, la **concomitanza di inflazione che sorprende al rialzo e dati macro che sorprendono al ribasso non è stata particolarmente amica dell'azionario**
- L'impatto di questa fase potrebbe cominciare a comparire nei primi mesi del 2022, con il procedere del ritiro dello stimolo da parte delle banche centrali

- Il quadro generale sembra essere quello di un economia globale che affronta alcuni ostacoli:
 1. un **calo** relativo dello **stimolo fiscale**
 2. un tenue **inasprimento della stance monetaria** da parte delle principali banche centrali
 3. una situazione Covid non ancora del tutto limpida
 4. una eventuale normalizzazione dei consumi di beni





Earning Season USA : Prove di normalizzazione



- Uno sguardo al grafico alla sinistra mostra che **Corporate America**, nel complesso, **ha ripreso l'attività di gestione delle aspettative sugli utili**
- Infatti, nel corso di Ottobre solo 2 degli 11 settori (Energy e Real Estate) hanno mostrato una percentuale netta di preannouncements positivi.
- Per effetto di ciò il totale delle revisioni al rialzo è sceso al 67% dal 78% di Settembre

Monthly Upward Revisions as a % of Total Monthly Revisions					Avg Since 1996
	Oct-21	Sep-21	Aug-21	Jun-21	
S&P 500	67.0%	78.0%	82.2%	81.3%	52.6%
Consumer Discretionary	64.7%	74.5%	80.1%	80.5%	52.0%
Consumer Staples	65.7%	66.2%	65.0%	68.9%	49.0%
Energy	79.8%	74.2%	72.2%	82.2%	51.1%
Financials	64.4%	78.1%	88.1%	84.5%	51.5%
Health Care	73.8%	85.1%	85.3%	75.5%	58.9%
Industrials	36.1%	69.3%	81.8%	89.0%	53.6%
Information Technology	92.5%	93.4%	94.5%	87.7%	58.2%
Materials	50.4%	61.0%	65.5%	85.1%	45.3%
Real Estate	81.5%	79.6%	79.5%	74.8%	47.6%
Communication Services	73.2%	80.7%	82.1%	70.8%	49.3%
Utilities	72.2%	75.4%	76.3%	54.7%	49.0%

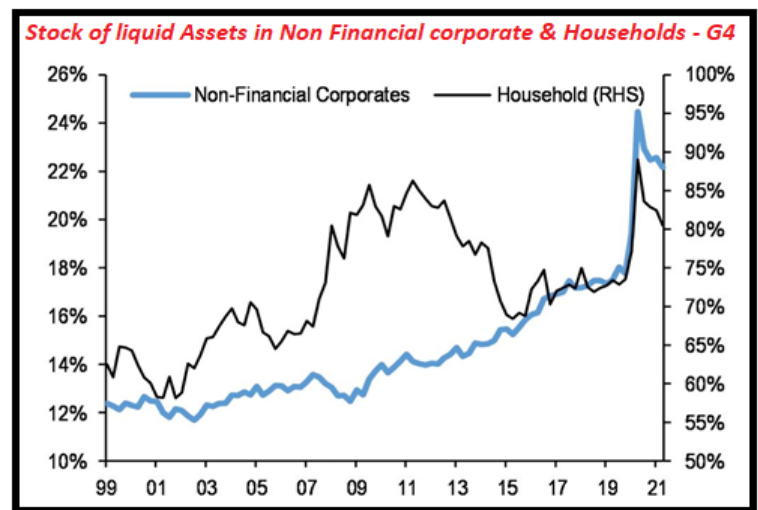
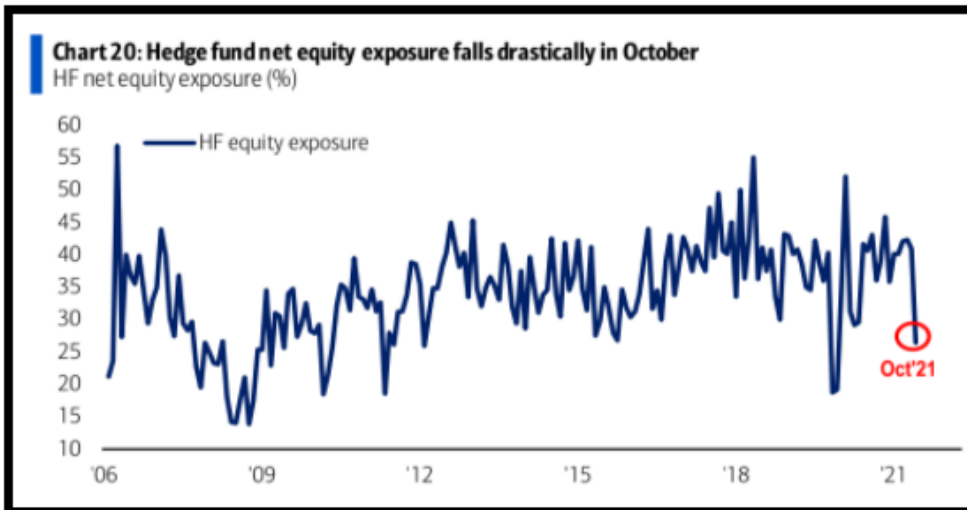
- Questo fenomeno sembra indicare che anche **la sorpresa media rispetto alle stime tornerà gradualmente su valori tipici (3-5%)** abbandonando la doppia cifra abbondante che ha caratterizzato gli ultimi 4 trimestri
- Il ridimensionamento delle attese lascia intendere che **le pressioni sui prezzi e sui costi** (a cominciare dalla forza lavoro), la progressiva **normalizzazione della domanda**, e un **recupero del \$** stanno cominciando a pesare sui margini



I technicals sono robusti a Wall Street.

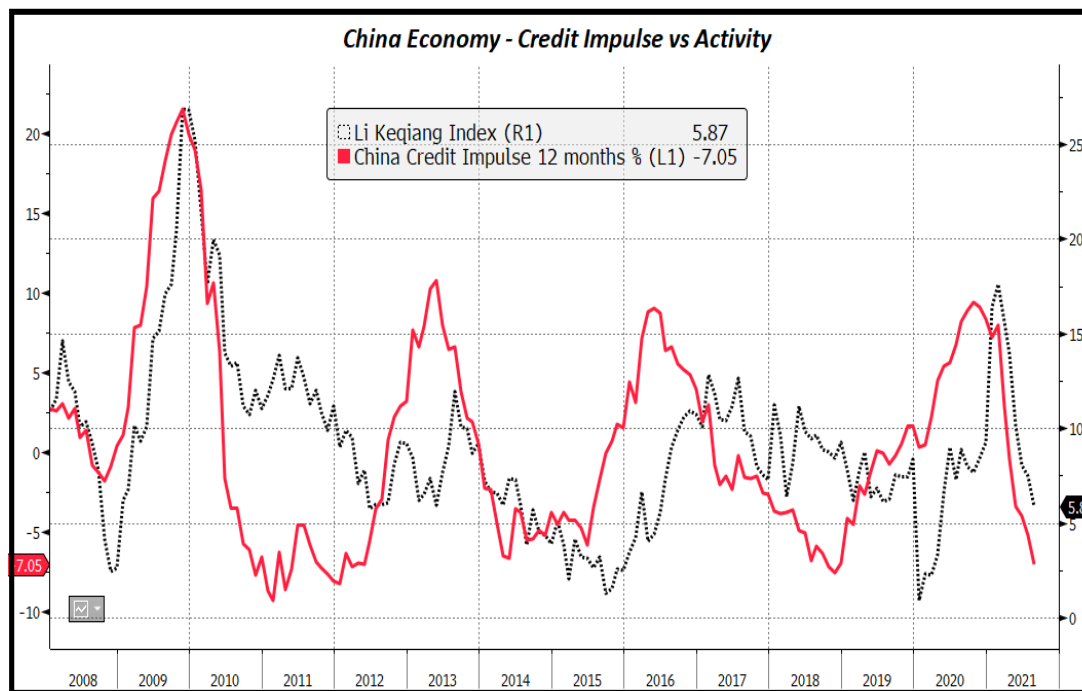


- Il mese di Ottobre ha visto robusti cambiamenti nel sentiment e nel positioning degli investitori:
 1. La percezione di ciclo e utili si è abbassata, con una percentuale netta che si attende rallentamento
 2. L'esposizione azionaria di real money, Hedge Funds e strategie quantitative è significativamente calata
- Inoltre, I bilanci di aziende e consumatori restano molto liquidi in questo scorcio di 2021
- Questo contesto dovrebbe fornire un certo supporto all'azionario andando verso fine anno, grazie anche ad un accelerazione finale dei piani buyback azionari





L'economia cinese affronta grossi ostacoli 1/2



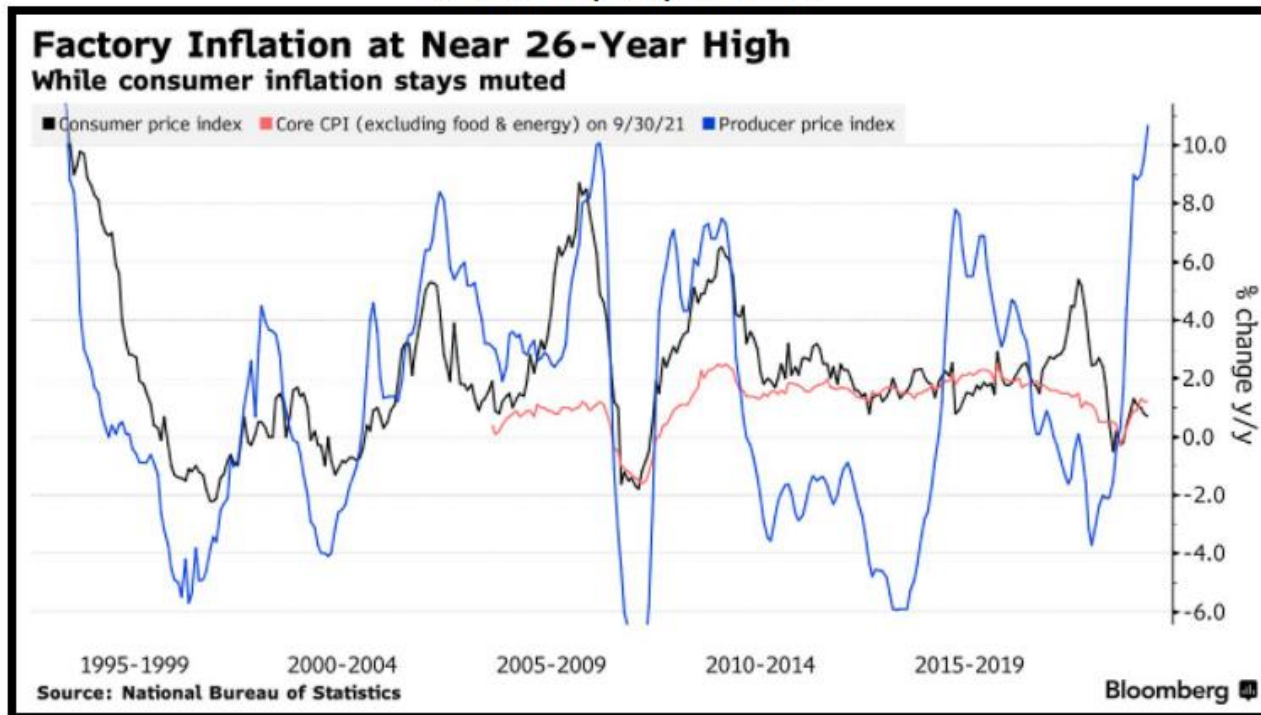
- La Cina ha fatto parecchio parlare di se, negli ultimi mesi per motivi non troppo positivi
 1. L'economia è uscita prima dalla crisi Covid, ma è entrata in una **successiva fase di rallentamento**, anche a causa di un tentativo di ribilanciare l'economia contenendo la leva
 2. Le autorità hanno imposto **nuove regolamentazioni** a diversi settori (Gaming, Delivery, Tech..)
 3. Le **misure di contenimento della speculazione immobiliare** hanno causato una crisi nel settore
 4. Gli sforzi per incrementare l'utilizzo delle energie rinnovabili hanno esaltato l'impatto della **crisi energetica**

- In particolare i punti 3 e 4 presentano le principali minacce per il ciclo cinese. L'immobiliare costituisce circa un 25% dell'economia cinese e la vendita di terreni fornisce una buona parte delle risorse fiscali ai Governi locali. Le autorità affrontano un complesso balancing act per stabilizzare il settore senza farlo collassare sotto il peso del debito. In ogni caso il suo apporto alla crescita dovrebbe essere scarso, se non negativo, nei prossimi trimestri
- La crisi energetica è un ulteriore freno all'economia nel periodo invernale, in grado di danneggiare il settore manifatturiero
- Infine, il tentativo di contenere la leva con una politica monetaria prudente ha indotto un brusco calo del credit impulse, i cui effetti dovrebbero dispiegarsi nel corso dei prossimi 6 mesi



L'economia cinese affronta grossi ostacoli 2/2

China: PPI, CPI, CPI Core



- La **divergenza dei prezzi alla produzione da quelli al consumo** in Cina mette a nudo la **strutturale carenza di domanda** per consumi del paese.
- L'insistenza delle Autorità su politiche di supporto all'offerta (sussidi, eccesso di investimento) crea i presupposti perché il **grosso della produzione cinese trovi sbocco all'estero**, specie nei periodi di difficoltà economica.
- In sostanza **la Cina sottrae domanda all'economia globale**, tanto più nelle fasi di debolezza della domanda interna

- Gli sviluppi macroeconomici cinesi vanno monitorati con estrema attenzione
 1. La Cina entra nella maggior parte delle *supply chain* di beni. La sua condizione di manifattura del mondo espone l'economia globale a un perdurare delle difficoltà di approvvigionamento
 2. Se un rallentamento marcato della Cina può estendere il suo impatto sull'economia globale, un eventuale rimbalzo prodotto dall'abbandono da parte delle autorità della politica di rebalancing «common prosperity» a favore dei vecchi trucchi (credito, investimenti, sussidi) potrebbe non essere un grosso vantaggio, in quanto avverrebbe almeno in parte alle spese della domanda globale e a discapito della stabilità finanziaria e della riduzione della leva



In sintesi

- Manteniamo a **neutral l'azionario US**. Riteniamo che l'economia americana rallenterà nel corso della prima metà del 2022 a causa dell'inasprirsi delle condizioni finanziarie, e della normalizzazione della spesa per beni di consumo da parte del pubblico. Ciò, unitamente a pressioni sui margini legati alla difficoltà di passare interamente i costi ai clienti produrrà un rallentamento dei profitti aziendali. Nel breve, però, riteniamo che i rischi di una correzione significativa siano contenuti, a causa di una situazione tecnica supportiva. Manteniamo a **neutral** anche **l'azionario europeo**. Vediamo dei rischi per l'economia dall'impennata dei costi energetici. Manteniamo però a **overweight l'azionario italiano** a livello strategico, ritenendo che ancora non sconti appieno il miglioramento del quadro politico e macroeconomico
- Portiamo a **neutral l'azionario UK**. Riteniamo che il quadro per l'economia britannica si stia deteriorando: le pressioni sui prezzi stanno costringendo la Bank of England ad intraprendere una politica monetaria restrittiva in una fase in cui il ciclo è in rallentamento. In più, le discussioni sulla Brexit si stanno complicando. Portiamo a **overweight l'azionario giapponese**. L'eccesso post dimissioni del Premier Suga si è assorbito, e la divergenza della politica monetaria della Bank of Japan da quella delle altre principali banche centrali dovrebbe favorire un ulteriore indebolimento dello Yen. Rischi dall'aumento dei costi dell'energia. Portiamo a **neutral l'azionario cinese**: Il quadro macro si sta deteriorando, e la crisi immobiliare e quella energetica costituiscono ulteriori rischi. La difficoltà di trasferire i costi sui prezzi finali minaccia i profitti aziendali. 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. Il tapering e un progressivo ritiro della liquidità nella parte finale del 2021 potrebbero 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. Manteniamo 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.



In sintesi

- Portiamo a **underweight l'obbligazionario governativo UK** con l'idea che la Bank of England intraprenderà a breve una serie di rialzi dei tassi. Lasciamo a **neutral l'obbligazionario emergenti** in valuta forte, e quello in **valuta locale**, con l'idea che in particolare l'obbligazionario governativo cinese in Yuan offra una buona opportunità di diversificazione
- 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 **underweight quello High Yield** con l'idea che un progressivo indebolimento del quadro macro 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**.
- Portiamo a **neutral i subordinati finanziari europei**. In termini di asset quality e potenziali rischi i fondamentali di banche e assicurazioni restano molto solidi, ma a questi livelli un sovrappeso non ci pare più giustificato. Troviamo più attraente il rendimento aggiustato per il rischio del comparto dei Senior e, in particolare alcuni Senior preferred di situazioni idiosincratice. Per questo motivo portiamo **finanziari senior area € a overweight**.
- 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. Portiamo a **neutral la Sterlina** ritenendo che l'effetto dell'inasprimento della politica monetaria da parte della Bank of England verrà compensato da quello del deterioramento del quadro macro. 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 tatticamente a **underweight quelle energetiche**, ritenendo che i movimenti parabolici dell'ultimo periodo possano rientrare parzialmente. Il quadro di medio periodo resta positivo. 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		Obbligazionario governativo	
US	■	US	▼
Area euro	■	Area euro core	▼
Italia	▲	Italia/Periferia	■
UK	■ Downgrade	UK	▼ downgrade
Giappone	▲ Upgrade	Giappone	▼
Cina	■ Downgrade	Emergenti Local Currency	▼
Emergenti	■	Emergenti Hard Currency	■
Valute		Inflation linked US	■
EUR/USD	▼	Inflation linked Area euro	■
EUR/GBP	■ Upgrade	Obbligazionario corporate	
EUR/CHF	■	US investment grade	▼
USD/JPY	▲	US high yield	▼
Materie prime		Area euro investment grade	■
Energetiche	▼ downgrade	Area Euro high yield	■
Industriali	■	Area euro finanziari Senior	▲ Upgrade
Agricole	■	Area euro finanziari Subord.	■ Downgrade
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.