

2022

Anthilia
Capital Partners
SGR

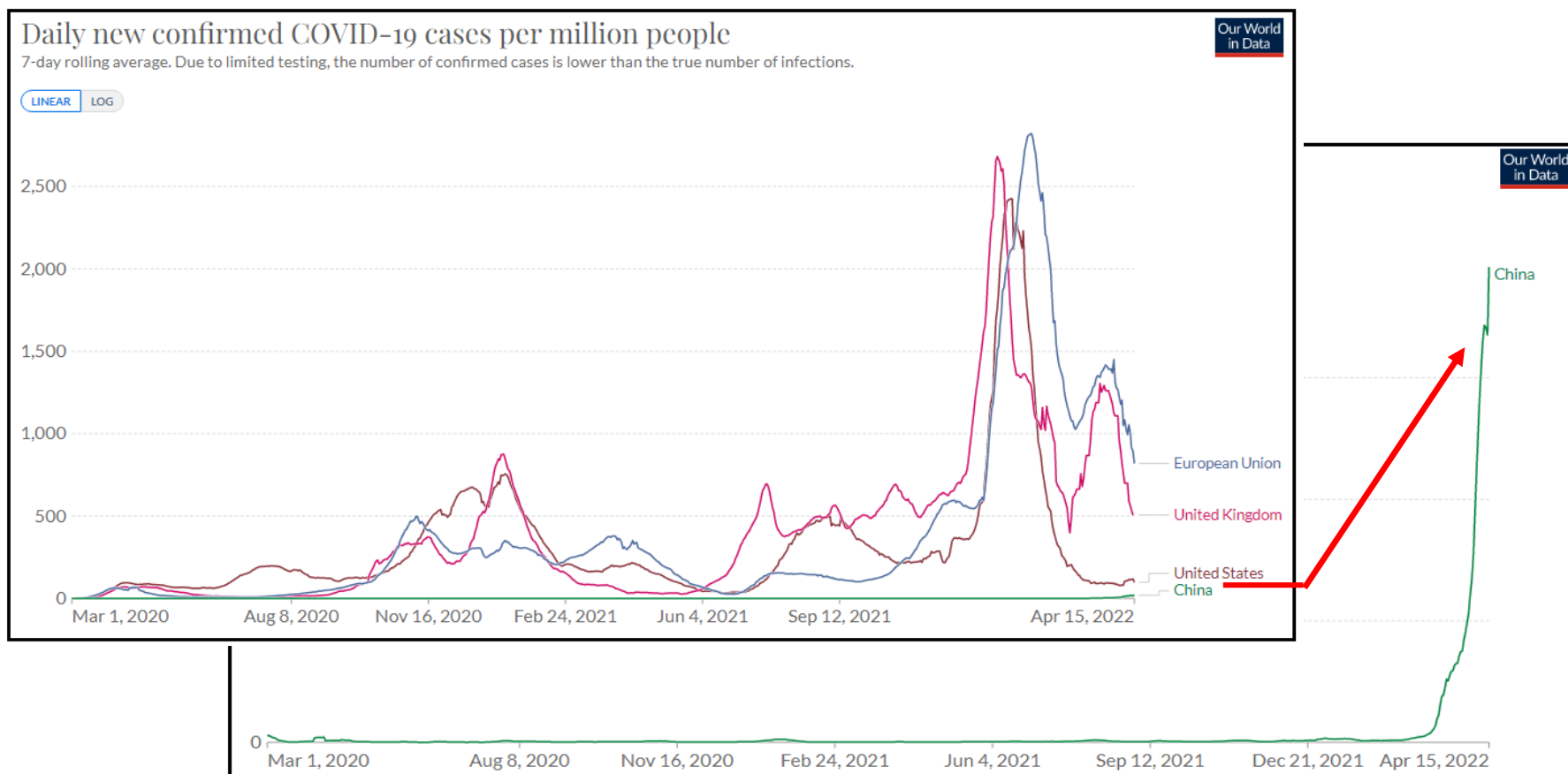
Analisi di scenario
Aprile 2022



Anthilia^{sgl}
Capital Partners



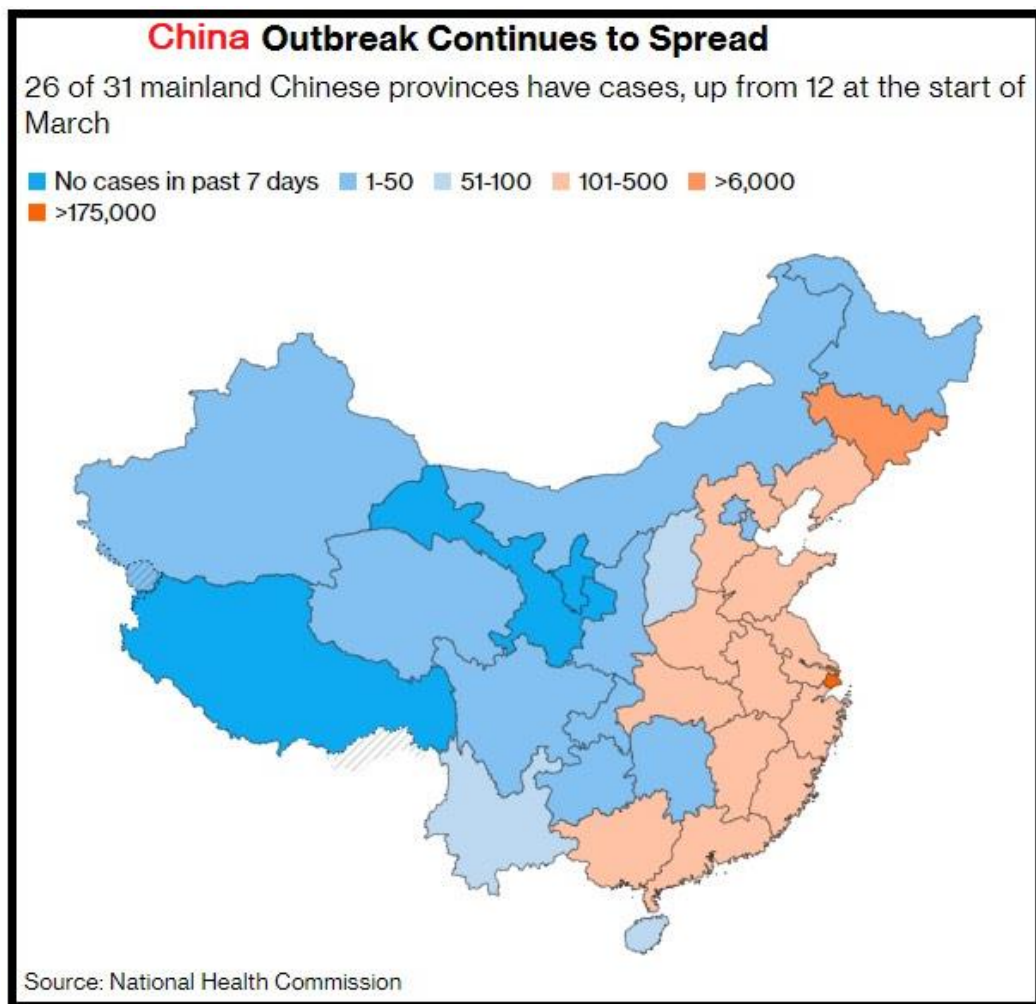
Un nuovo rischio per l'economia globale: la diffusione Omicron in Cina



- Con ritardo rispetto al mondo occidentale e alla stessa Asia, **la variante Omicron in Cina si sta diffondendo rapidamente.** Come noto, rispetto ai ceppi precedenti, su Omicron sia lockdown, che presidi medici, che vaccini hanno un efficacia inferiore: i numeri in Cina sono già 50 volte quelli delle passate ondate. **Ma, a 18 casi per milione, sono ancora ben distanti dalle punte raggiunte nei paesi occidentali (2/3.000).**



L'impatto potrebbe protrarsi nei prossimi mesi



- Fino a tutto il 2021, la strategia «zero covid» attuata in Cina ha avuto successo nel contenere i casi su livelli inferiori a 1 per milione: le Autorità ne hanno fatto una bandiera.
- Purtroppo **la maggior contagiosità di Omicron** insieme con la copertura vaccinale di qualità inferiore sembrano **vanificare** almeno in parte, numeri alla mano, l'effetto dei lockdown e del mass testing.
- Al momento diverse serie (traffico aereo, circolazione nella metro di Shanghai) segnalano **un brusco impatto dei focolai sull'attività**.
- In assenza di un radicale cambio di strategia, **la diffusione del Covid in Cina è destinata a ostacolare l'attività a più riprese in primavera**
- Peraltro, è improbabile che le autorità adottino in toto una strategia «all'angolsassone», per la quale servirebbero:
 1. Un sistema sanitario nazionale maggiormente dimensionato, per accogliere la percentuale di infetti con sintomatologia severa.
 2. Una maggiore immunizzazione della popolazione.



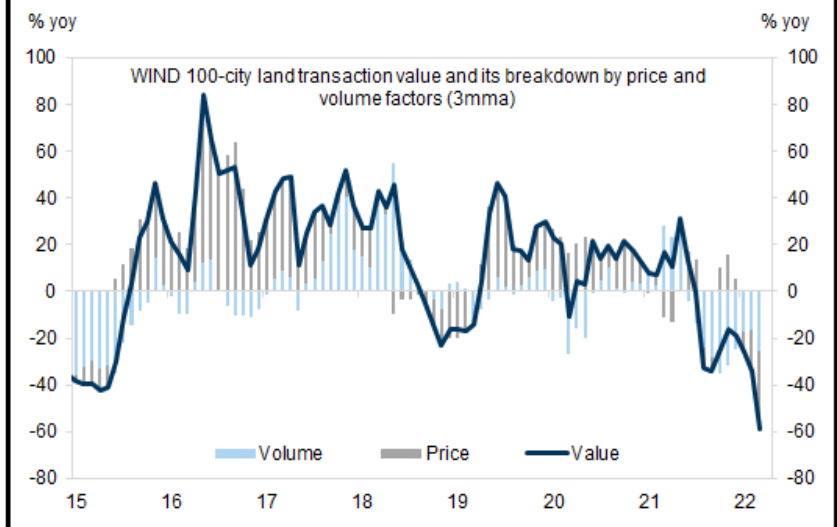
L'ondata Covid cinese impatta su un ciclo già in difficoltà



- Le autorità si rendono bene conto dei rischi, e stanno varando **diverse misure di stimolo fiscale e monetario**. Gli effetti potrebbero però non essere così immediati:
 - Lo stimolo fiscale è frenato dalle difficoltà del settore immobiliare (25% dell'economia cinese).
 - L'easing monetario ha un maggior impatto sull'offerta (abbassa il costo del capitale), ma questa è limitata dai lockdown contro i quali la politica monetaria può poco.
 - Un eccessivo taglio dei tassi può alimentare fughe di capitali, ora che nel resto del mondo stanno salendo.

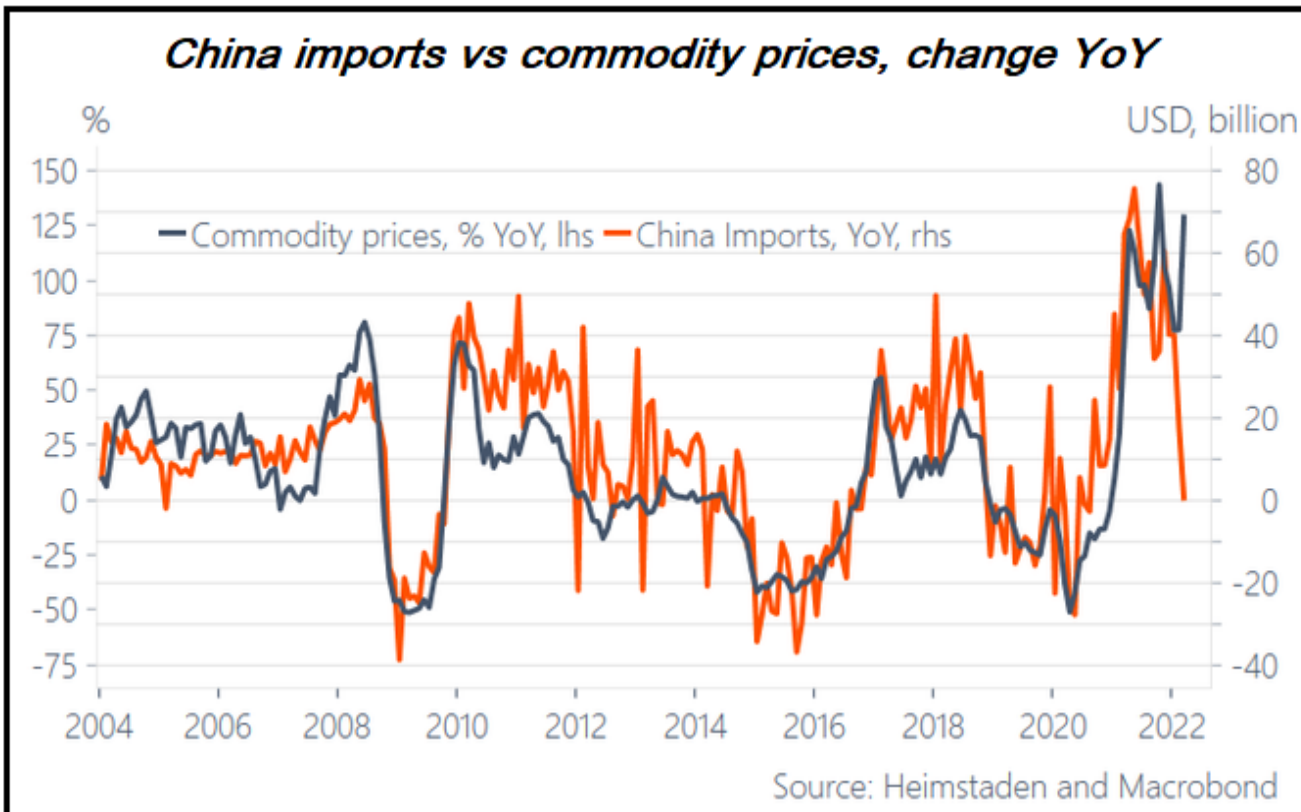
- I dati di Marzo segnalano un impatto significativo del Covid sull'attività.
- In particolare il trade balance di Marzo ha mostrato un crollo dell'import (-6% mese su mese), presumibilmente legato **all'impatto dei lockdown su una domanda interna già in significativo calo**
- Vi è poi la **crisi del settore immobiliare**, che nonostante le misure a supporto, non sembra dare segnali di significativa ripresa.

Exhibit 7 : Falling land transaction value has been driven by both price and volume factors in Q1 2022





Un significativo rallentamento cinese è negativo per la domanda globale



- Un rallentamento della domanda interna cinese legato alla debolezza del ciclo può riflettersi, come in passato, sul ciclo globale.
- Le precedenti fasi di debolezza sono state accompagnate da **pressioni disinflazionistiche globali**, legate all'effetto sui prezzi delle commodities e dei materiali del calo della domanda cinese e globale.
- In quest'occasione questo costituirebbe un effetto positivo, in grado di levare pressione alle banche centrali.

- L'impatto della guerra in ucraina sull'offerta di molte commodity e quello dei lockdown in Cina sulle catene di approvvigionamento globale sta però producendo **una divergenza tra ciclo cinese e commodities**. L'adeguamento arriverà in ritardo, e a macchia di leopardo, e i vantaggi di un calo delle pressioni inflazionistiche saranno attenuati dal fatto di essere legati a un rallentamento della domanda più che con un miglioramento delle condizioni di offerta.



Sbilanci in aumento nell'economia cinese

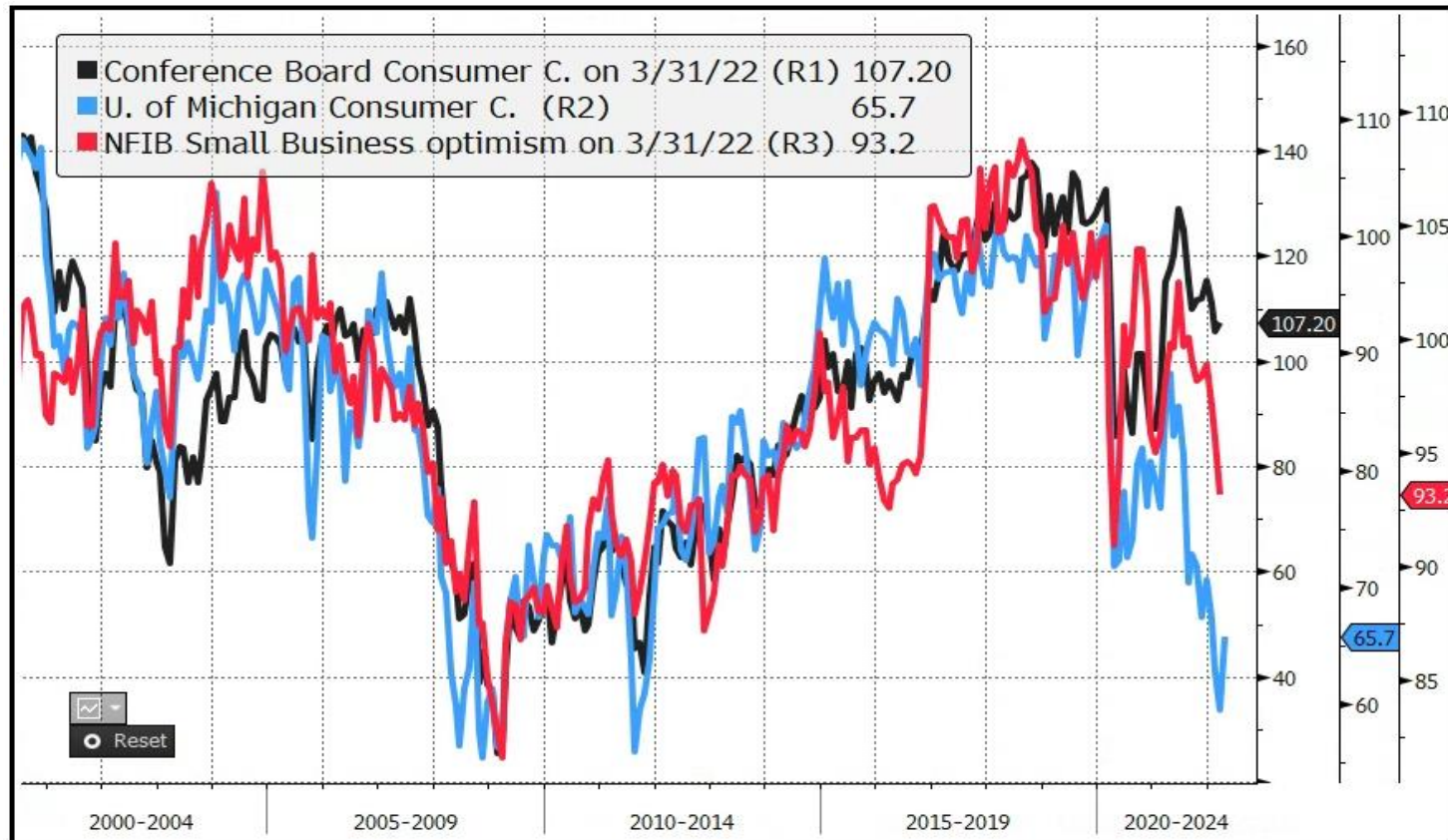
China March macro Data & Q1-2022 GDP

Date	Time	A	M	R	Event	Period	Surv(M)	Actual	Prior	Revised
21)	04/18 04:00				Industrial Production YoY	Mar	4.0%	5.0%	--	--
22)	04/18 04:00				Retail Sales YoY	Mar	-3.0%	-3.5%	--	--
23)	04/18 04:00				GDP YoY	1Q	4.2%	4.8%	4.0%	--
24)	04/18 04:00				GDP YTD YoY	1Q	4.2%	4.8%	8.1%	--
25)	04/18 04:00				GDP SA QoQ	1Q	0.7%	1.3%	1.6%	--
26)	04/18 04:00				Fixed Assets Ex Rural YTD YoY	Mar	8.4%	9.3%	12.2%	--
27)	04/18 04:00				Industrial Production YTD YoY	Mar	6.2%	6.5%	7.5%	--
28)	04/18 04:00				Retail Sales YTD YoY	Mar	2.8%	3.3%	6.7%	--
29)	04/18 04:00				Property Investment YTD YoY	Mar	1.2%	0.7%	3.7%	--
30)	04/18 04:00				Residential Property Sales YTD ...	Mar	--	-25.6%	-22.1%	--
31)	04/18 04:00				Surveyed Jobless Rate	Mar	5.5%	5.8%	5.5%	--

- I dati macro cinesi relativi a Marzo mostrano chiaramente il **driver della crescita, e gli sbilanci che alimenta**.
- Come si nota dai numeri, il GDP del primo trimestre ha superato le stime e viaggia attorno al 5% annualizzato. Ma questa crescita è ottenuta grazie ad un ritmo degli investimenti quasi doppio (9%), una produzione industriale in linea (5%), e dei consumi chiaramente deficitari (3%).
- Le conseguenze di questo approccio «supply side» sono di 2 tipi:
 - Si incrementa il disequilibrio tra il settore produttivo e i consumi, e si aumentano la leva e il debito, in particolare quello «cattivo».
 - L'eccesso di produzione non può che trovare sbocco all'estero, incrementando il surplus commerciale e sottraendo quota di domanda agli altri paesi.



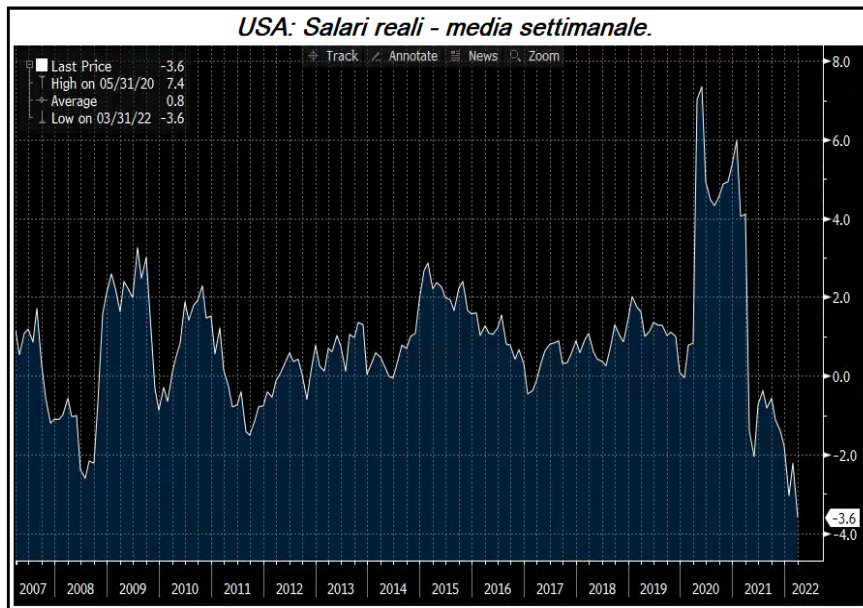
USA: l'impatto dell'inflazione sulla confidence di consumatori e aziende 1 / 2



- In attesa che l'inasprimento della politica monetaria della FED impatti sul ciclo, possiamo già **notare l'effetto dell'inflazione sul morale dei consumatori e della piccola impresa USA**. Se per i primi siamo poco distanti dal livello dell'avvento della pandemia, per i piccoli business americani siamo giunti dalle parti della Grande Crisi Finanziaria.

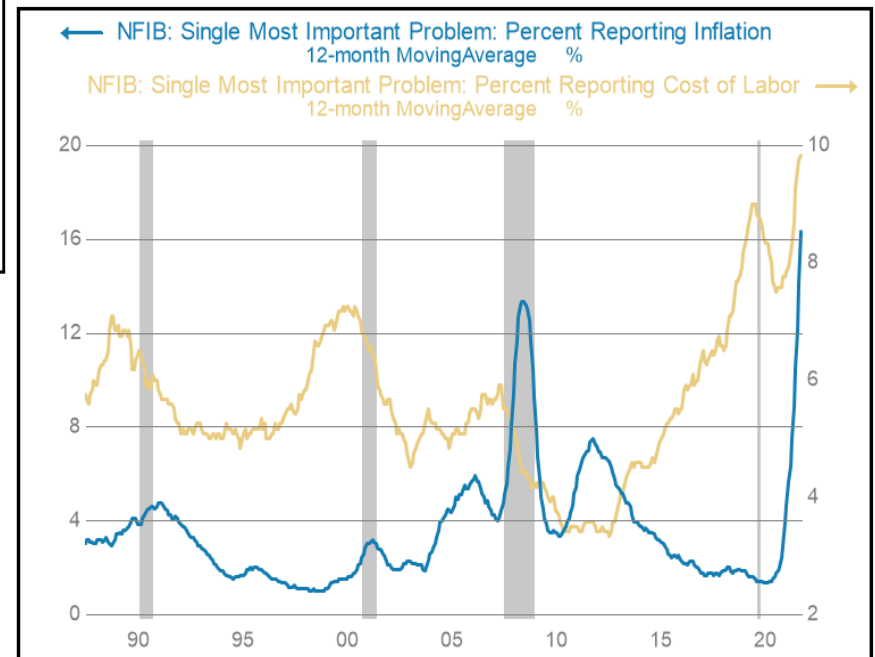


USA: l'impatto dell'inflazione sulla confidence di consumatori e aziende 2 / 2



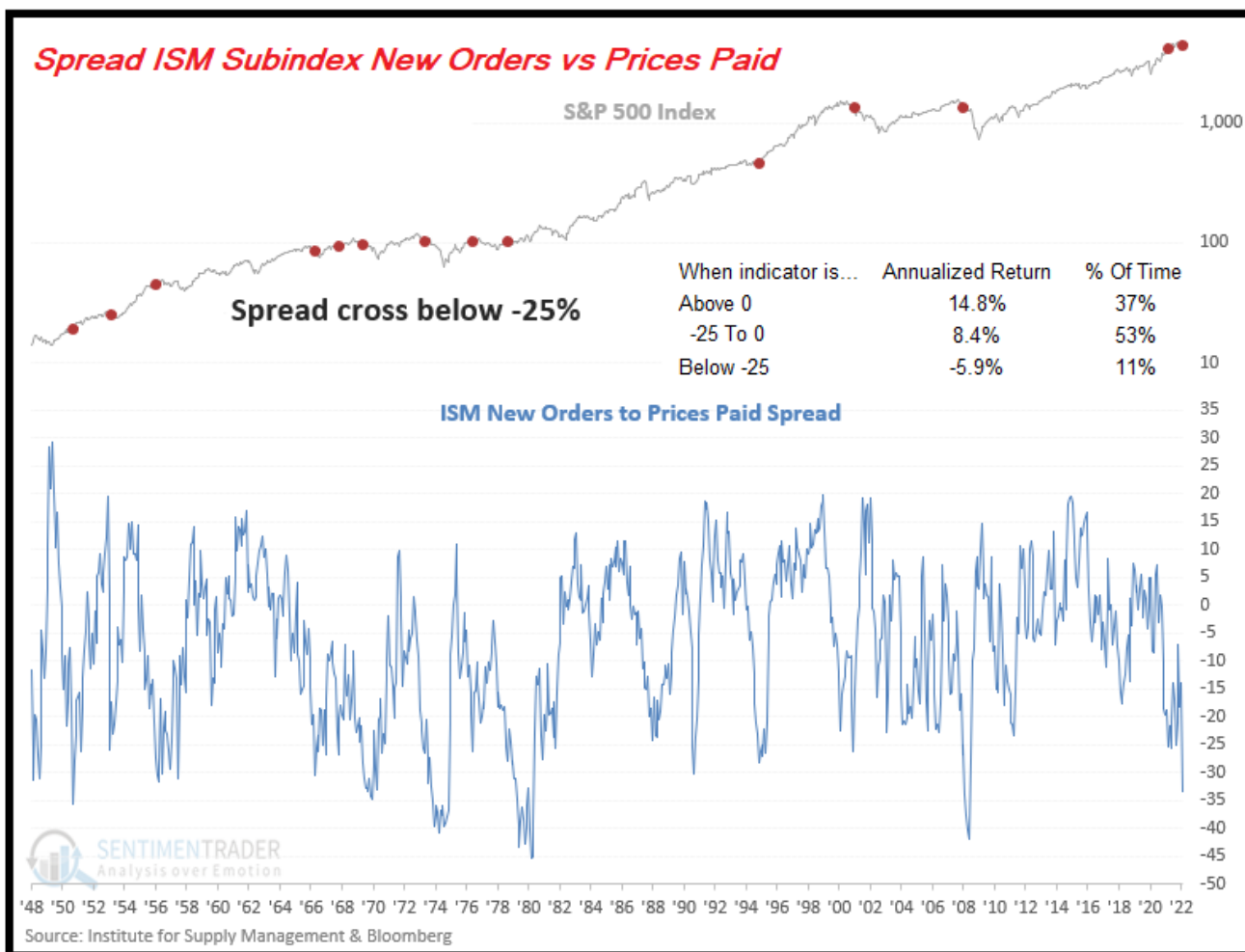
- I consumatori iniziano ad avvertire l'impatto degli aumenti dei prezzi sul reddito disponibile. **I salari reali mostrano il maggior calo anno su anno da inizio serie, nel 2007.**
- Le aziende stanno subendo **aumenti dei costi su più fronti**: oltre all'aumento delle materie prime abbiamo quello dei costi di trasporto, e quello dei costi della manodopera.

- Il **principale problema** segnalato nelle ultime survey degli small business USA è quello **dell'aumento dell'inflazione**.
- Finora è stato possibile passare gli aumenti dei costi sui listini, ma ora i **consumatori stanno diventando più sensibili**, e ulteriori aumenti rischiano di intaccare la domanda di beni e servizi, in particolare se la crescita dovesse rallentare.
- In queste condizioni, con prezzi alla produzione che, anche a causa della crisi ucraina, salgono del 15% anno su anno, i margini aziendali risultano a rischio.





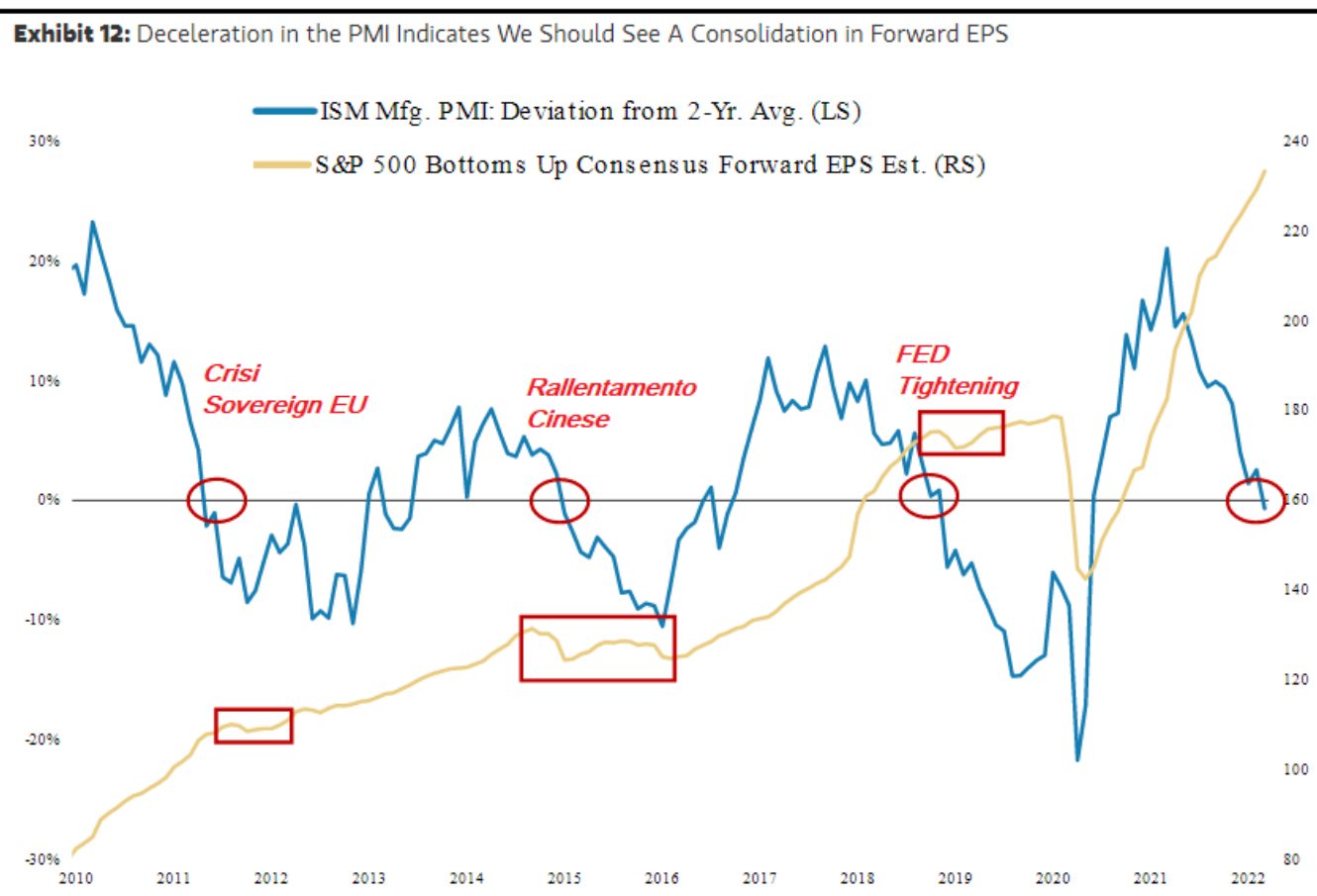
Quando l'inflazione diventa distruttiva per la domanda?



- Tra i sottoindici dell'ISM manufacturing, il differenziale tra «prices paid» e «new orders» ha superato i 30 punti a favore del primo.
- Storicamente, differenziali superiori a 25 a favore dei prezzi sono associati a ritorni dell'azionario negativi (CFR Sentimentrader.com)
- Il motivo è evidente. Oltre un certo limite l'aumento dei prezzi va a impattare sulla domanda, producendo un contesto sfavorevole alla produzione di profitti.



Il momentum nel ciclo è coerente con uno stallo degli earnings



- Dopo il picco osservato nel corso del 2021, l'attività economica USA ha intrapreso una fase discendente, recentemente accentuata dal concorso di inflazione, FED e crisi ucraina.
- La storia recente mostra come Ulteriori perdite di momentum dell'attività si siano riflesse sugli utili aziendali.
- Peraltro. È vero che, a 5/10% dai massimi, Wall Street sconta in una certa misura un rallentamento dei profitti.



Sotto la superficie, il mercato azionario è più pessimista



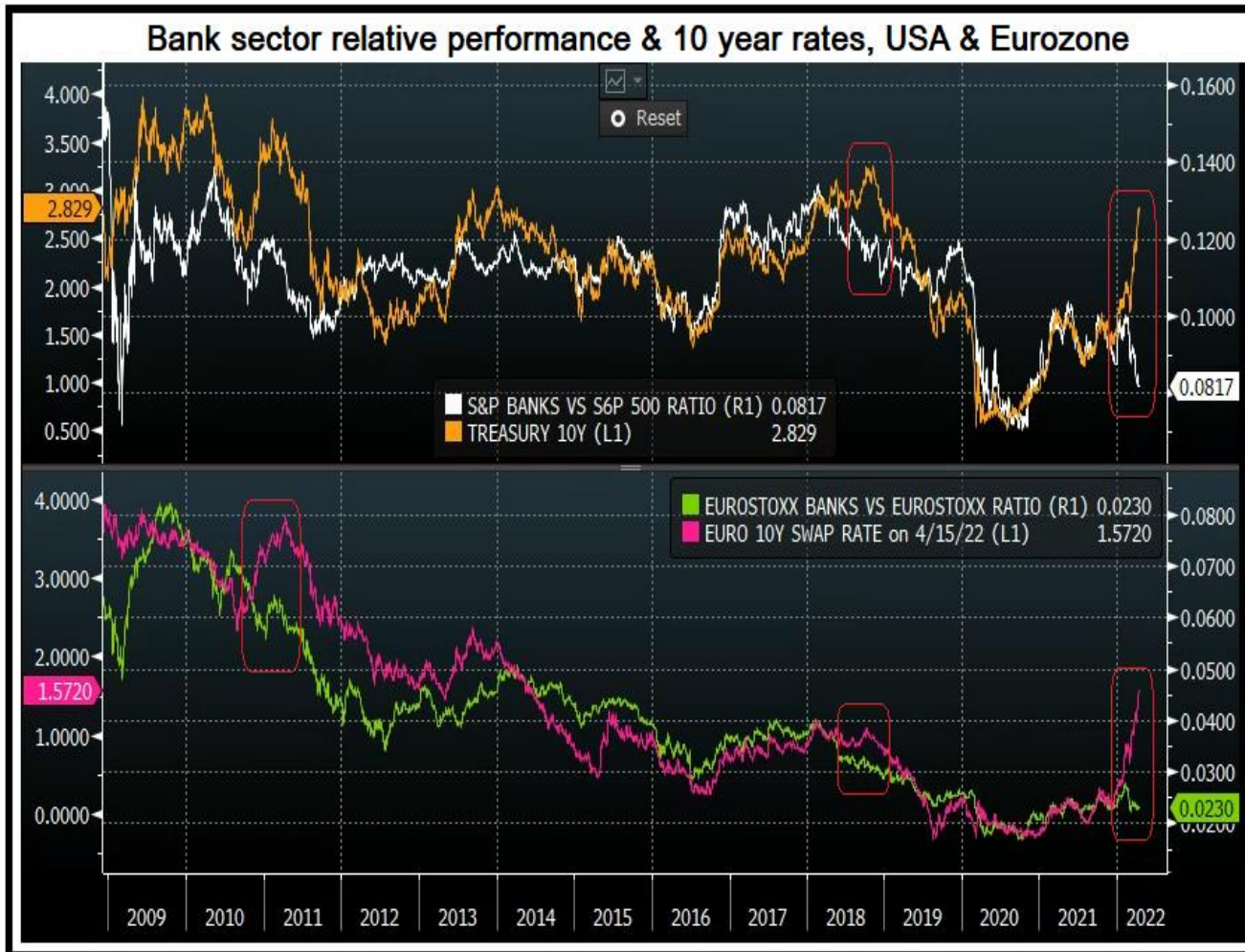
- L'azionario Usa e globale ha correttamente anticipato le recenti fasi cicliche.
- Da Novembre scorso, il tech e le growth shares ad alti multipli hanno sottoperformato, anticipando il rialzo dei rendimenti
- Da inizio anno i settori più difensivi hanno fatto meglio degli indici generali, insieme a energy e risorse naturali.

- Per contro, i settori più ciclici hanno sotto performato marcatamente,
- Questa divergenza tra settori sembra da interpretare come un altro segnale di un indebolimento del ciclo macroeconomico negli USA , in Eurozone e negli emergenti.





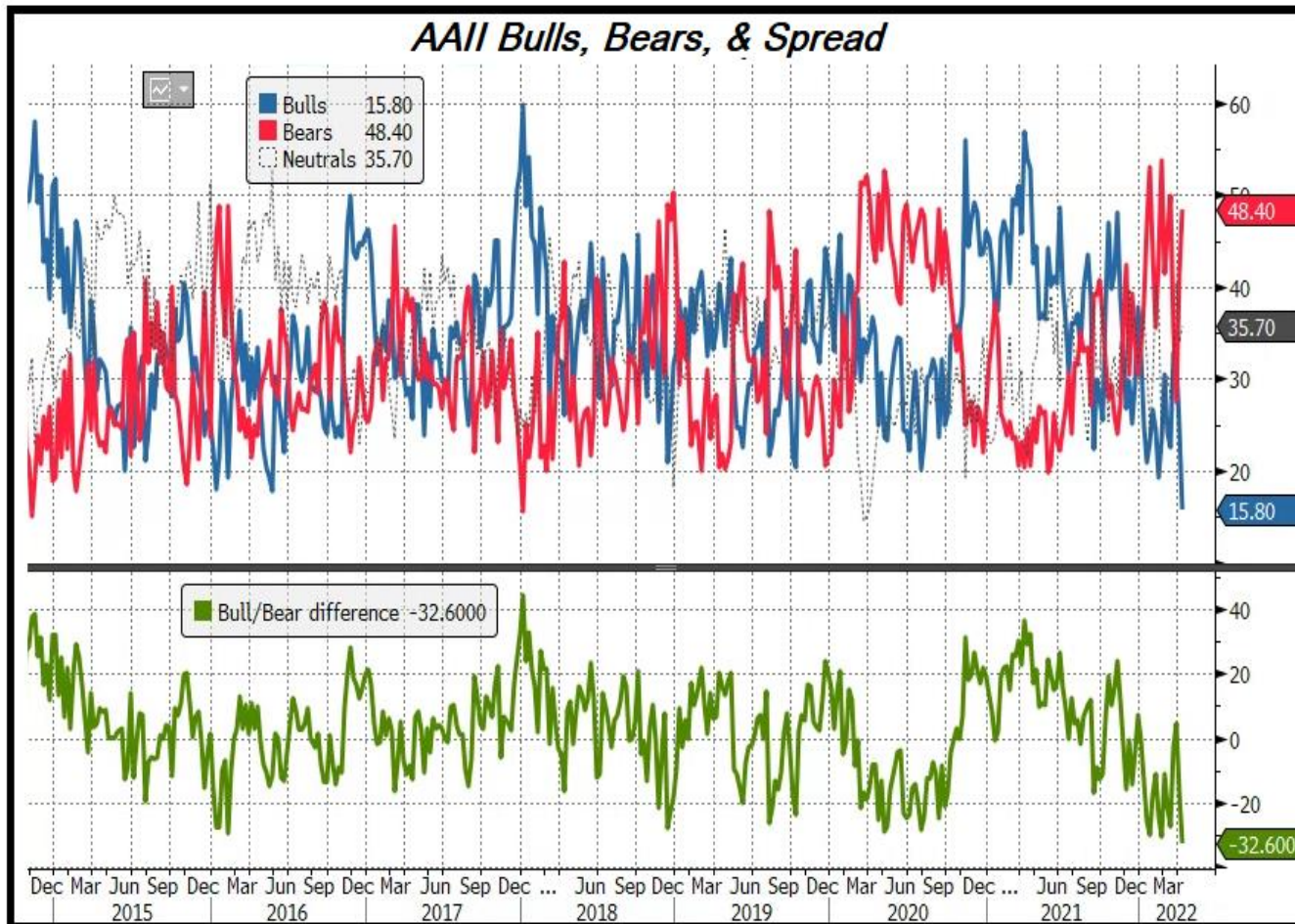
Anche le banche hanno smesso di reagire al rialzo dei rendimenti.



- Un'altra divergenza significativa è quella tra i sottoindici bancari e la direzione dei tassi.
- Dopo una fase di correlazione quasi perfetta, negli ultimi 2 mesi a un **marcato aumento dei rendimenti non è corrisposto un uguale overperformance delle banche.**
- In parte questo può essere dovuto alle ricadute delle sanzioni alla Russia.
- Peraltro, la maggior divergenza si riscontra negli USA.
- In passato fenomeni come questi si sono osservati a ridosso di fasi di debolezza (2011 e 2018).



Sentiment e positioning continuano ad essere un supporto per l'azionario



- Il deterioramento delle business conditions è una condizione ben nota agli investitori.
- Tra i fattori negativi, forse solo il rallentamento cinese causato dal Covid costituisce una novità recente. Inflazione, inasprimento delle condizioni finanziarie e crisi ucraina sono da tempo nel radar degli investitori.
- Ciò ha contribuito a creare un sentiment e un posizionamento assai difensivi, che operano come supporti, producono violenti rimbalzi, e mantengono l'azionario sopra quello che sarebbe il fair value.



In sintesi

- Portiamo a **underweight 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. Riteniamo che l'inflazione sia giunta ad un livello tale da intaccare la domanda di beni e servizi, e danneggiare i margini aziendali. E l'inasprimento della politica monetaria FED costituisce un ulteriore freno per l'economia e i profitti aziendali. Lasciamo 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. Vediamo inoltre un impatto pesante dall'inflazione su redditi e consumi nell'area. Infine vi è l'effetto negativo del cambio di stance ECB a pesare sull'economia. Lasciamo 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. Portiamo a **neutral l'azionario cinese**: le valutazioni restano su livelli assai sacrificati. Ma sull'economia si sta dispiegando l'impatto dei focolai Covid e relativi lockdown, contro i quali l'impatto della politica monetaria è limitato. Il supporto dello stimolo fiscale sarà in parte neutralizzato dalle difficoltà del settore immobiliare. Portiamo a **underweight l'azionario Emergenti**. Vediamo rischi dall'inasprimento della politica monetaria FED, e dal rallentamento cinese.
- 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 **neutral gli inflation link Eurozone**. Riteniamo che il calo delle aspettative di crescita avrà un impatto sui breakeven sulla parte lunga della curva.



In sintesi

- Lasciamo a **neutral l'obbligazionario governativo core Eurozone**, ritenendo ai livelli attuali il rialzo dei rendimenti possa prendersi una pausa. Lasciamo 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.
- Lasciamo 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 quello in **valuta locale**, con l'idea che i livelli attuali prezzino a sufficienza l'impatto della crisi e del tightening FED. Ma lo Yuan è su livelli troppo elevati, visto lo stato dell'economia e la divergenza della politica monetaria.
- 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**, portiamo a **underweight** quello **Investment Grade**, ritenendo che il rapido ritiro del programma di acquisti ECB e il deterioramento del quadro macro possano pesare sull'asset class. Per il medesimo motivo portiamo a **underweight l'High Yield europeo**.
- Il picco di inflazione potrebbe portare volatilità nel breve ma la fase futura di rientro su livelli "accettabili" dovrebbe permettere agli spread di credito di stringere. In questo contesto di mercato e con i tassi di default in leggera risalita manteniamo a **Neutral i subordinati finanziari**. La carta **Senior** la manteniamo in **overweight**, in quanto continua a offrire un premio maggiore, in particolare la carta dei paesi semi-core e di emittenti high-beta.
- Riguardo i cambi, lasciamo 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. Portiamo a **overweight 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. Il recente movimento è iperesteso, e le autorità cominciano a preoccuparsi seriamente della svalutazione in corso.



In sintesi

- Lasciamo a **overweight il Franco svizzero** con l'idea che un ritorno delle tensioni legate alla geopolitica possa riportare domanda sulla divisa svizzera.
- Riguardo le Commodities, lasciamo a **neutral quelle energetiche**, ritenendo che 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. Il rallentamento cinese potrebbe levare supporto al comparto, ma il forte impulso alla spesa in infrastrutture potrebbe bilanciare quest'effetto. 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		Obbligazionario governativo			
US	▼	Downgrade	■		
Area euro	▼		■		
Italia	■		■		
UK	■		■		
Giappone	▲		▼		
Cina	■	Downgrade	■		
Emergenti	▼	Downgrade	■		
Valute		Obbligazionario corporate			
EUR/USD	▼	US investment grade	▼		
EUR/GBP	■	US high yield	▼		
EUR/CHF	▼	Area euro investment grade	▼	Downgrade	
USD/JPY	▼	Downgrade	Area Euro high yield	▼	Downgrade
Materie prime		Area euro finanziari Senior	▲		
Energetiche	■	Area euro finanziari Subord.	■		
Industriali	■				
Agricole	▲				
Metalli preziosi	■				

▲ = 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.