

2022

Anthilia
Capital Partners
SGR

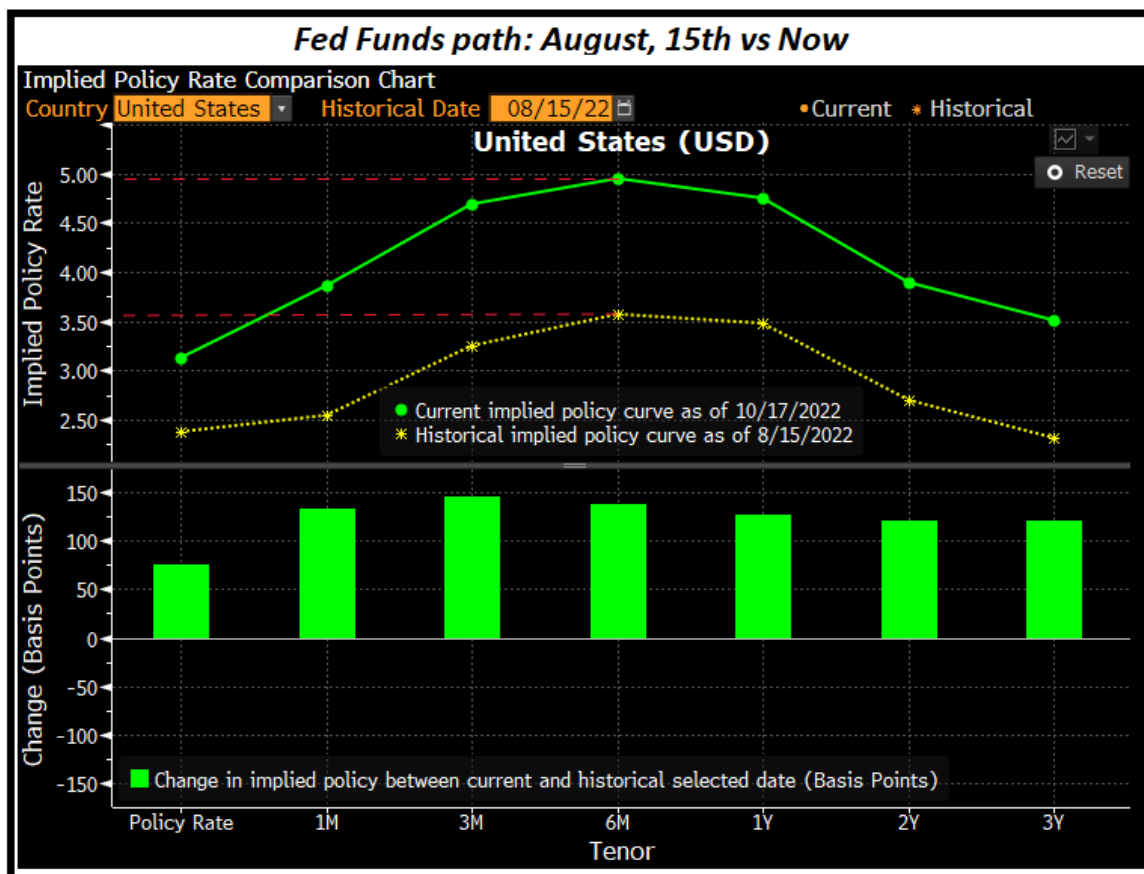
Analisi di scenario
Ottobre 2022



Anthilia^{sgl}
Capital Partners



Fed: un autunno decisamente caldo

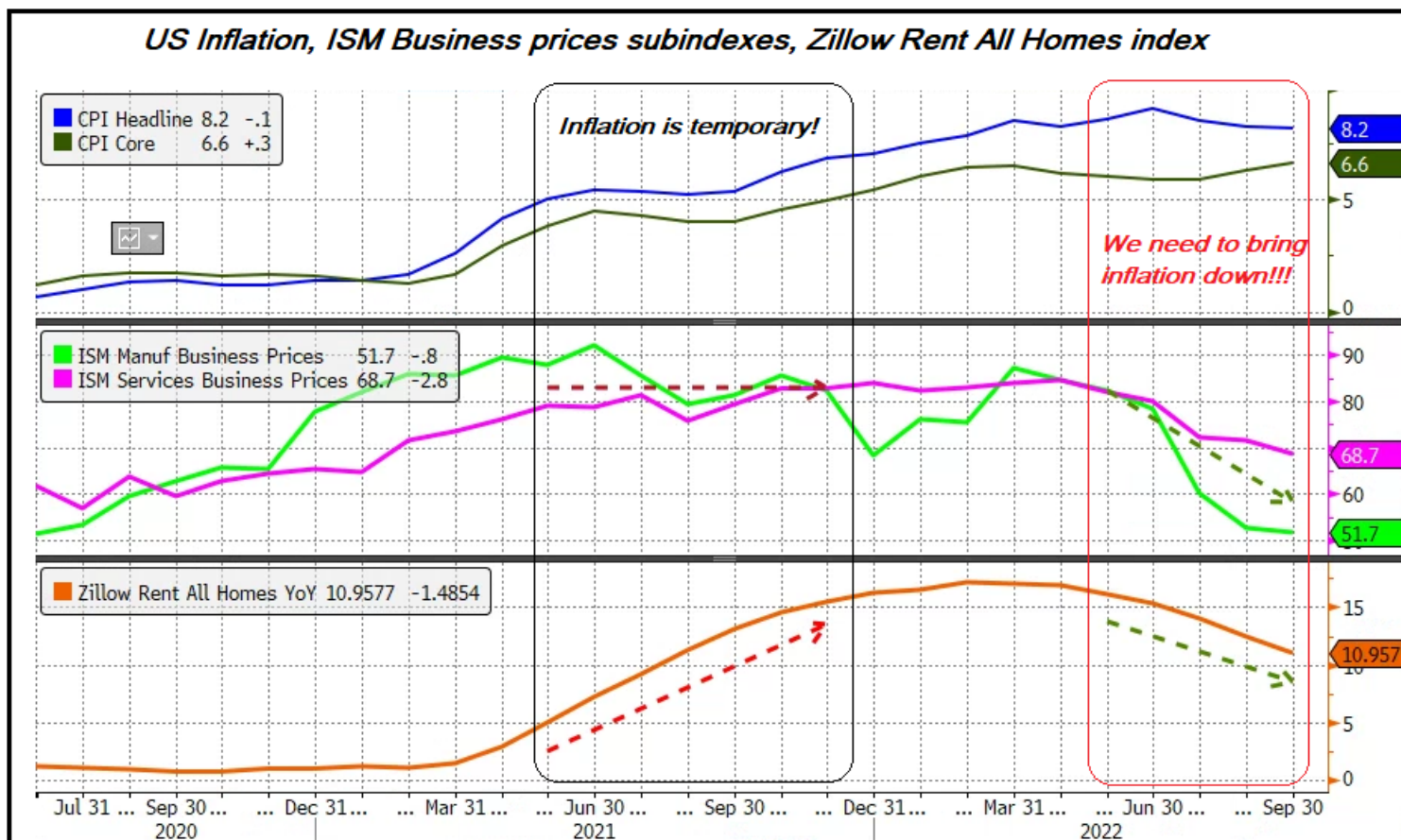


- Dopo un inizio estate dai toni più cauti, la retorica Fed ha subito una violenta svolta, dal Simposio di Jackson Hole in poi.
- Il messaggio del FOMC nelle ultime settimane può essere riassunto nei seguenti punti:
 1. **L'inflazione è troppo alta** e il FOMC è determinato a **riportarla al target**
 2. Una **pausa** nei rialzi è ancora **lontana**, e la maggioranza dei membri ritiene che non vi saranno tagli nel 2023
 3. La Fed è conscia che vi sarà un **impatto macro**, ma l'asticella per una modifica della stance è "molto elevata"
 4. Il focus della politica monetaria Fed è interno. Gli effetti internazionali, così come quelli legati alla forza del \$ vengono monitorati ma non possono diventare il driver delle loro azioni.

- Il risultato di questo inasprimento di stance è che nelle ultime 8 settimane la curva Usa è andata a prezzare un percorso di rialzi tra i 100 e i 150 bps più alto, con un target quasi al 5%.
- I rialzi si sono estesi alle parti più lunghe delle curve. Permane però la tendenza a scontare tagli dei tassi nella seconda metà del 2023



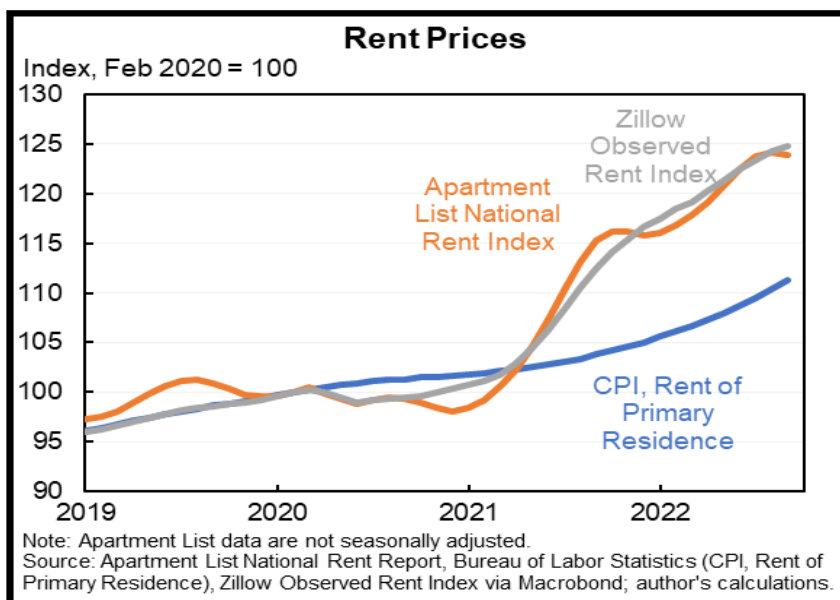
Ma il Fomc basa la sua politica su numeri «vecchi»



- L'atteggiamento del FOMC risulta sorprendente, alla luce del fatto che molti degli indicatori che 12 mesi fa avrebbero dovuto metterli in guardia contro l'inflazione, al momento stanno dando segnali opposti.

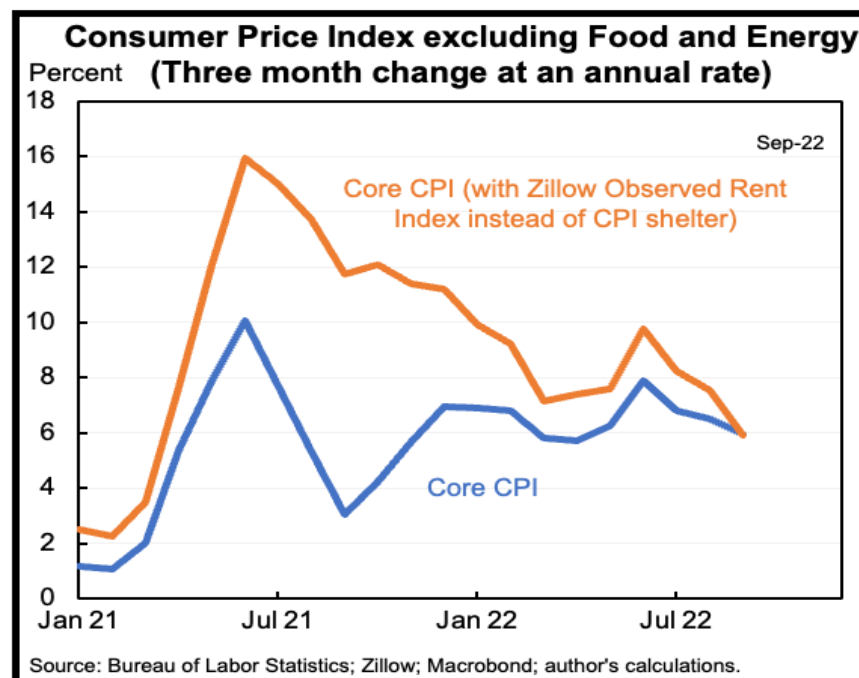


Il picco dei costi di alloggio è presumibilmente alle spalle



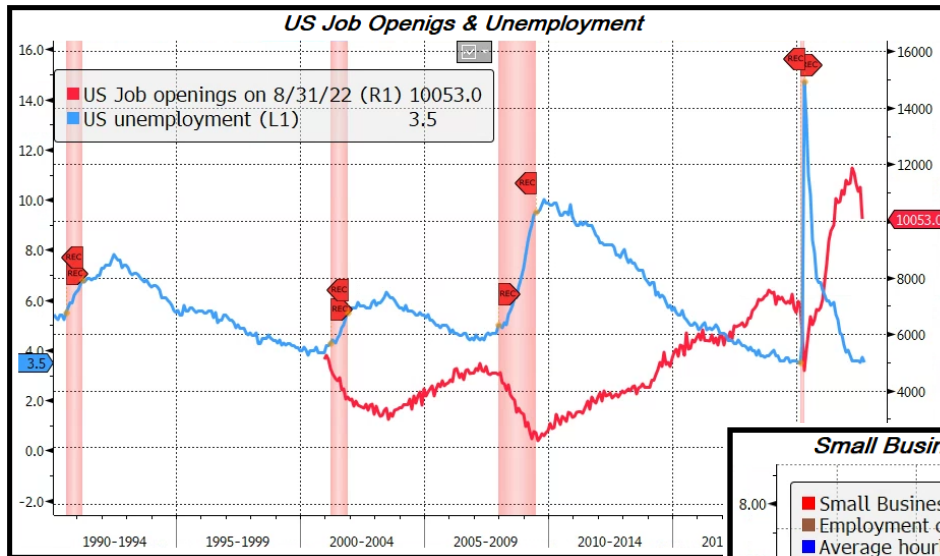
- L'indice **Zillow observed Rent** invece tiene conto solo dei nuovi contratti (media a 3 mesi) e quindi costituisce una misura inesatta del costo di alloggio, ma è **migliore per indicare la tendenza dei prezzi**.
- Una simulazione fatta da Harvard mostra che l'utilizzo dell'indice Zillow avrebbe fatto fare un picco alla componente shelter nel corso del 2021 (quando l'immobiliare USA stava esplodendo) ed ora proietterebbe un calo progressivo, **presumibilmente un'indicazione più fedele di quella che è la vera dinamica dei costi di alloggio**.

- Tra i componenti del CPI il cui impatto ha pesato di più sulle sorprese negative sul fronte prezzi negli USA, abbiamo la **categoria "alloggi" (shelter)**, circa il 40% del CPI Core al momento attuale.
- Il dato Rent + OER contenuto nel CPI tiene conto di tutti gli affitti pagati. Come tale, si muove con un **forte ritardo**, legato al fatto che l'aggiornamento dell'affitto presuppone la scadenza del contratto.



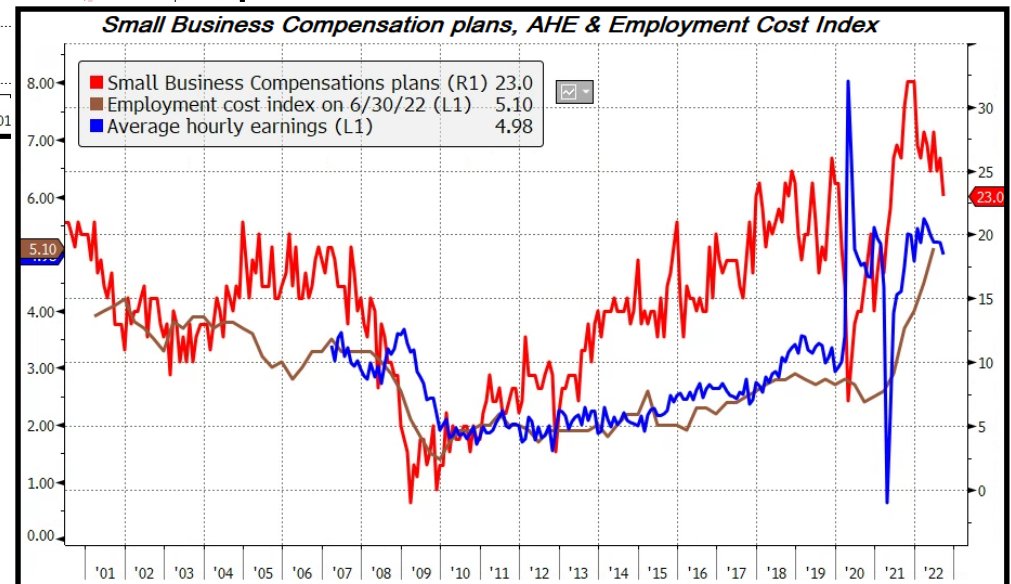


Pressioni salariali: in rallentamento?



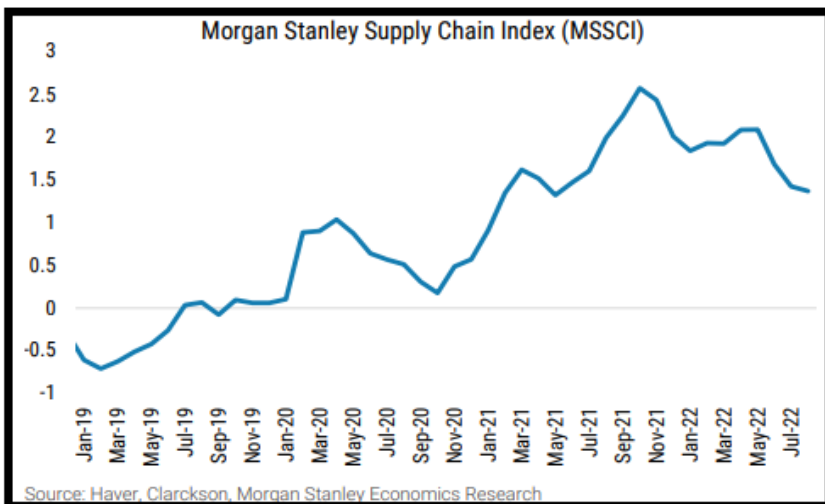
- Uno degli aspetti del quadro macro che più preoccupa il FOMC è la **situazione del mercato del lavoro USA**, caratterizzato da disoccupazione ai minimi storici e ben sotto il NAIUR, il livello giudicato compatibile con la stabilità dei prezzi.
- Peraltro, gli ultimi numeri evidenziano un **progressivo rallentamento della domanda**:
 1. I **nuovi occupati sono moderatamente calati**
 2. Le **posizioni aperte** si stanno visibilmente ridimensionando

- **L'inflazione salariale** in questo ciclo è finora rimasta **ben sotto i livelli del CPI**, e recentemente sta dando **segnali di rientro** (negli ultimi 3 mesi il tasso annualizzato è del 4,4%)
- Questo inizio di normalizzazione sta avvenendo in una fase in cui il mercato del lavoro USA non ha ancora iniziato a deteriorarsi (la disoccupazione è ancora sui minimi) e gran parte del tightening erogato/in corso di erogazione deve ancora fare effetto
- I salari reali negativi costituiscono un ulteriore fattore negativo per consumi e crescita.

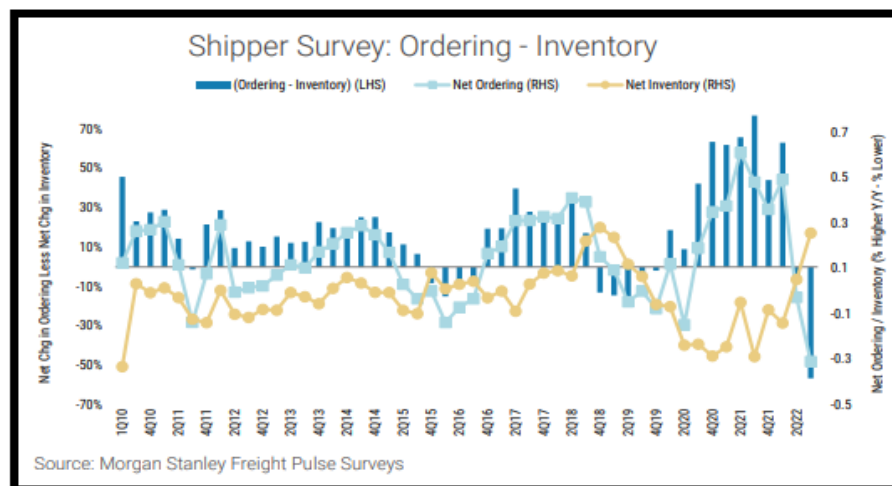
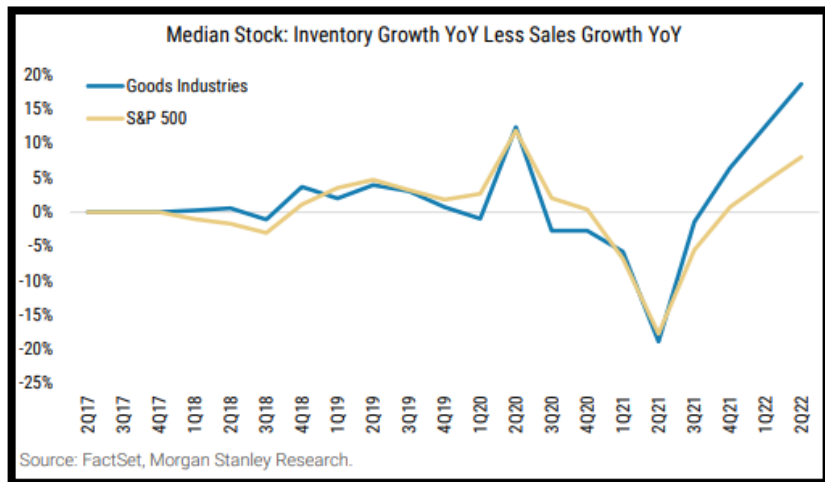




Il ratio ordini - scorte lascia intravedere un destocking



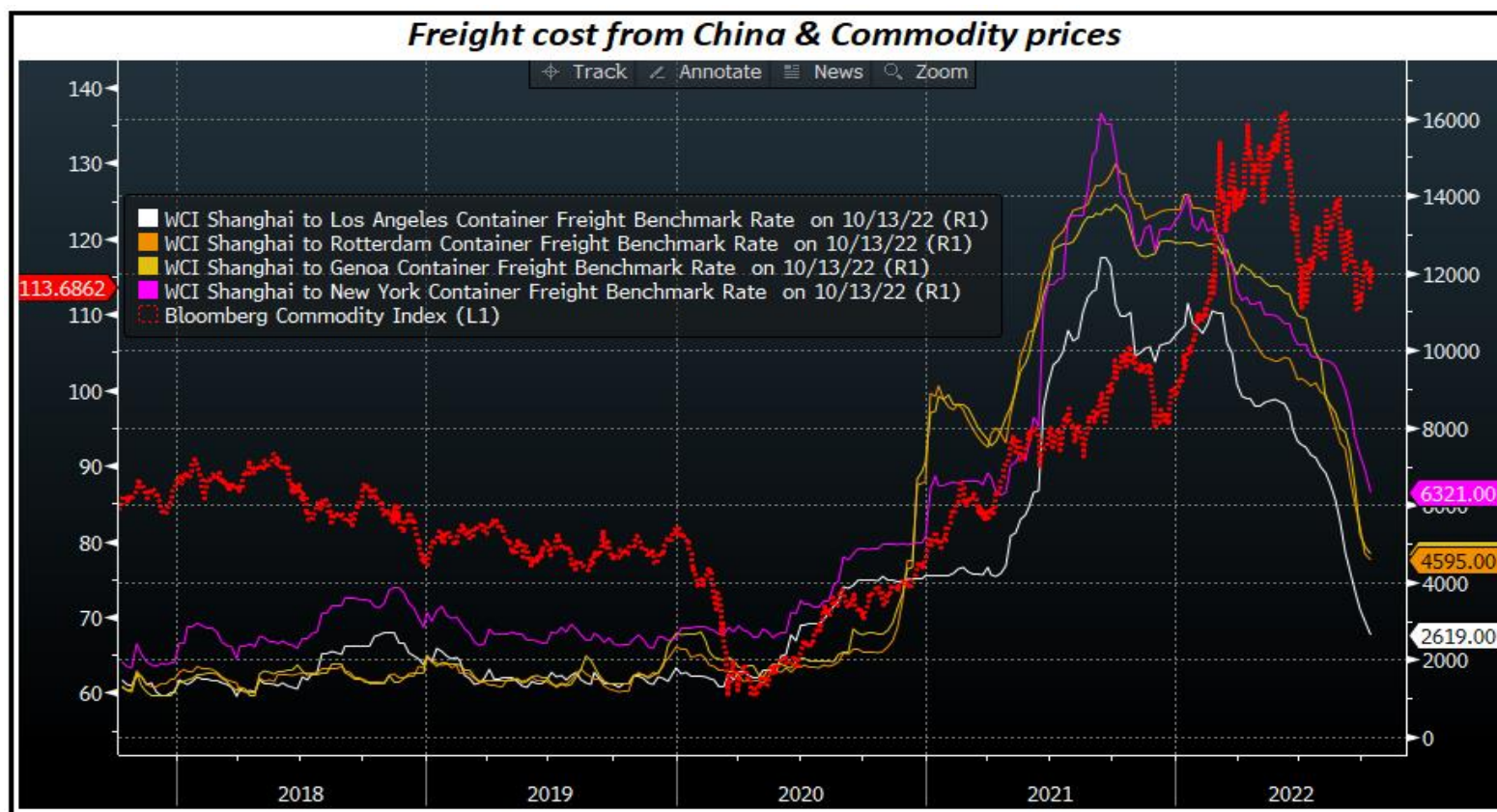
- Un ulteriore aiuto sul fronte inflazione in US potrebbe venire dal particolare contesto che si sta creando nella commercializzazione dei beni
- Le difficoltà di approvvigionamento osservate negli scorsi trimestri hanno indotto le aziende a effettuare un numero abnorme di ordini, per il timore di rimanere senza merce.



- Ora il colli di bottiglia nelle catene di distribuzione si stanno progressivamente risolvendo, proprio quando la domanda sta rallentando, causa inflazione e tightening Fed
- Il risultato è un ratio di inventory/sales ai massimi da 30 anni e un crollo del ratio Order/Inventory a indicare **un ciclo di destocking in arrivo**
- **Molte aziende potrebbero adottare una politica di sconti per velocizzare il processo.**



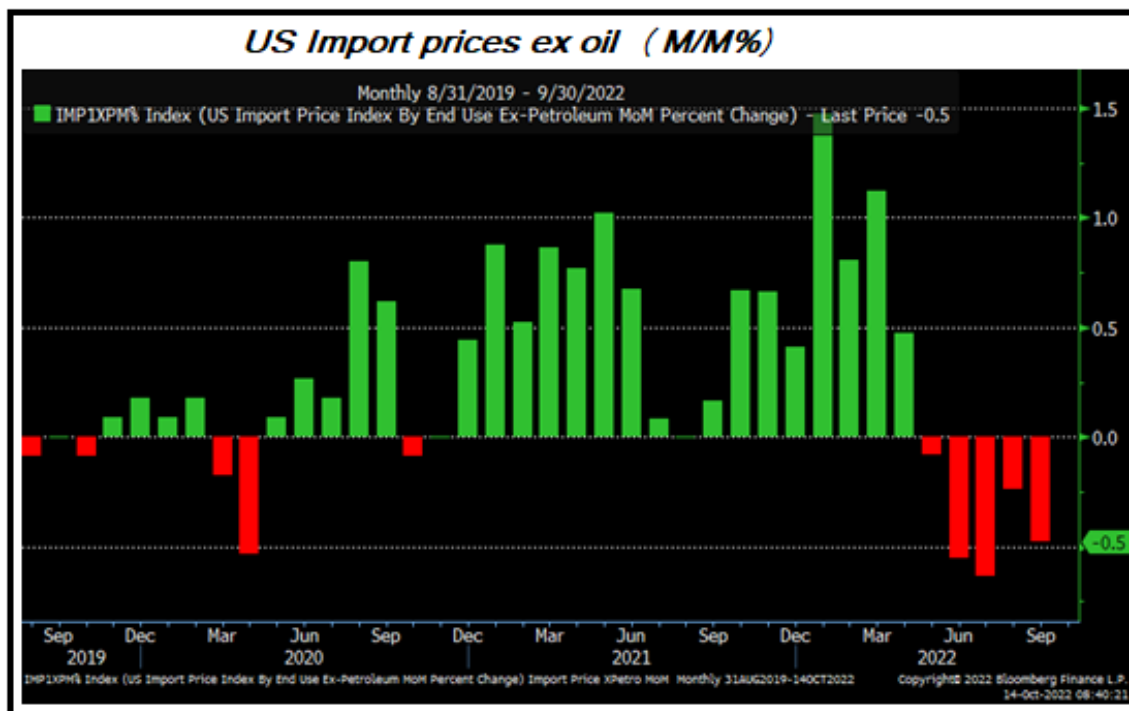
Lo shipping segnala un calo della domanda globale



- Tra gli ulteriori fattori che sembrano segnalare un'attenuazione delle pressioni inflazionistiche vi è il **calo dei costi di shipping**, un indicazione di raffreddamento della domanda che sembra essere confermata dalla perdita di momentum delle commodities
- Una considerazione secondaria è che la debolezza della domanda interna cinese, e dei prezzi interni (ex food) fa sì che la Cina stia riprendendo a esportare disinflazione tramite il canale estero (commodities, sussidi all'export)



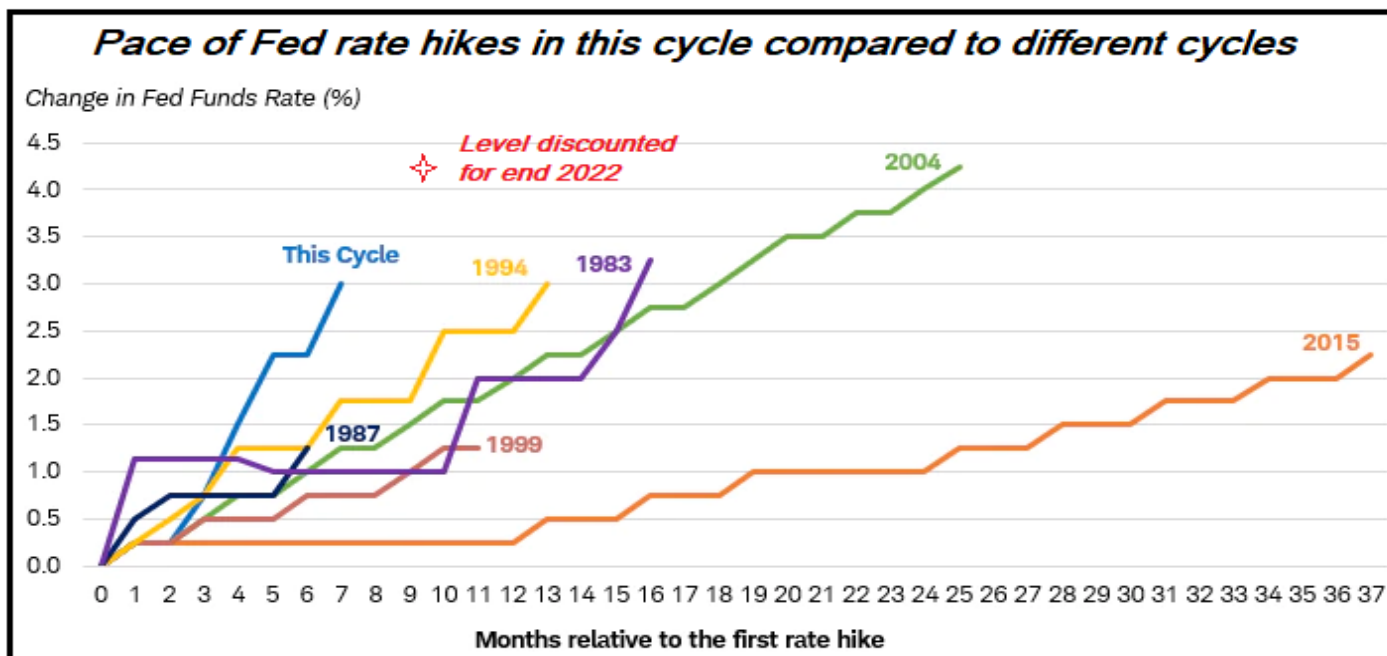
Il Dollaro forte come metodo per esportare inflazione



- Un effetto collaterale del tightening (ed in generale della risk aversion) di questo 2022 è il maestoso rally del Dollaro, con il paniere principale (Dollar Index) in progresso di oltre il 17% da inizio anno
- In questa fase, la forza del Biglietto verso non risulta sgradita a Washington e alla Fed: contribuisce a contenere l'inflazione da costi, e soprattutto quella da energia.
- Il risultato pratico è però che gli USA stanno esportando inflazione in tutto il mondo, visto che il Dollaro regola la maggior parte degli scambi commerciali
- In altre parole il **Dollaro va ad amplificare considerevolmente gli effetti del tightening sull'economia USA**



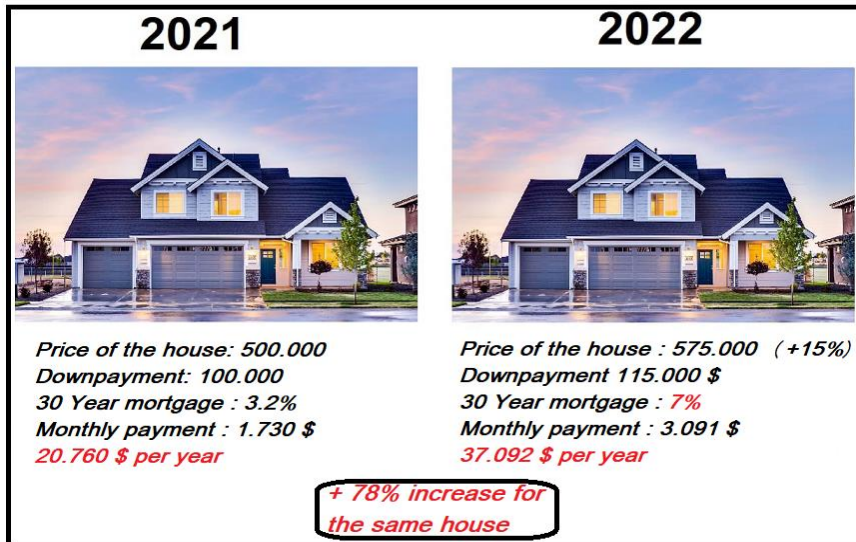
Un ciclo di tightening quasi senza precedenti



- In sostanza, la Fed cerca di compensare la tardività della sua reazione con un tightening estremamente aggressivo. I rialzi superano per rapidità i 6 precedenti cicli, e come estensione rivaleggiano con quello iniziato nel 2004, che ha impiegato oltre 2 anni per dispiegarsi (contro i 9 mesi progettati per quello attuale per raggiungere la stessa entità).
- Bisogna poi aggiungere al mix il **passaggio da quantitative easing a quantitative tightening**, che va ad aumentare la restrittività della politica, insieme con la forza del Dollaro.
- La politica monetaria agisce sull'economia con un ritardo di 6-9 mesi. In altre parole il **grosso dell'azione Fed deve ancora dispiegare i suoi effetti**, anche se gli indicatori con maggior capacità di anticipare già mostrano impatti importanti. La rapidità con cui viene condotta l'azione rende difficile valutarne appieno gli effetti. **Il rischio è di causare dei danni all'economia che diverranno evidenti solo tra alcuni mesi/trimestri.**

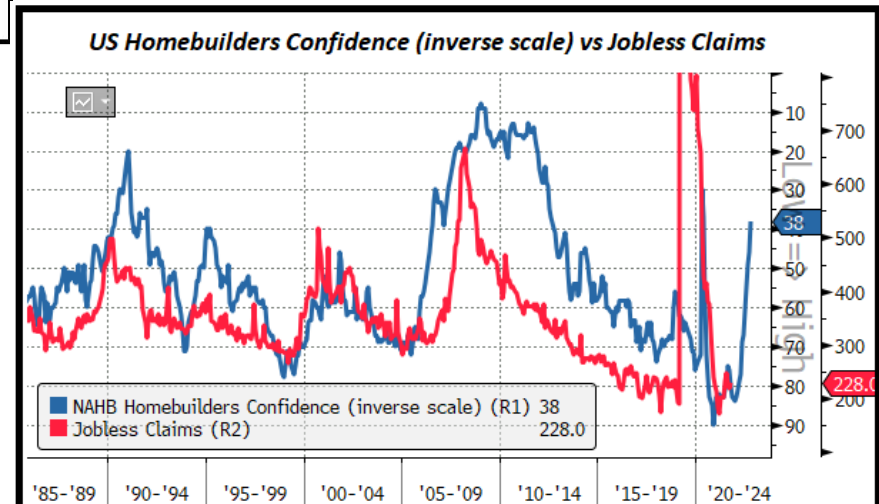


Un serio «downside risk» per la crescita dal settore immobiliare USA



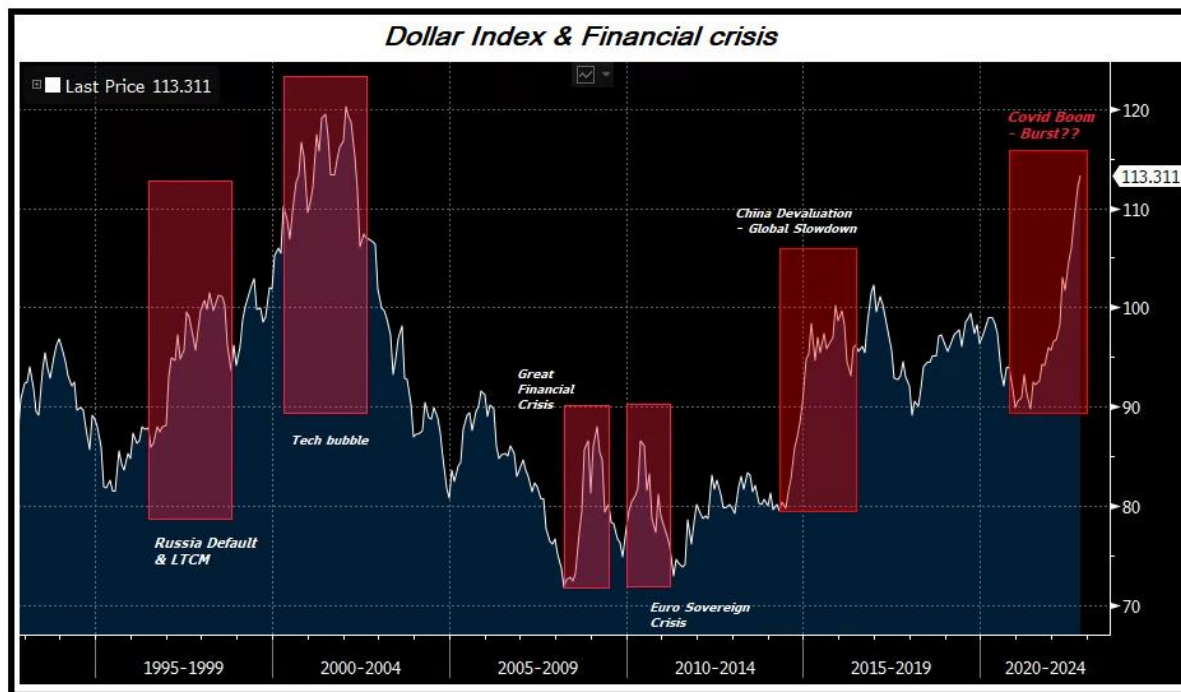
- Questa dinamica è già evidente in varie serie di dati sul real estate (new ed existing home sales, building permits) ma soprattutto nella **fiducia degli Homebuilders**, che è crollata di 39 punti nello spazio di 6 mesi, al livello più basso dal 2012, se si escludono 2 letture nel 2020 legate al Covid.
- In passato, **deterioramenti così marcati del sentiment sull'immobiliare** si sono sempre tradotti in un **peggioramento dell'economia** e in particolare del mercato del lavoro
- Condizioni necessarie per un miglioramento sostanziale del quadro sul real estate residenziale:
 - **Calo dei prezzi delle case**
 - **Calo dei tassi dei mutui**

- L'esplosione dei tassi dei mutui, giunta al termine di una fase di rivalutazione dei prezzi delle case crea **un contesto estremamente difficile per il settore immobiliare**, il più grosso dell'economia USA.
- A peggiorare il quadro nei prossimi mesi avremo il completamento di un numero record di nuove unità (oltre 400,000 tra cantieri iniziati e solo autorizzati), la cui realizzazione è stata rallentata dalla scarsità di materiali
- Il rischio è di arrivare ad uno stallo del settore in quanto l'aumento del costo di finanziamento ostacola:
 1. I compratori, per problemi di affordability
 2. I venditori, che restano prigionieri del mutuo a tassi bassi





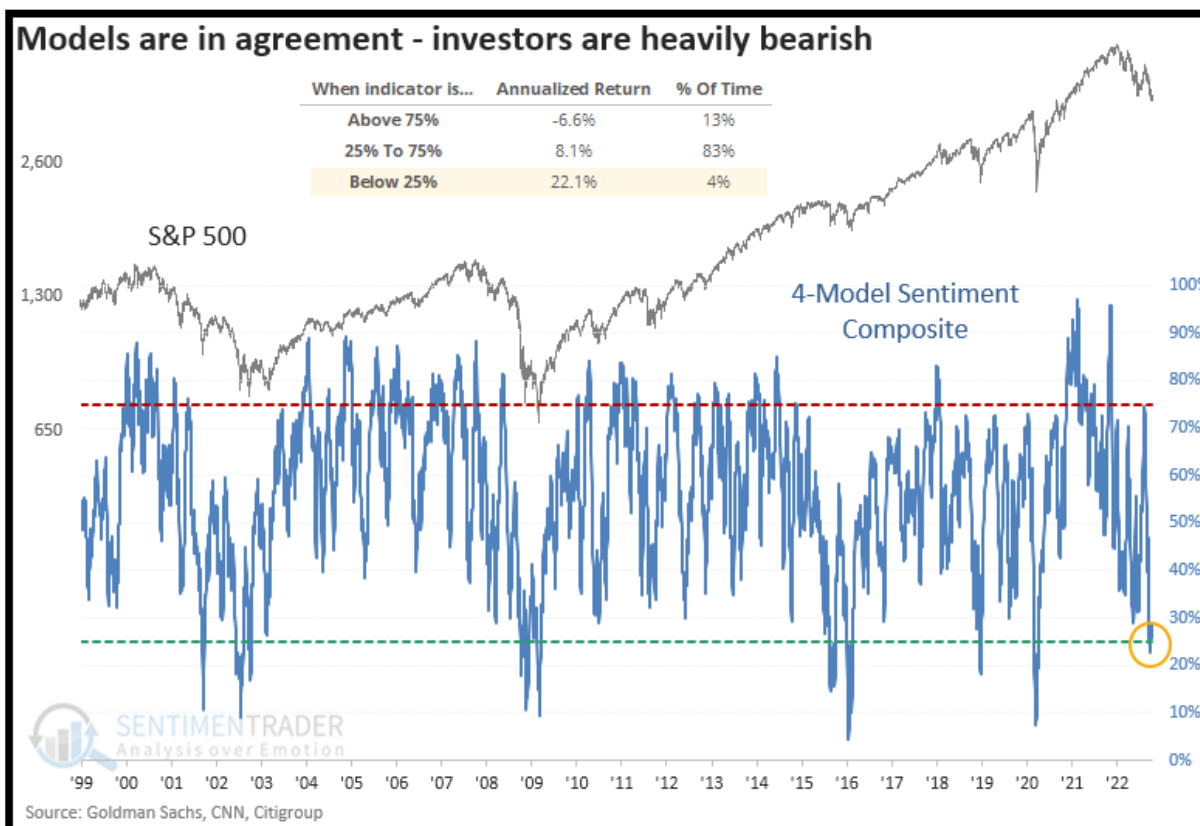
Fed, Dollaro e condizioni finanziarie globali.



- Un effetto collaterale della forza del Dollaro è che, **insieme all'inflazione, gli USA esportano anche la politica monetaria restrittiva della FED**. Infatti trattandosi della divisa di riserva valutaria, nonché tramite degli scambi commerciali, la sua corsa costringe **le altre banche centrali del mondo a imitare in qualche misura la Fed** per non vedere le proprio divise calare troppo, con impatti intuibili su inflazione e debito in valuta estera, di cui in particolare molti emergenti fanno USO.
- Le politiche restrittive dei vari paesi finiscono per combinarsi tra loro in un **contesto di condizioni finanziarie globali ancora più restrittive**, che a volte sfocia in vere e proprie crisi finanziarie, o ne aggrava gli effetti.
- La corsa a investire nella valuta più pregiata alimenta quindi circoli viziosi, come mostra la circostanza che quasi tutte le fasi di forte apprezzamento del Dollaro hanno coinciso con situazioni di crisi di qualche tipo.



Sentiment e positioning sono su livelli di estremo pessimismo



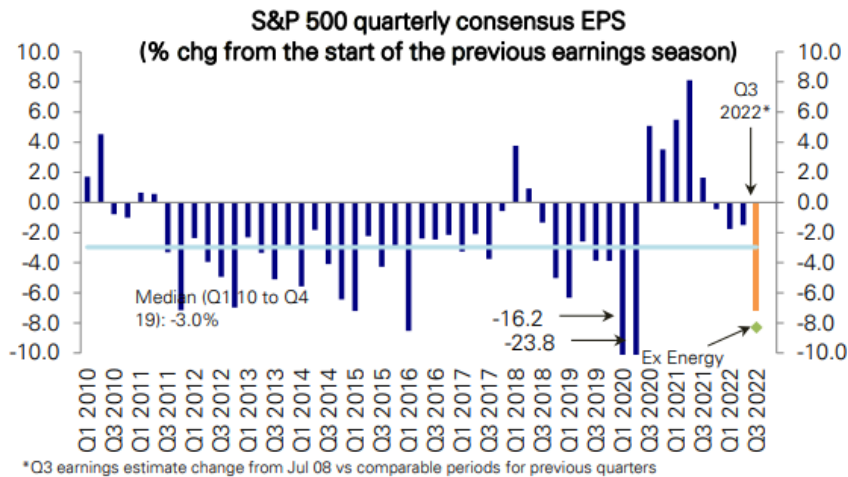
- Oltre 9 mesi di bear market e una discesa di oltre 15 punti in 8 settimane hanno creato i presupposti per una situazione di sentiment e positioning estrema sul mercato.
- Allo scopo di fornire una visione di insieme, abbiamo scelto un indicatore che aggrega 4 modelli, essi stessi un aggregato di singoli indicatori di sentiment (Citi Panic/Euphoria, CNN Fear/Greed, Sentimentrader Dumb Money Confidence e Bear market probability)
- La lettura attuale è entro il 4% più basso, entro il 2% se si leva l'indicatore macro (Bear market probability) è informato da input fondamentali e economici

- Questi livelli di pessimismo sono piuttosto rari e hanno portato a fasi di rimbalzo, nell'orizzonte temporale tra 1 e 2 mesi, con elevata frequenza, anche quando sono stati rilevati in bear market della dimensione del 2008 e del 2001
- Anche le performance di medio termine seguite a questi eccessi sono, in media, brillanti. Ma in particolare nei bear market del 2000-2003 e 2007-2009 si possono trovare rilevanti eccezioni



Sollievo in arrivo dall'earning season?.

Figure 6: The pre-season cut to Q3 estimates (-7%) is one of the largest outside the pandemic shock



Source: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Asset Allocation

- L'elevato livello di scetticismo verso le trimestrali, combinato con i livelli estremi di sentiment e positioning osservabili sul mercato, può costituire un contesto favorevole allo sviluppo di un rimbalzo simile a quello osservato tra luglio e agosto, a condizione che:
 - Gli earnings in aggregato superino di un margine apprezzabile (3/5%) queste diminuite attese
 - Sul mercato dei tassi si assista ad una stabilizzazione

- L'S&P 500 appropria questa earning season avendo subito una revisione al ribasso delle stime di utili del 7%, dal termine della pubblicazione dei risultati di Q2, un ridimensionamento di entità rara, al di fuori dei periodi di recessione.
- Coerentemente, Wall Street ha messo a segno un robusto storno, nel run up verso l'apertura di stagione, una price action simile a quella mostrata nel secondo trimestre.





In sintesi

- Portiamo a **neutral l'azionario US**. Riteniamo che il picco dei prezzi al consumo USA sia ormai alle spalle. Dal lato dei beni, gli aumenti hanno ormai rallentato visibilmente, e a breve dovrebbe impattare un ciclo di smaltimento delle scorte. Prospettivamente, 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. La FED ha adottato una stance molto aggressiva e i rialzi dei Fed Funds, e l'entrata a regime del Quantitative Tightening, andranno ad impattare su un ciclo già in rallentamento. Ci attendiamo inoltre un marcato deterioramento dei profitti. Ciò detto, crediamo che le aspettative relative agli utili del terzo trimestre si siano ridimensionate a sufficienza, nelle ultime settimane. Inoltre, notiamo sul mercato livelli di sentiment e positioning del tipo che spesso da luogo a corposi rimbalzi, anche quando questi livelli sono rilevati durante bear markets. Lasciamo a **underweight l'azionario europeo**, ritenendo che il marcato peggioramento del quadro inflattivo e il deciso 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.
- Lasciamo 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). Il ritiro del budget varato dal Governo Truss e la sostituzione del Cancelliere Kwarteng con il più affidabile Hunt sono sviluppi positivi, che però lasciano aperto il problema di come affrontare la difficile congiuntura, con un margine di manovra scarso sul fronte fiscale e una situazione di estrema volatilità sui mercati obbligazionari locali e sulla divisa.
- 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 il quadro. Lasciamo a **neutral l'azionario cinese**: la crisi dell'immobiliare e un eventuale aumento dei focolai Covid e relativi lockdown restano un rischio per l'economia nel breve, ma l'enorme ammontare di stimolo in corso di erogazione e il livello sacrificato degli indici potrebbero fornire supporto nei prossimi mesi. Lasciamo a **underweight l'azionario Emergenti**. Vediamo rischi dal deterioramento del quadro macro globale e dal tightening FED e conseguente rialzo del Dollaro.



In sintesi

- 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 inflation.
- 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. Lasciamo 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 UK**. Riteniamo che il comparto continuerà a soffrire a causa dei livelli elevati di inflazione e resterà ostaggio della necessità dell'esecutivo di supportare l'economia UK tramite stimolo fiscale, con conseguente impatto sui rendimenti. Lasciamo 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.
- Lasciamo 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**.



In sintesi

- 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.
- Riguardo i cambi, lasciamo 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. Lasciamo 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, portiamo a **neutral** quelle **energetiche**. Il quadro macroeconomico globale debole resta un fattore negativo per il comparto. Detto questo, le quotazioni attuali sembrano scontare un inverno mite nell'emisfero boreale, e una situazione geopolitica priva di marcati deterioramenti. A medio termine il bilancio domanda offerta di petrolio resta difficile per i paesi consumatori. 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 continuerà ad avere le conseguenze più pesanti. Sui livelli attuali manteniamo a **neutral** i **metalli preziosi**.



Giudizi tattici

Azionario

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

Valute

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

Materie prime

Energetiche	■	Upgrade
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



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

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.