

2022

Anthilia  
Capital Partners  
SGR

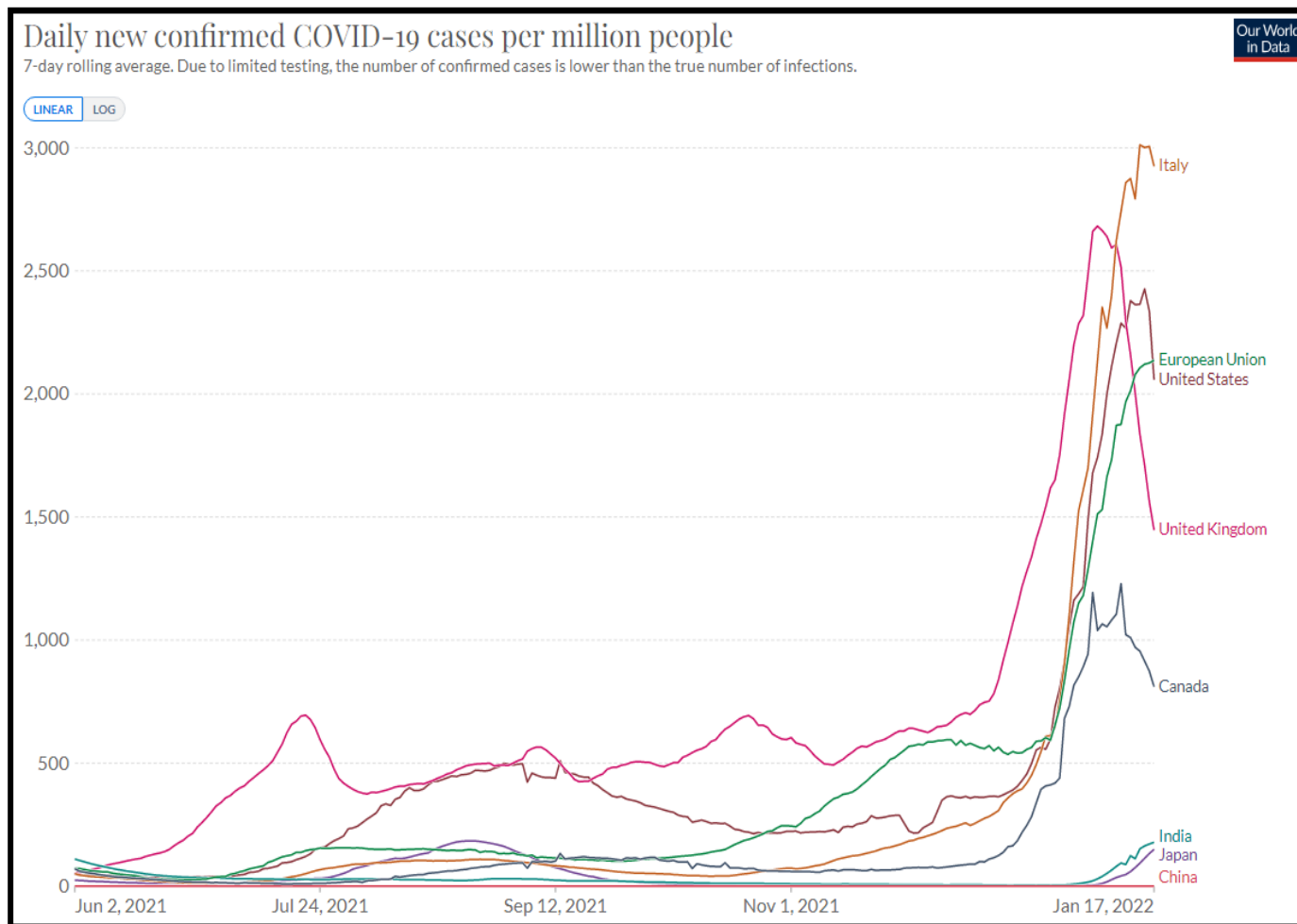
Analisi di scenario  
Gennaio 2022



**Anthilia** sgr  
Capital Partners



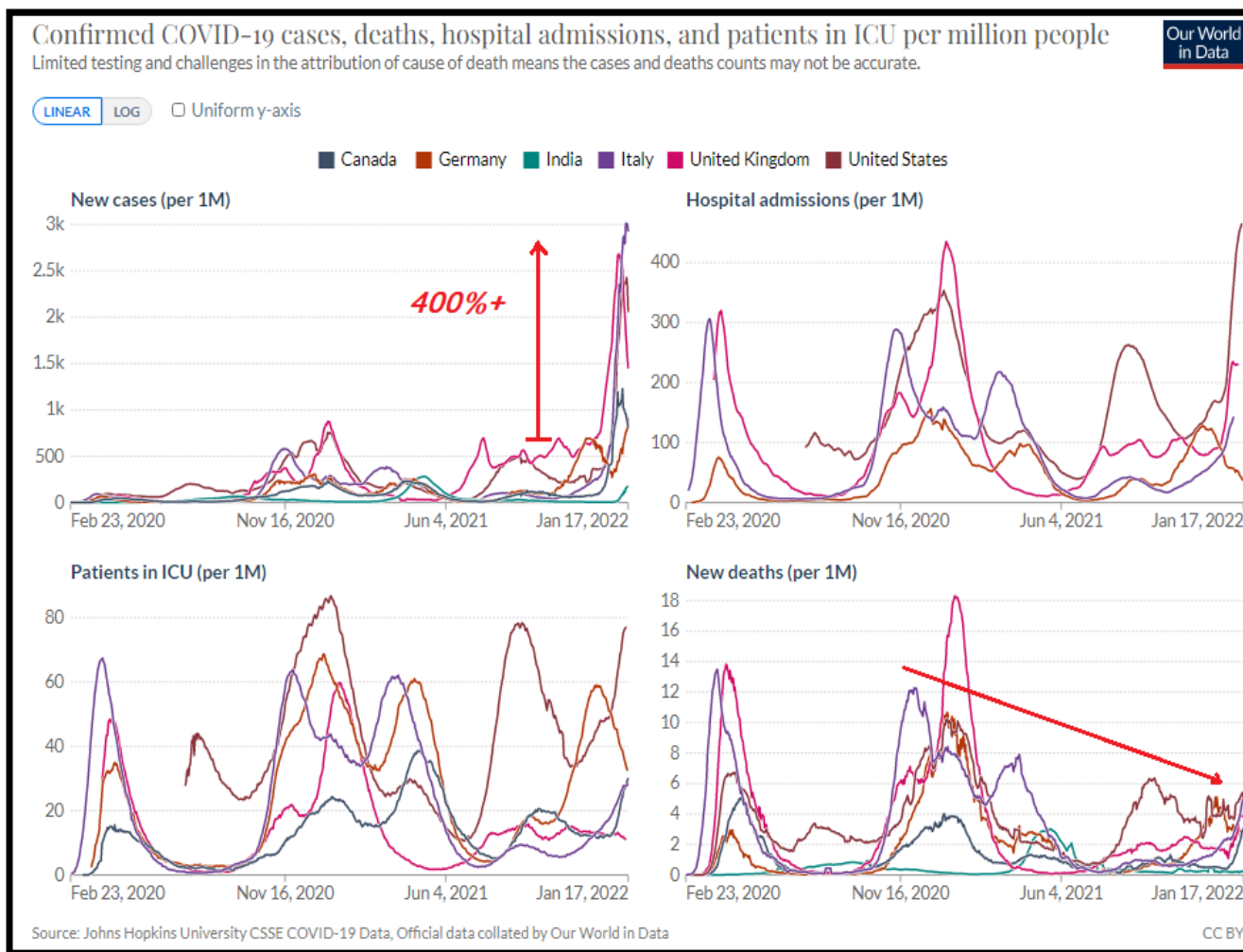
## L'inizio della fine della Pandemia, a meno di una nuova variante.



- **L'ondata di Covid** legata alla variante Omicron appare **in stabile ritirata** nei paesi anglosassoni, che per primi ne hanno visto la diffusione nel G10.
- Anche in **Eurozone** si cominciano a notare segnali di **topping**.
- Ad essere ancora indietro, Asia ed emergenti.
- Si guarda con apprensione alla **Cina**, la cui strategia «zero covid», in assenza di correttivi, potrebbe risultare **più dannosa che efficace**, e creare ulteriore ingorgo nelle catene di approvvigionamento globali



## Ospedalizzazioni, terapie intensive e soprattutto decessi sono rimasti bassi



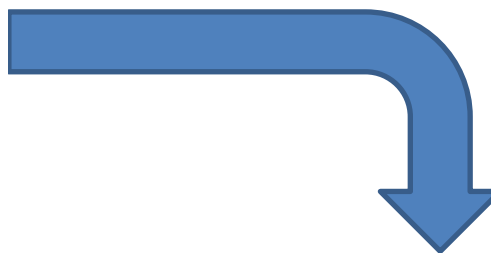
- Nonostante l'esplosività dei contagi (oltre 4 volte i record precedenti in alcuni casi) ospedalizzazioni e terapie intensive solo in US hanno superato i precedenti record, mentre **i decessi sono addirittura più bassi che nelle precedenti ondate.**
- **Omicron** sembra costituire quindi un **passo importante in direzione di una fase endemica** per il Covid, in cui le conseguenze sanitarie di una sua circolazione sono trascurabili grazie ad una elevata immunizzazione
- Ovviamente esiste un **rischio** legato alla **eventuale scoperta** di una **nuova variante** con maggiore «immune escape», e sintomatologia meno benigna



## Il 2021, «annus horribilis» della FED....

**Marzo 2021**

Variable	Median <sup>1</sup>			
	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	6.5	3.3	2.2	1.8
December projection	4.2	3.2	2.4	1.8
Unemployment rate	4.5	3.9	3.5	4.0
December projection	5.0	4.2	3.7	4.1
PCE inflation	2.4	2.0	2.1	2.0
December projection	1.8	1.9	2.0	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	2.2	2.0	2.1	
December projection	1.8	1.9	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	2.5
December projection	0.1	0.1	0.1	2.5



**Dicembre 2021**

Variable	Median <sup>1</sup>				
	2021	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	5.5	4.0	2.2	2.0	1.8
September projection	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8
Unemployment rate	4.3	3.5	3.5	3.5	4.0
September projection	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0
PCE inflation	5.3	2.6	2.3	2.1	2.0
September projection	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	4.4	2.7	2.3	2.1	
September projection	3.7	2.3	2.2	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	0.1	0.9	1.6	2.1	2.5
September projection	0.1	0.3	1.0	1.8	2.5

- A **Marzo** scorso le Projections del FOMC indicavano il **PCE Core al 2,2% a Dicembre, Disoccupazione al 4,5% e Fed Funds invariati fino a tutto il 2023**
- Appena 9 mesi dopo, il **PCE core finale 2021 è visto al 4,4%, la disoccupazione al 4,3%** (ma in realtà ha chiuso l'anno al 3,9%), e il **Committee ha previsto 5 rialzi entro i prossimi 24 mesi.**
- La Fed continua a indicare **un rientro dell'inflazione al target, ma la tempistica è tutt'altro che certa.**



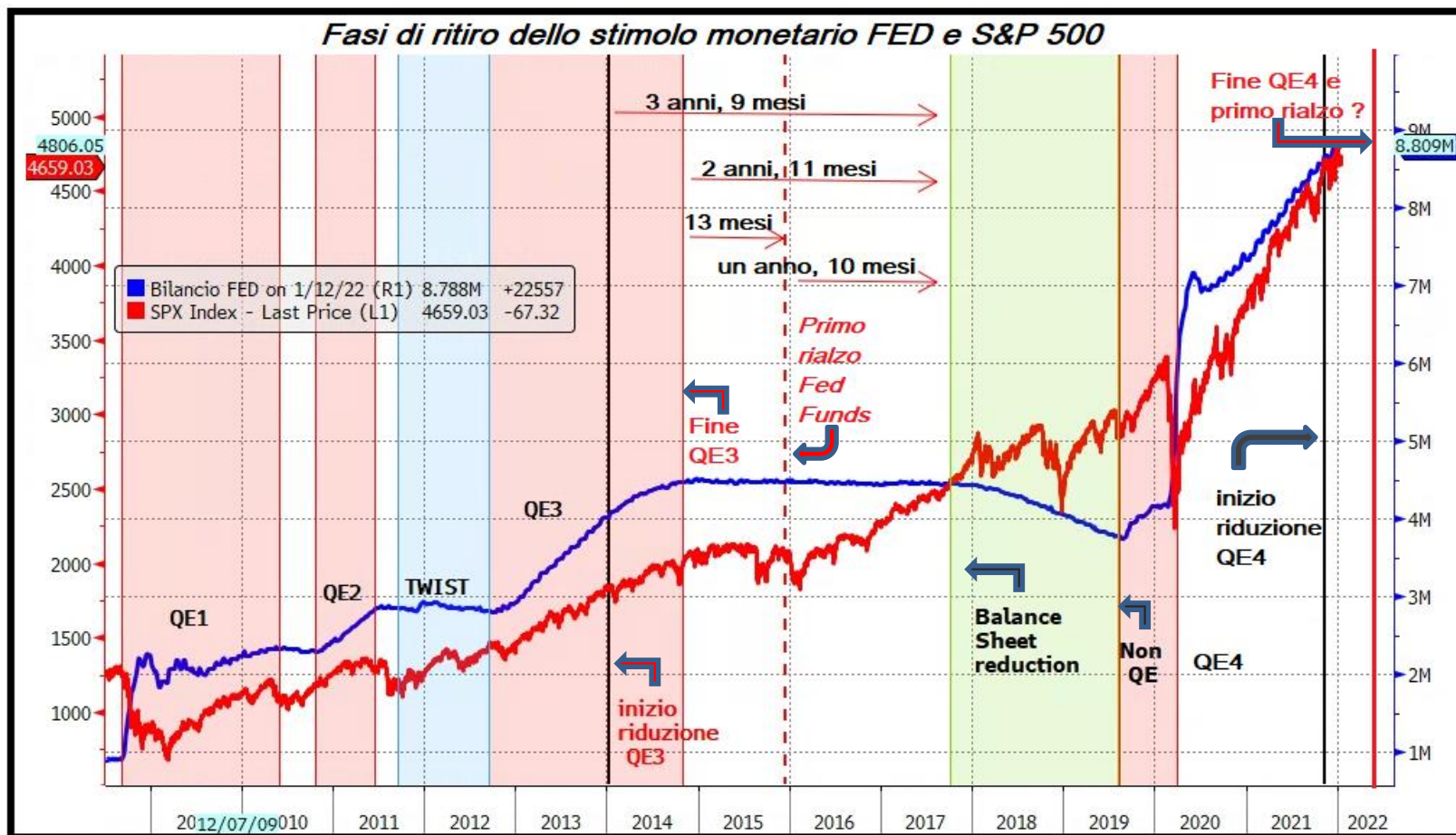
...motivo per il quale è in grave ritardo.



- Il risultato dell'errata lettura da parte del FOMC delle condizioni macroeconomiche è **un clamoroso ritardo della FED nel ritirare lo stimolo**
- Circa il mandato FED sull'inflazione, il **PCE Core** è oltre il **doppio del target**, e il driver della **domanda** si sta progressivamente sostituendo a quello dei **costi e dei bottlenecks**, come si nota dalla diffusione degli aumenti in tutti i settori
- Riguardo il **mercato del lavoro**, diversi indicatori lo mostrano **eccezionalmente surriscaldato**:
  1. La **disoccupazione** è sotto il 4%, ad un livello incompatibile con la stabilità dei prezzi
  2. Le dimissioni volontarie sono ai massimi da 40 anni, a testimoniare la competizione delle aziende per assumere
  3. La **crescita dei salari** ha superato il 6% nel quarto trimestre.
- Improvvisamente, **la Fed sembra essersi resa conto di quanto è dietro la curva**. Ha i Fed Funds a 0-0,25% ed è ancora impegnata nel Quantitative Easing, con un'economia che cresce abbondantemente sopra il potenziale, un'inflazione al 7%, e un mercato del lavoro eccezionalmente tirato, il cui surriscaldamento rischia di aumentare ulteriormente nei prossimi mesi.
- La maturità del ciclo la pone di fronte al rischio di **non riuscire a ricostituire un margine di manovra prima dell'arrivo di una fase di rallentamento**



## La rincorsa del FOMC alle condizioni finanziarie 1/2

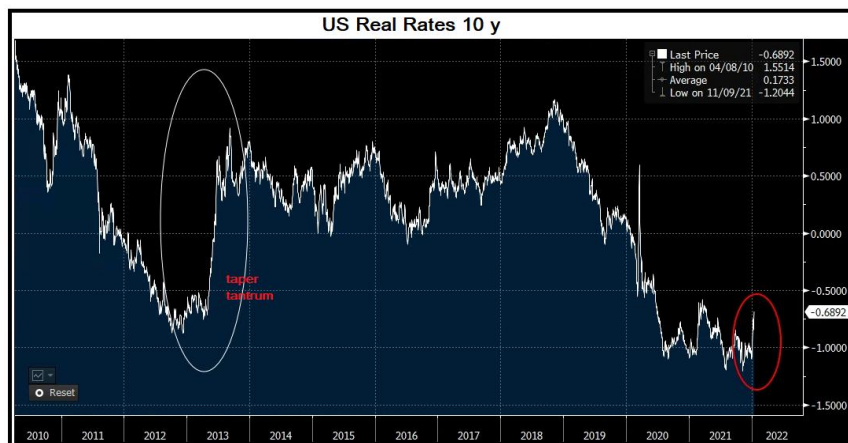


- Il risultato pratico di ciò è che la Fed ora ha fretta, e si muoverà molto più rapidamente di quanto fatto nel precedente ciclo di tightening, iniziato nel 2013 (vedi slide successiva)



### La rincorsa del FOMC alle condizioni finanziarie 2/2

- Nel precedente ciclo di tightening della politica monetaria, la **FED impiegò quasi 4 anni per passare dall'inizio della riduzione del programma di acquisti, all'inizio della fase riduzione del bilancio** (vedi grafico pagina precedente). Lo scenario attualmente delineato dalla retorica dei membri del FOMC indica **un tempo di circa 12 mesi per compiere gli stessi passi**.
- La **principale differenza** è tra la scelta di far passare 13 mesi tra la conclusione del tapering, nell' Ottobre del 2014 e il primo rialzo, nel Dicembre del 2015, e la **contestualità, in questa occasione**, se le previsioni dei membri verranno confermate.
- Infine, Powell ha indicato che la **riduzione del Bilancio** potrebbe cominciare «poco dopo» la partenza della serie di rialzi, mentre nello scorso ciclo iniziò quasi 2 anni dopo il primo rialzo dei Fed Funds.



- **Nel 2013, l'annuncio di Bernanke** che si avvicinava il momento in cui il QE3 il primo programma di Quantitative Easing previsto senza termine, avrebbe dovuto rallentare, **colse completamente di sorpresa il mercato**.
- Il risultato fu il famoso **«taper tantrum»**, ovvero una fase di salita dei rendimenti reali violenta, che portò volatilità sull'azionario tra Giugno e Settembre (max drawdown S&P 500 7%)
- **In quest'occasione l'annuncio del tapering è stato così ben segnalato che il mercato lo ha assorbito senza particolari movimenti.**

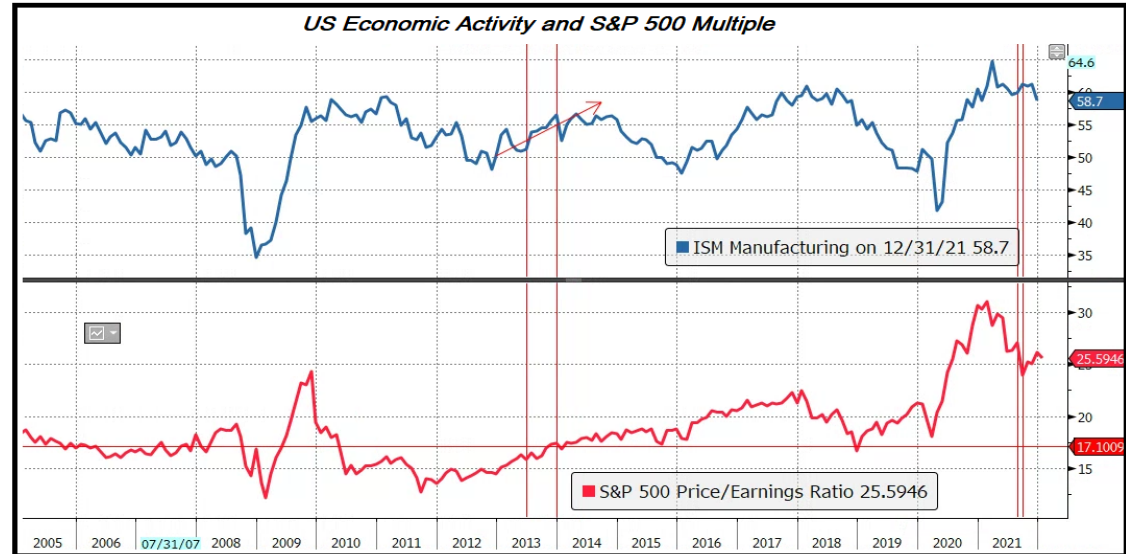
- L'impatto è comparso a inizio 2022 quando dalla retorica dei membri è divenuta evidente **l'accelerazione impressa al tightening** della stanche FED. La rapidità e incisività del ritiro dello stimolo implicita nell'attuale scenario lascia intendere che il movimento abbia ancora gambe. Anche perché il livello «pre-pandemico» dista ancora 75 bps.
- Dovesse il quadro su mercato del lavoro e prezzi dimostrarsi ancora più forte di quanto indicato nelle projections FED (vedi slide 3) è probabile che il FOMC imprima ulteriori accelerazioni alla sua azione



## Chi ha paura del tightening FED?

- Come osservato nel Analisi dello scorso Comitato (slide 13 - 14) **le fasi di rialzo dei Fed Funds normalmente sono fasi positive per Wall Street**. Ma, in occasione del primo rialzo, negli ultimi 4 cicli di tightening, si è sempre notata una **fase correttiva**
- Vi sono **diversi motivi per ritenere che la fase di volatilità che ha salutato il cambio di stanche FED possa proseguire per qualche tempo:**

1. **Il ritmo del tightening è decisamente sostenuto**, almeno rispetto al recente passato e a quelle che erano le aspettative fino a pochi mesi fa
2. **Il FOMC potrebbe essere costretto ad accelerare** ulteriormente, se l'inflazione non si placa
3. Diversamente dal 2013 **il picco del ciclo sembra alle spalle**
4. **I multipli dell'azionario USA sono molto elevati** storicamente, mentre nel 2013 erano parecchio più bassi.

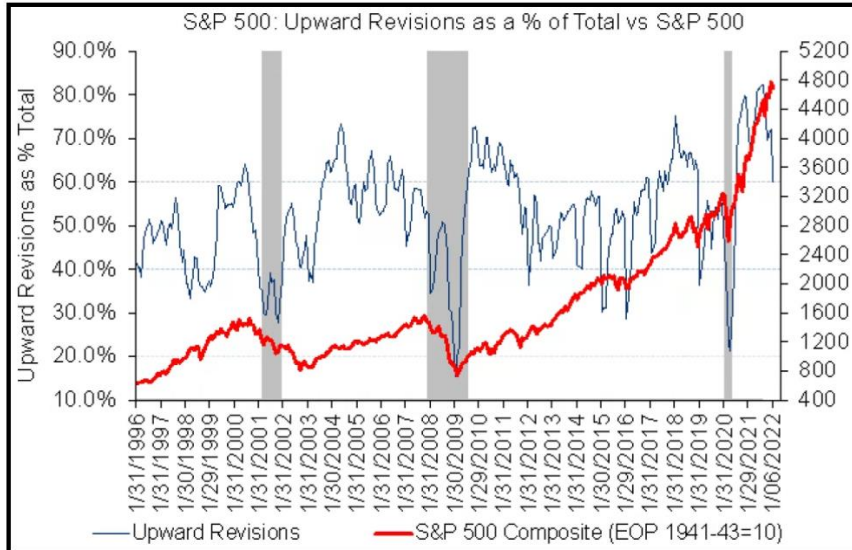


- Relativamente al punto 3) il recedere della pandemia potrebbe produrre una riaccelerazione del ciclo USA e globale in primavera, cancellando i sentori di rallentamento comparsi nell'ultimo periodo. **Ma ciò non farebbe che accentuare l'urgenza del FOMC di ritirare lo stimolo**
- Viceversa, la diminuzione dell'intensità dello stimolo fiscale e una mean reversion della domanda potrebbero concorrere con l'inasprimento della stanche Fed a causare un rallentamento superiore alle attese, atto a fermarne, almeno parzialmente, la mano. Ma questo sarebbe un fattore negativo anche per gli utili aziendali, e quindi per l'azionario.





## Earnings : perdita di momentum ?



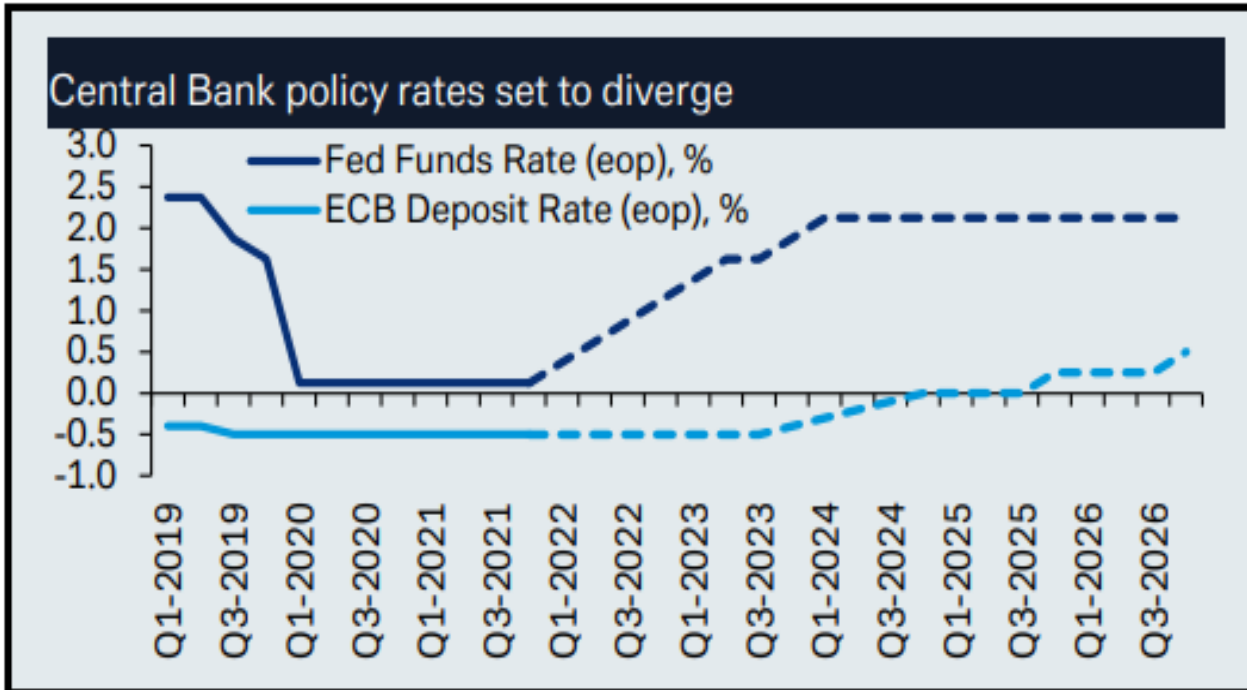
- Il consenso degli utili per il Q4 2021 vede un calo trimestre su trimestre del 2/3%. Applicando a questa previsione la sorpresa media prevalente nelle ultime earning seasons, si ottiene una crescita tra il 5 e il 10% rispetto a Q3 2021
- Peraltro, **gli ultimi numeri macro sembrano indicare un quadro macro in deterioramento** verso la fine del trimestre (vedi retail sales di Dicembre, ed Empire manufacturing di Gennaio) il che implica un ulteriore ridimensionamento «top down» delle stime, ed eventualmente un inizio del primo trimestre 2022 poco brillante per Corporate America

- Recentemente, il tono dei **preannouncements** delle aziende USA ha mostrato un **moderato deterioramento**:
  - Il monitor di Citigroup registra un deciso aumento dei profit warnings, sia pure da livelli storicamente bassi. Simili mutamenti sono stati a volte associati a fasi di debolezza
  - Anche il modello di Morgan Stanley registra un decadimento della «earning revisions breadth»
- Si conferma l'impressione che le aziende, nella seconda metà del 2021 abbiano ripreso a **gestire le attese degli analisti** su livelli facilmente superabili dalle trimestrali





Il contesto resta positivo per il Dollaro.



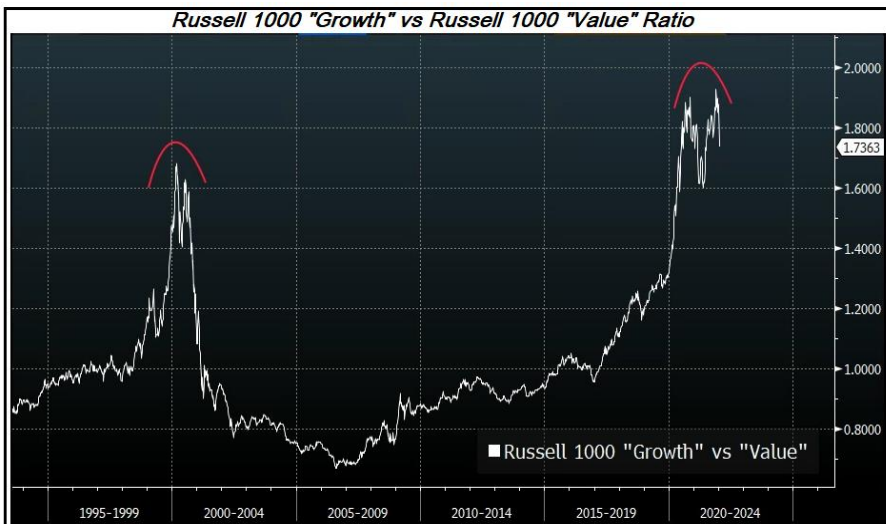
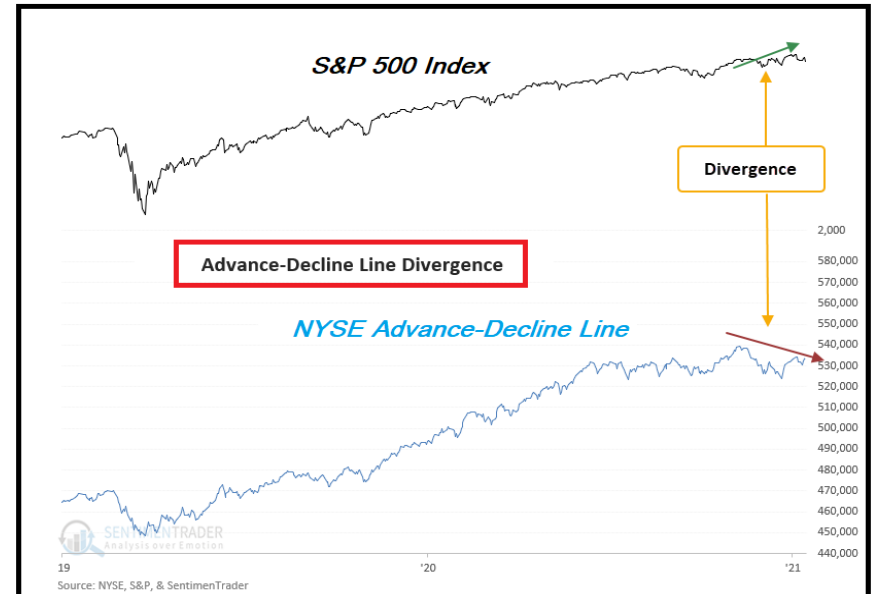
- L'accelerazione della Fed sul fronte del tightening costituisce un ulteriore fonte di supporto per il Dollaro, nei confronti in particolare della divisa unica, ma non solo.
  - In primis, si accentua la divergenza tra le curve dei tassi, con quella EU che resta più piatta.
  - La maggiore determinazione della FED nel combattere l'inflazione, e l'arresto e successivo graduale smantellamento del bilancio della banca Centrale USA produrranno un maggiore rialzo dei tassi reali.
- Il focus della Fed sull'inflazione lascia intendere che **difficilmente un rallentamento macro ne intaccherà, nel breve, la determinazione**. Anzi, **un impatto dell'inasprimento delle condizioni finanziarie sulla domanda è necessario** per ottenere una riduzione delle pressioni inflattive. Ne consegue che, nel caso di una moderata perdita di momentum del ciclo globale, la divergenza tra politiche monetarie potrebbe acuirsi, e i tassi reali USA potrebbero recuperare ancora più terreno. Infine, il biglietto verde potrebbe vedere una domanda da **flight to quality**.
  - Viceversa, se il ciclo tiene, è probabile che il tightening prezzato dalla curva USA aumenti



Alcuni grafici da monitorare, nel breve e nel medio periodo.



- Nelle ultime settimane hanno fatto la loro comparsa alcune divergenze, che normalmente costituiscono un monito di fase negativa in arrivo.
- Ai nuovi massimi di Wall Street è corrisposto un numero minore di titoli in salita.
- I mercati globali non hanno fatto nuovi massimi in tandem con gli USA



A medio termine, il doppio massimo dei titoli «growth» vs quelli «value» e tra le somiglianze più marcate con la bolla tech degli anni 2.000



## Geopolitica: l'invasione dell'Ucraina è un rischio reale?



- I recenti colloqui tra Usa e Russia sono terminati con **le parti quanto mai distanti da un accordo**.
- La Russia ha negli ultimi mesi ammassato 100,000 uomini sul confine con l'Ucraina, e minaccia «azioni imprevedibili» se l'Ovest non accetterà le seguenti richieste:
  1. L'esclusione di un ingresso dell'Ucraina nella NATO
  2. Cessazione di qualsivoglia schieramento di missili nucleari tattici nei paesi alleati
  3. Divieto di stazionamento di truppe nei paesi NATO dell'Est Europeo
  4. Divieto di qualsiasi cooperazione militare coi paesi ex sovietici
- **Gli USA hanno rifiutato, e minacciato sanzioni «senza precedenti»** in caso di invasione, pur escludendo un conflitto militare diretto
- Il prossimo incontro è previsto a Ginevra per il 21 Gennaio
- Con l'Europa fortemente dipendente dal Gas russo, e quindi riluttante a spalleggiare gli USA nelle eventuali sanzioni, quest'inverno potrebbe essere il momento propizio per Putin per iniziare un azione, magari usando come scusa un incidente nei territori occupati



### In sintesi

- Lasciamo a **underweight tatticamente l'azionario US**. Riteniamo che il brusco inasprimento della stance da parte della FED, giunto in una fase di potenziale moderazione del ritmo della crescita economica, produrrà una fase correttiva più protratta e profonda di quelle osservate nel 2021. Su un orizzonte temporale più esteso riteniamo che l'azionario USA e Globale faranno ancora nuovi massimi nel corso dell'anno, prima di dare eventualmente luogo ad una fase negativa più duratura, legata ad un rallentamento macro più marcato, con conseguente stallo della crescita dei profitti. Lasciamo a **neutral l'azionario europeo**, vedendolo, a margine, meno impattato dal tightening FED, e, in generale, su livelli di valutazione meno estremi. Lasciamo a **overweight l'azionario italiano** a livello tattico, ritenendo che il miglioramento del quadro politico e macroeconomico gli offra un vantaggio rispetto alle altre piazze dei paesi industrializzati. La soluzione del rebus del Quirinale potrebbe ridurre ulteriormente il premio al rischio di Piazza Affari.
- Lasciamo 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. Lasciamo a **overweight l'azionario giapponese**. Riteniamo che questo non abbia ancora espresso appieno il suo potenziale. Inoltre, la politica monetaria della Bank of Japan resterà tra le più accomodanti del globo. Portiamo a **overweight l'azionario cinese**: la People Bank of China sta modificando la propria stance in direzione di maggior easing, e le Autorità hanno dichiarato l'intenzione di aumentare lo stimolo fiscale per sostenere il ciclo. Il settore immobiliare resta un chiaro fattore di rischio, ma il positioning è chiaramente sottopesato, in particolare sul settore tecnologico. Manteniamo a **neutral l'azionario Emergenti**. L'inasprimento della politica monetaria USA costituisce una minaccia di medio termine per il comparto. Nel breve il comparto è sottorappresentato nei portafogli internazionali.
- Lasciamo a **underweight l'obbligazionario US**. Crediamo che il livello dei tassi reali non sia coerente con il quadro macro, ne con quello inflattivo, ma sia in gran parte frutto dell'eccezionale supporto ottenuto dal QE Fed, che attualmente sta venendo ritirato a gran ritmo. Portiamo a **neutral i treasuries inflation linked**, con l'idea il step up della FED nella lotta all'inflazione ne conterrà il potenziale nei prossimi mesi. A medio termine costituiscono un hedge contro un ulteriore deterioramento del quadro inflattivo.



### In sintesi

- 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. Portiamo a **overweight i bond periferici** ritenendo che un eventuale soluzione positiva del rebus del Quirinale possa portare ad un recupero in relativo dei BTP.
- Lasciamo a **underweight l'obbligazionario governativo UK** con l'idea che la Bank of England continuerà ad alzare i tassi. Lasciamo a **neutral l'obbligazionario emergenti** in valuta forte, ma portiamo a **underweight in valuta locale**, con l'idea che sulle divise emergenti vi possa essere un impatto dall'inasprimento della politica monetaria FED.
- 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 una fase di consolidamento dell'azionario continui a produrre volatilità nel comparto. Vediamo inoltre un inizio di deterioramento nei fondamentali di credito. 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 **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 lasciamo i **finanziari senior area € a overweight**.
- Riguardo i cambi, lasciamo a **underweight l'€/€**. Riteniamo che l'eccesso di positioning a favore del biglietto verde sia almeno parzialmente smaltito, e vediamo un supporto per il Dollaro da un inasprimento della stance FED e dal conseguente rialzo dei tassi reali. Portiamo a **neutral la Sterlina contro €**, vedendo per questa un supporto dalla serie di rialzi inaugurata dalla Bank of England. Portiamo a **neutral lo Yen/€**. La Bank of Japan sarà l'ultima a reagire all'aumento delle aspettative di inflazione, ma le attese del mercato su questo fronte sono nulle, e il positioning sulla divisa giapponese è molto scarico nel breve. 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. La SNB manterrà l'attuale stance ultra accomodante più a lungo delle altre Banche Centrali.



### In sintesi

---

- Riguardo le Commodities, lasciamo a **underweight quelle energetiche**, ritenendo che i livelli attuali siano insostenibili. Gli USA potrebbero rilasciare ulteriori riserve strategiche sul mercato, e comunque nel corso del 2022 l'offerta dovrebbe adeguarsi alla domanda. Lasciamo a **neutral quelle industriali** ritenendo che questa fase laterale possa continuare. Lasciamo a **overweight le commodity agricole** con l'idea che clima, difficoltà di approvvigionamento e aumento del costo del lavoro continueranno a produrre pressioni sui prezzi. Manteniamo a **neutral i metalli preziosi**. Riteniamo che l'impatto dell'aumento ulteriore delle attese di inflazione verrà controbilanciato dalla salita dei tassi reali. Vediamo però valore nei Goldminers, con l'oro sui livelli attuali.



## Giudizi tattici

### Azionario

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

### Valute

EUR/USD	▼	
EUR/GBP	■	Downgrade
EUR/CHF	■	
USD/JPY	■	Upgrade

### Materie prime

Energetiche	▼	
Industriali	■	
Agricole	▲	
Metalli preziosi	■	

### Obbligazionario governativo

US	▼	
Area euro core	▼	
Italia/Periferia	▲	Upgrade
UK	▼	
Giappone	▼	
Emergenti Local Currency	▼	Downgrade
Emergenti Hard Currency	■	
Inflation linked US	■	Downgrade
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





## Asset Allocation Strategica

Azionario		Obbligazionario governativo	
US	■	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.