

2022

Anthilia
Capital Partners
SGR

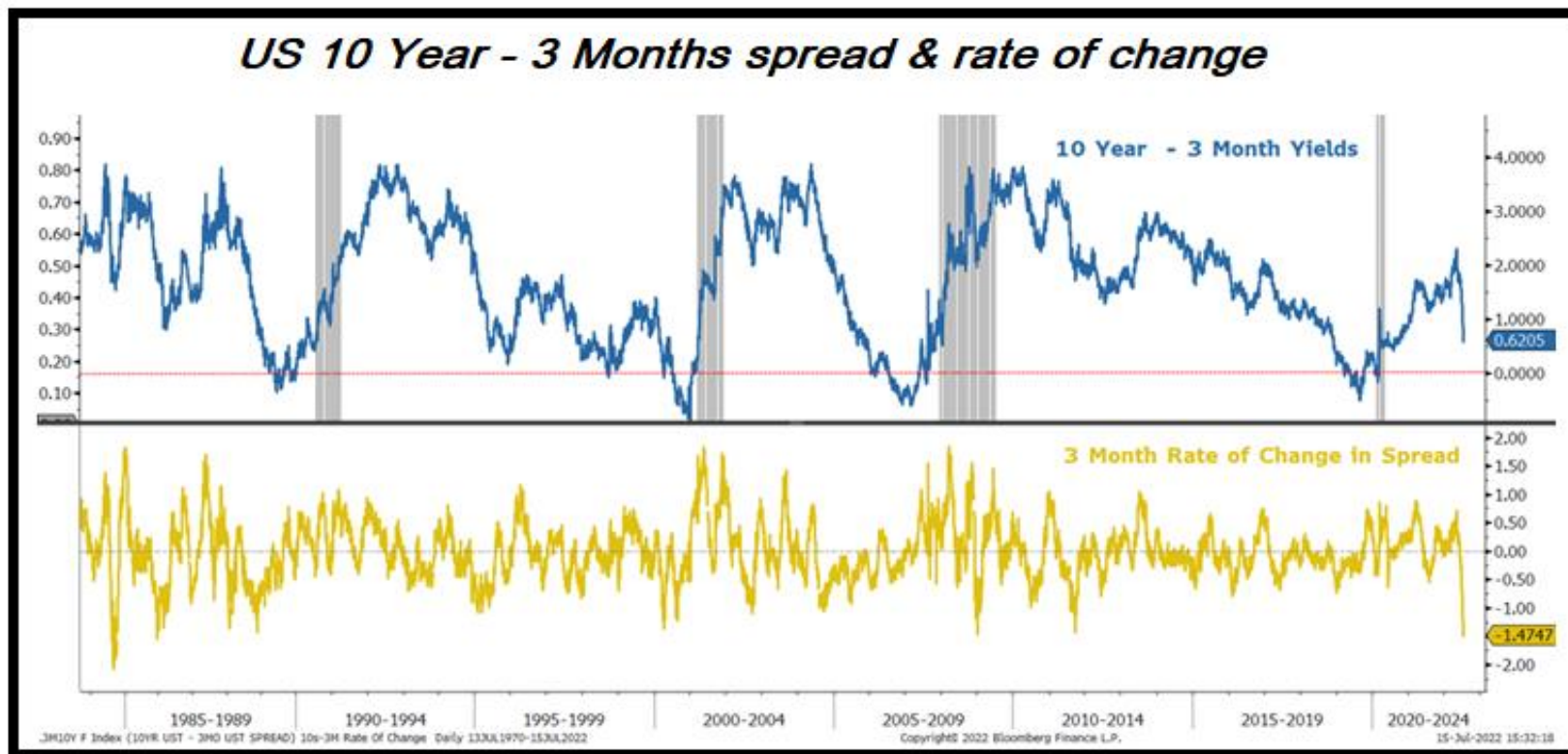
Analisi di scenario
Luglio 2022



Anthilia^{sgr}
Capital Partners



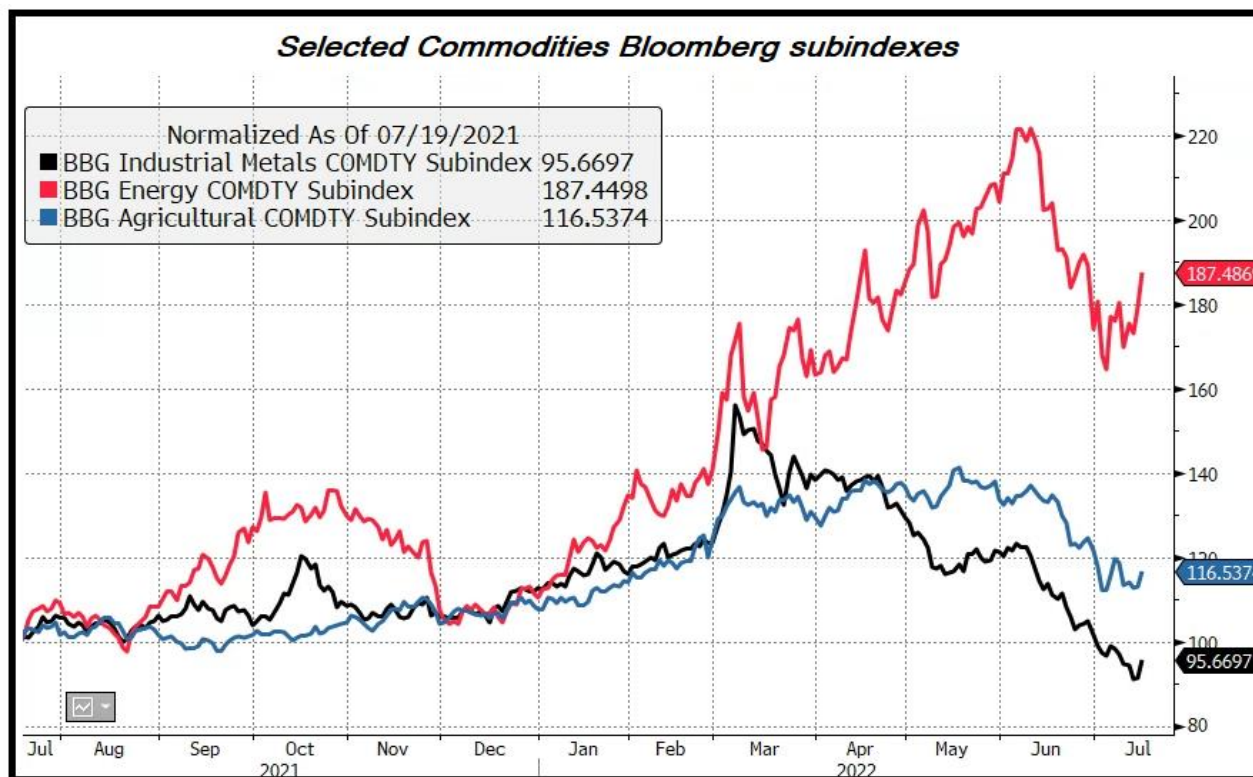
Recessione USA: Non «se», ma «quando», e «quanto».



- Nell'ultimo mese, gli indizi e i segnali di una **prossima entrata in recessione degli USA** si sono alquanto intensificati.
- Il fenomeno è particolarmente evidente sul mercato dei tassi:
 - **La curva USA è totalmente invertita**, dalle scadenze 2/3 anni in su fino al 30 anni
 - Il segmento 2- 10 è invertito dell'ammontare massimo dal 2000, pre bolla tecnologica.
 - Il segmento 3 mesi - 10 anni, utilizzato nel modello della Fed di NY, ha mostrato uno dei maggiori collassi della sua storia. Non è ancora invertito, ma se la FED alzerà i tassi di 75 bps nei prossimi 2 FOMC, lo sarà entro Settembre.



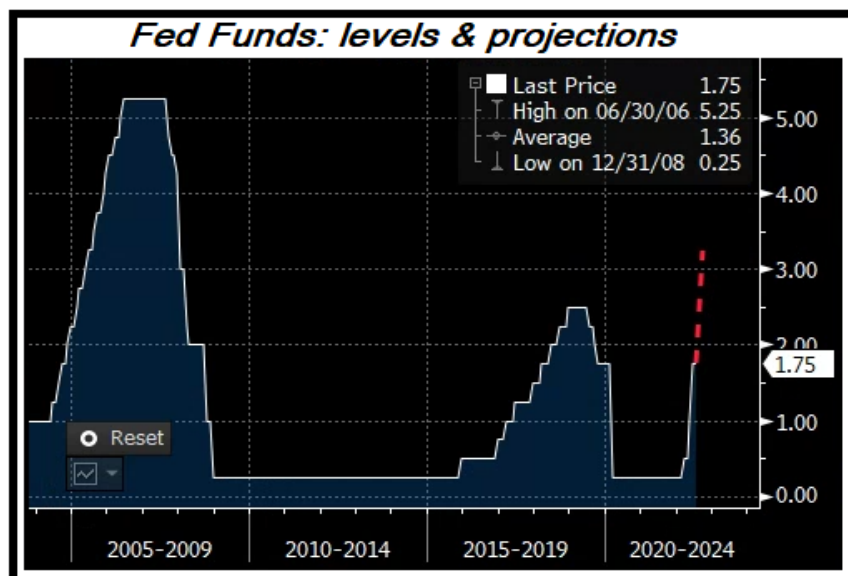
Anche il mercato delle commodity si sta adeguando alla narrativa



- Nell'ultimo mese, anche i **prezzi delle principali commodities** hanno subito pesanti ridimensionamenti, e distano decine di punti percentuali dai massimi.
- I **metalli industriali**, particolarmente sensibili allo stato del ciclo economico globale, sono terminati su livelli visti l'ultima volta nel primo trimestre del 2021.
- Entrambi i principali colossi del mining, BHP e Rio Tinto, hanno recentemente ammonito che i fondamentali per il business si stanno deteriorando rapidamente, con la domanda che si attenua a fronte di costi elevati.



Fed: da dormiente a troppo aggressiva



- Questa marcatissima «stretta» arriva in un momento critico:

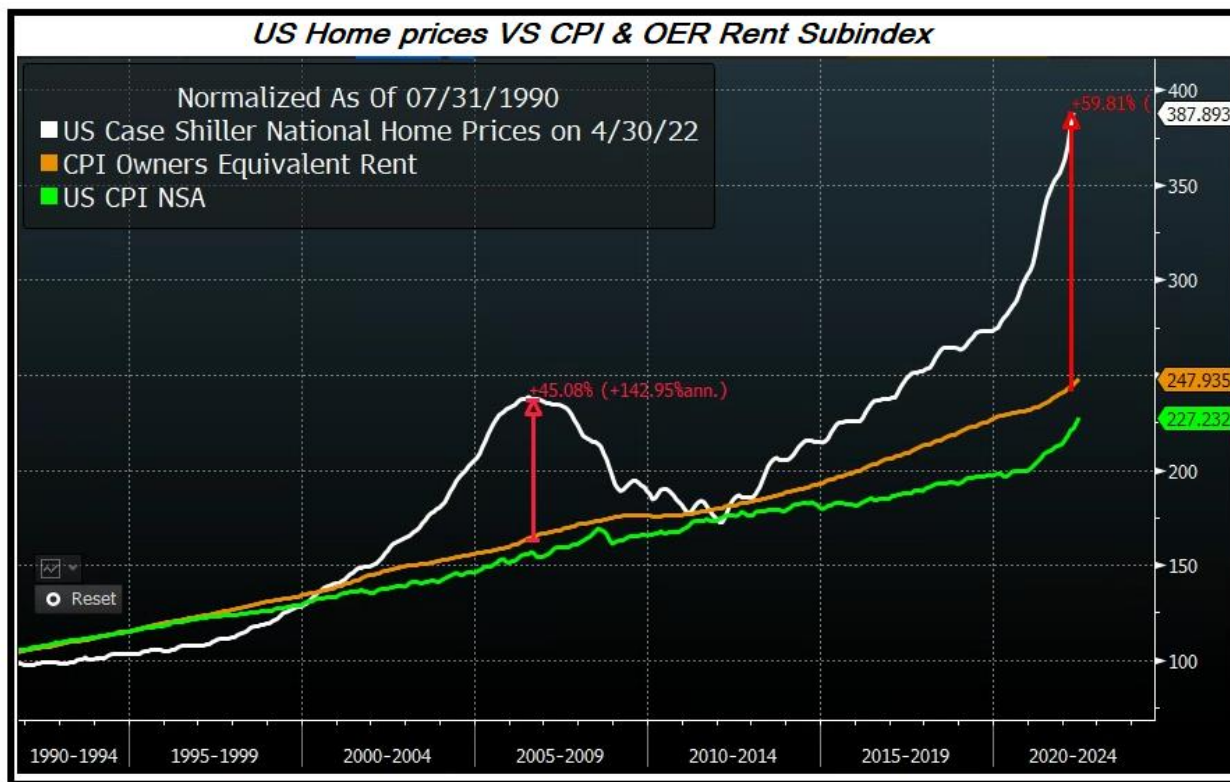
1. Il **picco della crescita**, avvenuto su livelli di «boom», è abbondantemente **alle spalle**.
2. L'**inflazione** sta **deprimendo i redditi** in termini reali e i **margini aziendali**.
3. La **ricchezza delle famiglie** è stata colpita dalla **discesa dei mercati azionario e obbligazionario**, ed asset accessori (Cripto).
4. In tempi non troppo lunghi anche l'**immobiliare residenziale** impatterà negativamente.

- Gli ultimi 2 dati di CPI USA, usciti significativamente sopra attese e ai massimi da decenni, hanno fatto **esplodere il senso di urgenza nella FED**.
- Nel FOMC domina la convinzione che sia imperativo riportare l'inflazione al target e che la FED debba mostrarsi «risoluta».
- Il risultato di questo fervore è che i Fed Funds, che sono già saliti di 150 bps, verranno alzati di almeno 75 bps il 27 luglio e supereranno con ogni probabilità il 3% in Settembre, ad appena 10 mesi dall'inizio della riduzione del QE, e con la riduzione del bilancio FED in corso.
- Si tratta di un ritmo di tightening senza precedenti negli ultimo 30 anni.





Il mercato immobiliare è lo specchio del «policy error» della Fed.

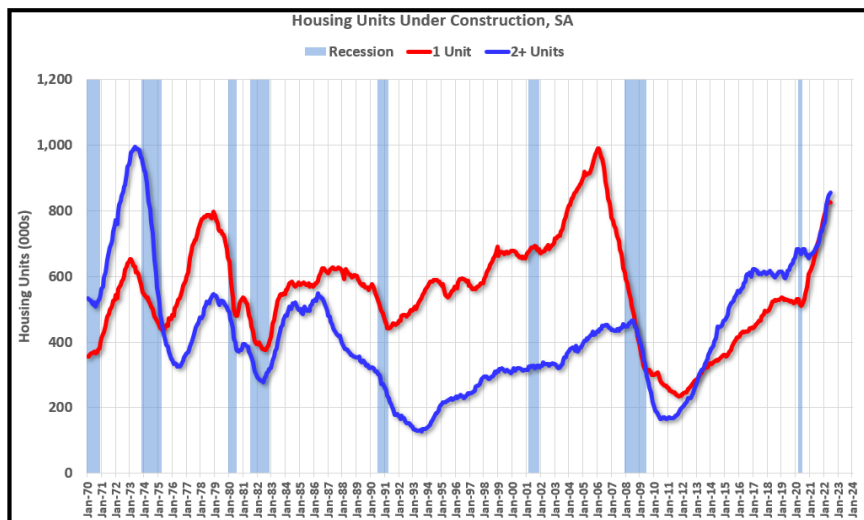


- La divergenza tra prezzi delle case e affitti è superiore a quella osservata nel 2007. Sembra sensato ritenere che si comporrà a discapito dei primi. La componente rents è molto più stabile, essendo tenuta a freno dalla durata naturale dei contratti e comunque contenuta dal calo dei redditi reali.
- Quello che appare è una ricetta perfetta per una brusca inversione di tendenza dei prezzi dell'immobiliare USA, simile per entità a quella del 2006, anche se con effetti meno dannosi per il sistema finanziario, perché i lending standards che hanno informato l'erogazione dei mutui sono molto migliori che prima della GFC e la speculazione è molto inferiore.

- Per combattere la recessione seguita alla pandemia, la FED ha posto in atto misure eccezionali tra cui la Zero Interest Rate Policy e un QE da 120 bln mese, di cui 40 bln di mortgage backed securities.
- Il ritardo nel ritirare questo stimolo ha prodotto un rialzo dei prezzi delle case paragonabile a quello della bolla immobiliare del 2006.
- Il quasi raddoppio dei tassi dei mutui giunge a impattare su un mercato surriscaldato, e con un ondata di cantieri che giunge a compimento nei prossimi trimestri.

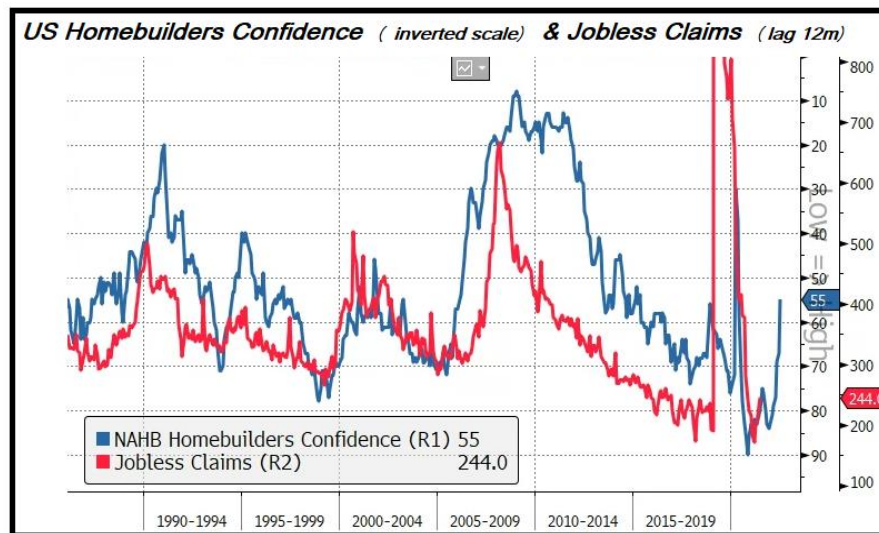


I segnali di inversione per l'US housing sono ormai evidenti



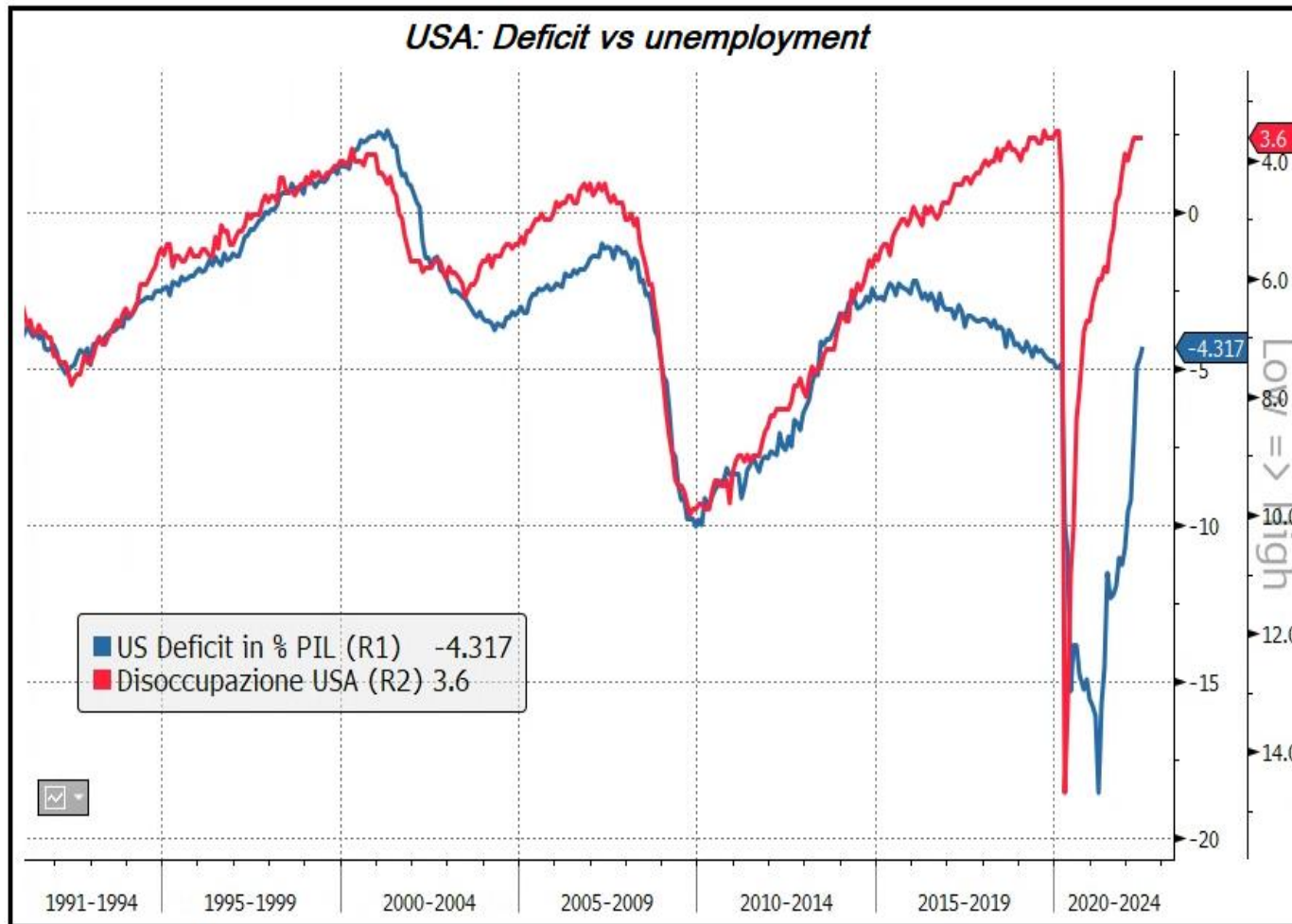
- La Confidence degli US homebuilders è scesa a Giugno di 12 punti, terminando 10 punti sotto consenso, con il peggior calo della sua storia, eccetto il -42 di aprile 2020.
- Le conseguenze di un marcato indebolimento del settore immobiliare sono sostanzialmente due:
 1. Un forte impatto sull'economia USA, visto che una crisi del settore normalmente ha un effetto depressivo sul ciclo (vedi correlazione tra confidence degli Homebuilders e Jobless Claims)
 2. Un effetto disinflattivo nei trimestri a venire, determinato da impatti diretti, sulla componente alloggi, e indiretti, su commodity e domanda aggregata.

- I segnali di inversione di tendenza dell'immobiliare si stanno intensificando:
 1. Le **scorte di case** in vendita sono raddoppiate in 3 mesi e le stime dicono che supereranno i livelli del 2020 in estate.
 2. Le **cancellazioni** dei deal sono ai massimi dal 2020 (esordio pandemia).
 3. Le **vendite** stanno calando rapidamente
 4. Il numero di **cantieri aperti negli USA** è al **massimo storico**, avendo superato il massimo segnato nel 1974. Questi progetti giungeranno sul mercato dopo che i prezzi sono saliti del 20% in 12 mesi.





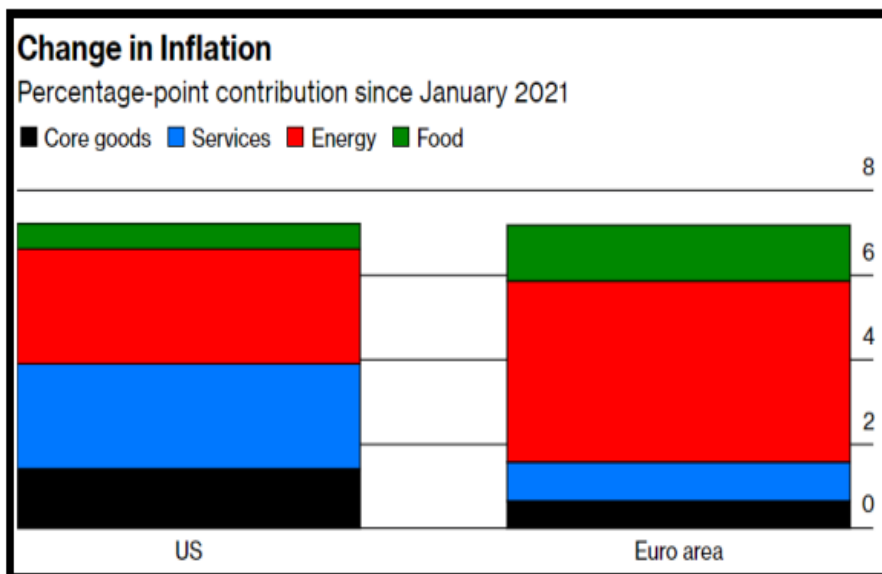
Anche il contributo dello stimolo fiscale è in «full reverse»



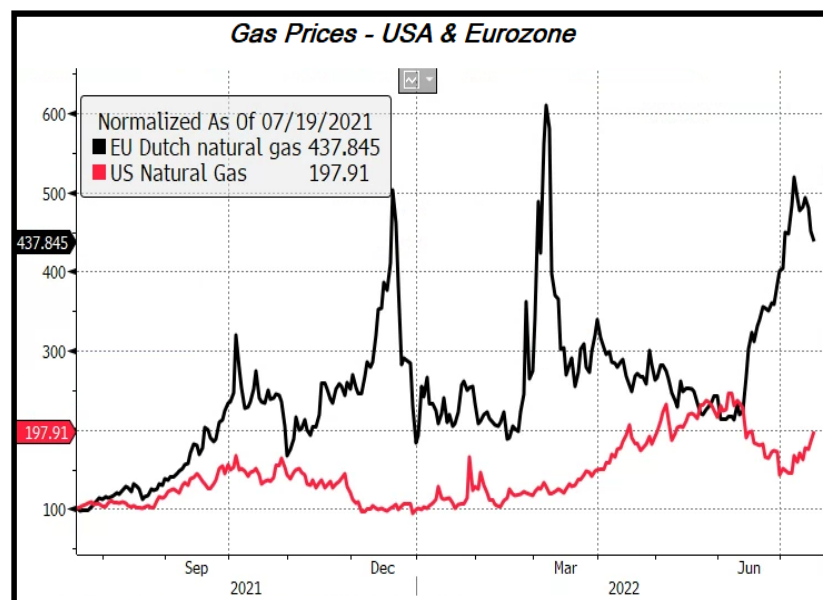
- Il principale driver del boom economico sperimentato nel 2021 è stato **l'esplosione dello stimolo fiscale**.
- Purtroppo, il margine esiguo della maggioranza dei Democratici al Senato sta complicando molto il varo di ulteriori misure di spesa.
- Ne consegue che il cosiddetto **"impulso fiscale" sta collassando** negli USA.
- In sostanza il tightening monetario si compone con un tightening fiscale altrettanto brusco.



Eurozona: inflazione più alta, crescita più bassa



- La composizione dell'**inflazione europea**, assai più dipendente da cause esogene e da costi la rende **più resiliente** all'attacco della politica monetaria e nel breve anche da quello di un rallentamento macroeconomico.
- La dipendenza dalla Russia per parte dell'approvvigionamento di combustibili fossili impedisce alle economie EU di fruire appieno del calo del costo delle materie prime.
- Vi è poi la questione dell'**inflazione importata** tramite la **svalutazione della Divisa Unica**.



- Il marcato rallentamento macroeconomico osservato nelle ultime settimane lascia intendere che **la finestra a disposizione dell'ECB per normalizzare la politica monetaria si sta accorciando vistosamente**.
- In secondo luogo, l'indebolimento della domanda interna e globale renderà più difficoltoso alle aziende di passare gli aumenti dei costi ai clienti. Questo porterà necessariamente ad una **sofferenza dei margini dalla seconda metà del 2022 in poi**.
- La possibilità di un **razionamento del gas** in inverno costituisce un downside risk per l'economia continentale.



Una recessione USA nei prossimi 12 mesi.

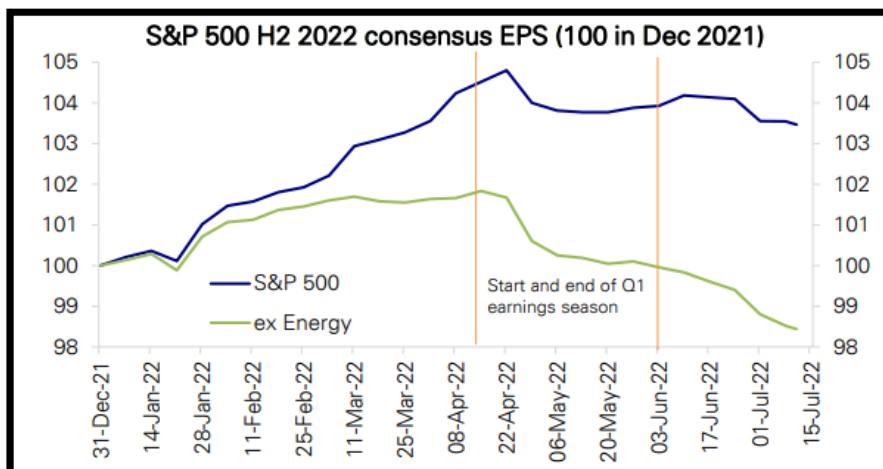
Months Before Recession						
Recession Start	SPX Peak	UE Claims Bottom	Yield Curve Inverts	New Home Sales Peak	LEI Peak	SPX Decline
Dec-69	12	7	20	77	7	36%
Nov-73	10	8	8	13	8	48%
Jan-80	3	14	17	15	14	10%
Jul-81	7	3	10	11	7	27%
Jul-90	0	17	19	52	17	20%
Mar-01	12	11	33	28	10	49%
Dec-07	2	22	24	29	20	57%
Feb-20 (Covid)	0	10	6	1	7	34%
This cycle	6	3	3	18	7	23%
Average	6	12	17	28	11	35%
Median	5	11	18	22	9	35%

- Uno sguardo agli episodi del passato mostra che **molti dei fenomeni che hanno preceduto le ultime recessioni si sono verificati nell'ultimo periodo:**
 1. Il picco dell'azionario è stato a inizio anno
 2. Il picco delle vendite di case è di oltre un anno fa
 3. Il picco del leading indicators è di 7 mesi fa
 4. Recentemente si è aggiunta l'inversione della curva
 5. Abbiamo un possibile minimo ciclico del jobless claims, dal quale il rimbalzo è stato di oltre il 40%

- L'analisi dei fattori indicati **collocerebbe l'inizio della recessione all'interno del quarto trimestre del 2022**
- Con «recessione» si intende una contrazione certificata dal NBER sulla base di 6 indicatori economici (Real personal income; payrolls, real PCE, real sales, household employment e industrial production)
- Alcune di queste serie si trovano su livelli ancora elevati, da richiedere un collasso per produrre una recessione secondo le risultanze NBER
- Su queste basi la contrazione potrebbe arrivare nel 2023

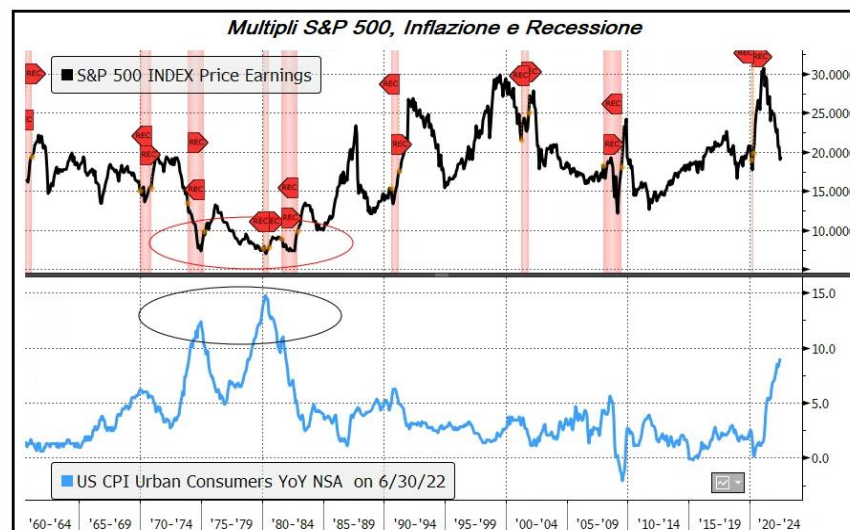


S&P 500: il derating è stato massiccio. Ma basta?



- Relativamente al punto 1) l'impressione è effettivamente che al movimenti **manchi ancora il contributo di un significativo ridimensionamento dei profitti**, legato alla contrazione dei margini e al rallentamento della domanda. Questo repricing dovrebbe avvenire nel corso dei prossimi 6 mesi
- Per quanto riguarda il livello dei multipli, è **probabile che il «cheapening» non sia ancora finito**, visto che di solito il minimo si tocca a recessione iniziata.
- Detto questo, **non riteniamo che l'attuale fase inflattiva avrà la persistenza di quella degli anni '70**. Al contrario ci attendiamo una moderazione dei prezzi nei prossimi trimestri, con la possibilità di un ritorno ad una fase disinflattiva, se sul fronte macro si materializzasse un worst case scenario.
- Non vediamo quindi il ritorno a PE «single digit».

- La correzione dell'S&P 500 nel 2022, superiore al 20%, ha prodotto un significativo derating dei multipli, che ora sono tornati in linea con il quinquennio 2015–2020.
- Prospettivamente la possibilità di un ulteriore significativo downside è legata a 2 temi distinti:
 - **Le stime degli utili non sono ancora scese in maniera significativa.** Nel dettaglio la salita di quelle del settore energy ha coperto la discesa del resto, che risulta ancora modesta in relazione al quadro macro e al rafforzamento del \$.
 - Caratteristica delle recessioni avvenute in periodi di forte inflazione è di aver fatto scendere i multipli sotto le medie di lungo periodo.



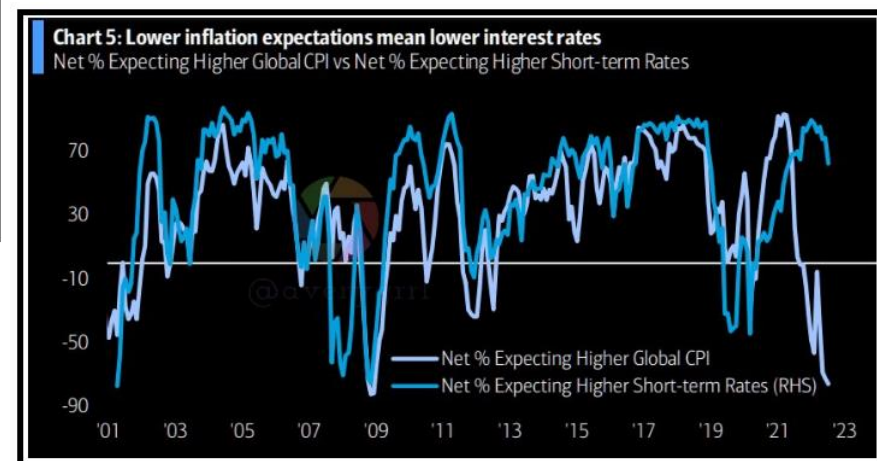


Il consenso si è però decisamente adeguato.

- Gli eventi degli ultimi mesi hanno però radicato negli investitori istituzionali la percezione che una **recessione è in arrivo**.
- La percentuale di intervistati che vede un aumento dei profitti aziendali è ai minimi storici assoluti da inizio della survey.

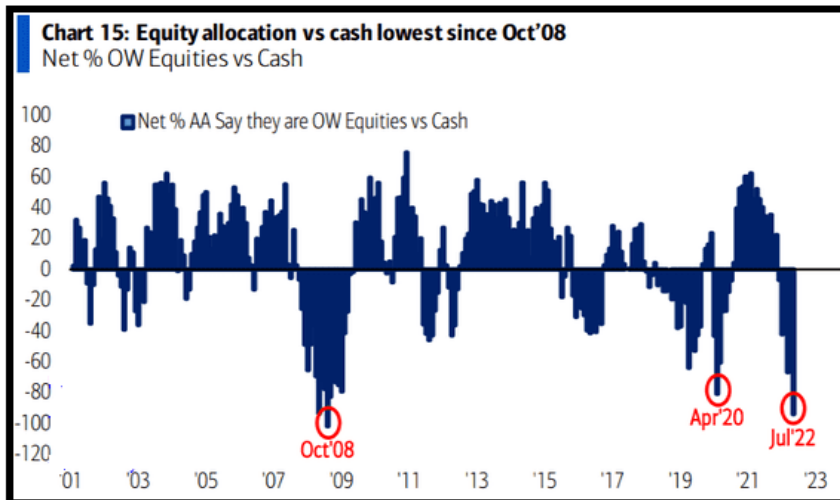
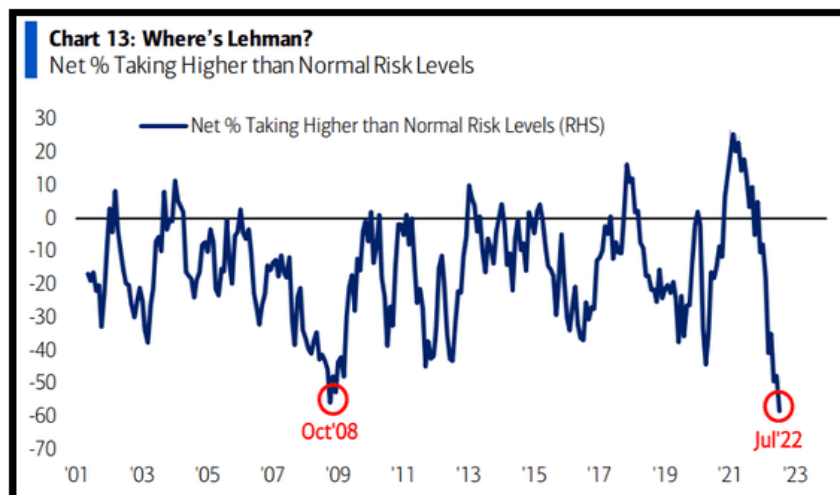


- Perfino sul fronte prezzi è subentrata la convinzione che i **massimi dell'inflazione, per questo ciclo, siano alle spalle**.
- Anche la percentuale di investitori che si aspetta tassi in rialzo sta iniziando a calare, a dimostrazione di un outlook macro decisamente pessimista.

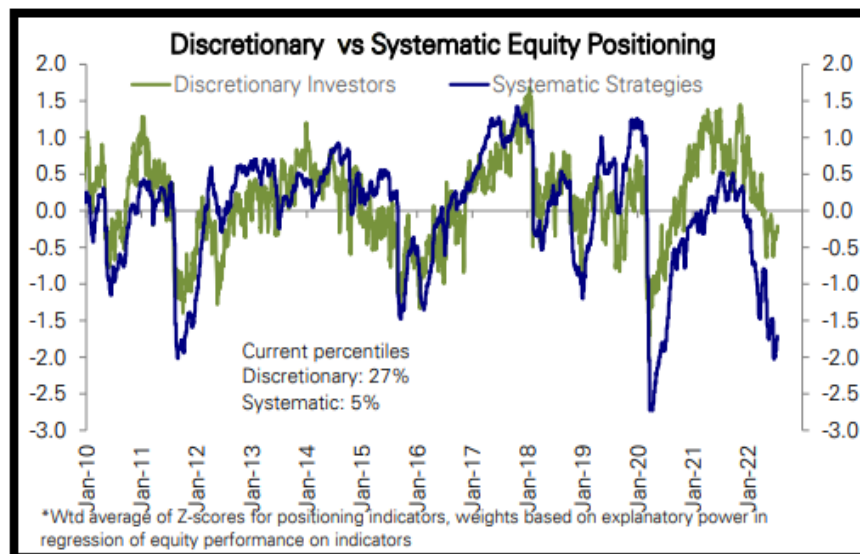




E anche il positioning sull'azionario, che è ai minimi storici



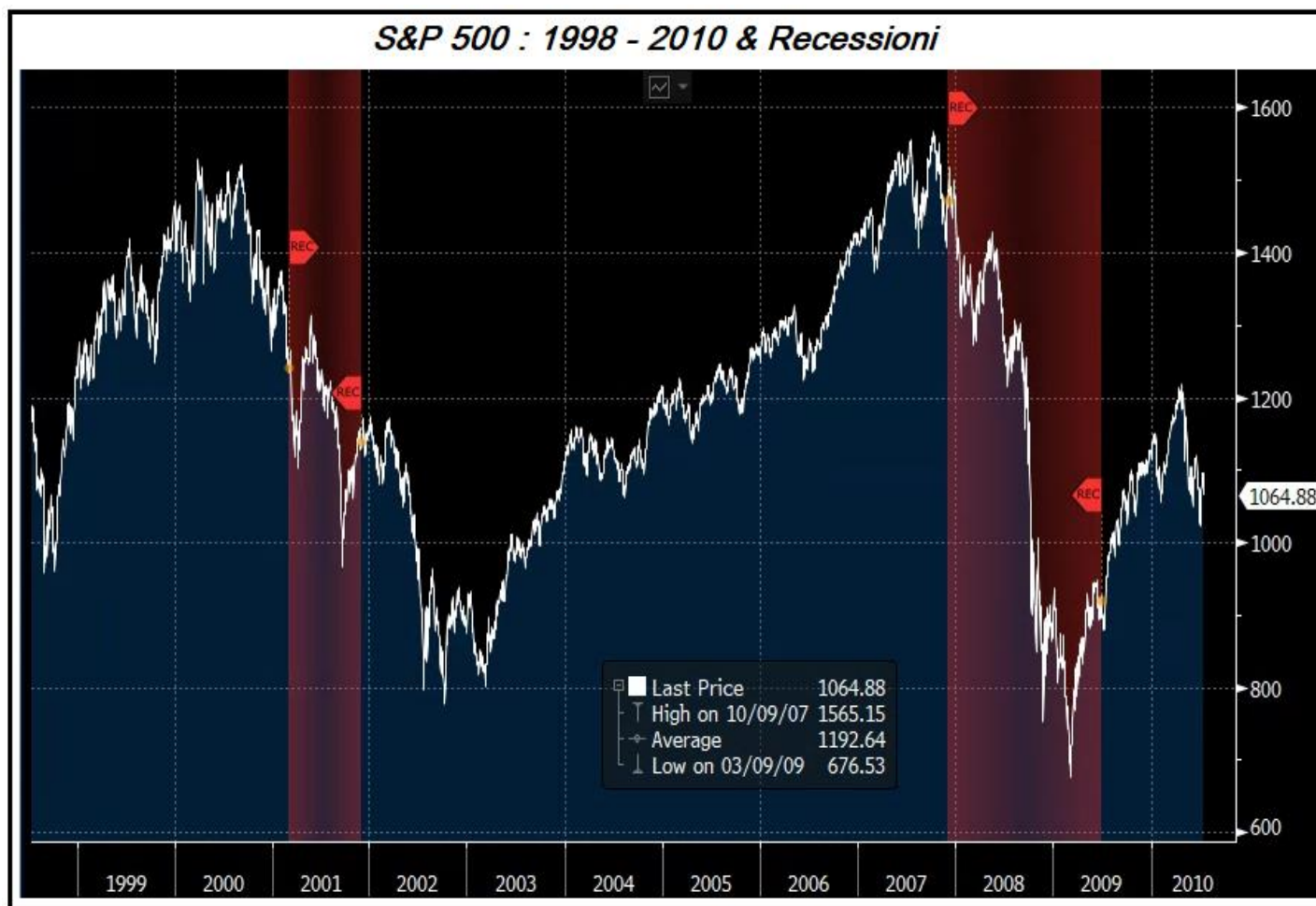
- La riduzione dell'esposizione all'azionario occorsa negli ultimi 3 mesi nei portafogli degli investitori istituzionali è di proporzioni storiche.
- Un'ampia gamma di monitors e di survey è concorde nell'indicare un mercato sottopeso di azionario e un'elevate quantità di cash.



- Il sottopeso è particolarmente sostenuto nei confronti dell'azionario europeo.
- L'avversione è al livello osservato nel 2011 e non si rileva ancora alcun recupero, a differenza di quello USA.



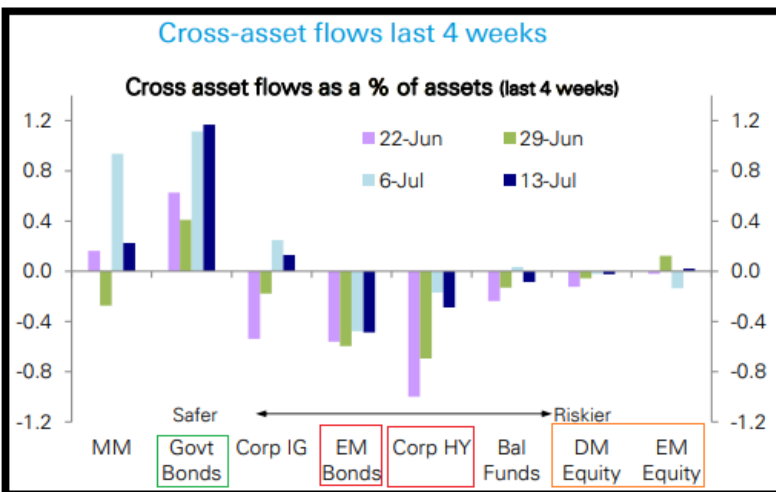
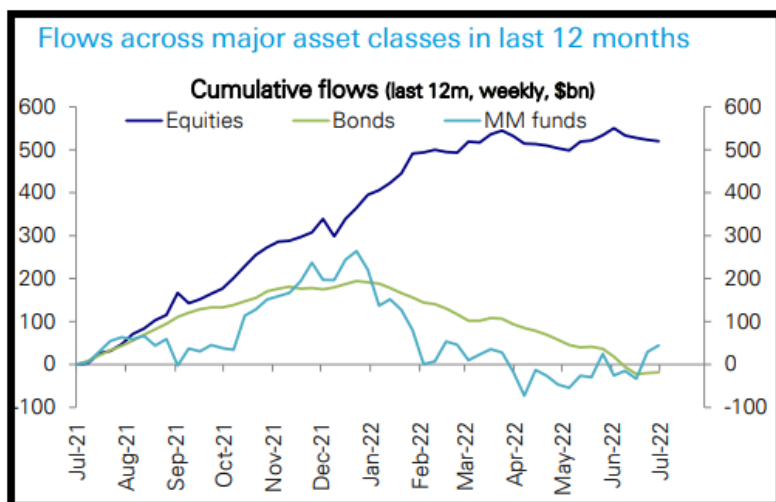
Cosa che può dar luogo a significativi rimbalzi



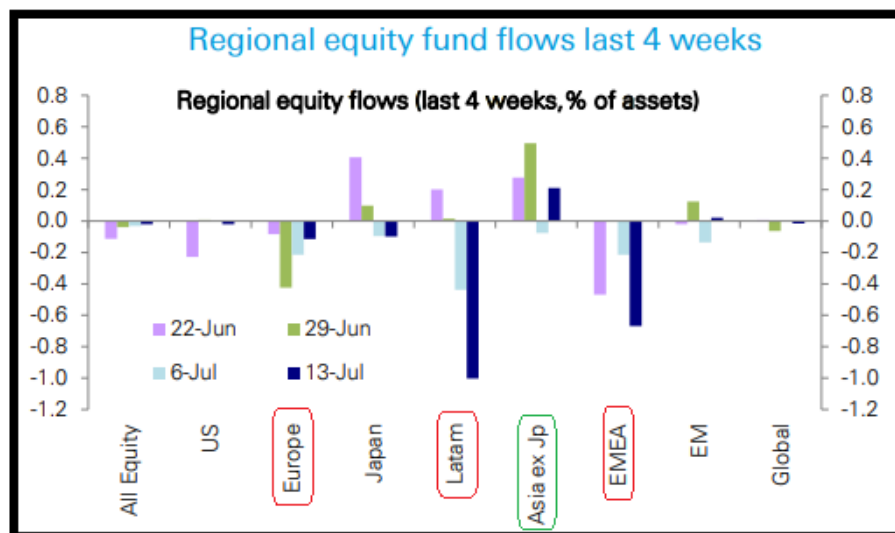
- **Positioning scarico**, in combinazione con un **temporaneo miglioramento del newsflow**, può produrre i cosiddetti “**rally di bear market**”, anche all’interno di una recessione
- Le condizioni attuali, con il sentiment macro depresso e la possibilità di un miglioramento del quadro inflattivo sono del tipo che può produrre un vigoroso rimbalzo o quanto meno limitare il downside nel breve.



I flussi però non sono ancora stati significativi, e potrebbero cambiare il quadro



- Uno sguardo ai flussi mostra però che, dopo le massicce sottoscrizioni che hanno caratterizzato il 2021, l'uscita dall'azionario è ancora solo accennata da parte degli investitori.
- Queste uscite potrebbero accelerare nei prossimi mesi, trasformandosi in un fattore negativo per l'azionario.



- E' altresì evidente come nelle ultime settimane siano partite le sottoscrizioni sui fondi di bond governativi.
- Il dettaglio mostra che la preferenza dei sottoscrittori va ai prodotti con duration più lunga.
- Robusti riscatti caratterizzano high Yield, Emergenti e soprattutto Bank Loans.



In sintesi

- Lasciamo a **neutral l'azionario US**. Riteniamo che, nonostante i recenti nuovi record, i prezzi al consumo USA siano vicini ad un punto di flesso. Vediamo un contributo decrescente al CPI da parte dei servizi, la cui domanda è stata gonfiata dalle riaperture, e potrebbe normalizzarsi, e dalla categoria alloggi, che risentirà a medio termine dell'involuzione del mercato immobiliare. Il calo delle commodities dovrebbe iniziare a far percepire i suoi effetti a cominciare dal mese di Luglio. Il quadro macro è in marcato deterioramento, ma nel breve sentiment e positioning potrebbero offrire supporto ai corsi azionari, in particolare se un'attenuazione dell'inflazione tranquillizzerà un po' gli umori del FOMC. Lasciamo a **underweight l'azionario europeo**, ritenendo che possa avvantaggiarsi solo parzialmente di una stabilizzazione di quello USA, e invece sottoperformare gli altri mercati, in caso di una prosecuzione della risk aversion. Il marcato peggioramento del quadro inflattivo sta causando un serio inasprimento della stance ECB e rischia di avere un impatto superiore alle attese sui consumi e sui margini aziendali. Lasciamo a **neutral l'azionario italiano**, ritenendo che l'ECB si opporrà a ulteriori significativi allargamenti dello spread. Le valutazioni attraenti gli offrono un vantaggio rispetto alle altre piazze dei paesi europei, anche se gli impatti della situazione politica, dell'inflazione e 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 **neutral l'azionario giapponese**. Riteniamo che la stance della Bank of Japan sia insostenibile nel medio periodo. Un suo eventuale abbandono porterà ad un violento rimbalzo dello Yen. Ma un calo delle pressioni inflattive globali potrebbe migliorare questo quadro. Lasciamo a **neutral l'azionario cinese**: un aumento dei focolai covid e relativi lockdown resta un rischio per l'economia nel breve ma l'enorme ammontare di easing erogato offrirà supporto al ciclo nei prossimi mesi. Le valutazioni sono su livelli ancora interessanti. Lasciamo a **underweight l'azionario Emergenti**. Vediamo rischi dal deterioramento del quadro macro globale e dal tightening FED e conseguente rialzo del Dollaro.
- Portiamo a **overweight l'obbligazionario US**. Riteniamo che il picco di aggressività della politica monetaria FED sia ormai alle spalle, e che nei prossimi mesi emergerà come i rialzi dei tassi programmati siano eccessivi. L'inversione del trend nei prezzi e l'accentuarsi del rallentamento ciclico dovrebbero esercitare pressioni ribassiste sui rendimenti. Lasciamo a **underweight i treasuries inflation linked**, ritenendo che il rallentamento ciclico in corso comporterà un ulteriore ridimensionamento dei breakeven.



In sintesi

- Lasciamo a **overweight gli inflation linked 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. Inoltre il quadro macro in deterioramento impedirà all'ECB di procedere aggressivamente con la normalizzazione. Riteniamo però che siano da privilegiare le scadenze più brevi, con obiettivi di carry, mentre i breakeven sui linkers più lunghi continueranno a calare.
- Lasciamo a **underweight l'obbligazionario governativo core Eurozone**, ritenendo che, ai livelli attuali, non prezzi a sufficienza il rischio di un ulteriore aumento dell'inflazione. L'ECB cercherà di affrettare la normalizzazione, per timore che la finestra si chiuda anzitempo a causa di una recessione. Lasciamo a **neutral i bond periferici** con l'idea che l'ECB si opporrà ad un ulteriore significativo allargamento degli spreads. Sembra di intuire che i falchi all'interno del Governing Council abbiano accettato il varo di un robusto strumento anti frammentazione in cambio di un maggior margine di manovra sui tassi.
- 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.
- Lasciamo a **neutral il debito corporate US Investment Grade**. Riteniamo che nel breve il repricing sia sufficiente, e vediamo un moderato sollievo nel corso dell'estate per il comparto. Per il medesimo motivo lasciamo 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 contesto dominato dall'incertezza e dai fattori negativi di tipo politico e tecnico e caratterizzato da rilevanti flussi in uscita, gli spread dei bond finanziari senior hanno subito un allargamento maggiore rispetto a quello mostrato dai bond corporate. I rendimenti assoluti di questi asset hanno fatto segnare i massimi da 10 anni. Per questo motivo riteniamo di estendere la raccomandazione di **overweight** a tutto il comparto dei **finanziari senior**. Crediamo che, stanti i bilanci sani e i ratio di capitale e di liquidità elevati, i livelli attuali rappresentino un'opportunità, anche in questo contesto di rialzo dei tassi. Il perdurare del quadro di incertezza ci fa invece confermare il nostro **Neutral** sul comparto dei **finanziari subordinati** in quanto l'entità del potenziale rallentamento dell'economia resta ancora ignoto.



In sintesi

- Riguardo i cambi, lasciamo 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. Un eventuale meccanismo di controllo dello spread potrebbe costituire un ulteriore elemento a supporto della Divisa unica. 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/€**. Riteniamo elevato il rischio che la Bank of Japan attenui la politica dello yield control, con effetti positivi sulla divisa.
- Portiamo a **neutral il Franco svizzero** con l'idea che il quadro macro europeo in deterioramento impedisca alla Divisa Unica di produrre significativi apprezzamenti contro quella svizzera.
- Riguardo le Commodities, portiamo a **underweight quelle energetiche**, ritenendo che il rallentamento globale in atto dovrebbe riflettersi maggiormente sulle quotazioni del greggio, che superano ancora i 100\$. Lasciamo a **neutral quelle industriali** ritenendo un rimbalzo del sentiment e il piano infrastrutture cinese potrebbero offrirgli un parziale supporto. 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**.



Giudizi tattici

Azionario		Obbligazionario governativo	
US	■	▲ Upgrade	
Area euro	▼	▼	
Italia	■	■	
UK	■	■	
Giappone	■	▼	
Cina	■	■	
Emergenti	▼	■	
Valute		Inflation linked US	▼
EUR/USD	■	Inflation linked Area euro	▲
EUR/GBP	■		
EUR/CHF	■		
USD/JPY	▼		
Materie prime		Obbligazionario corporate	
Energetiche	▼	US investment grade	■
Industriali	■	US high yield	■
Agricole	▲	Area euro investment grade	▼
Metalli preziosi	■	Area Euro high yield	▼
		Area euro finanziari Senior	▲
		Area euro finanziari Subord.	■



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	■		

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.