

2022

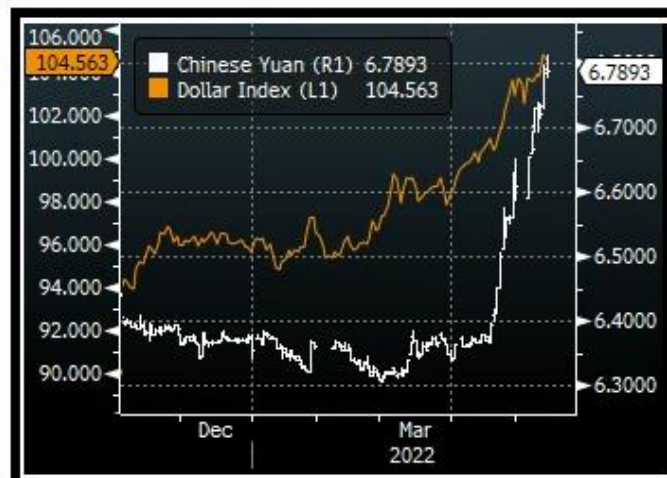
Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Maggio 2022





I mercati scendono a patti con lo stato del ciclo globale.

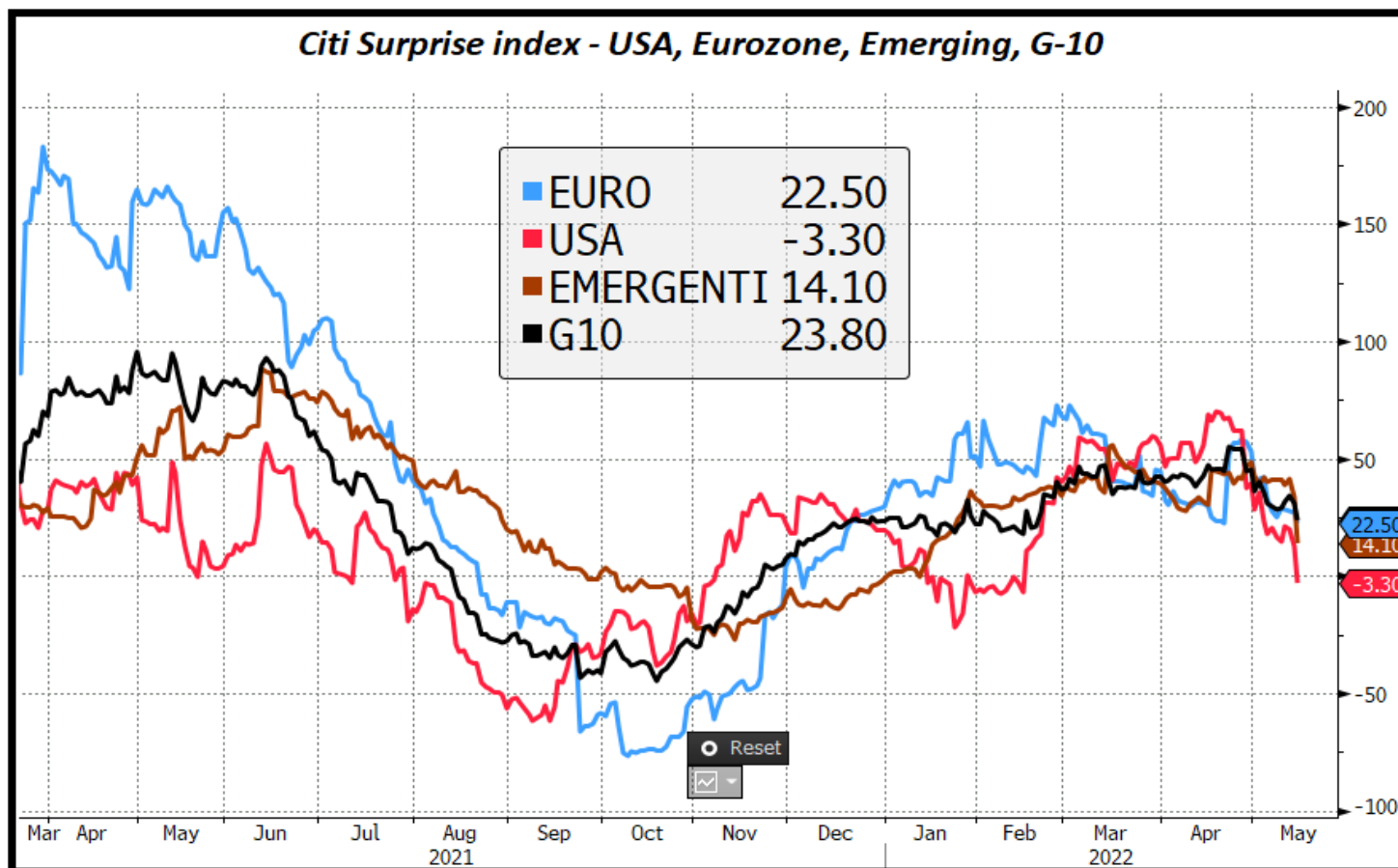


- Nell'ultimo mese, i mercati finanziari hanno cominciato a scontare con maggior convinzione un **rallentamento ciclico globale**:
 - **La correzione dell'azionario si è accentuata**, con una tendenza dei settori difensivi ad outperformare
 - Le **commodities industriali** hanno **corretto**
 - Sulle divise il «**flight to quality**» ha favorito il **Dollaro**, e recentemente anche lo Yuan cinese ha accusato il colpo.





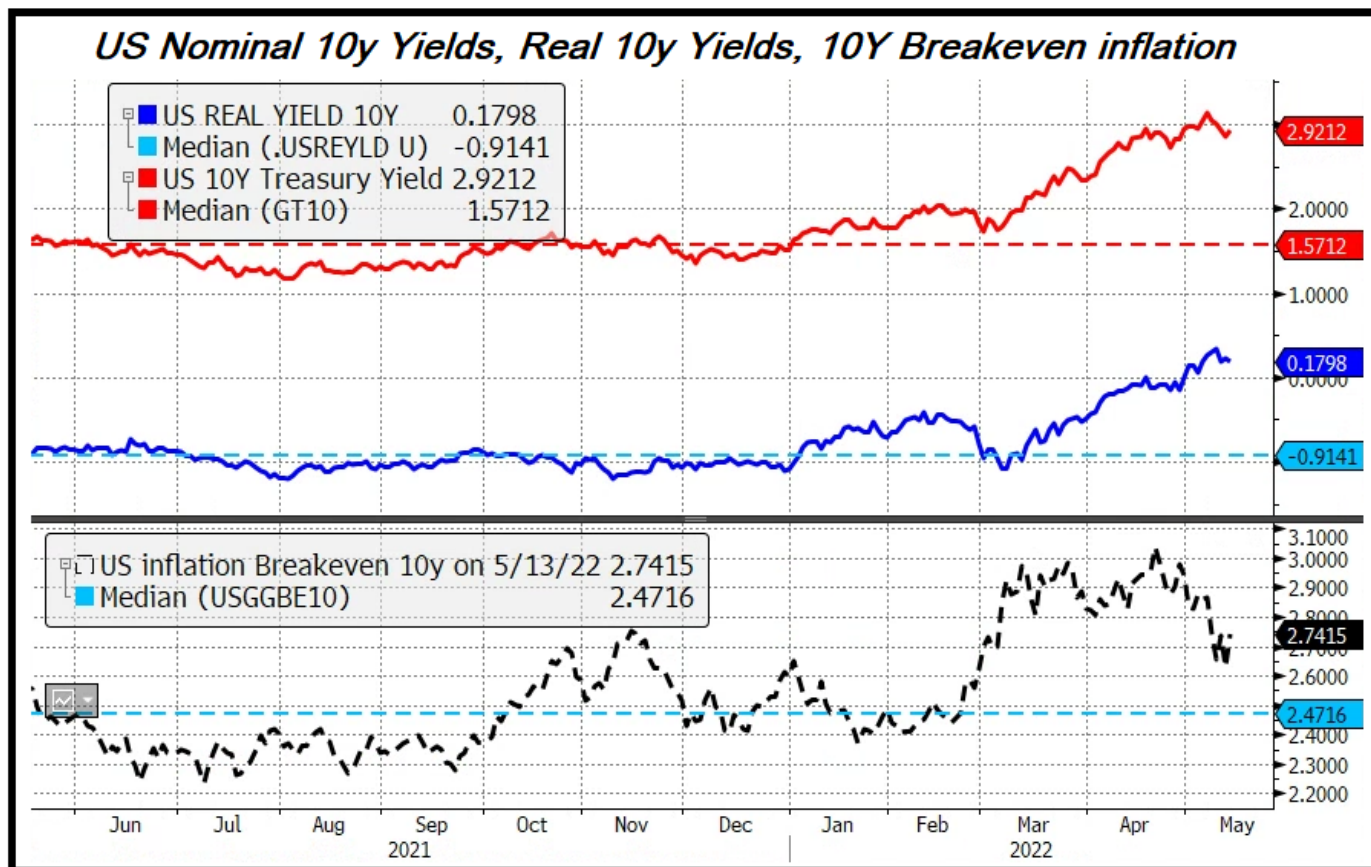
I dati macro hanno ricominciato a deludere il consenso



- Da oltre un mese i **dati USA escono sotto attese**. In Eurozona e nei restanti paesi del G-10 il fenomeno è meno evidente, anche perché forse il consenso era meno ottimista



Anche il mercato dei tassi USA ha cominciato a «cambiare scenario»



- Anche il mercato dei tassi USA, che fino a poche settimane fa prezzava crescenti livelli di inflazione e tightening da parte della FED, sta cominciando a spostare il focus sulle prospettive di crescita:

1. Il livello di 3% sul 10 anni non è stato per ora tenuto
2. Le attese di inflazione di medio periodo stanno calando
3. Nonostante il calo delle aspettative di inflazione i tassi reali sono in stallo

- Nonostante l'aggressività della retorica FED, i Fed Funds Futures non sembrano in grado al momento di prezzare più di un 3% di Fed Funds entro fine 2022, e la curva dei tassi ha ripreso la tendenza ad appiattirsi.



Wall Street è diventata decisamente pessimista

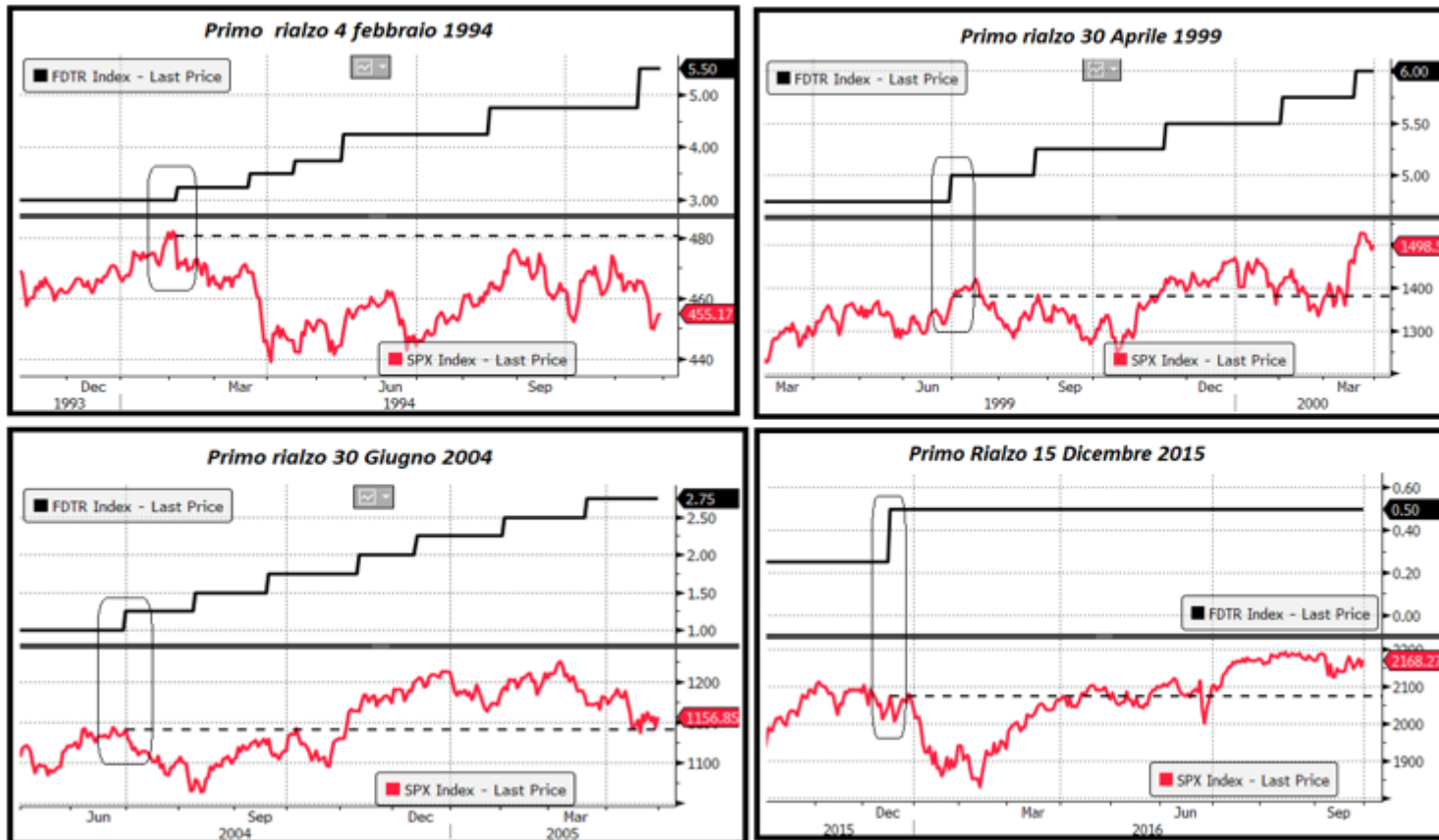


- Ritorni annuali peggiori di quello maturato finora per l'anno in corso si sono avuti, negli ultimi 100 anni, solo in occasione di recessioni.
- Posto che il quadro macro negli USA non è brillante, sembra improbabile di osservare una recessione in America con:
 1. La disoccupazione al 3.6% e un numero doppio di Job Openings rispetto a quello dei disoccupati
 2. Una domanda finale ancora in crescita (+3,7% annualizzato a Q1-22) e consumi robusti, in particolare nei servizi grazie alle riaperture

- Il caveat di questa prospettiva storica è che **questo ciclo è assai particolare**. La ripresa dalla mini recessione Covid è stata particolarmente rapida e violenta, e il «fine ciclo» potrebbe giungere altrettanto rapidamente. Ma non sembra una storia per il 2022.



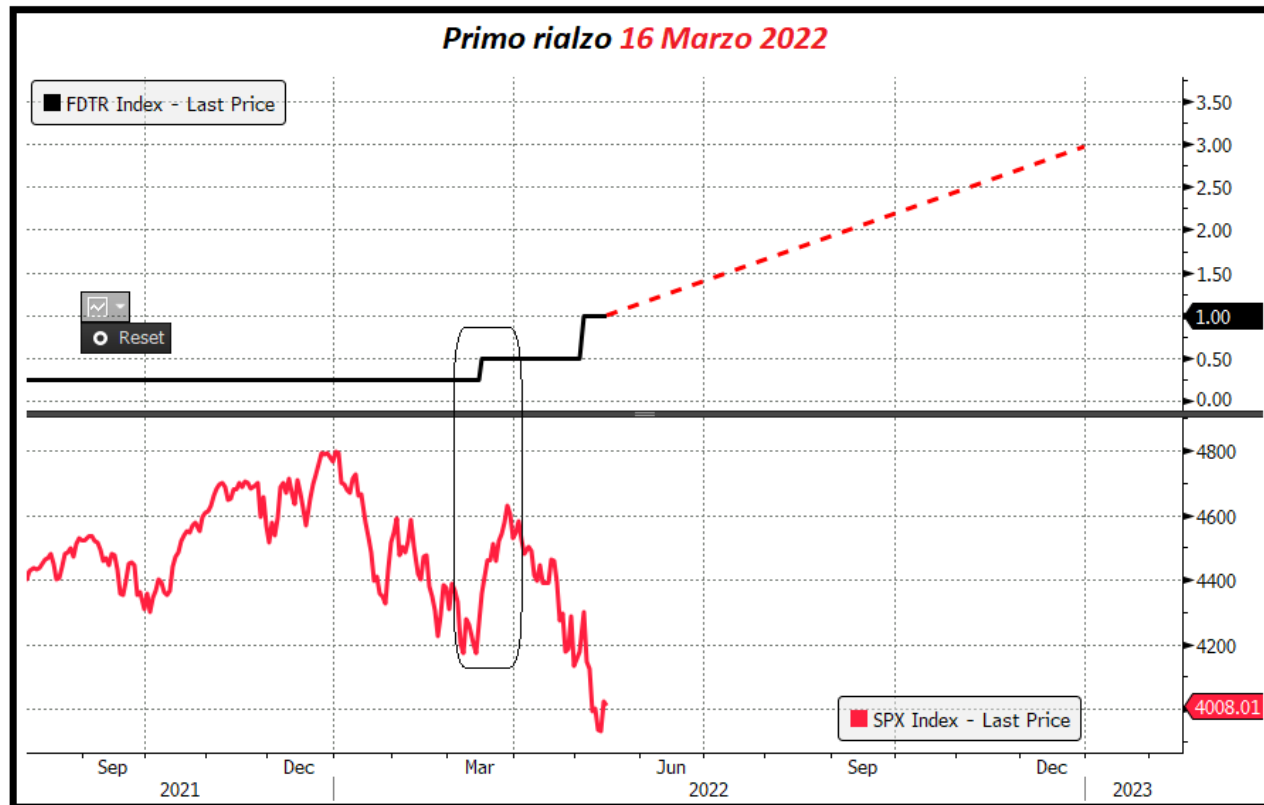
Normalmente l'inizio del tightening produce una correzione...



- L'inizio di un ciclo di rialzi dei Fed Funds è spesso salutato da una correzione dell'azionario USA. Così è stato nelle ultime 4 occasioni, a prescindere dal contesto in cui la mossa è venuta. Il '94 è stata l'occasione in cui l'S&P 500 ha impiegato di più a recuperare la correzione (6 mesi abbondanti)



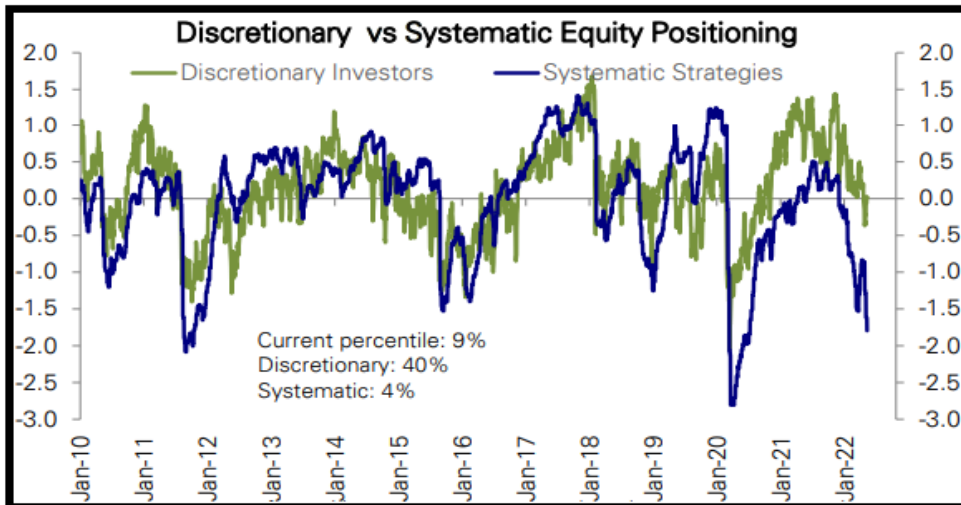
... e anche stavolta la abbiamo avuta.



- Naturalmente la recente fase negativa a Wall Street è stata la conseguenza di diversi driver. Ma il principale sembra essere proprio **l'entità del tightening prezzato dal mercato** e l'aggressività della FED, che si è praticamente impegnata ad alzare i tassi di 50 bps ai prossimi 2 FOMC. Non a caso la piazza USA ha sottoperformato le altre borse dei paesi industrializzati nell'ultimo mese.

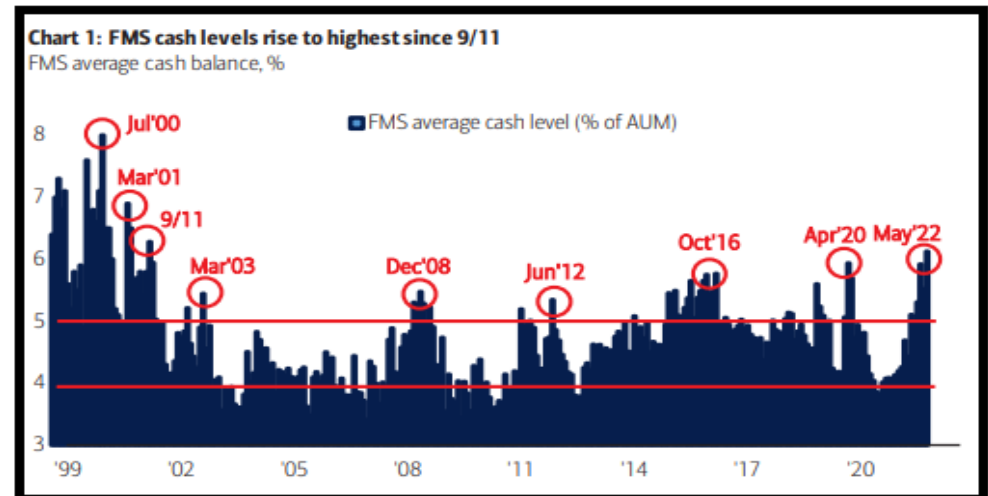


Azionario USA: sentiment e positioning su livelli estremamente depressi



- La prolungata fase di volatilità ha prodotto un **posizionamento assai difensivo da parte degli investitori**. I principali monitor collocano il peso di azionario sotto il decimo percentile.
- Particolarmente scariche di azionario le strategie quantitative. Il livello di investito è ai minimi da 10 anni, se si esclude il periodo Covid
- Messaggi analoghi arrivano dalle survey, con NAIIM (National Association of Active Investment Managers) che indica un peso ai minimi post Covid e la Fund manager Survey di Bank of America che colloca il livello di cash ai massimi dal Settembre 2001

- Similmente, le letture di sentiment sono da capitulation:
 1. Il put call ratio (media a 5 giorni) è nel 95mo percentile, ad indicare un attività di Hedging frenetica
 2. Il modello Fear/Greed di CNN segna «extreme fear»
 3. I volumi negli ETF «inverse» hanno toccato i massimi di periodo.
- **In generale sentiment e positioning sono su livelli che offrono un supporto al mercato USA, in particolare quando il quadro non è recessivo.**





Azionario USA: un livello di ipervenduto «da recessione».

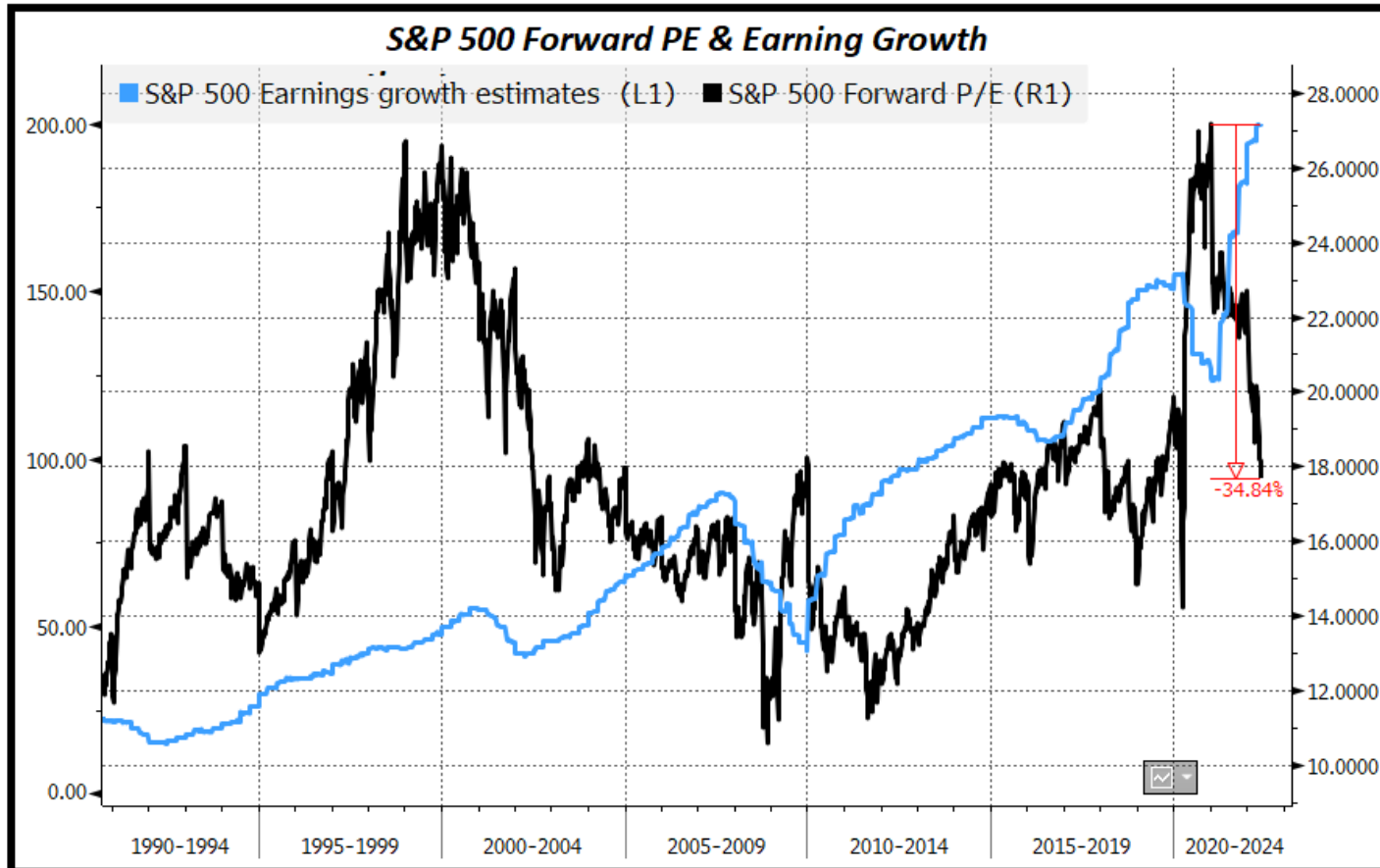
S&P 500 after net NYSE new highs-lows < -30% and Nasdaq < -33%

Signals (18)	1 Week	2 Weeks	1 Month	2 Months	3 Months	6 Months	1 Year
1987-10-19	1.3	13.7	8.1	8.1	10.9	14.7	22.9
1987-10-20	-1.5	5.9	3.7	5.2	2.4	8.1	18.0
1990-08-23	3.8	5.3	-0.8	1.7	2.9	19.1	27.4
1998-08-31	6.9	8.4	6.2	13.4	21.6	28.2	37.9
2008-10-06	-5.1	-6.8	-4.8	-20.0	-11.6	-22.8	-0.2
2008-10-07	0.2	-4.1	-4.4	-12.1	-9.0	-17.2	6.2
2008-10-08	-7.8	-9.0	-8.1	-7.6	-7.6	-13.0	8.2
2008-10-09	4.0	-0.2	2.3	-2.3	-2.2	-5.6	17.8
2008-10-10	4.6	-2.5	2.2	0.0	-3.2	-6.4	19.7
2008-11-20	19.1	16.4	15.8	10.6	2.8	21.0	45.0
2008-11-21	2.0	13.7	7.9	4.6	-4.4	11.6	38.3
2018-12-20	0.7	3.3	6.9	13.2	13.4	19.4	30.6
2018-12-21	3.7	6.5	9.3	15.7	16.6	20.7	33.4
2018-12-24	6.8	9.9	13.3	18.8	19.3	23.9	37.1
2020-03-09	-13.1	-18.5	-3.2	4.9	17.7	24.8	41.1
2020-03-12	-2.9	6.0	11.3	15.7	21.0	34.6	59.0
2020-03-16	-6.2	10.1	16.6	19.5	28.5	41.8	66.1
2020-03-18	3.2	3.0	19.9	23.2	29.8	41.2	63.3
2022-05-12							
Median	1.6	5.6	6.6	6.6	6.9	19.2	32.0
% Positive	67%	67%	72%	78%	67%	72%	94%
Avg Risk	-3.3	-3.3	-5.2	-5.8	-6.5	-8.3	-8.3
Avg Reward	6.4	9.2	10.9	13.3	16.5	20.5	32.0
% Big Drop	56	50	56	44	39	39	39
% Big Rise	78	83	83	78	78	72	67
Z-Score	0.9	2.5	3.1	1.8	1.4	3.1	4.8

- La violenza dello storno dell'ultimo mese ha prodotto **livelli decisamente rilevanti di ipervenduto**:
 - Più del 30% dei titoli del NYSE ha segnato i minimi a 52 settimane
 - Oltre il 50% delle azioni dell'S&P 500 ha ceduto oltre il 20%.
- Il backtest relativo a queste letture mostra che i ritorni dell'indice seguiti a questi livelli di ipervenduto sono superiori alla media, e con win ratio elevati.
- Uno sguardo alla casistica mostra che i casi in cui la performance è risultata negativa nelle settimane e mesi a venire sono concentrati nel 2008 e, in misura minore nel 2020
- **In altre parole, al di fuori di periodi di marcata recessione, a letture di ipervenduto simili a quelle osservate di recente sono seguite in passato perduranti fasi di sollievo**
- Il caveat in questo caso sono i livelli di inflazione e di tightening atteso della politica monetaria, senza precedenti nel campione di backtesting.



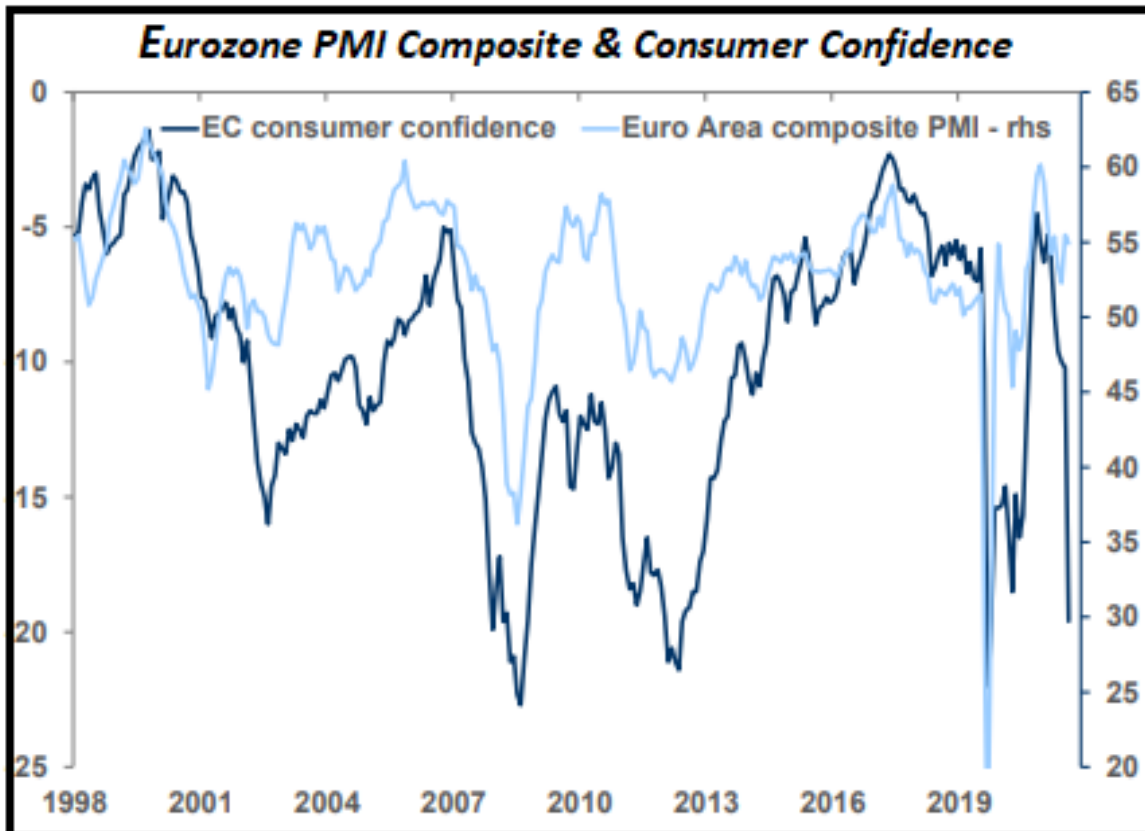
La correzione ha riportato i multipli in linea col la media storica



- Il violento repricing osservato nei primi mesi del 2022 ha il merito di aver riportato i multipli dell'S&P 500 su livelli medi di lungo periodo, purgando gli eccessi post Covid. Il ritracciamento è stato superiore al 30%.
- Derating di questa entità solitamente precedono ritorni superiori alla media per Wall Street.



Eurozona: sorprendentemente resiliente.



- L'economia Eurozone ha mantenuto un **livello di attività più che decente**, considerando gli ostacoli con i quali si sta confrontando:

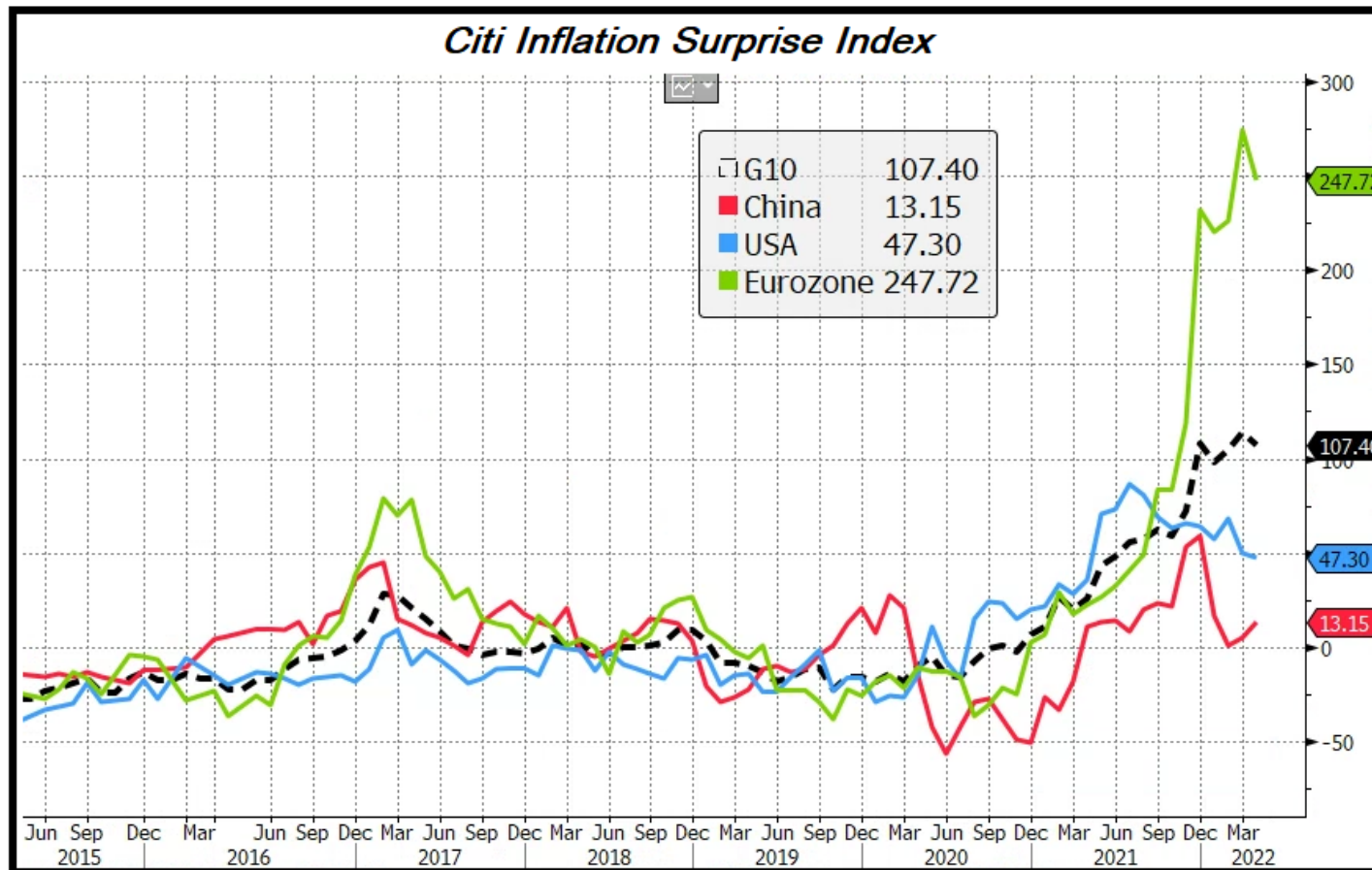
1. La guerra in Ucraina e il conseguente impatto macroeconomico delle sanzioni e dell'impennata dei prezzi dei combustibili fossili (con relativi rischi evolutivi)
2. I segnali di rallentamento dell'economia cinese, con la quale i rapporti sono estesi e importanti
3. L'inasprimento della politica monetaria dell'ECB

- In parte la resilienza è un effetto della **solidità dello stimolo fiscale**, e delle **riaperture** seguite alla cancellazione delle misure anti Covid.

- Peraltro, come altrove, si nota **una crescente divergenza tra il quadro percepito dalle aziende, e gli umori dei consumatori**, che sono tornati quasi sui livelli della grande crisi finanziaria, e della crisi sovereign. La consumer confidence staziona sotto il livello post Covid.
- Considerando la situazione in ucraina, e quella, connessa, dei prezzi, non sembra che questa divergenza possa essere composta verso l'alto



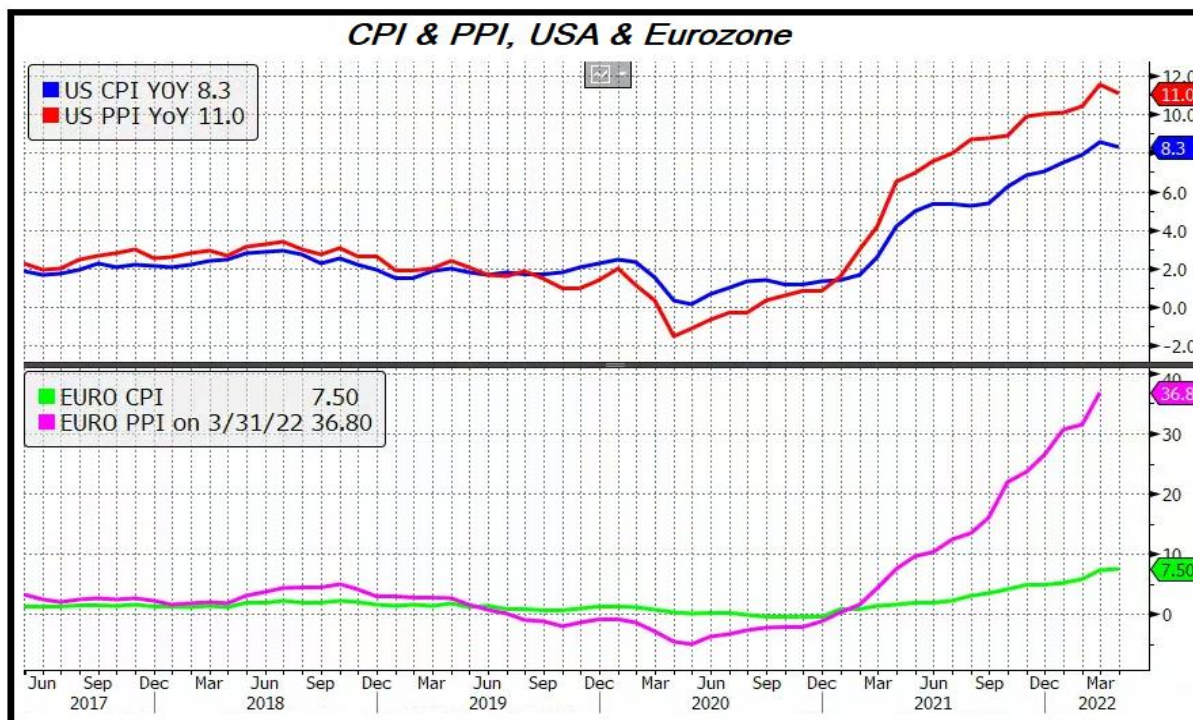
L'Europa passa all'avanguardia sull'inflazione?



- Nell'ultimo periodo, i dati sui prezzi hanno preso a sorprendere al rialzo in Europa molto più che altrove, come mostrano gli indici Inflation surprise di Citigroup.



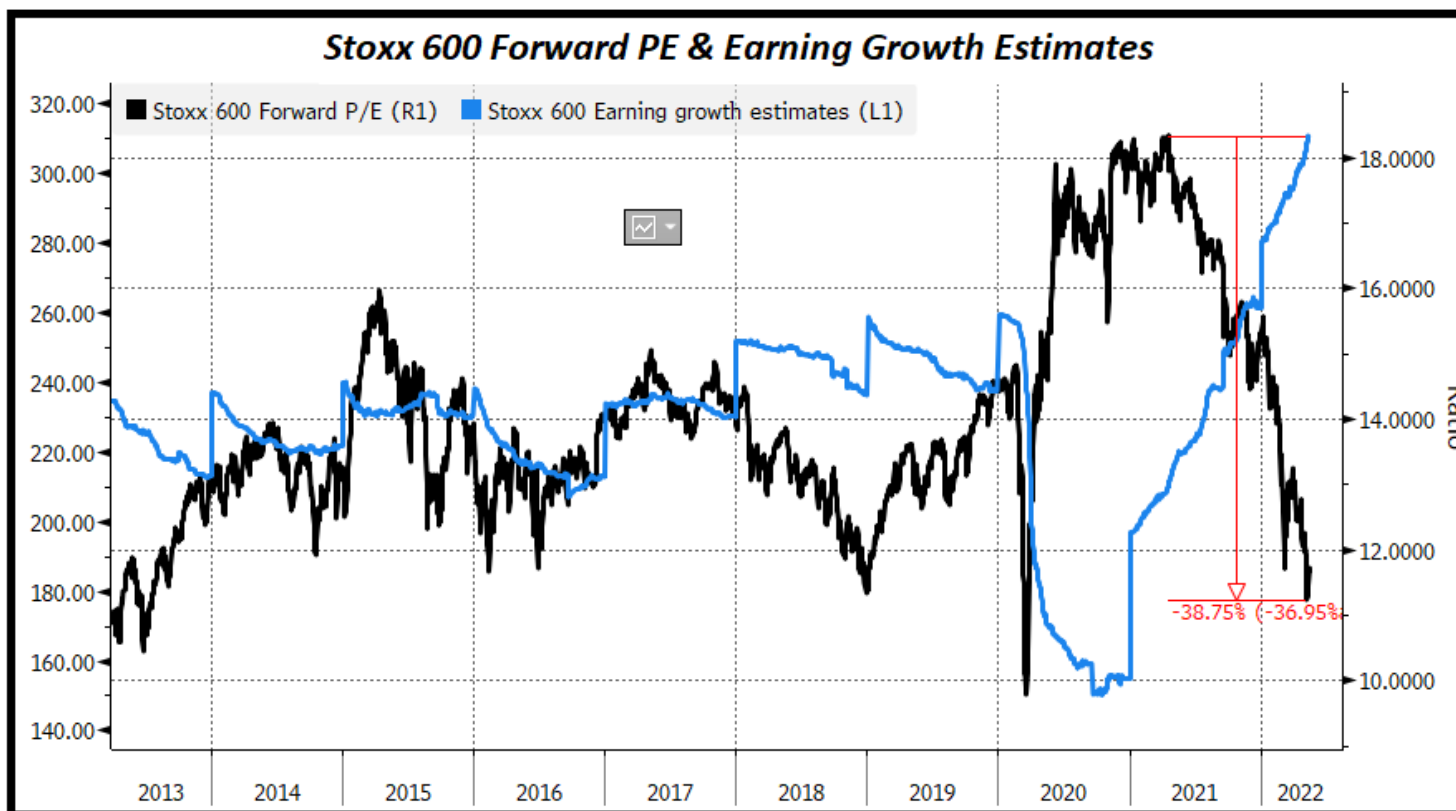
Rischio CPI a 2 cifre in Eurozone nella seconda metà dell'anno.



- Un raffronto della dinamica dei prezzi tra USA e Eurozone alimenta preoccupazioni per le prospettive del vecchio continente
 - Mentre negli USA la forbice tra prezzi alla produzione e al consumo si è stabilizzata nell'ultimo anno e le serie danno segnali di rallentamento, in EU la divergenza è più forte che mai, e il PPI ammonta ad un multiplo del CPI.
 - Anche un trasferimento solo parziale della forza dei prezzi alla produzione su quelli al consumo, nei prossimi trimestri, porterebbe l'inflazione su livelli marcatamente superiori a quelli attuali
- **Un'inflazione a doppia cifra**, nella seconda metà del 2022 e inizio 2023 **colpirebbe l'economia da 2 lati**
 1. Andrebbe ad ulteriore mercato detrimento del reddito disponibile, deprimendo i consumi
 2. Costringerebbe l'ECB ad inasprire ulteriormente la politica monetaria, con impatti intuibili su condizioni finanziarie e ciclo
 - Viceversa, la parte di aumenti che rimanesse a carico delle aziende andrebbe a **comprimere i margini aziendali**, con inevitabile impatto sui profitti.
 - Su queste basi, **il quadro inflattivo sembra molto più delicato in Europa che negli USA**, dove il «ciclo dei prezzi appare in stato più avanzato



Ma l'azionario Eurozone è «cheap»



- L'azionario continentale è stato protagonista di un'ottima earning season, caratterizzata da una crescita elevata (39% YoY cfr DB monitor). La cosa si è riflessa sulle stime per l'anno in corso che hanno continuato a salire. Il risultato è un de-rating clamoroso e livello di multiplo (PE) ai minimi dal 2013, se si esclude il covid crash.
- Quanto detto prima sembra rendere improbabile una tenuta delle attese su questi livelli. Ciò detto i multipli dell'azionario europeo sono sicuramente supportivi dei corsi. Questo è particolarmente vero per Piazza Affari, sotto 10x PE



La Cina resta un rischio per l'economia globale



- Gli ultimi dati macro cinesi confermano che la strategia «zero covid» sta avendo **un effetto depressivo sull'economia**.
- Al momento il quadro sulle infezioni sta migliorando, il che lascia sperare che **Aprile marchi il picco dell'impatto dei lockdown** sull'attività
- Ma l'entità del rimbalzo congiunturale dipende dalla rapidità della normalizzazione e dall'assenza di nuovi focolai, condizione tutt'altro che garantita

- E' chiara l'intenzione del Governo di rilanciare l'economia spingendo sulla spesa in infrastrutture, e sul turnaround del settore immobiliare (vedi recente taglio ai tassi dei mutui). La ripresa dei consumi e della confidence nel settore privato sarà comunque lenta e faticosa.
- L'impatto del rallentamento cinese, e del calo dello Yuan, deve ancora essere avvertito in toto dall'economia globale. A preoccupare sono più gli effetti deprimenti sulla domanda che non quelli relativi alle difficoltà di approvvigionamento, che, complice il rallentamento globale e l'accumulo di scorte, sembrano in via di attenuazione. L'Europa e insieme ad Asia ed Emergenti sono le aree più esposte agli effetti del calo della domanda cinese.



In sintesi

- Portiamo a **neutral l'azionario US**. Riteniamo che, con il repricing occorso nell'ultimo mese, Wall Street sconti uno scenario sufficientemente conservativo per economia USA e utili. Il picco dell'inflazione potrebbe collocarsi nel secondo trimestre del 2022. L'inquietudine del mercato per il quadro macro sta mettendo un tetto alla corsa dei rendimenti. Lasciamo a **underweight l'azionario europeo**, ritenendo che possa avvantaggiarsi solo parzialmente di un recupero di quello USA, e invece sottoperformare gli altri mercati, in caso di una prosecuzione della risk aversion. Temiamo un marcato peggioramento del quadro inflattivo, con conseguente inasprimento della stance ECB. Riteniamo che la discesa dell'€, che ne ha favorito l'outperformance nell'ultimo mese, volga al termine. Vediamo nei prossimi mesi un impatto dal rallentamento della Cina. 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, aggravate dalle frizioni legate alla brexit, 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 **neutral l'azionario cinese**: Sull'economia si sta dispiegando l'impatto dei focolai Covid e relativi lockdown, contro i quali l'impatto della politica monetaria è limitato. Ma le valutazioni e il positioning sono su livelli sacrificati, e i corsi otterranno supporto da ulteriori misure di stimolo che verranno necessariamente varate dalle Autorità. Lasciamo a **underweight l'azionario Emergenti**. Vediamo rischi deterioramento del quadro macro globale 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. Riteniamo che la soglia del 3% per il 10 anni Treasury non verrà superata se non temporaneamente. Lasciamo a **neutral i treasuries inflation linked**, ritenendo che l'inflazione possa aver fatto un picco nel trimestre in corso, anche se resterà elevata. Portiamo a **overweight gli inflation link Eurozone** in quanto temiamo che le pressioni sui prezzi al consumo si intensifichino nei prossimi mesi, a causa del filtrare degli aumenti sui prezzi alla produzione. Il possibile embargo alla Russia sull'oil costituisce un ulteriore rischio evolutivo.



In sintesi

- Portiamo a **underweight l'obbligazionario governativo core Eurozone**, ritenendo che, ai livelli attuali, non prezzi a sufficienza il rischio di un ulteriore aumento dell'inflazione e di un inasprimento della stance ECB. Per il medesimo motivo portiamo a **underweight i bond periferici**
- 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 ancora su livelli troppo elevati, visto lo stato dell'economia e la divergenza della politica monetaria.
- Portiamo a **neutral il debito corporate US Investment Grade**. Riteniamo che nel breve il repricing sia sufficiente, e vediamo un moderato sollievo di qui all'estate per il comparto. Per il medesimo motivo portiamo a **neutral il credito High Yield**. Riguardo al **credito europeo**, lasciamo 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 lasciamo a **underweight l'High Yield europeo**.
- In un clima dove continua a regnare l'incertezza e dove le prospettive macro sono poco incoraggianti, rimaniamo **neutral** su **subordinati finanziari**. Restiamo invece **overweight** sui **Senior** dove, ai livelli di spread attuali, vediamo un'opportunità di investimento, anche alla luce dell'andamento positivo dell'earning season. Infatti, nonostante una leggera discesa del ratio CET1, la patrimonializzazione media resta molto buona, e offre protezione anche a fronte del potenziale rallentamento dell'economia.
- Riguardo i cambi, Portiamo a **neutral l'€/\$**. Riteniamo che il potenziale di apprezzamento del Dollaro in questa fase sia esaurito: con il quadro macro in indebolimento, difficilmente la curva dei tassi USA potrà prezzare un numero maggiore di rialzi dei Fed Funds. Un recedere della risk aversion sottrarrà un po' di domanda al biglietto verde. Infine la stance ECB potrebbe ulteriormente inasprirsi a fronte di un aumento dell'inflazione. Lasciamo a **neutral la Sterlina contro €**, vedendo per questa un supporto dalla serie di rialzi inaugurata dalla Bank of England. Lasciamo a **overweight lo Yen/\$**. Lo stallo nel rialzo dei rendimenti globali permetterà alla Bank of Japan di rallentare il ritmo degli acquisti legati allo Yield Control. Il recente movimento è iperesteso, e le autorità cominciano a preoccuparsi seriamente della svalutazione in corso.



In sintesi

- Portiamo a **underweight il Franco svizzero** con l'idea che l'attenuazione della risk aversion e l'inasprimento della stance ECB possano favorire la Divisa Unica su questo cross
- Riguardo le Commodities, lasciamo 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 un rimbalzo del sentiment potrebbe offrirgli un parziale supporto. Il rallentamento cinese pesare sul 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 ucraina 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 fasi di volatilità.



Giudizi tattici

Azionario

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

Valute

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

Materie prime

Energetiche	■	
Industriali	■	
Agricole	▲	
Metalli preziosi	■	

Obbligazionario governativo

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

Obbligazionario corporate

US investment grade	■	Upgrade
US high yield	■	Upgrade
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.