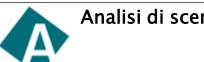


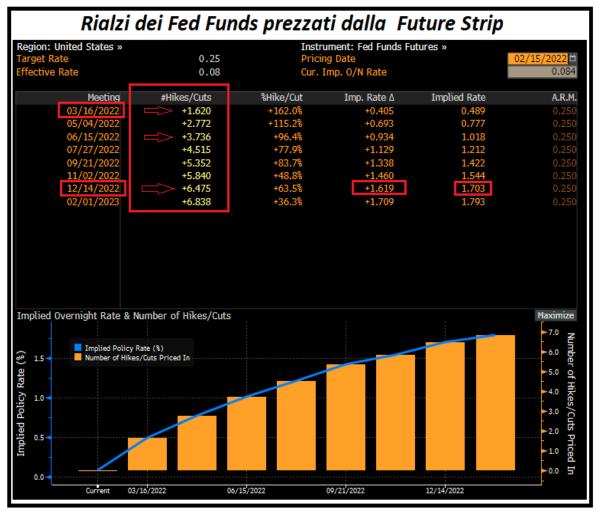
Anthilia Capital Partners SGR

Analisi di scenario Febbraio 2022





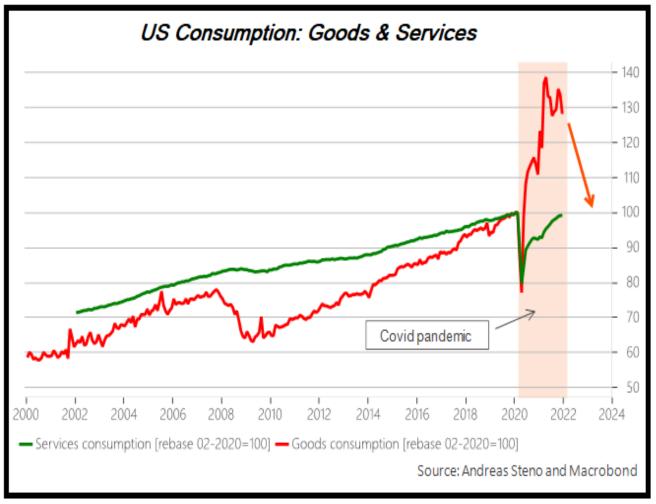
Fed: alla ricerca del tempo perduto.



- Nelle ultime settimane il ciclo di tightening FED prezzato dal mercato si è fatto sempre più aggressivo. Al momento la curva USA sconta:
 - 1. Una probabilità maggiore del 50% di un rialzo da 50 bps al FOMC del 16 Marzo
 - 2. Oltre 6 rialzi nel 2022 (con 7 FOMC disponibili per muoversi)
 - 3. In più il consenso si attende una riduzione del bilancio Fed che inizia entro l'anno
- L'ultima fase di repricing è stata favorita dai nuovi record del Cpi USA (7.5% headline e 6% core) e dalle dichiarazioni incendiarie del membro FED Bullard, favorevole a 100 bps di rialzi entro Giugno e apparentemente aperto a un rialzo intrameeting.
- Alla base del nuovo «tantrum» del mercato, la percezione dell'enorme ritardo della FED. che si è fatta cogliere da un'inflazione al triplo del target ancora nell'atto di fare QE e con i fed Funds a 0-0,25%.

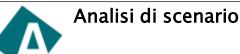


Fed in stop loss sull'inflazione al momento sbagliato? 1/4

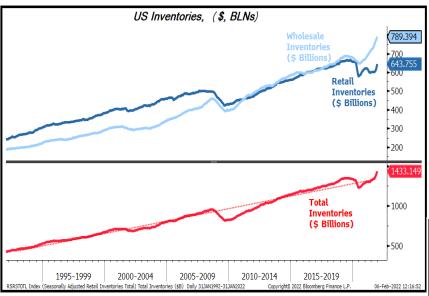


- La recente accelerazione dell'inflazione è almeno in parte un effetto ritardato della pandemia:
 - Lo stimolo fiscale ha prodotto un brusco aumento della domanda
 - 2. I lockdown hanno spostato i consumi sui beni, i cui prezzi si sono impennati anche a causa dei bottlenecks nelle catene di approvvigionamento (I prezzi dei servizi sono più rigidi)
- Anche in assenza di un rallentamento marcato, il quadro della domanda si dovrebbe normalizzare a causa di un riequilibrio della spesa in direzione dei servizi.
- I colli di bottiglia alla distribuzione si stanno attenuando

16/2/2022 Fonte: Andreas Stenos blog

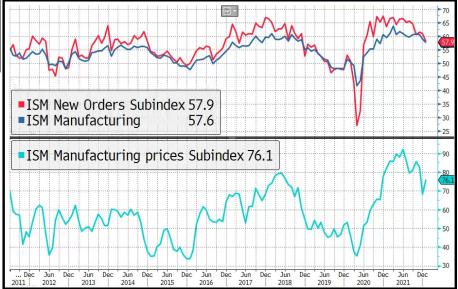


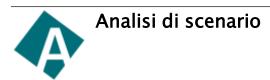
Fed in stop loss sull'inflazione al momento sbagliato? 2/4



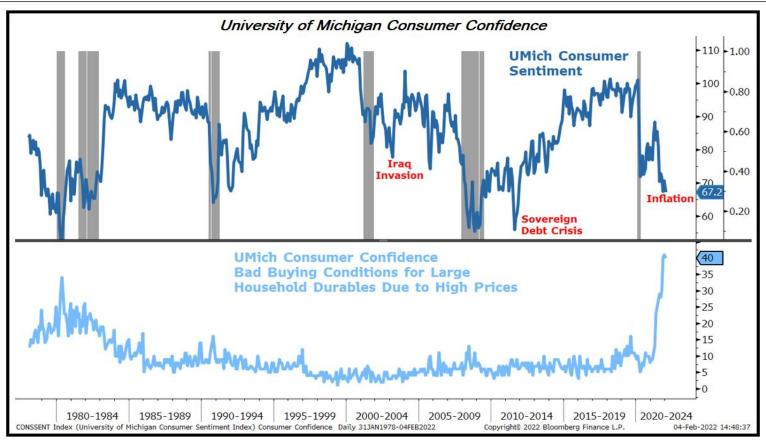
- Ma vi è un secondo potenziale effetto del ciclo delle scorte. Se il loro accumulo ha alimentato la crescita robusta degli scorsi trimestri, un inizio di smaltimento potrebbe, dal secondo trimestre del 2022 in poi accentuare l'effetto calmierante sul ciclo di una normalizzazione della domanda.
- Le survey di attività e i sottoindici relativi agli ordini stanno già mostrando dei segnali di decellerazione. Il fenomeno di «double ordering» diventato così comune nella fase di maggior crisi delle catene di approvvigionamento può portare ad una robusta serie di cancellazioni.

- L'accelerazione della domanda ha prodotto un iniziale crollo delle scorte di beni, che ha contribuito all'aumento dei prezzi
- La preoccupazione delle aziende USA di non riuscire a servire gli ordini ha prodotto un esplosione di ordini, che sta favorendo una rapida ricostituzione delle scorte. Il fenomeno è già ben manifesto sulle Wholesales inventory (scorte all'ingrosso)
- La crescente disponibilità di merci e la progressiva attenuazione dei colli di bottiglia dovrebbero attenuare le pressioni rialziste sui prezzi, come inizia a mostrare il sottoindice dedicato dell'ISM Manufacturing

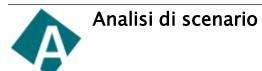




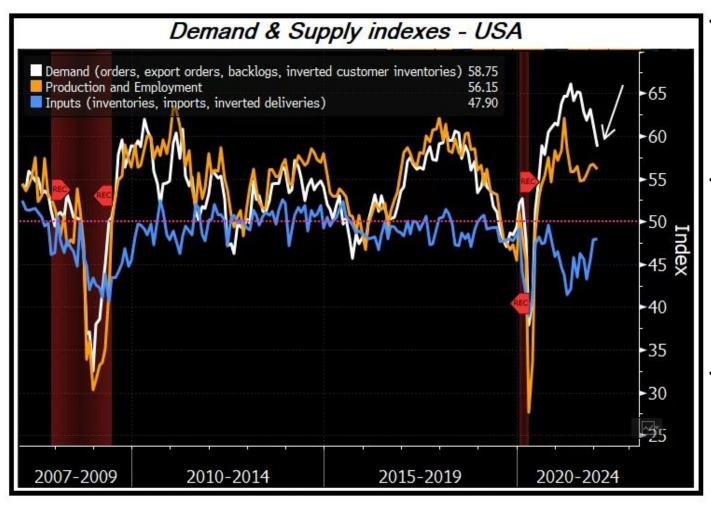
Fed in stop loss sull'inflazione al momento sbagliato? 3/4



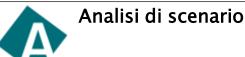
- Le survey di Consumer Confidence mostrano un impatto dell'inflazione sul sentiment dei consumatori. I livelli dei prezzi cominciano a impattare sulla capacità di spesa, in particolare delle fasce di popolazione meno abbienti.
- La suvey della U. of Michigan a Gennaio ha fatto i minimi dal 2011 con l'intero deterioramento concentrato nella fascia con reddito >100,000 \$



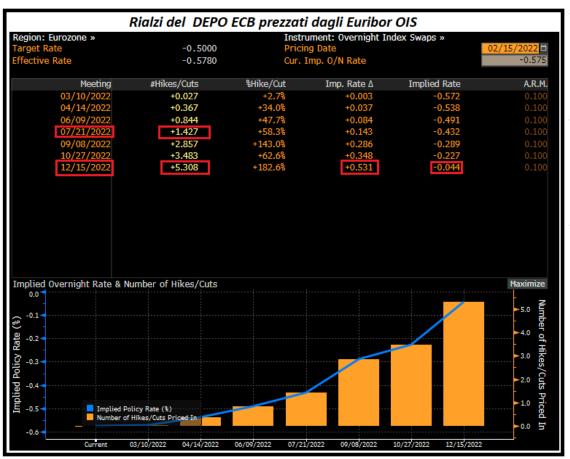
Fed in stop loss sull'inflazione al momento sbagliato? 4/4



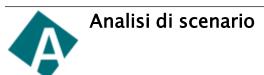
- L'aggregazione,
 operata da
 Bloomberg, di
 indicatori di
 domanda, e
 indicatori di offerta
 mostra già un
 inizio di
 normalizzazione.
- Non sembra un quadro in cui la FED riesce ad alzare i tassi 7 volte in 12 mesi, e nel contempo iniziare la riduzione dl bilancio a ritmo superiore al passato
- E' certo che la serie di rialzi inizierà a Marzo, ma la seconda metà dell'anno potrebbe vedere una pausa protratta nei rialzi.



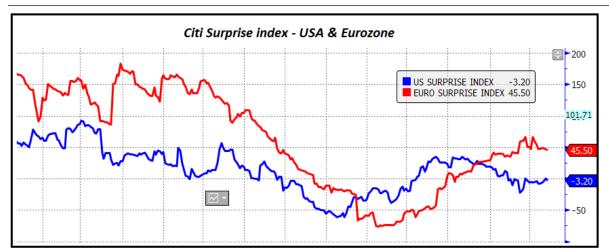
Svolta ECB: Pricing esagerato ma non troppo



- La crescita dei prezzi ha portato alla capitulation anche l'ECB, costretta a segnalare che il 2022 potrebbe vedere un rialzo dei tassi, eventualità espressamente esclusa fino al meeting di Dicembre.
- Colto di sorpresa dalla svolta improvvisa, il mercato sta andando a prezzare un ritorno dei tassi a zero entro il 2022 (quasi) con connesso azzeramento del programma di acquisti in corso d'anno.
- Anche in Eurozone, il pricing sembra un po' troppo aggressivo:
 - 1. L'inflazione core è sopra il target, ma in misura assai inferiore a quella USA
 - 2. In Eurozona, l'inflazione è in maggior misura un effetto dei costi energetici e delle commodities, sulle quali la politica monetaria ha un effetto solo indiretto
 - 3. Il mercato del lavoro è meno tirato e le pressioni sui salari ridotte
- Vista l'estrema espansività del policy mix, è comunque possibile che l'ECB deliveri rialzi dei tassi atti a portare il Depo non troppo distante dallo zero. Si tratterebbe comunque di un tightening ben diverso dai 175 Bps prezzati per la FED in 12 mesi, insieme con l'inizio della riduzione del bilancio.

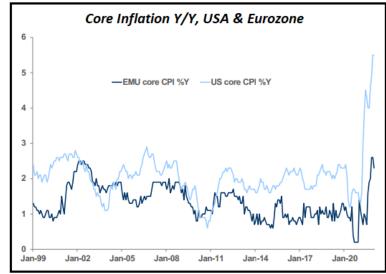


Eurozona: le condizioni macroeconomiche e finanziarie restano supportive



- Il quadro macro EU ha subito l'impatto di Omicron, ma ha tenuto meglio delle attese, come si nota dal Surprise index EU.
- Ora col calo del numero di casi, dovrebbe arrivare un rimbalzo congiunturale.
- La politica monetaria, pur con la recente svolta, resta assai espansiva, e il tightening sarà moderato, anche perché come in US la pressione sui prezzi dovrebbe calare.

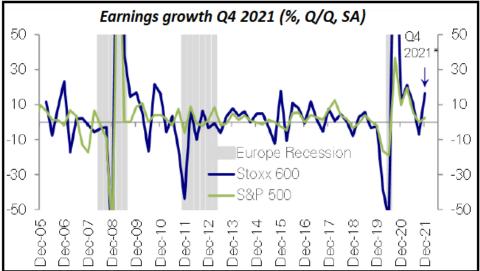
- L'inflazione avrà comunque un impatto sui consumi Eurozone. Ma il livello della core è assai più basso che negli USA. L'ECB può quindi permettersi maggior pazienza e gradualità della FED, anche perché contro il caro energy i tassi possono poco.
- L'impatto dell'aumento dei costi dell'energy verrà in parte attutito dai governi, e comunque il passaggio dell'inverno ed un eventuale calo del rischio geopolitico potrebbero impattare sui prezzi dei carburanti.
- Infine, rispetto agli USA il ciclo è più indietro, e il calo dell'impulso fiscale è attutito dal NGEU e comunque più graduale che in US.



Fonte: Bloomberg, Morgan Stanley

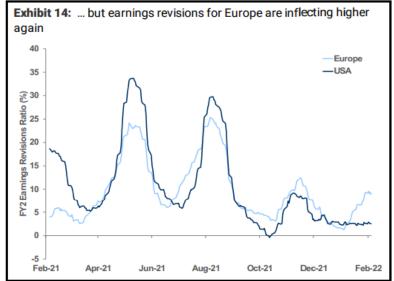


Azionario europeo: eppur si muove



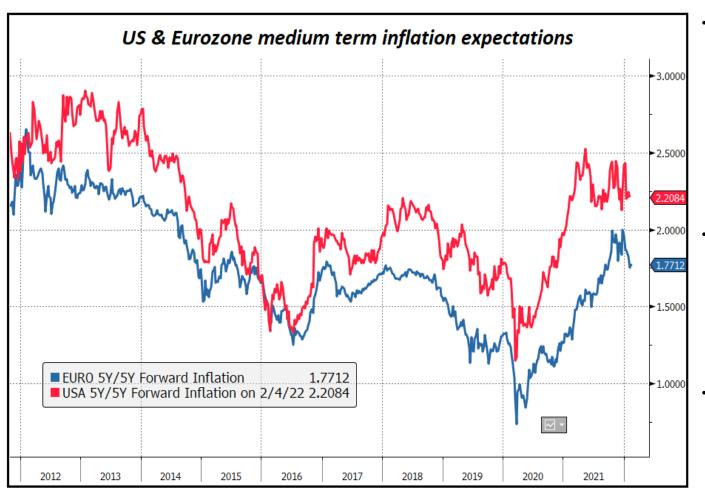
- Diversamente dagli USA, le revisioni degli earnings stanno nuovamente salendo in Eurozone, e il consenso sugli utili 2022 sale più rapidamente che nelle altre regioni
- L'attenuarsi delle difficoltà delle catene di approvvigionamento dovrebbero supportare la redditività del settore auto. Il rialzo dei rendimenti e l'uscita dai tassi negativi aiutare i settori bancari.
- Un quadro del genere non è sufficiente a mettere al riparo da correzioni (magari causate da eventi esogeni come geopolitica, o inasprimenti della politica monetaria), ma difficilmente è coerente con bear markets.

- La miglior situazione per l'azionario europeo sembra trasparire dalle metriche. Nel quarto trimestre del 2021 (al momento, 50% delle aziende Stoxx 600 che ha riportato):
 - 1. la **sorpresa media è del 7%** ancora assai più alta della media di lungo periodo
 - 2. L'earning growth è rimasta attestata su livelli storicamente alti (8%, 16,6% SA) a differenza di quella USA
 - 3. Togliendo dal computo auto e financials l'earnings growth tocca il 23% (Dati DB)
 - 4. I multipli sono su livelli accettabili (14,7X)



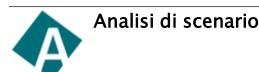
Fonte: Deutsche Bank, Morgan Stanley

Alla fine, le aspettative di inflazione di lungo periodo restano ancorate.

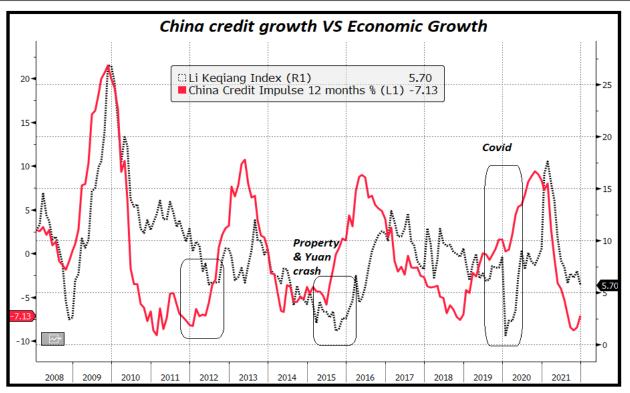


- Si parla tanto di perdita di credibilità delle banche centrali, ma in realtà una delle misure di aspettative di inflazione di medio periodo, i 5 anni forward breakeven, resta appena sopra target in US e sotto target in Eurozone.
- Questo è in parte un effetto dell'esplosione delle attese di breve. Ma resta un'indicazione che il mercato sconta un rientro dell'inflazione a medio termine
- Un quadro in generale non coerente con un tightening corposo come quello ipotizzato in US

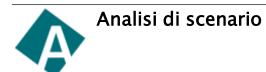
10



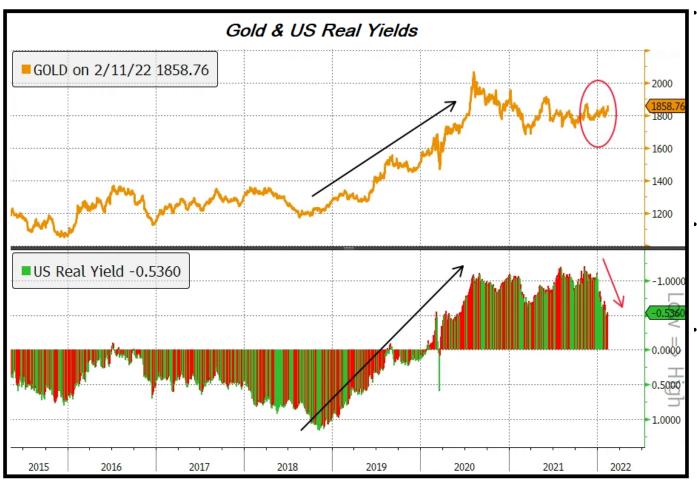
Cina: un altro rimbalzo congiunturale «stimulus driven»



- In contrasto con il resto del mondo, il 2021 è stato un anno difficile per l'economia cinese. Tre distinti fattori hanno contribuito all'underperformance:
 - II freno all'economia prodotto dalla strategia «zero Covid» attuata contro la Pandemia
 - 2. Le perduranti difficoltà del settore immobiliare
 - 3. Le politiche fiscali e monetarie «prudenti» attuate dalle autorità nel tentativo di ribilanciare l'economia e ridurrre il ricorso al credito
- Le crescenti difficoltà del ciclo hanno indotto le autorità ad un precipitoso dietrofront:
 - 1. La People Bank of China ha recentemente tagliato tassi e riserva obbligatoria bancaria
 - 2. I regulator hanno ridotto le misure di controllo della speculazione immobiliare e incentivato il credito alle aziende
 - 3. I governi locali si sono visti aumentare le quote di emissione di bonds per finanziare i progetti infrastrutture
- Gli aggregati di credito di Gennaio hanno segnato il record storico a indicare una definitiva inversione di tendenza del credit impulse. Gli effetti su economia e azionario non dovrebbero tardare a manifestarsi.



Oro, un rally «strano»



- Tra i movimento più sorprendenti dell'ultimo periodo vi è il rally dell'oro, che ha accompagnato il repricing della curva dei tassi USA assorbito in gran parte dai tassi reali (fatto salvo per l'ultimo spike, connesso col rischio geopolitico) Solitamente l'oro,
- essendo privo di redditività, reagisce male ai rimbalzi dei tassi reali e performa con il loro calo. Una possibile teoria potrebbe essere che l'oro stia scontando un rientro precipitoso del tightening prezzato dalle curve, una sorta di «errore di policy» delle banche Centrali



In sintesi

- Portiamo a **neutral l'azionario US**. Riteniamo che il percorso di rialzo dei tassi scontato dalla curva USA sia eccessivo, e vediamo un rientro almeno parziale di questo scenario, in grado di levare pressione a Wall Street. 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, favorito da fondamentali macro migliori, da una politica monetaria più accomodante e su livelli di valutazione meno estremi. Lasciamo a **overweight l'azionario italiano**, ritenendo che il miglioramento del quadro politico e macroeconomico gli offra un vantaggio rispetto alle altre piazze dei paesi industrializzati. Anche un parziale rientro dello spread potrebbe costituire un fattore positivo.
- 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. I multipli sono però bassi in relativo. 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. Lasciamo a **overweight l'azionario cinese**: la People Bank of China ha modificato la propria stance in direzione di maggior easing, e le Autorità stanno aumentando 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**. Un rientro delle aspettative di rialzo dei tassi USA potrebbe favorire il comparto nel corso dell'anno. Nel breve il comparto è sottorappresentato nei portafogli internazionali
- Portiamo a neutral l'obbligazionario US. Riteniamo che, a fronte di un mercato posizionato assai difensivamente in seguito all'accelerazione del FOMC sul tightening, i primi segnali di rallentamento ciclico in US rinvigoriranno la domanda di treasuries. Lasciamo a neutral i treasuries inflation linked, con ritenendo che la normalizzazione della domanda e l'adeguamento delle scorte ne conterranno il potenziale nei prossimi mesi. I «Tips» restano però un hedge contro un eventuale ulteriore deterioramento del quadro inflattivo, per cui non riteniamo di passare a underweight per il momento. Per il medesimo motivo manteniamo a neutral gli inflation link Eurozone.

16/2/2022



In sintesi

- Lasciamo a underweight l'obbligazionario governativo core Eurozone, ritenendo che vi sia spazio per un ulteriore rialzo dei rendimenti. Lasciamo a overweight i bond periferici ritenendo eccessivo il recente allargamento dello spread seguito alla svolta dell'ECB.
- 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, e riportiamo a neutral quello in valuta locale, con l'idea che il rischio di un impatto dall'inasprimento della politica monetaria FED possa scemare nei prossimi mesi.
- 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. Vediamo rischi di deterioramento nei fondamentali del credito USA da un eventuale rilassamento del ciclo nel corso del 2022. Per il medesimo motivo lasciamo a underweight il credito High Yield. Riguardo al credito europeo, manteniamo a neutral quello Investment Grade, ritenendo che una moderazione della volatilità sui tassi e un rientro degli spread periferici ne possano supportare le quotazioni. 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 idiosincratiche. Per questo motivo lasciamo i **finanziari senior area €** a **overweight.**
- Riguardo i cambi, portiamo a **neutral l'€/\$.** Riteniamo che il parziale rientro dello scenario sui tassi prezzato in US possa levare supporto al biglietto verde, di fronte a un € che non sarà più minato da una politica monetaria ultraespansiva, e ha fondamentali relativamente migliori. Lasciamo a **neutral la Sterlina contro €**, vedendo per questa un supporto dalla serie di rialzi inaugurata dalla Bank of England. Lasciamo 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 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.

16/2/2022

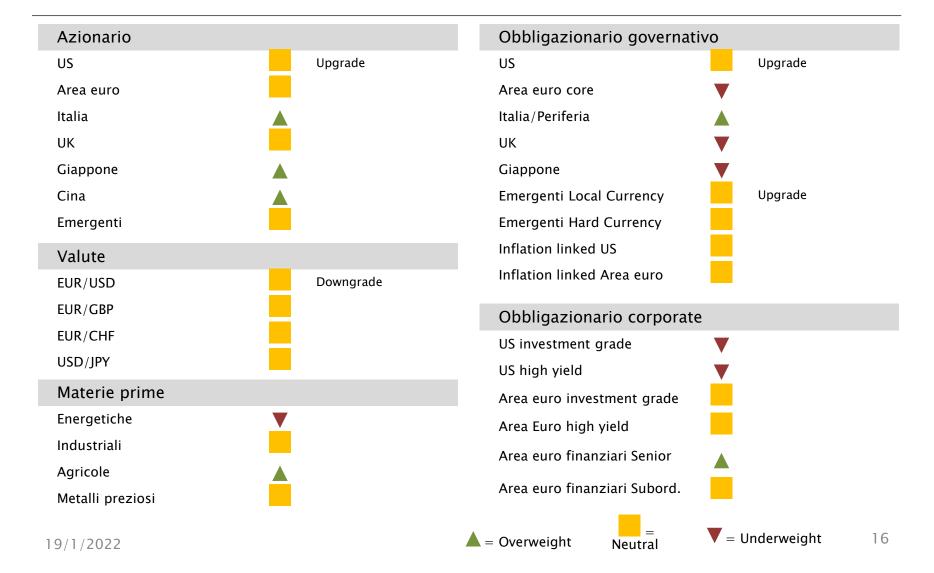
In sintesi

• 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. Il supporto legato alla geopolitica potrebbe scemare nel breve. Lasciamo a neutral quelle industriali ritenendo che una moderata ripresa cinese potrebbe offrire supporto anche a fronte di un calo della domanda globale. 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 a medio termine potranno avere nuovamente una funzione di hedge, e vediamo meno rischi da ulteriori marcati aumenti dei tassi reali. Continuiamo a vedere valore nei Goldminers, con l'oro sui livelli attuali.

19/1/2022

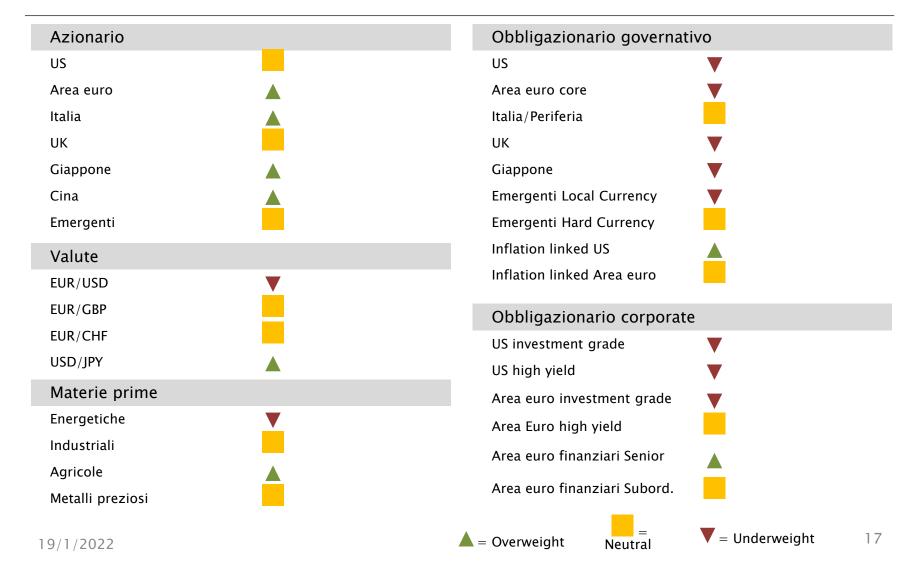


Giudizi tattici





Asset Allocation Strategica



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.