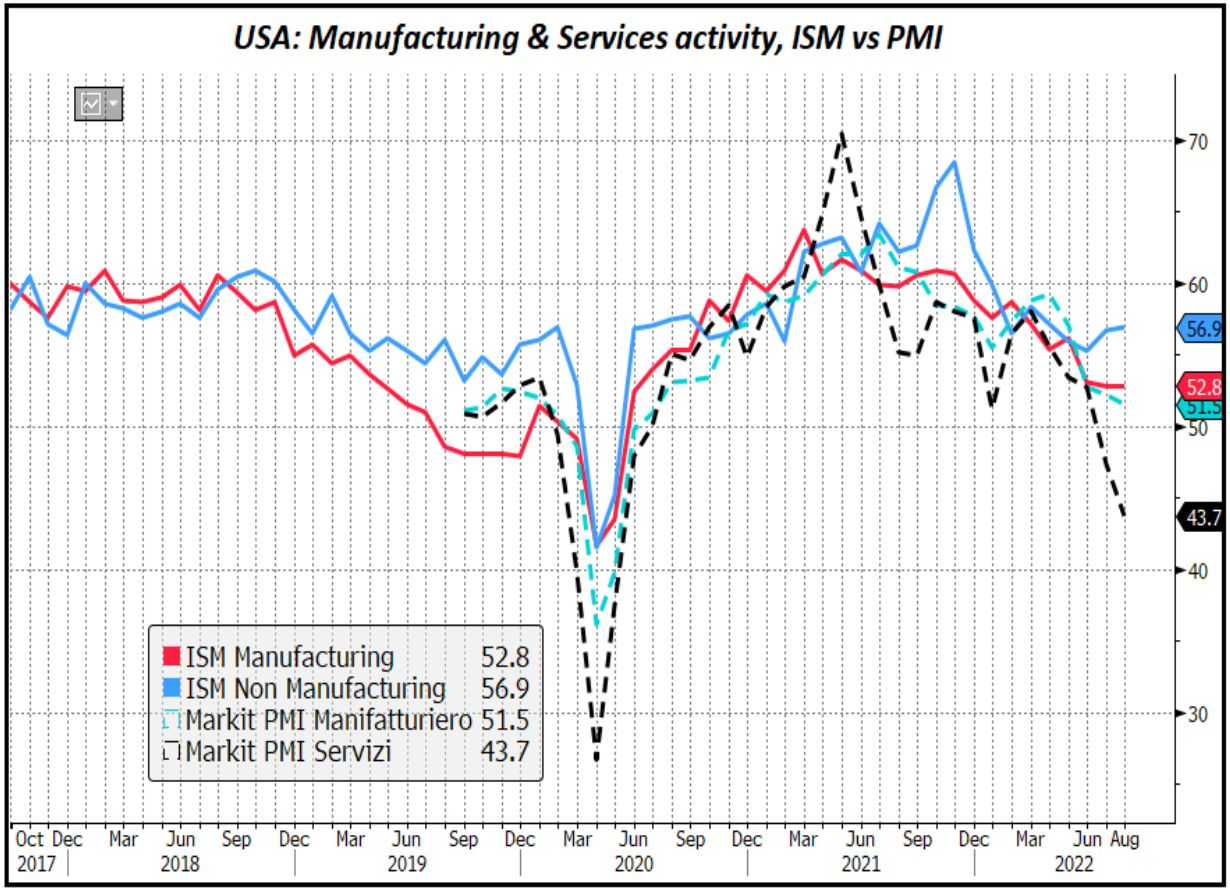
2022

Anthilia Capital Partners SGR

Analisi di scenario
Settembre 2022

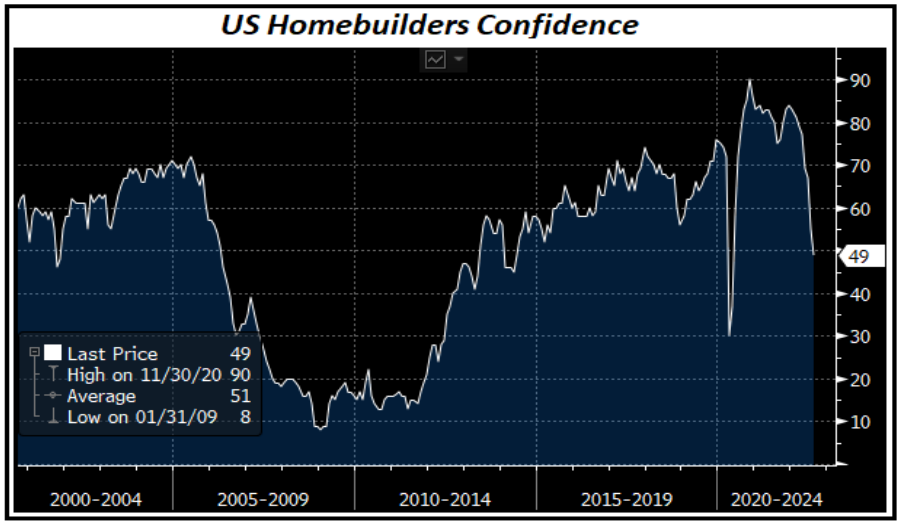
Anthilia sgr
Capital Partners

USA: segnali contrastanti, qual è la verità?



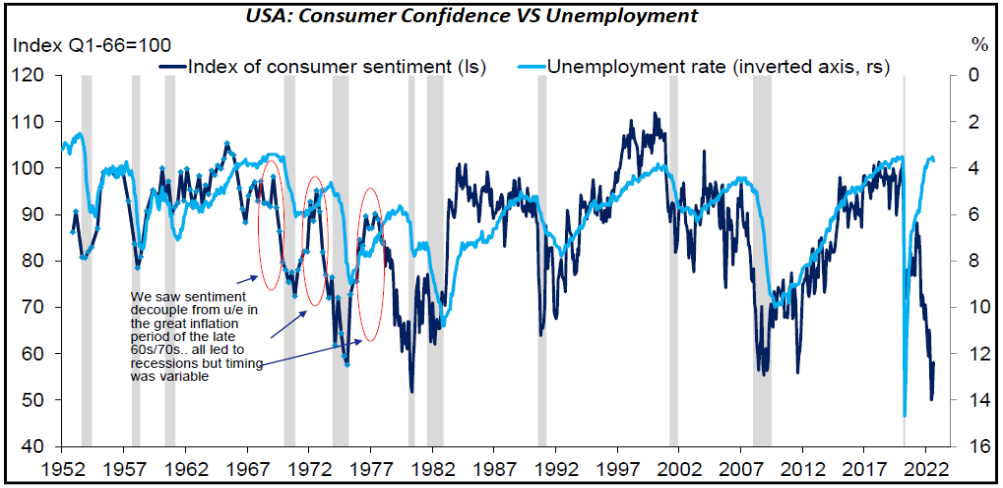
- Nelle ultime settimane**, il quadro macro USA ha dato dei segnali contrastanti**
  1. Le survey di attività mostrano un profilo divergente, con i PMI che mostrano crescente debolezza dell'attività, e gli ISM che mostrano un quadro più solido
  2. Il mercato del lavoro ha mostrato resilienza, con la creazione di posti di lavoro stabile sui 3/400 mila al mese, e i sussidi di disoccupazione che hanno arrestato la salita
  3. Il Beige Book FED però ha segnalato un' attività stagnante, con 5 distretti a mostrare lieve crescita e altri 5 a mostrare contrazione

Ma il quadro prospettico resta preoccupante

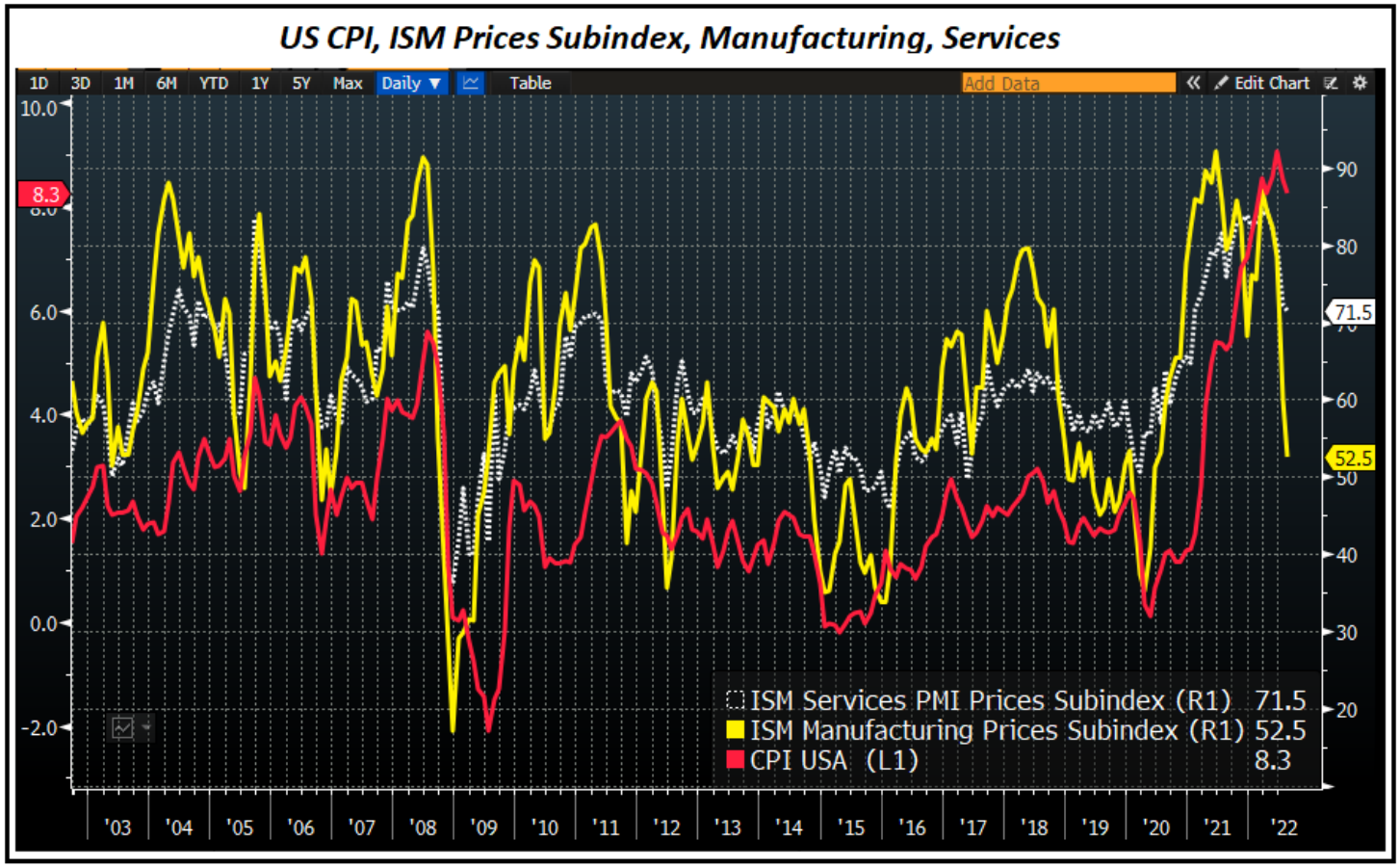


- Il segnali di indebolimento del settore immobiliare non hanno fatto che intensificarsi durante l'estate.
  1. La fiducia degli Homebuilders ha ceduto 18 punti in 2 mesi, andando a scontare contrazione
  2. I prezzi delle case stanno iniziando a calare (Case Shiller di giugno quasi stabile, ma è una media dei 3 mesi precedenti)
  3. Il settore deve ancora scontare il tihghtening erogato negli ultimi FOMC e presumibilmente quello a venire.
- **Il contributo dell'immobiliare residenziale alla crescita USA sarà nullo, e potenzialmente negativo nei prossimi trimestri.**

- L'entità della divergenza tra mercato del lavoro USA e consumer confidence non ha precedenti negli ultimi 70 anni.
- In realtà però negli anni 70/80, caratterizzati da inflazione elevata, abbiamo avuto notevoli divergenze di questo tipo, e **tutte si sono risolte con una convergenza dell'occupazione verso il livello di confidence, e una recessione**
- L'impressione che si ricava è che l'inflazione impatti rapidamente sul sentiment ma agisca con un ritardo sulle funzioni di spesa dei consumatori.

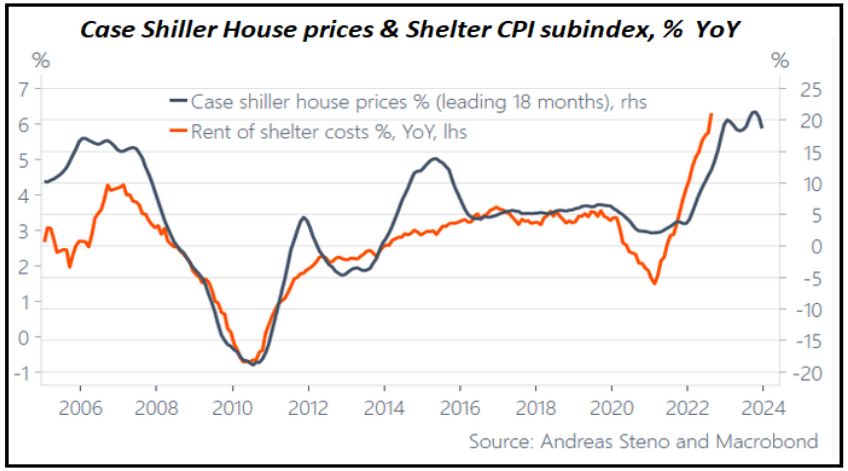


Inflazione USA: il picco alle spalle?

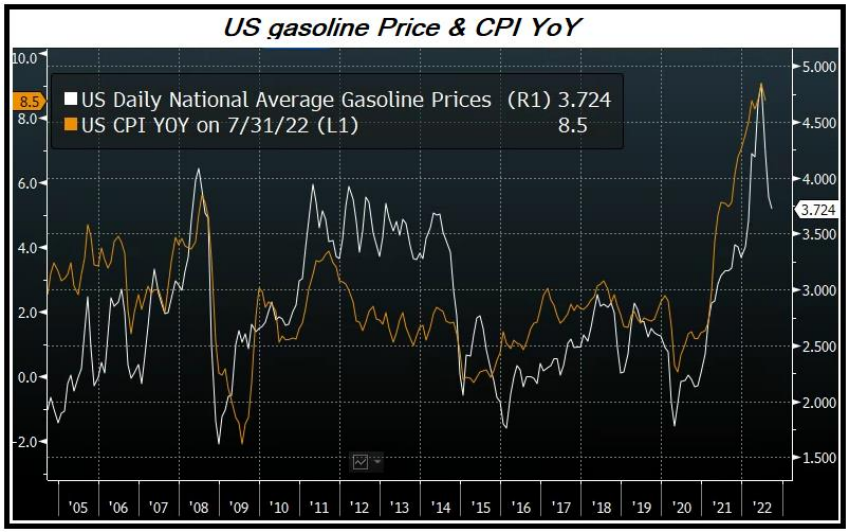


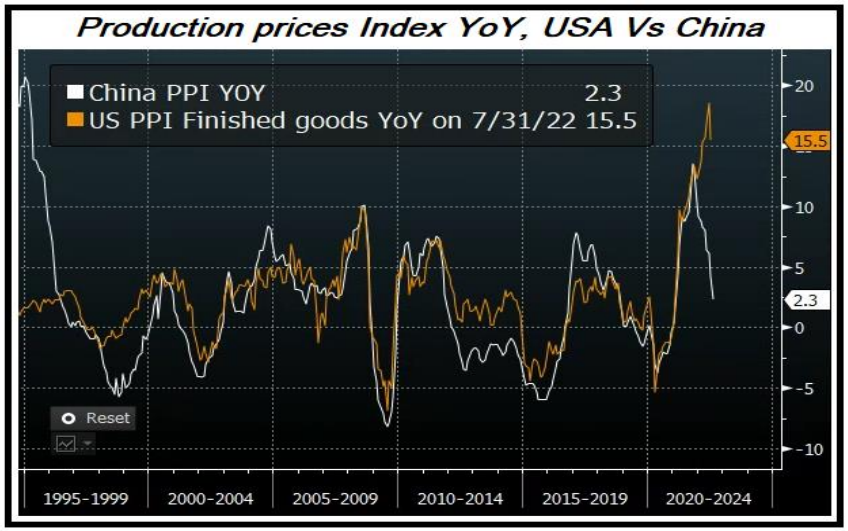
- L'ultimo dato di CPI USA (Agosto 2022) è uscito ancora sopra attese, ma il picco resta quello di Giugno e abbiamo avuto ancora un piccolo ridimensionamento della headline (non della core)
- Uno sguardo ai sottoindici dei prezzi degli ISM sembra indicare che la discesa può continuare nei prossimi mesi

Vari segnali che i prezzi dovrebbero raffreddarsi, nei prossimi mesi



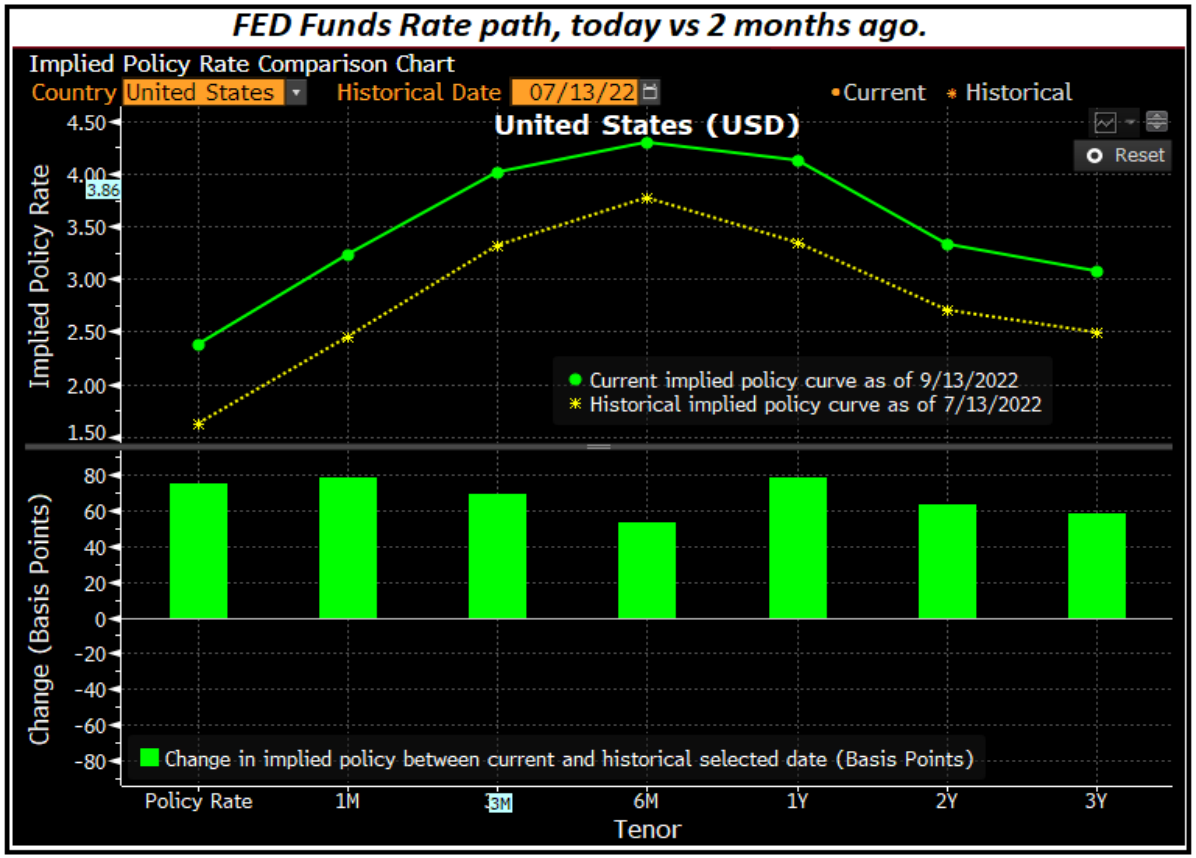
- La componente shelter (33% circa del CPI USA) ha avuto un ruolo importante nella recente resilienza del CPI Core (+0,7% ad Agosto). Ma con i prezzi delle case in procinto di invertire la rotta, questo contributo dovrebbe attenuarsi nei prossimi mesi
- Anche il costo dei carburanti e dell'energia in generale dovrebbe avere un impatto calmierante in USA sui CPI. La discesa è già iniziata.
- Gli ultimi dati sui prezzi in Cina sembrano indicare che il colosso asiatico sta ricominciando a esportare disinflazione nel comparto beni a livello globale.





Analisi di scenario

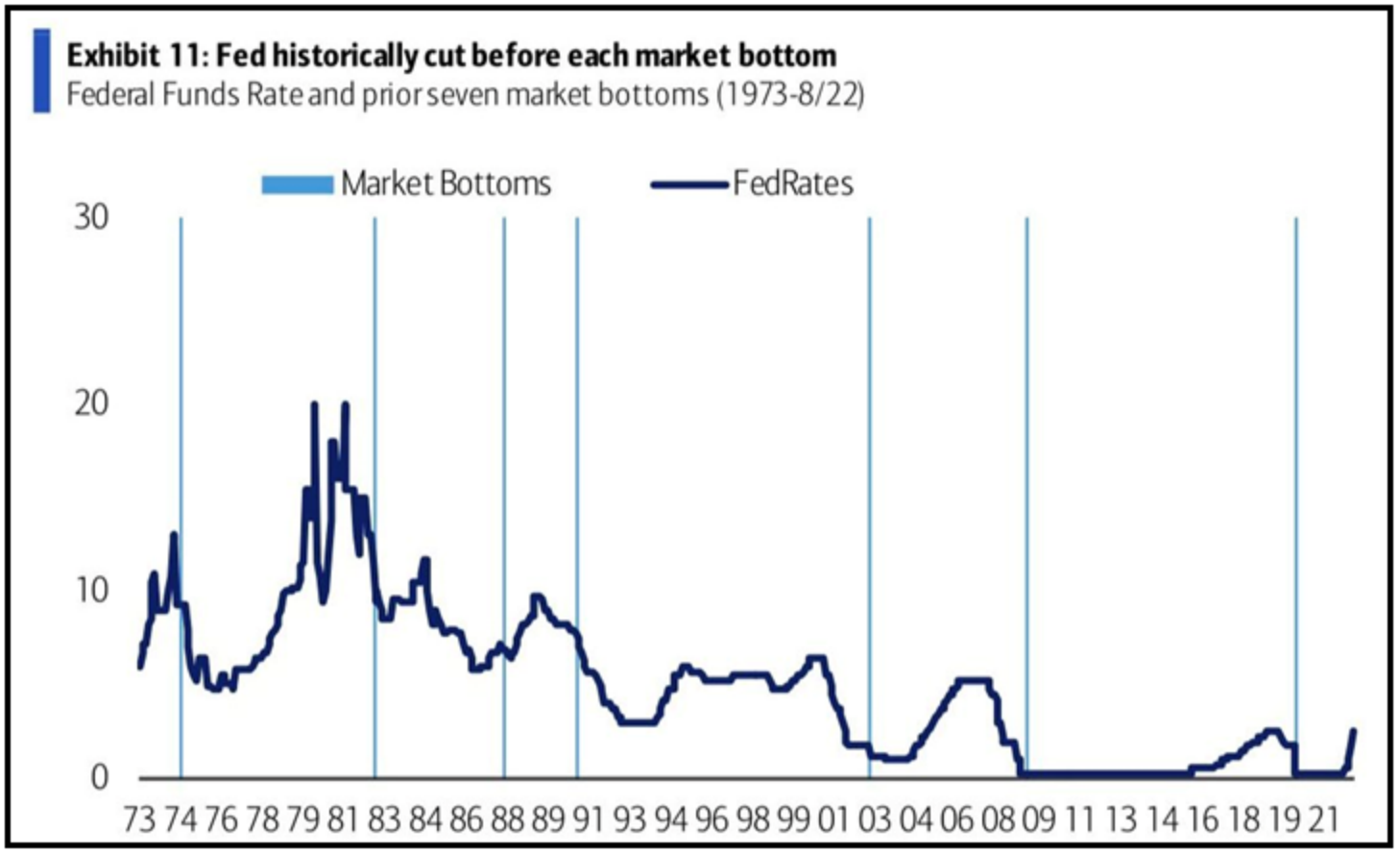
Fed : « necessario un periodo di crescita sotto il potenziale»



- In questo contesto incerto, la FED, che prima dell'estate aveva lasciato intendere una stance più «data dependant», di recente ha inasprito la retorica, ammettendo che **l'obiettivo della stabilità dei prezzi richiede un raffreddamento della crescita.**
- Il messaggio di Powell a Jackson Hole è stato confermato da numerosi membri, anche tra quelli storicamente cauti come Evans e Kashkari
- Il problema è che, come per l'inflazione 24 mesi fa, anche per la crescita, **«tarare» alla perfezione l'entità del rallentamento è difficile.** Il chiaro rischio e provocare una recessione.

- La resilienza dell'inflazione USA rischia di accentuare l'aggressività FED in autunno. Al momento il mercato proietta una probabilità del 20% di un rialzo da 100 BPS la prossima settimana e un target per fine anno superare al 4% per i Fed Funds.
- **Notoriamente, la politica monetaria agisce con un lag**. L'impatto dei 350 bps (stima) erogati da marzo a settembre 2022 si percepirà nel corso del primo semestre del 2023.

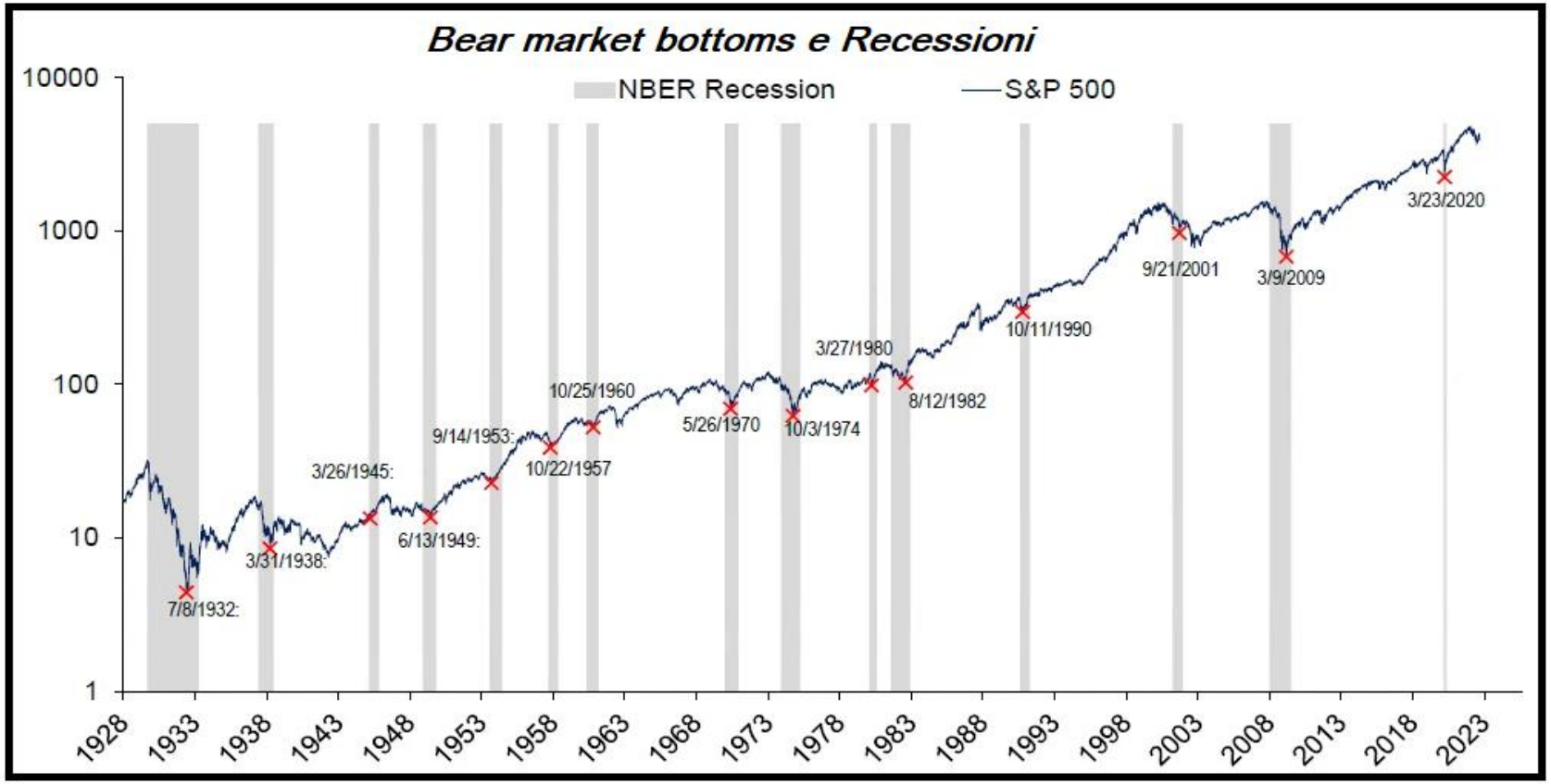
Per il bottom definitivo serve una Fed più dovish….



- La storia passata mostra che i minimi di Wall Street sono stati sempre preceduti da un inizio di easing cycle da parte della Fed. Con una stance così aggressiva è improbabile un esito diverso.

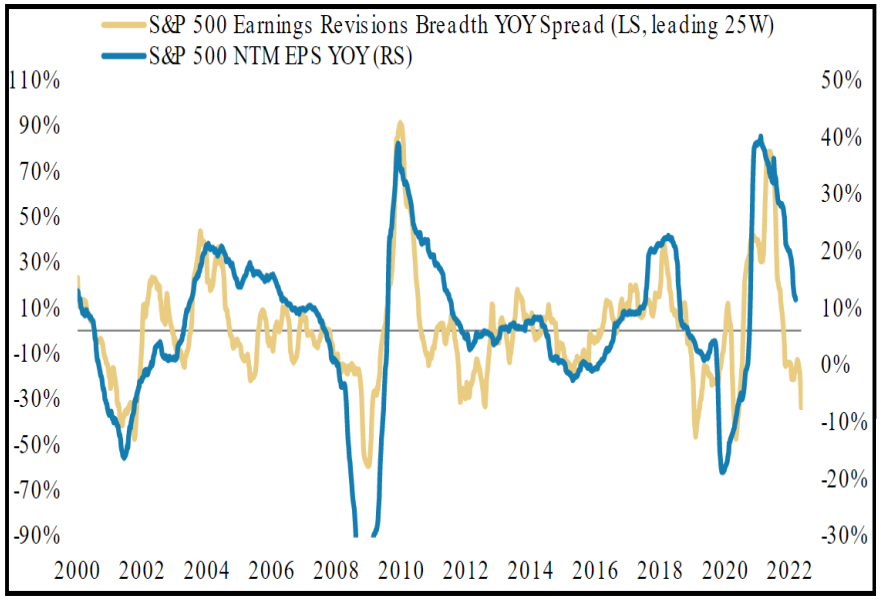
Analisi di scenario

…oppure serve un soft landing.



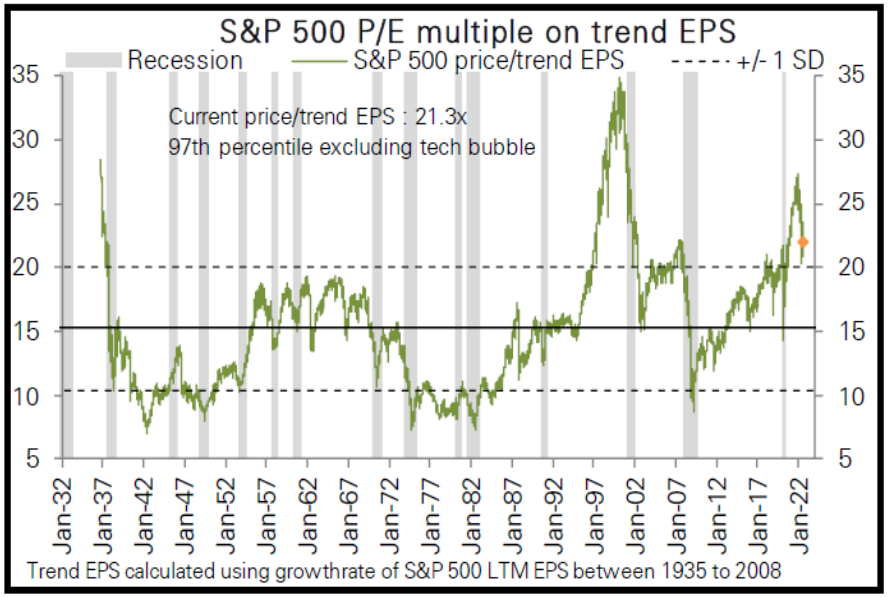
- In secondo luogo, l'esperienza passata mostra che quando una recessione provoca un bear market, il minimo di questo si colloca sembra all'interno di essa.
- Su queste basi, condizione per considerare terminato il ribasso è che la FED abbia successo nel produrre un soft landing per l'economia. Se arriva una recessione nel 2023, abbiamo di fronte ancora un ribasso consistente.

I fondamentali sono piuttosto deboli…

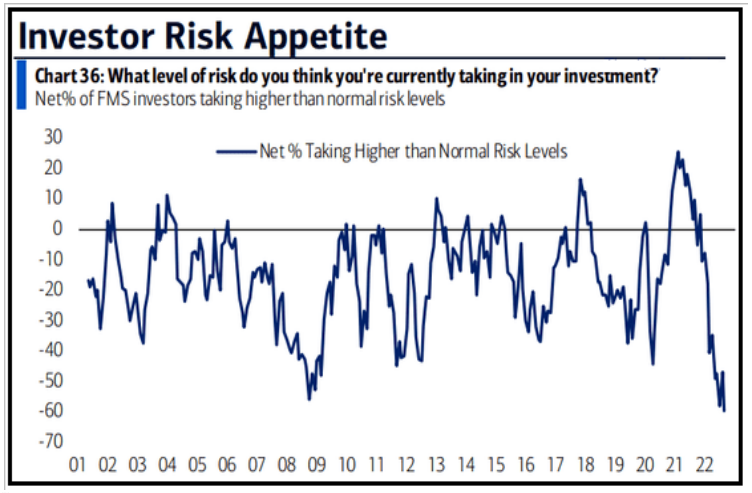


- Questo - potenziale – deterioramento dei profitti va a impattare su multipli che, nonostante un indubbio ridimensionamento
  - sono ancora storicamente elevati (nel 97mo percentile escludendo la bolla tech)
  - Non sono minimamente compatibili ne con un «fine ciclo» ne con una fase di inflazione elevata
- In sostanza, sull'azionario USA abbiamo una situazione di utili e multipli troppo elevati per la fase di ciclo il cui ci troviamo, ovvero un economia in rallentamento (sulla quale garantisce la FED).

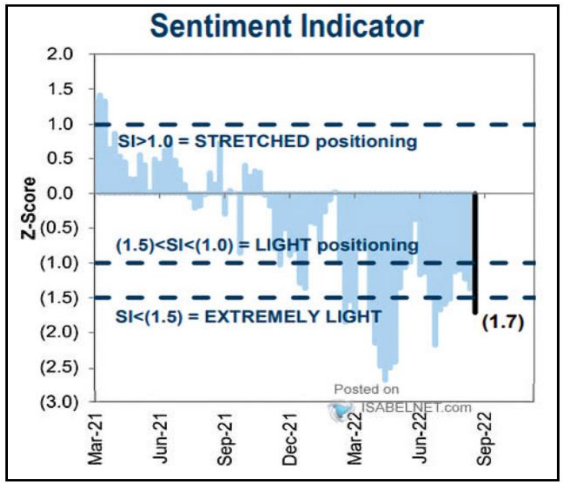
- Finora i profitti aziendali hanno tenuto assai bene. Ma dal terzo trimestre 2022 in avanti i fattori che ne possono ostacolare la formazione inizieranno a farsi sentire
  - Calo della domanda
  - Aumento dei costi
  - Forza del Dollaro (sui profitti prodotti all'estero)
- I preannoncements hanno già iniziato a mostrare deterioramento. A un mese dall'inizio dell'earning season il ritmo dei profit warning potrebbe aumentare.

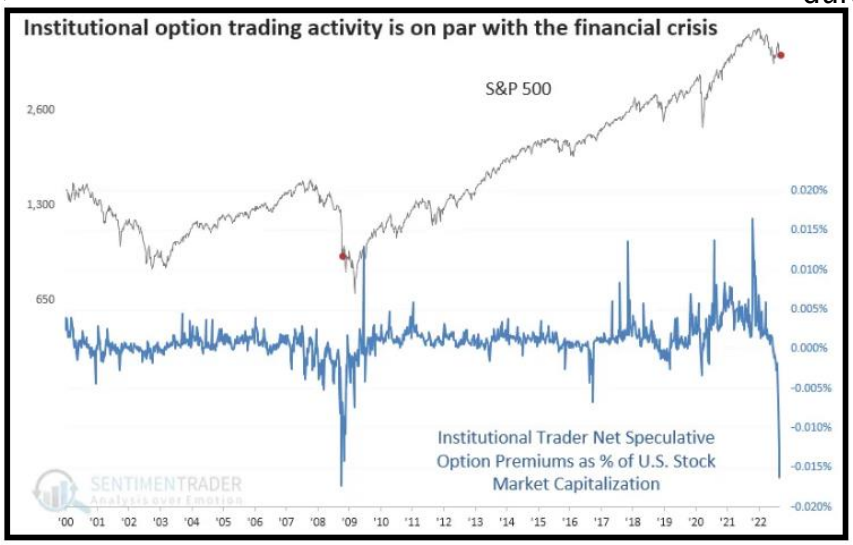


… ma gli investitori ne sono però ben coscienti



- Il mercato approccia l'autunno con condizioni di sentiment e positioning estremamente depresse
- Questa situazione sembra in grado di offrire all'azionario globale un supporto superiore ai suoi meriti nel breve
- Ma questo effetto è solitamente ridotto durante i bear markets





Fonte : Goldman Sachs, Bank of America, Sentimentrader

Ma i flussi non sembrano ancora risentire del clima

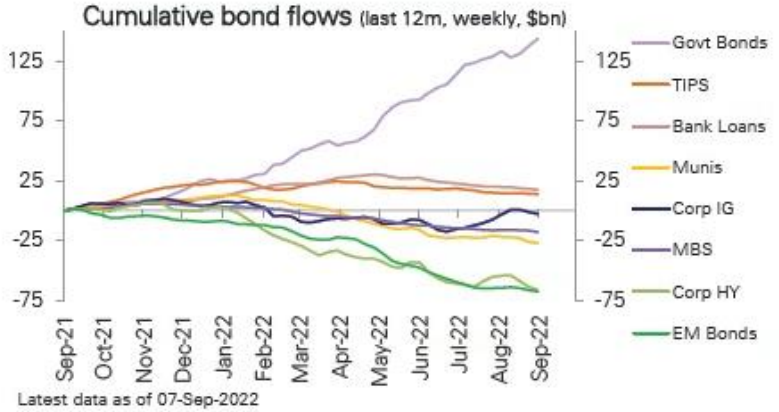
Figure 65: Equity flows across regions

Source : Deutsche Bank Asset Allocation, EPFR, Haver Analytics

- Diversa è la situazione sul lato bonds, dove le categorie caratterizzate da maggior rischio (high yield, emergenti) stanno già sperimentando significativi deflussi.
- Per contro, i veicoli che investono in governativi stanno mostrando forti ingressi, alimentati di recente dal ritorno in positivo dei rendimenti
- Ancora tranquillo il comparto dei bank loans, ma le prospettive rischiano di deteriorarsi nei prossimi trimestri.

- L'analisi delle dinamiche di sottoscrizione / riscatto delle principali categorie di prodotti di investimento non sembra mostrare ancora gli effetti del deterioramento del quadro macro e dei profitti, e del ritiro graduale della liquidità
- I flussi in entrata si sono arrestati in corso d'anno, ma non sono ancora partiti riscatti significativi se si eccettua il caso dell'Europa.
- Un eventuale deterioramento dei profitti potrebbe avviare una fase di uscita dall'azionario più coinsistente

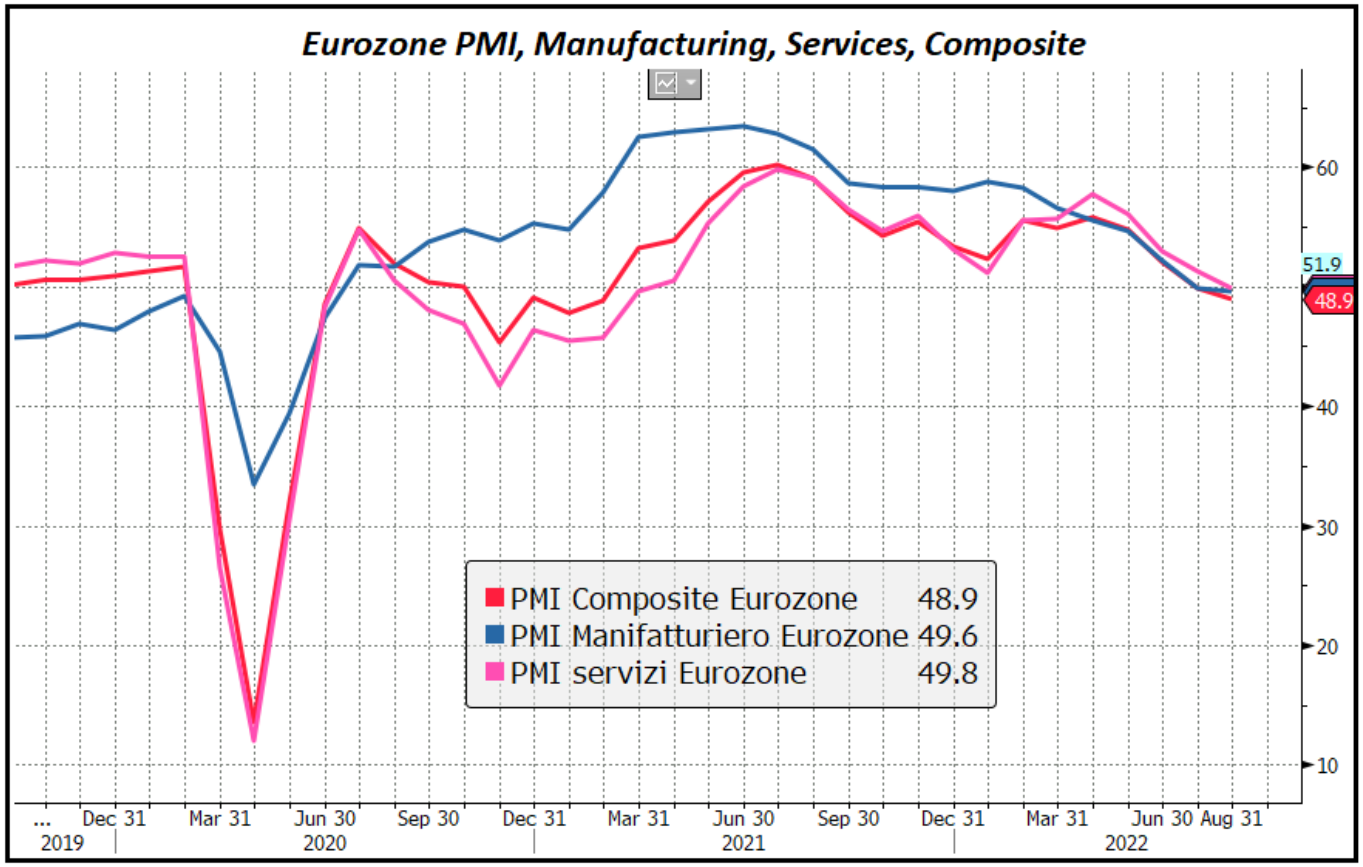
Figure 72: Bond flows by category



Source : Deutsche Bank Asset Allocation, EPFR, Haver Analytics

Analisi di scenario

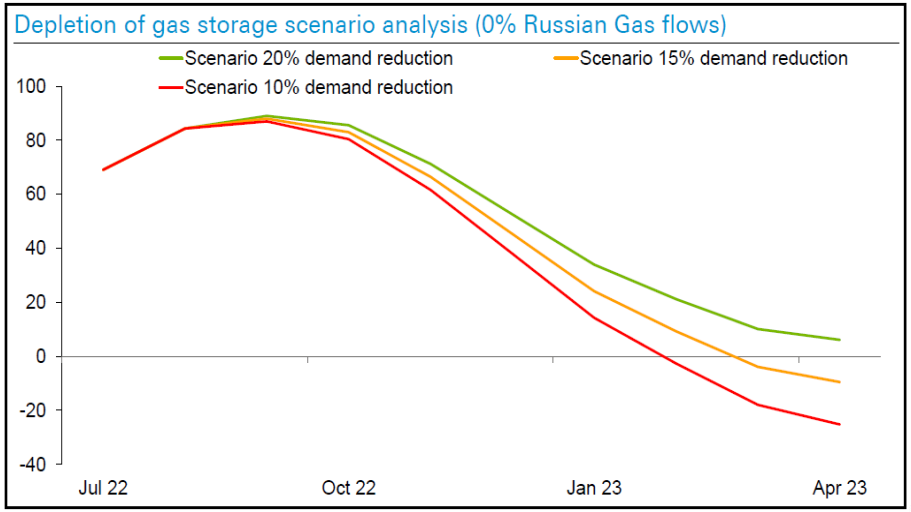
In Eurozona il trend macro sembra più chiaro….



- In Eurozona il trend di deterioramento del quadro macro risulta maggiormente evidente dai Pmi, anche se il ritmo di contrazione è ancora solo accennato
- Il target di queste serie sembra essere per lo meno un approdo tra 40 e 45 per entrambi i settori nel corso dell'inverno.

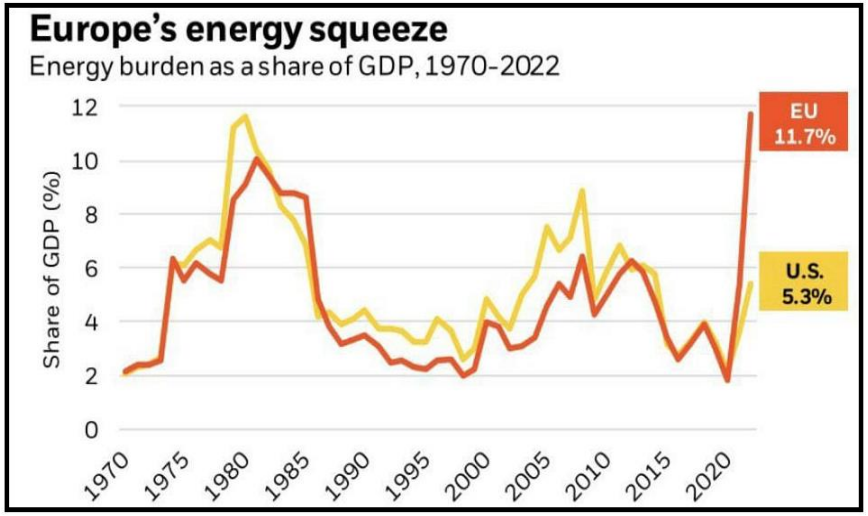
Analisi di scenario

Il quadro sulla crisi energetica è migliorato ma non è confortante



- Nell'ultimo mese il quadro sulla crisi energetica europea è migliorato:
  1. Nonostante le difficoltà di approvvigionamento, **i principali paesi EU hanno accumulato scorte di gas abbondanti** in anticipo di 2 mesi sul target
  2. Nonostante l'arresto delle forniture al gasdotto Nordstream1, **il prezzo del GAS è calato dagli eccessi di agosto**, segnale che il worst case scenario dovrebbe essere stato scongiurato.
- Nondimeno un assenza di forniture impone comunque un razionamento e espone la Germania e l'Eurozone al rischio di scarsità, in caso di deficit superiori alle attese (inverno freddo, scarso contributo di altre fonti)

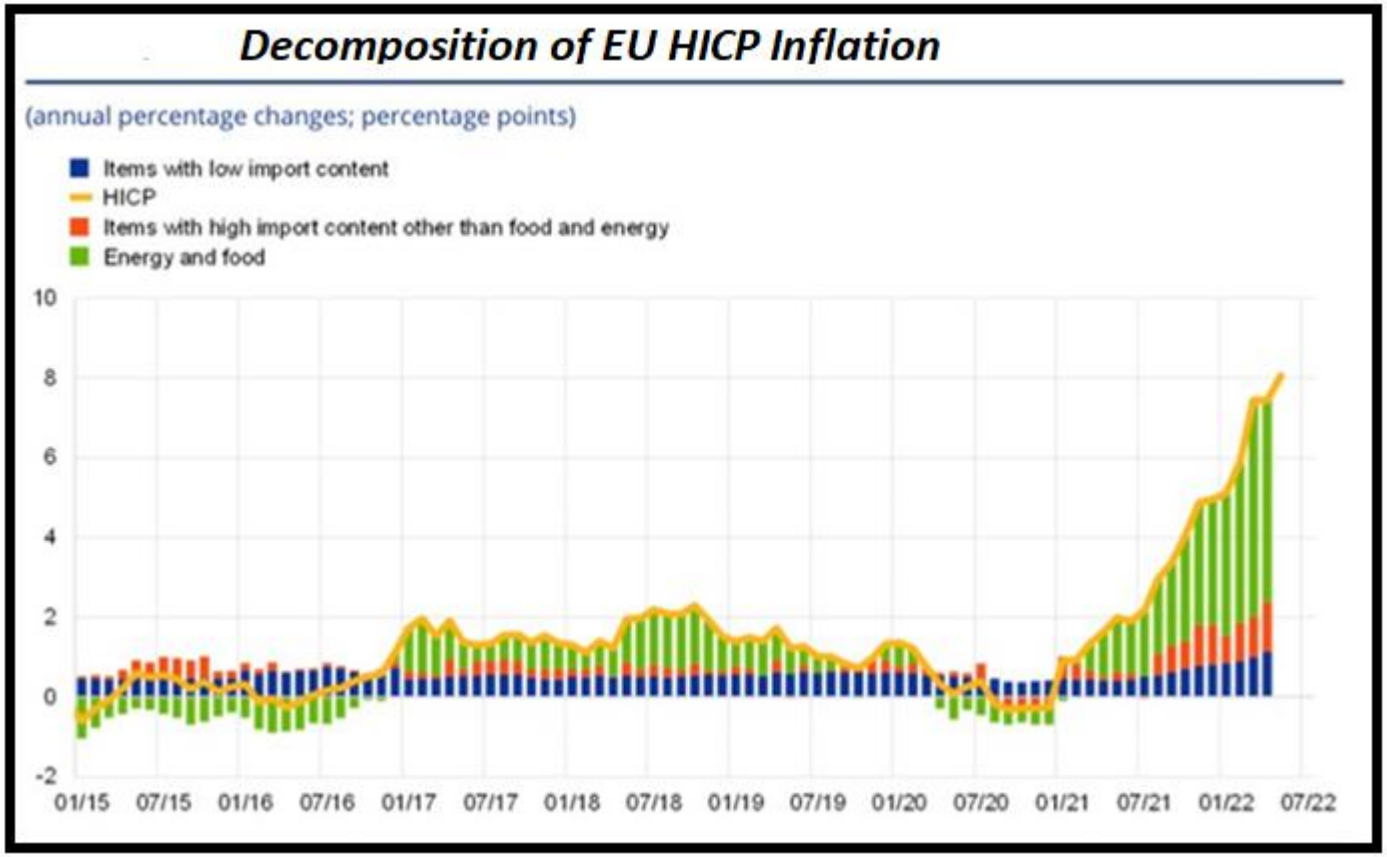
- Come mostra il difficoltoso procedere delle trattative, la fissazione di un tetto al costo dell'energia è questione spinosa:
  - In caso di Cap, diversi paesi temono una ripicca della Russia con arresto di qualsivoglia flusso verso l'Europa
  - La soluzione dei sussidi richiede ingenti fondi da destinare alla copertura della differenza
  - Qualunque soluzione deve essere accompagnata da uno strumento per contenere il consumo, pena uno sganciamento totale del prezzo dai fondamentali
- In ogni caso, gli aumenti fin qui maturati devono ancora dispiegare interamente i loro effetti sui prezzi
- L'aumento dei costi energetici e il necessario contenimento del consumo costituiscono un ulteriore significativo fardello per l'economia Eurozone



Fonte : Bloomberg, Blackrock

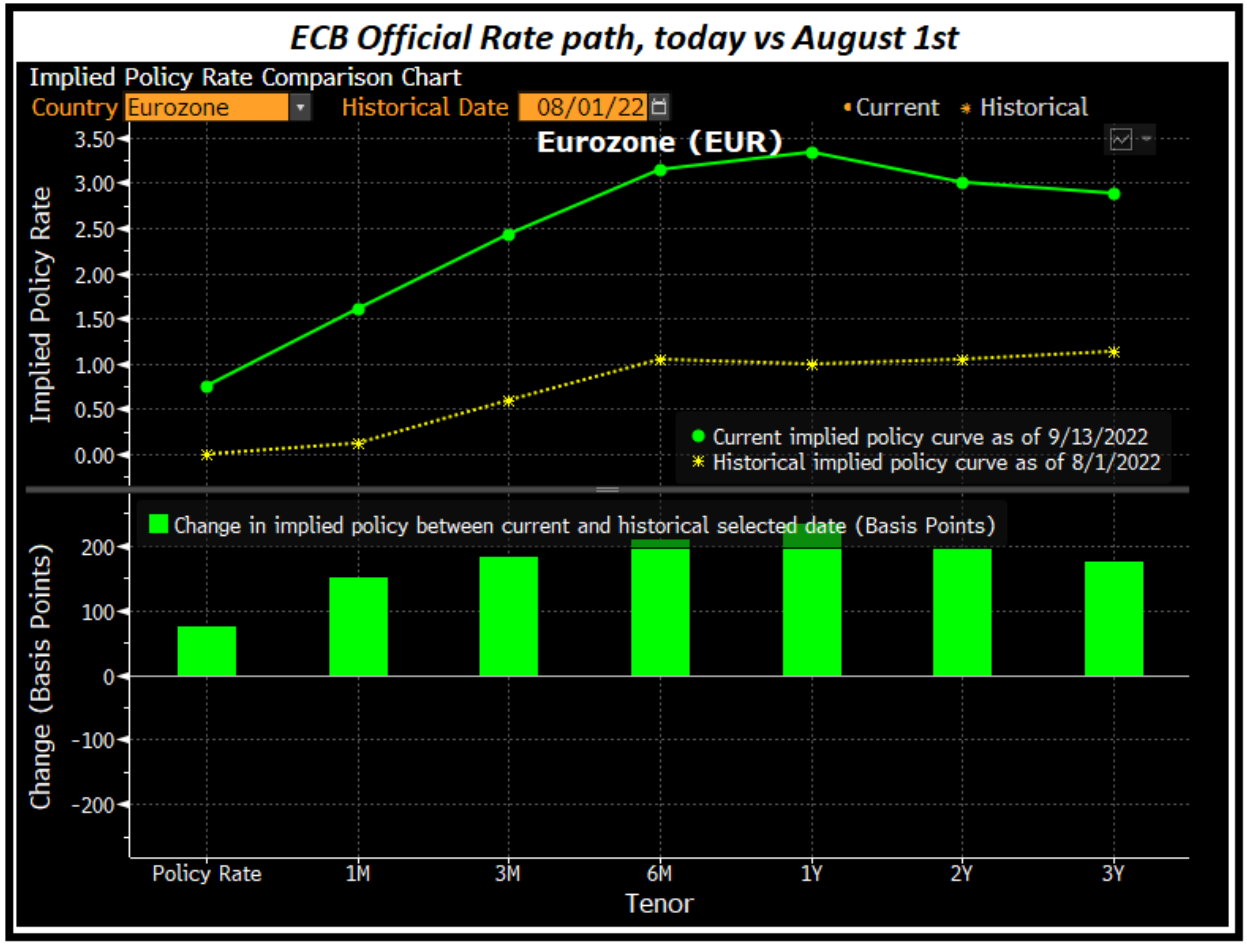
Analisi di scenario

Il quadro inflattivo in Eurozona è peggiore che negli USA.



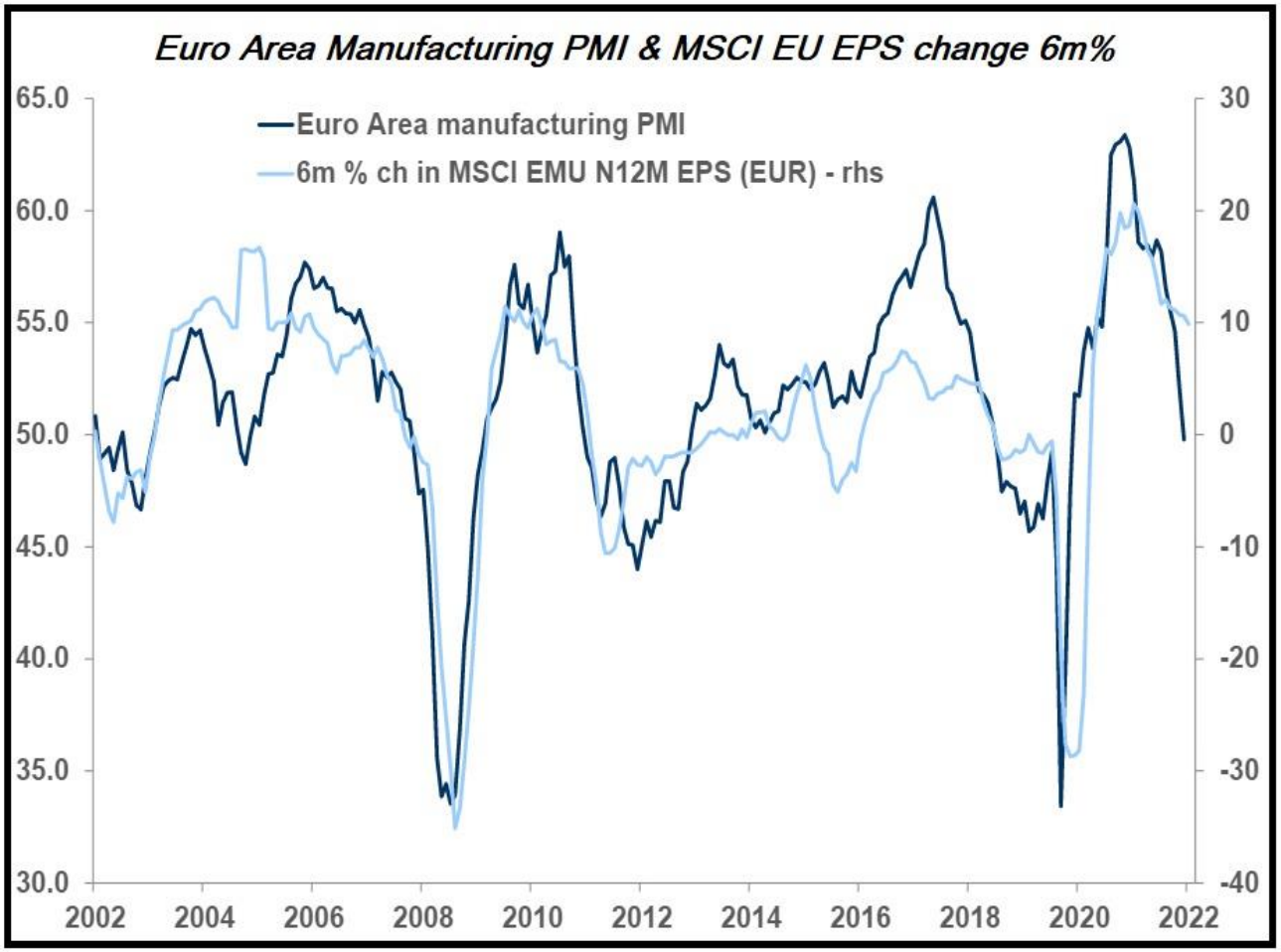
- L'inflazione europea è già materialmente superiore a quella USA. La dinamica del cambio peggiora il quadro. La differenza di composizione la rende meno sensibile ai rialzi dei tassi ECB. E' improbabile che un picco del CPI si materializzi prima di fine anno.

ECB: hicking into a recession?



- Se il repricing della FED nei mesi estivi è stato aggressivo, quello dell'EBC lo è stato molto di più. A 6 mesi da oggi, il Depo rate, che è già salito di 125 BPS, è proiettato 225 bps sopra i livelli attuali. Un enormità, per gli standard della banca Centrale Europea
- Questo è il risultato di un ulteriore svolta hawkish da parte del Governing Council, saldamente in mano ai falchi
- Se una recessione è da considerarsi probabile negli USA, in Eurozona appare come una certezza, grazie al combinato disposto della crisi energetica, dell'inflazione e del tightening ECB.

Azionario Eurozone: più cheap, ma i profitti caleranno.



- Diversamente da quelli USA, **i multipli dell'azionario Eurozone sono storicamente bassi,** attorno a 11/12X.
- Questo è un effetto anche **dell'ottima resilienza degli utili delle aziende EU**, sostenuti dalla forza del comparto energy e commodity, e dalla debolezza dell'€
- Ma un brusco rallentamento macroeconomico, accoppiato ad un inflazione persistente, una crisi energetica, un calo della domanda globale e ad una politica monetaria restrittiva dovrebbero iniziare a pesare sui profitti in tempi abbastanza brevi, e causare un ulteriore derating dei multipli.
- Riteniamo che il mercato andrà ad ancicipare questo quadro negli ultimi mesi dell'anno.

Fonte : Morgan Stanley

Analisi di scenario

In sintesi

- Portiamo a **underweight l'azionario US.** Riteniamo che il picco dei prezzi al consumo USA sia ormai alle spalle. 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 ha iniziato a far percepire i suoi effetti dal mese di Luglio. Ma la FED ha adottato una stance molto più aggressiva delle attese e i rialzi dei Fed Funds, e l'entrata a regime del Quantitative Tightening andranno a impattare su un ciclo già in rallentamento. Vediamo inoltre un inizio di deterioramento degli utili a iniziare dal terzo trimestre dell'anno. Riteniamo che, sui multipli attuali, il mercato azionario USA non sconti a sufficienza il rischio di una recessione, che vediamo come probabile. Lasciamo a **underweight l'azionario europeo,** ritenendo che il marcato peggioramento del quadro inflattivo e il marcato inasprimento della stance ECB manderanno in recessione l' Eurozona e condurranno a un marcato deterioramento gli utili aziendali. Lasciamo a **neutral l'azionario italiano.** Le valutazioni estremamente attraenti (PE 9X) 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.
- Portiamo a **underweight l'azionario UK.** Riteniamo che il quadro per l'economia britannica si stia deteriorando rapidamente: le pressioni sui prezzi, aggravate dalle frizioni legate alla brexit, costringeranno la Bank of England ad intraprendere una politica monetaria restrittiva in una fase in cui il ciclo è in rallentamento e con una probabile recessione in arrivo (Che la stessa Bank of England ha previsto nel suo outlook). La massiccia outperformance della borsa di Londra rispetto alle piazze degli altri paesi occidentali non ci pare più interamente giustificata. 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**. L**e 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.
- Lasciamo a **overweight l'obbligazionario US**. Nei prossimi mesi, 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 la stance FED e il rallentamento ciclico in corso comporteranno un ulteriore ridimensionamento dei breakeven.

In sintesi

- Portiamo a **neutral gli inflation link Eurozone** in quanto riteniamo che la loro performance verrà contenuta dall'aggressività della stance ECB. Nell'ambito del comparto 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. I rendimenti assoluti però saliranno in simpatia con quelli degli emittenti Core Europe.
- Portiamo a **underweight l'obbligazionario governativo UK.** Riteniamo che la copertura del cap al costo dell'energia adottata dal Governo imporrà un brusco aumento delle emissioni di Gilt, con coerente impatto sui rendimenti. Portiamo a underweight **l'obbligazionario emergenti** in valuta forte, e quello in **valuta locale,** con l'idea che l'impatto della crisi e del tightening FED si farà sentire sul comparto.
- Portiamo a **underweight il debito corporate US Investment Grade**. Riteniamo che il rallentamento macro si rifletterà sui fondamentali delle aziende e porterà pressioni sugli spreads. Per il medesimo motivo portiamo a **underweight il credito High Yield**. Riguardo al **credito europeo**, lasciamo a **underweight** quello **Investment Grade,** ritenendo che il deterioramento del quadro macro possa pesare sull'asset class. Per il medesimo motivo lasciamo a **underweight** l'**High Yield europeo**.
- Continua la fase di sottoperformance degli obbligazioni finanziari versus I corporate non finanziari; Ciò è legato al timore che un rallentamento dell'economia/recessione imponga al settore bancario ingenti accantonamenti a fronte rischi sui crediti. Questo fenomeno è ancora più evidente sul debito finanziario italiano. Alla luce dei livelli di capitale molto elevati e degli abbondanti Pre-Provisions Operating profit, riteniamo che il debito bancario presenti spread attraenti in termini di carry. A fronte di questo, manteniamo la raccomandazione a **Overweight** del **comparto finanziario Senior**. Per quanto riguarda il comparto dei **Subordinati**, in un contesto di volatilità ancora elevata, manteniamo la raccomandazione a **neutral**, nonostante gli spread molto larghi.

Analisi di scenario

In sintesi

- Riguardo i cambi, portiamo a **underweight l'€/$.** Riteniamo che la Divisa Unica non beneficerà dei rialzi dei tassi messi in campo dall'ECB, in quanto portati avanti in un contesto di economia in recessione. Il Dollaro può contare sulla domanda da safe heaven. Portiamo a **underweight la Sterlina contro €,** ritenendo che abbia, in forma più grave, i medesimi fattori negativi che affliggono l'€**.** Lasciamo a **overweight lo Yen/**$. Riteniamo non trascurabile il rischio che la Bank of Japan attenui la politica dello yield control, con effetti positivi sulla divisa.
- Portiamo a **overweight il Franco svizzero** con l'idea che Il quadro macro europeo in deterioramento imponga alla Divisa Unica una sottoperformance contro quella svizzera.
- Riguardo le Commodities, Lasciamo a **underweight quelle energetiche,** ritenendo che il rallentamento globale in atto dovrebbe continuare a riflettersi maggiormente sulle quotazioni del greggio. Lasciamo **a neutral quelle industriali** ritenendo il piano infrastrutture cinese e l'effetto scarsità su alcuni metalli 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**.

Analisi di scenario

Giudizi tattici

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

Valute		
EUR/USD	▼	Downgrade
EUR/GBP	▲	Upgrade
EUR/CHF	▼	Downgrade
USD/JPY	▼	

Materie prime		
Energetiche	▼	
Industriali	■	
Agricole	▲	
Metalli preziosi	■	

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

Obbligazionario corporate		
US investment grade	■	
US high yield	▼	Downgrade
Area euro investment grade	▼	
Area Euro high yield	▼	
Area euro finanziari Senior	▲	
Area euro finanziari Subord.	■	

▲ = Overweight ■ = Neutral ▼ = Underweight

Asset Allocation Strategica

Azionario

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

Valute

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

Materie prime

Energetiche	▼
Industriali	■
Agricole	▲
Metalli preziosi	■

Obbligazionario governativo

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

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

Note

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.