

2022

Anthilia
Capital Partners
SGR

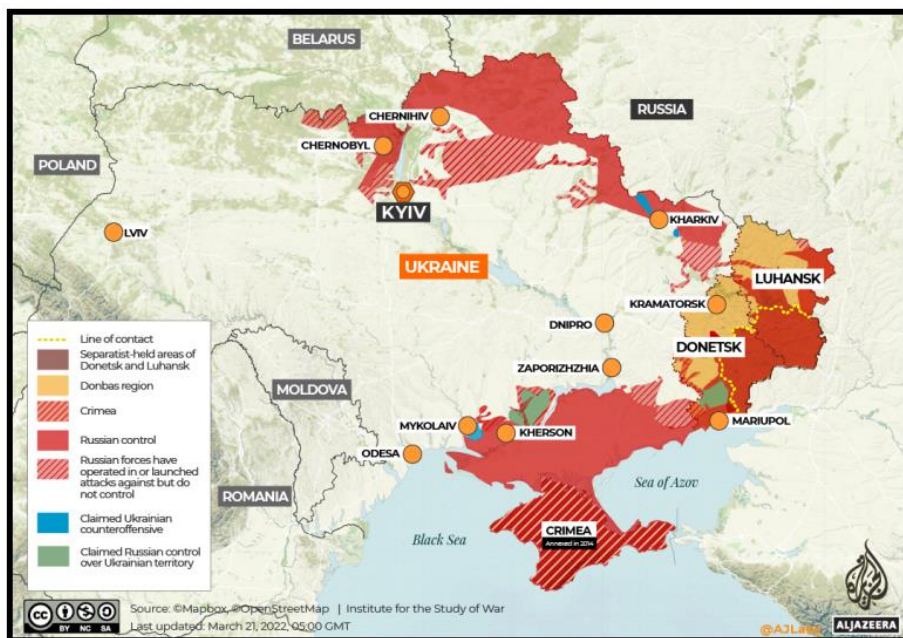
Analisi di scenario
Marzo 2022



Anthilia sgr
Capital Partners



Crisi Ucraina: quanto è probabile un cessate il fuoco a breve?

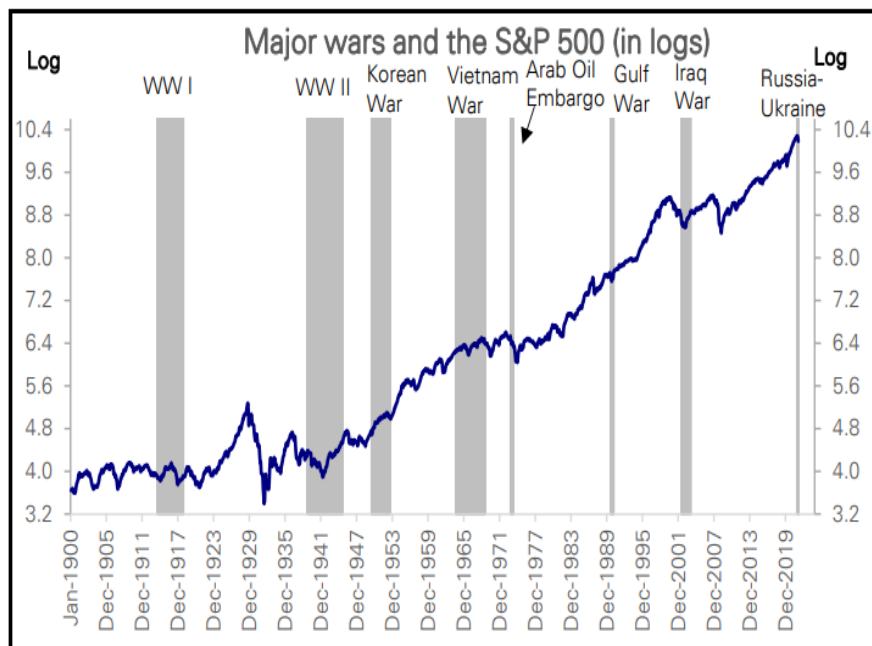


- Cercare di prevedere durata ed esito del conflitto in Ucraina è un esercizio quanto mai difficile.
- Il mercato sembra trarre sollievo dal fatto che **le negoziazioni continuano parallelamente agli scontri**
- Detto questo, un **cessate il fuoco** sembra **improbabile** a breve:
 1. Prima di prendere in considerazione seriamente una tregua, il Cremlino vorrà trovarsi in una **posizione negoziale** migliore di quella attuale.
 2. Per poter presentare l'operazione come una vittoria, Putin deve riuscire per lo meno a **prendere Kiev**.
 3. Un obiettivo non necessario, ma desiderabile per Mosca sarebbe anche l'estromissione di Zelenskij e l'insediamento di un **governo filo russo**

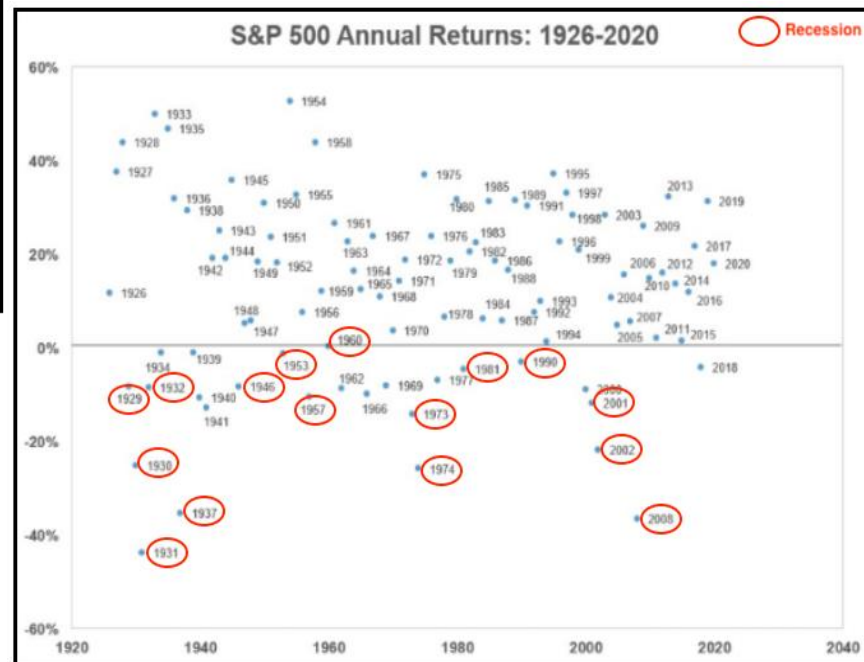
- Nemmeno da parte ucraina concessioni significative a Mosca sembrano vicine. Finora la resistenza ha ottenuto risultati superiori alle attese. Zelenskij non è ancora nelle condizioni di rinunciare ai territori conquistati da Putin e riconoscere l'indipendenza del Donbass e l'annessione della Crimea alla Russia
- Su queste basi, **le trattative di pace sembrano più un paravento**, e di parte russa, una copertura per una fase di rifornimento e riorganizzazione delle truppe in vista di una possibile nuova offensiva.
- Il tentativo degli USA di ottenere collaborazione dalla **Cina** non sembra aver ottenuto **effetti degni di nota**. Il Presidente Xi si è limitato a dire che lo scontro non conviene a nessuno, ma non ha assunto alcun impegno, ne a mediare, ne ad astenersi da aiutare la Russia ad aggirare le sanzioni economiche, definite illegali e foriere di povertà e squilibri.
- Su queste basi **lo scenario in Ucraina resta a nostro parere in stallo, ma con un escalation degli attacchi russi probabile almeno quanto uno scenario di tregua.**



Lo scoppio di una guerra non è sufficiente a causare un bear market



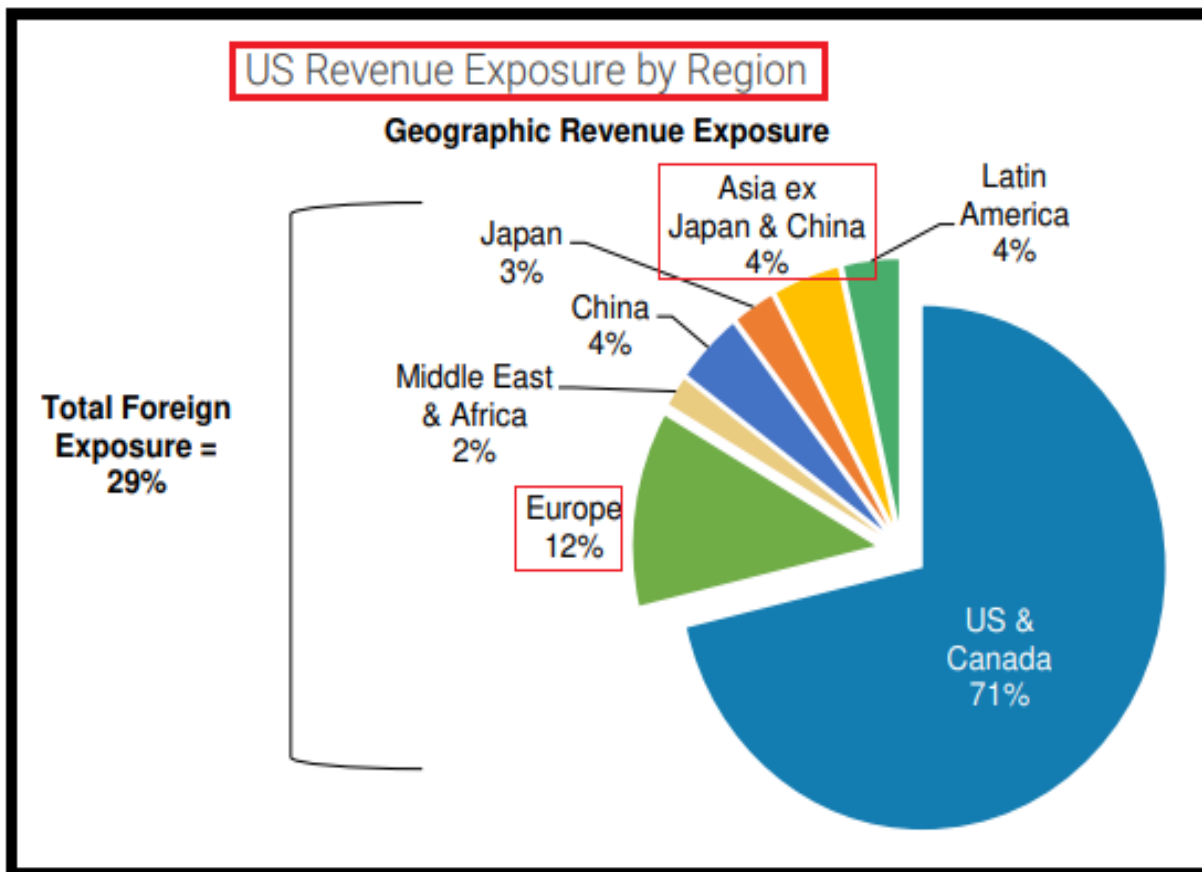
- La **reazione dei mercati azionari** (tipicamente Wall Street) agli **eventi bellici** è storicamente **commisurata alla loro importanza**. Le guerre mondiali hanno visto cali di 35-45%, mentre episodi meno rilevanti come la guerra di Corea o quella del Golfo hanno visto cali del 10-20%, commisurati a quelli attuale.
- Normalmente **l'azionario fa i minimi ben prima della fine dello scontro**, e molto spesso recupera interamente la perdita prima della fine della guerra.



- Storicamente, cali annui dell'azionario USA dell'ordine del 20/30% sono occorsi **solo in occasione di recessioni**.
- Il backtest sembra quindi indicare che un ribasso significativo, dai livelli attuali, per l'S&P 500 sarà possibile solo se, in conseguenza della crisi ucraina, avremo una recessione negli USA e per l'economia globale.
- Ma c'è **l'impatto globale delle sanzioni economiche** a complicare il quadro.



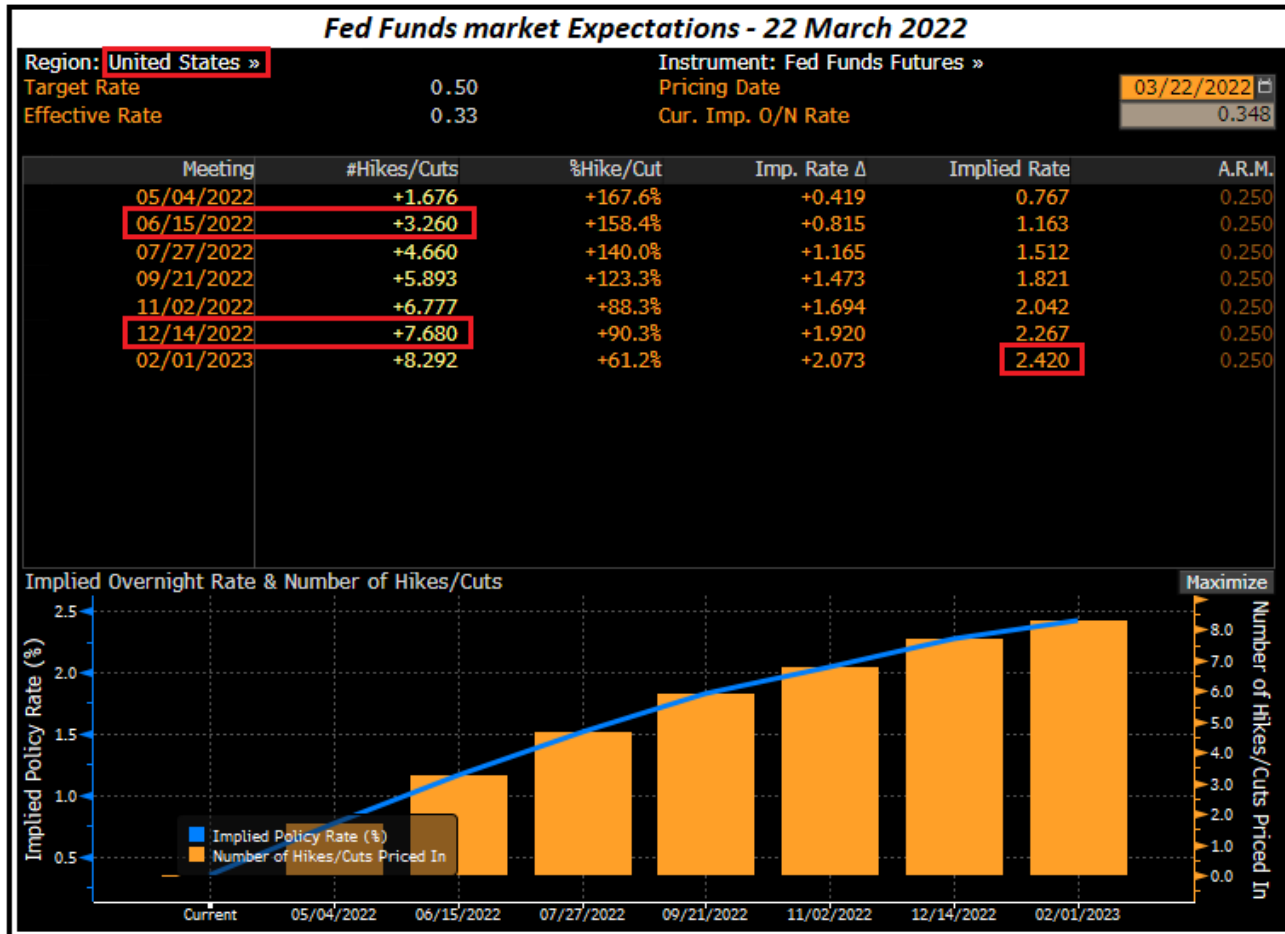
USA: esposizione modesta alla crisi ucraina



- La crisi ucraina, in se, non rappresenta una grossa minaccia diretta per l'economia USA, ne per Wall Street
 1. Gli USA sono indipendenti sul fronte energia
 2. L'economia americana è abbastanza chiusa, ed è in costante deficit commerciale, il che vuol dire che è scarsamente dipendente dalla domanda globale.
 3. Infine, **Corporate America** ha un'esposizione trascurabile alla Russia (<1% delle revenues) e un'esposizione ridotta all'Europa e alla Cina (18% delle revenues).
- Peraltro, l'impatto della crisi su una situazione inflattiva già esacerbata sta inducendo la FED a inasprire rapidamente la stance monetaria



Fed: il cambio di focus è totale.

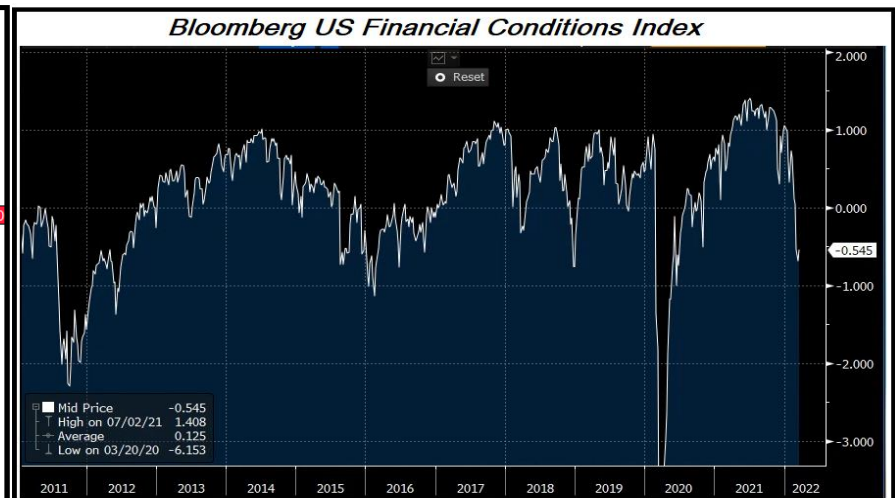
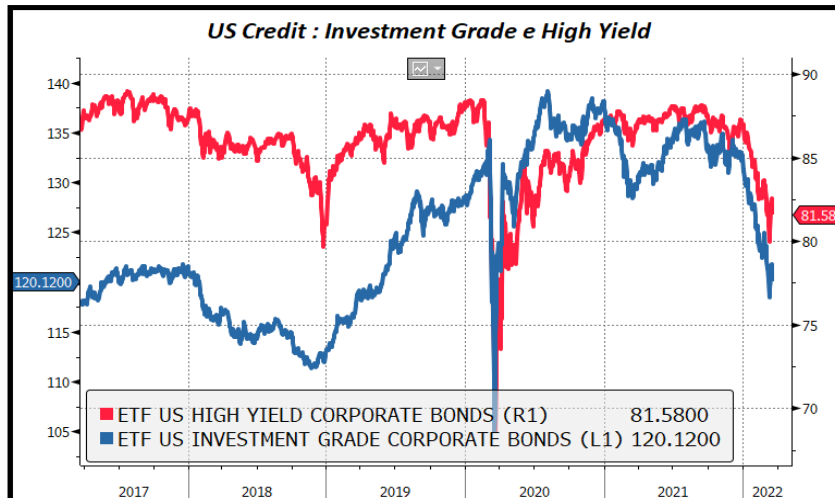
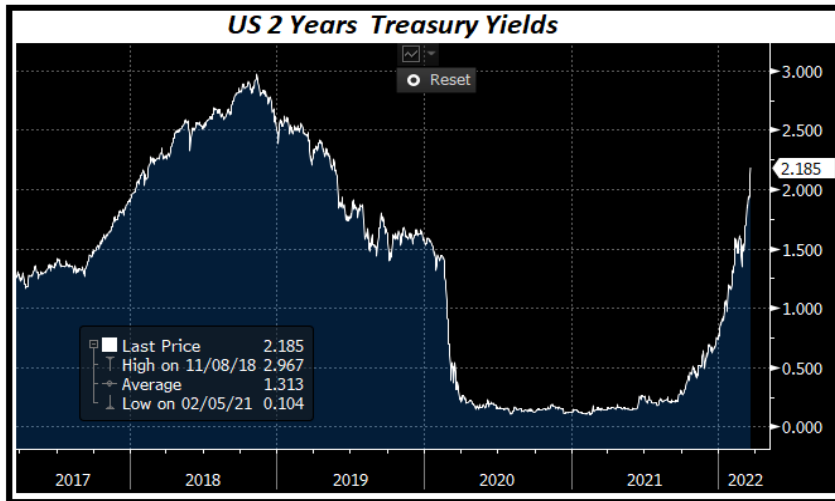


- Dopo un 2021 in cui il tema della sostenibilità della ripresa post Covid ha sempre prevalso sull'argomento inflazione, negli ultimi mesi **l'atteggiamento alla FED è totalmente cambiato: non è esagerato definirla una totale capitulation.**
- Ad oggi, per effetto della retorica di Powell e C. il mercato prezza 7 rialzi dei tassi da qui a fine anno, con un 68% di probabilità di un ottavo. E sconta con **certezza** che uno dei prossimi 2 FOMC vedrà un rialzo di 50 bps
- I **Fed Funds** sono visti approdare nei pressi del **picco osservato nel 2018**, ma ad una **velocità più che doppia.**
- In un sistema economico caratterizzato da debito crescente, **sembra assai improbabile che questo scenario possa essere deliverato**

• *In sostanza, il ritardo accumulato lascia la FED a corto di opzioni ottimali per gestire la situazione*

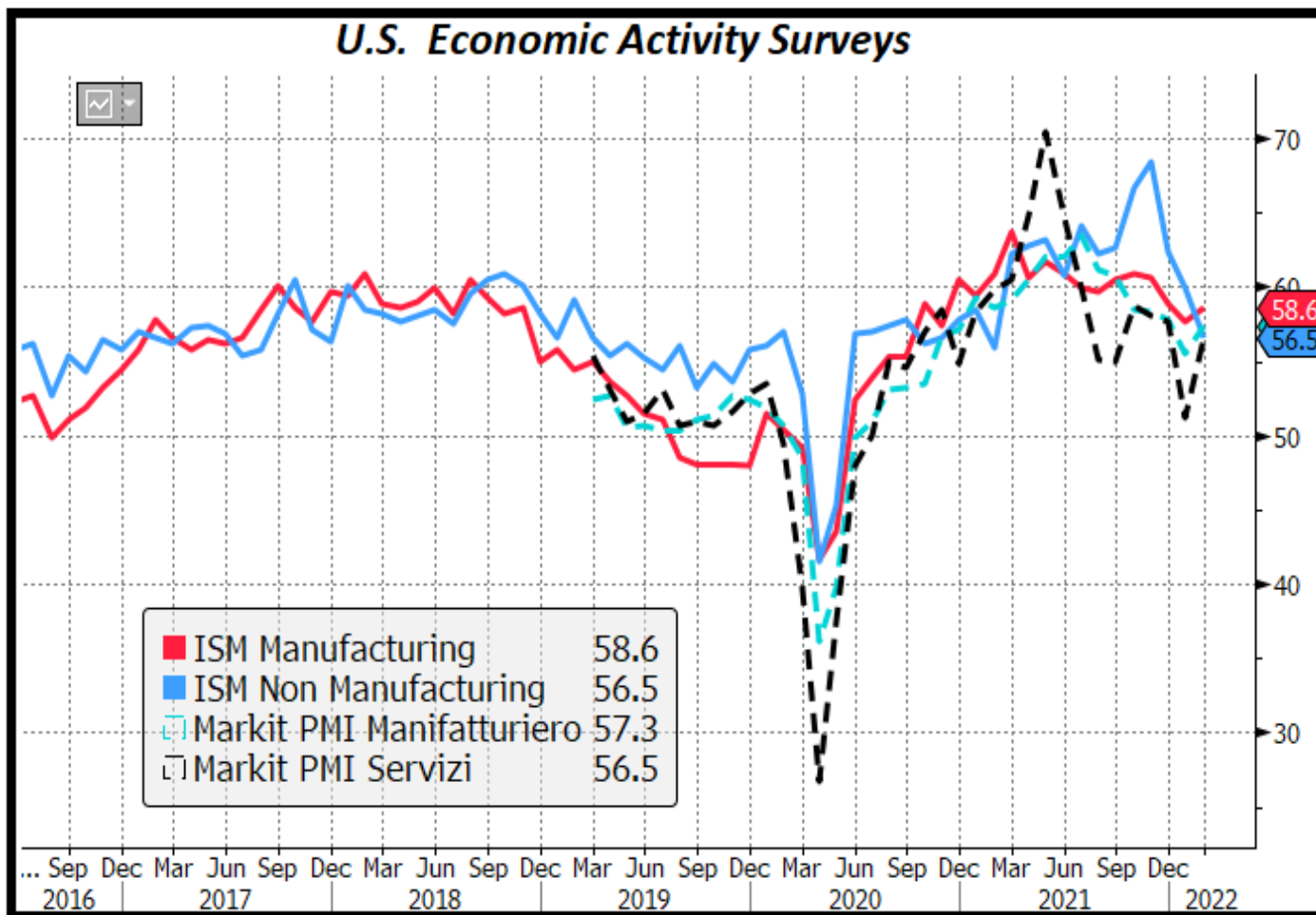


Le condizioni finanziarie USA si stanno già inasprendo significativamente...





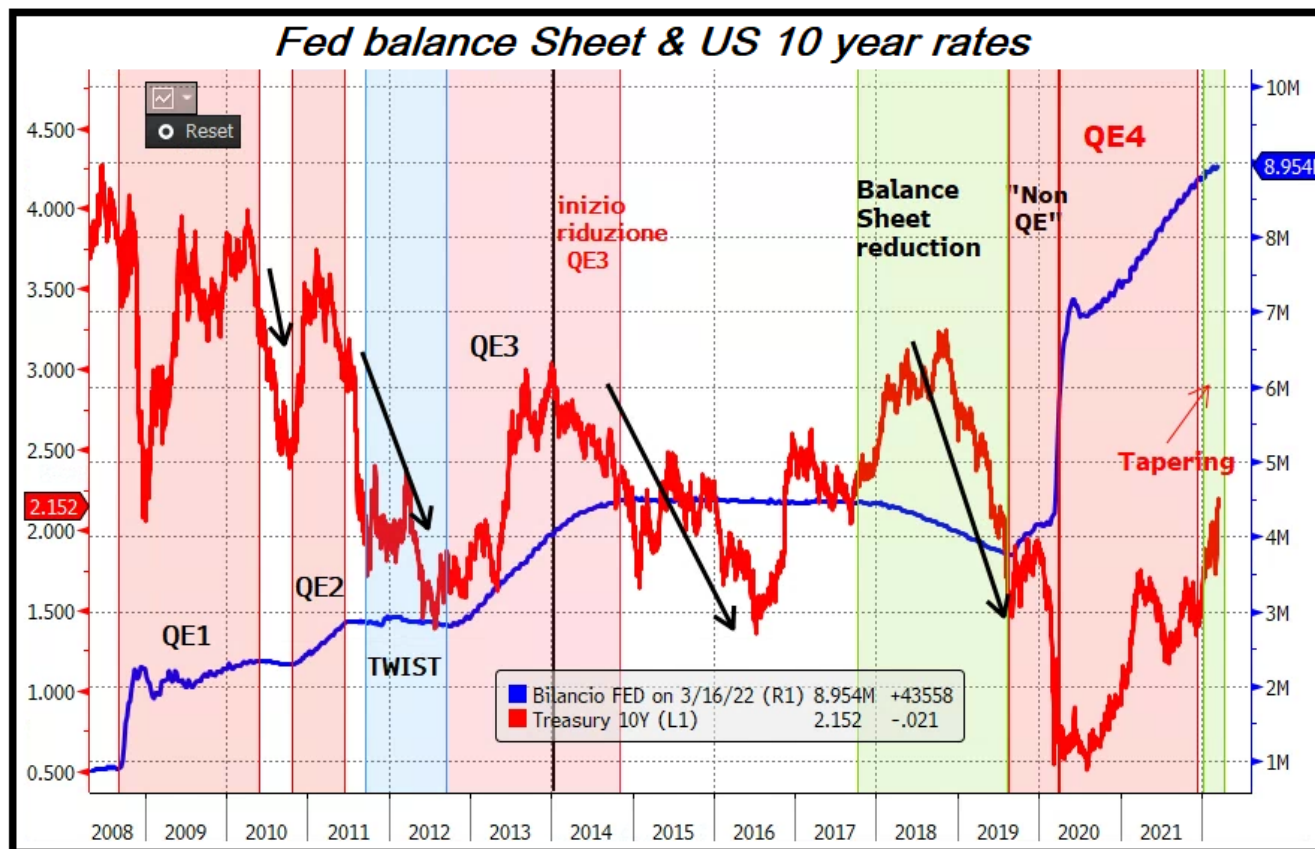
...e il tightening FED arriva su un attività già in fase calante.



- Diversamente dal 2018, il brusco inasprimento della stance FED sembra andare a impattare su un **economia USA che ha già visto il picco dell'attività**.
- Questo, unitamente all'**accresciuta leva** nel sistema dovrebbe **anticiparne l'impatto sul ciclo**, inducendo la FED a più miti consigli al più tardi nella seconda metà del 2022
- L'aspetto positivo è che il **rientro delle attese di tightening** offrirà **supporto a economia e assets**



La fine del QE ? Tassi in calo e curva più piatta.



- La logica vorrebbe che la fine del QE (e riduzione del bilancio FED) producesse un aumento dei rendimenti.
- L'esperienza passata contraddice questo scenario. Il QE è sempre stato accompagnato da un aumento dei tassi, e la sua dismissione da un calo. Questo perché il mercato gli attribuisce efficacia espansiva
- Su queste basi, è probabile che nei prossimi mesi la curva dei tassi USA effettivamente si inverta, confermando la perdita di momentum del ciclo USA

- L'analogia più calzante, la fase attuale la mostra con il 2018, quando una fase di tightening della politica monetaria Fed (rialzi dei tassi e riduzione bilancio) ha dovuto trovare una brusca interruzione
- La principale differenza rispetto ad allora è il livello di inflazione (ai tempi 2,5-3% ora 7,5-8%), che può effettivamente costituire una turbativa, sia per l'impatto sulla stanchezza FED che sui tassi reali (nel 2018 approssimavano l'1%, ora negativi).



Earning Season: Preannouncements stabili, ma grazie ai «commodity sectors»



- Dopo un consistente deterioramento negli ultimi 3 mesi, il tono dei **preannouncements** si è stabilizzato, alla vigilia dell'earning season del primo trimestre, su livelli medi.
- Nel dettaglio si nota però come i numeri siano sostenuti da Energy, Materials IT. Per contro il deterioramento è continuato su Financials, industrials, Consumer Staples e Real Estate.
- La relativa tranquillità dei warnings lascia intendere che **le aziende sono confortevoli con il livello delle stime**. Ma le **guidances non possono essere troppo ottimiste**, a causa della scarsa visibilità
- Prospettivamente, il rischio principale è di **pressioni sui margini**, generate dalla concomitanza dell'aumento dei costi con un potenziale calo della domanda, aggravato dall'invertirsi del ciclo delle scorte.



Eurozona: quale impatto sull'economia da guerra e sanzioni?



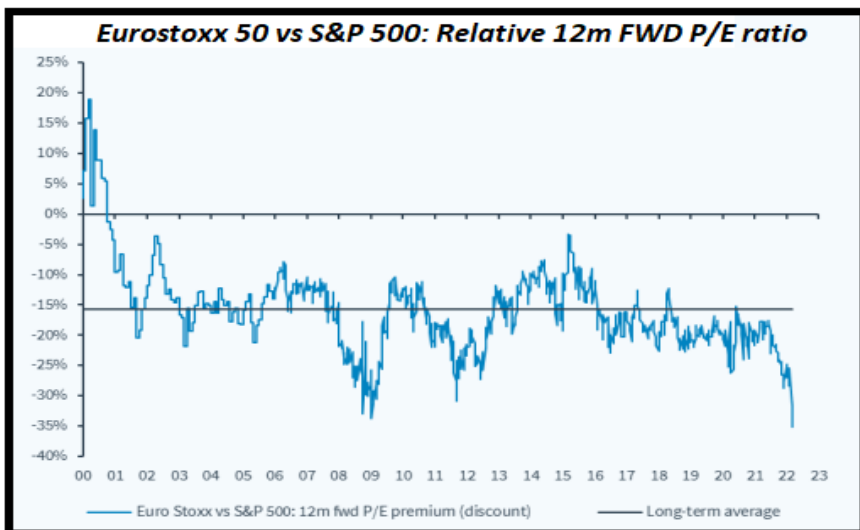
- Senza un'idea precisa del decorso della crisi, è difficile valutare l'impatto sull'economia europea dell'invasione dell'Ucraina.
- Detto questo, vi sono **diversi effetti negativi** derivanti dallo scontro da sommare:
 1. L'impatto diretto e indiretto delle **sanzioni economiche** alla Russia
 2. L'impatto sulla **confidence di consumatori e aziende** dall'aver una guerra ai confini, con rischi di escalation
 3. L'impatto sul **reddito disponibile e sui margini aziendali** dell'aumento dei costi energetici

- Vi è poi da tenere conto dell'impatto **dell'ondata di profughi, utilizzata da Putin come arma di pressione sull'EU.**
- In generale, **la crisi ucraina aumenta di parecchio il rischio di stagflazione nell'area europea**, intesa come una fase di crescita in rallentamento, ed inflazione elevata. **La recessione resta un «downside risk»**, ma non è ancora uno scenario centrale.
- Nei prossimi giorni avremo **i primi numeri sull'attività economica europea.** La modestia del ridimensionamento proiettato dal consenso stride con l'impatto segnalato sulla confidence, ad esempio dalla componente expectations dello ZEW tedesco.

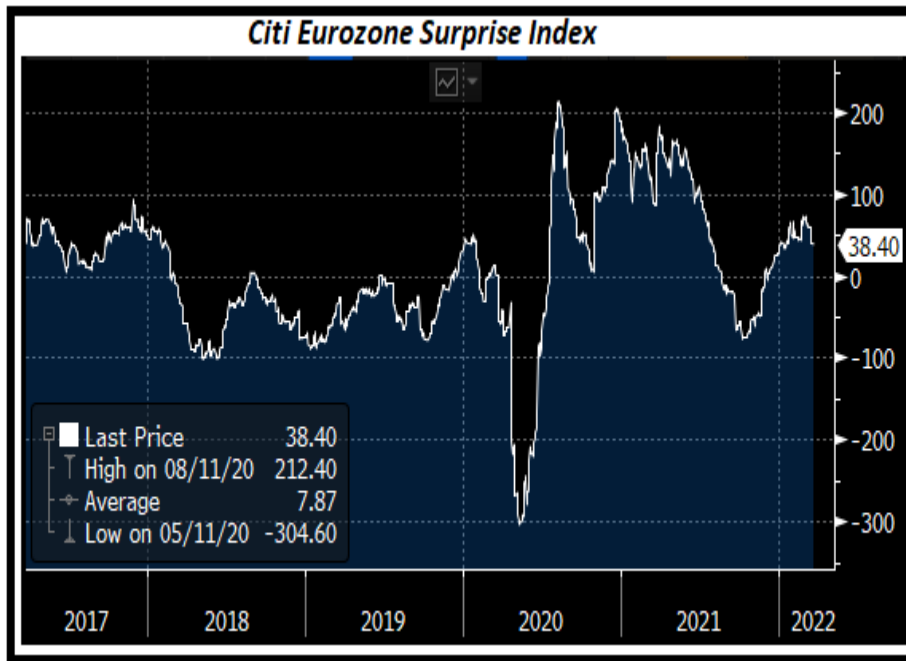
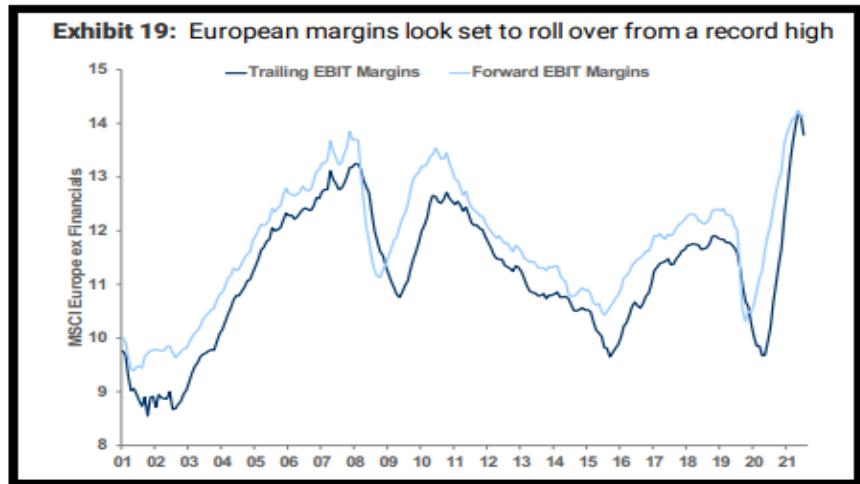




Le valutazioni restano un fattore a supporto dell'azionario Eurozone



- **L'azionario Eurozone resta molto cheap** in termini relativi. Questo oppone un floor al downside, coeteris paribus.
- Ma il consenso sembra sottovalutare il potenziale impatto della crisi, per un'economia che già affronta inflazione elevata e una stance ECB meno accomodante che in passato (Bloomberg Eusostoxm 50 EPS growth 12m +16%).



- Ciò avrà un impatto da quantificare su margini che già iniziavano a mostrare segnali di inversione.



In sintesi

- Lasciamo a **neutral l'azionario US**. Vediamo un impatto diretto modesto per l'economia USA dalla crisi ucraina, ma riteniamo che il quadro sia ancora troppo opaco per valutare bene i rischi. La stance FED, diventata assai restrittiva in rapporto agli standard del recente passato, costituisce un freno importante per ciclo e profitti aziendali. La riteniamo eccessivamente aggressiva. Un suo parziale rientro in corso d'anno potrà dare sollievo all'azionario. Portiamo a **underweight l'azionario europeo**, vedendolo maggiormente impattato dalla crisi geopolitica in corso, i cui effetti si devono ancora dispiegare interamente su economia e utili. Coerentemente, portiamo a **neutral l'azionario italiano**, ritenendo che il miglioramento del quadro politico e macroeconomico gli offra un vantaggio rispetto alle altre piazze dei paesi europei, anche se gli impatti della crisi ucraina vanno attentamente monitorati.
- 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. Risulta però maggiormente al riparo dalle ricadute della crisi geopolitica. I multipli sono 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**: Il recente crash, seguito alla concomitanza di un newsflow molto negativo sul tech cinese, un aumento dei casi Covid, e il timore di imposizione di sanzioni da parte dell'occidente a causa dell'atteggiamento filo russo hanno portato le valutazioni su livelli assai sacrificati. Un secondo effetto dello storno è stato di indurre le autorità ad un atteggiamento apertamente supportivo, mediante l'annuncio di iniziative per risolvere i contrasti con l'autorità USA, fine della regolamentazione del tech, altre misure a supporto del settore immobiliare, e ulteriore stimolo fiscale. 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 gli sviluppi della crisi ucraina costituiscono un forte fattore di rischio. Ma il recupero dell'azionario cinese dovrebbe fornire un aiuto al comparto.
- Lasciamo a **neutral l'obbligazionario US**. Riteniamo che entro la seconda metà del 2022 emergerà come la stance FED sia insostenibile. Vediamo un supporto per la parte lunga della curva dal ritiro del QE. Lasciamo a **neutral i treasuries inflation linked**, ritenendo che l'aggressiva stance FED terrà a bada le attese di inflazione nel breve. 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. Portiamo a **overweight gli inflation link Eurozone**. Vediamo valore nelle scadenze più brevi dall'impatto degli aumenti di food ed energy



In sintesi

- Lasciamo a **neutral l'obbligazionario governativo core Eurozone**, ritenendo ai livelli attuali il rialzo dei rendimenti possa prendersi una pausa. Portiamo a **neutral i bond periferici** ritenendo che potrebbero risentire di un ritorno della volatilità e del peso dell'aumento dei deficit per ovviare all'impatto della crisi geopolitica
- Portiamo a **neutral l'obbligazionario governativo UK**. Riteniamo che la Bank of England assumerà un atteggiamento più cauto rispetto alla FED, in particolare se l'economia darà ulteriori segnali di rallentamento. Lasciamo a **neutral l'obbligazionario emergenti** in valuta forte, e riportiamo a **neutral** quello in **valuta locale**, con l'idea che i livelli attuali prezzino a sufficienza l'impatto della crisi e del tightening FED.
- Lasciamo a **underweight il debito corporate US Investment Grade**. Vediamo rischi di deterioramento nei fondamentali del credito USA da un eventuale rilassamento del ciclo nel corso del 2022 e nel breve vediamo un impatto dei rialzi dei tassi programmati nella prima metà dell'anno. 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 stabilità degli spread periferici ne possano supportare le quotazioni. Per il medesimo motivo manteniamo a **neutral l'High Yield europeo**.
- In un contesto di volatilità elevata e incertezza dovuta alle tensioni geopolitiche lasciamo a **Neutral** il comparto dei **subordinati finanziari europei**. Invece la parte Senior della struttura di capitale continua a offrire opportunità, con allargamenti degli spread che sono causati da tecnicità del mercato più che da peggioramenti dei fondamentali. In effetti, malgrado la guerra in Ucraina/Russia, i tassi di default in Europa dovrebbero salire di poco se paragonati ai livelli attuali. Per questo motivo restiamo **overweight** su **Senior Financials**.
- Riguardo i cambi, portiamo a **underweight l'€/€**. Riteniamo che un ritorno di apprensione per le vicende geopolitiche, ed un eventuale deterioramento dei dati macro in seguito alle stesse, possano nel breve pesare sulla Divisa Unica. Questa potrebbe anche patire i rapidi aumenti dei tassi FED nella prima metà dell'anno. 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. Portiamo a **overweight il Franco svizzero** con l'idea che un ritorno delle tensioni legate alla geopolitica possa riportare domanda sulla divisa svizzera.



In sintesi

- Riguardo le Commodities, portiamo a **neutral quelle energetiche**, ritenendo che i nel breve il petrolio potrebbe attestarsi attorno ai 100\$, con rischio di temporanei bruschi rialzi in caso di aumento delle tensioni. A medio termine il rallentamento ciclico globale dovrebbe riportarne le quotazioni su livelli più bassi. Lasciamo a **neutral quelle industriali** ritenendo che il quadro sia incerto in questa fase turbolenta. Lasciamo a **overweight le commodity agricole** con l'idea che il grano è l'alimento sull'offerta del quale la crisi potrebbe avere le conseguenze più drammatiche. Inoltre clima, difficoltà di approvvigionamento e aumento del costo del lavoro continueranno a produrre pressioni sui prezzi. Sui livelli attuali manteniamo a **neutral i metalli preziosi**. Continuiamo a vedere un maggior valore nei Goldminers, anche come hedge nelle attuali fasi di volatilità.



Giudizi tattici

Azionario

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

Valute

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

Materie prime

Energetiche	■	Upgrade
Industriali	■	
Agricole	▲	
Metalli preziosi	■	

Obbligazionario governativo

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

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.