

2022

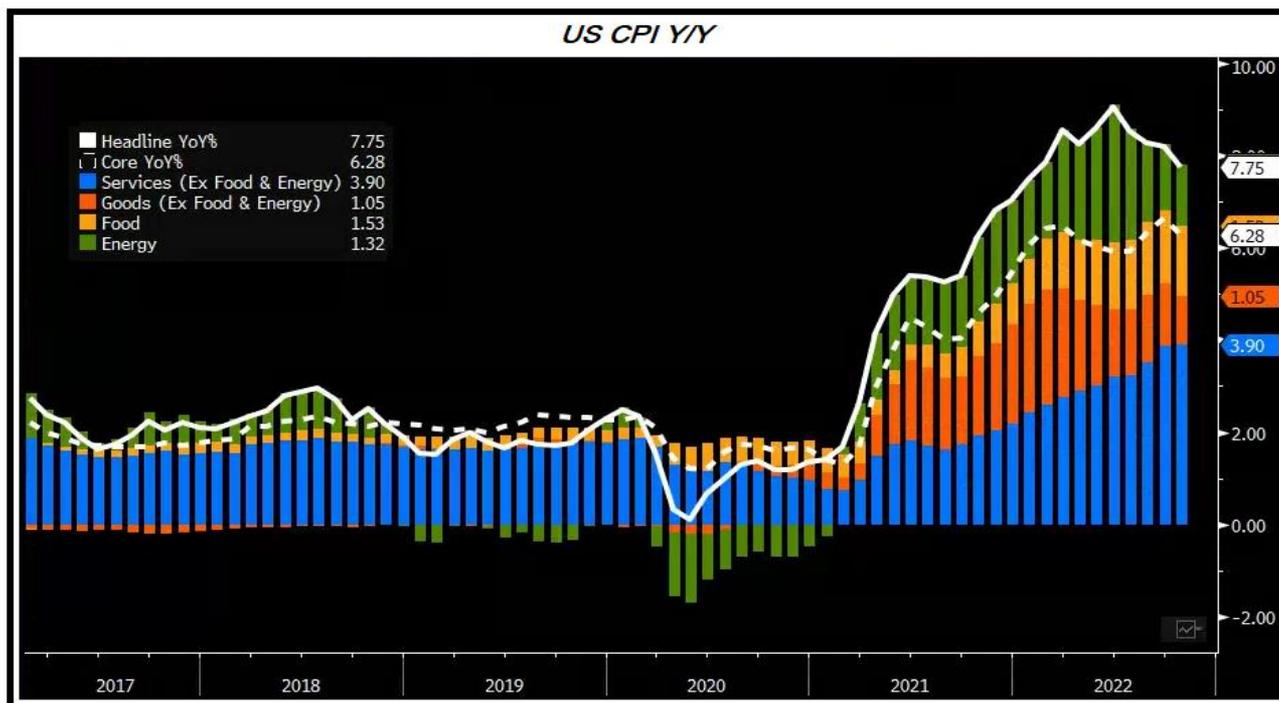
Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Novembre 2022





Inflazione USA: infine il turning point?



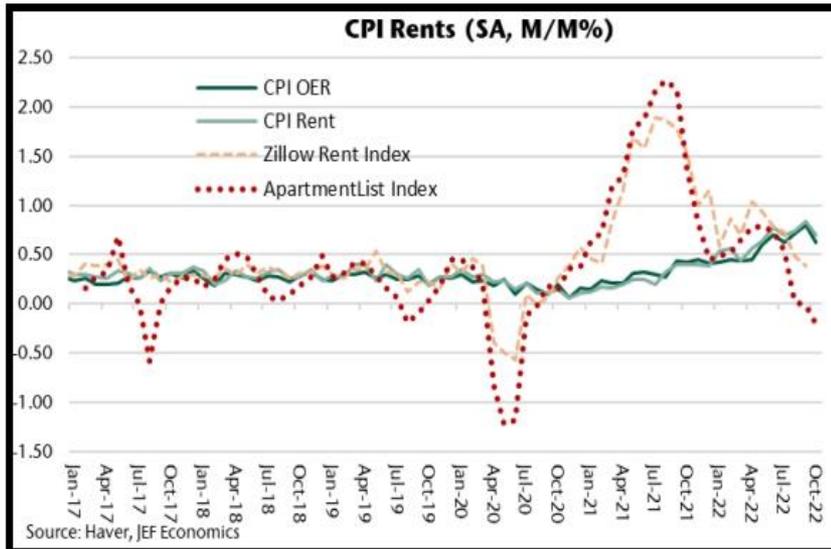
L'ultimo dato di inflazione USA ha mostrato infine dei **segnali di rallentamento** più consistenti.

- Il **CPI Core** è salito solo dello 0,27%, **l'incremento più basso da settembre 2021**
- Il comparto dei «**core goods**» ha mostrato **disinflazione (-0,4%)**
- La componente **shelter** ha mostrato un primo **rallentamento**, con Owners Equivalent Rent in calo di 0,1 a 0,6% e Rent of primary Residente in discesa di 0,1 a 0,7%

- Uno sguardo al quadro di insieme mostra chiaramente **uno stallo del trend di accelerazione dell'inflazione**. Il picco resta il 9,1% di Giugno 2022, e siamo al quarto calo consecutivo, per un totale di 1,4%. Il dato «core» è stabile sui livelli del primo trimestre 2022. Gli effetti base cominceranno a sottrarre significativamente dal dato anno su anno da novembre in avanti.
- Le componenti volatili costituiscono ancora un terzo del dato headline. Il loro contributo resta di difficile quantificazione nei prossimi mesi, vista l'abbondanza di variabili in gioco e l'imprevedibilità delle stesse
- La componente dei «core goods» dovrebbe continuare a calare nei prossimi mesi. I servizi restano il principale fattore di crescita dei prezzi, e al loro interno la componente alloggi.

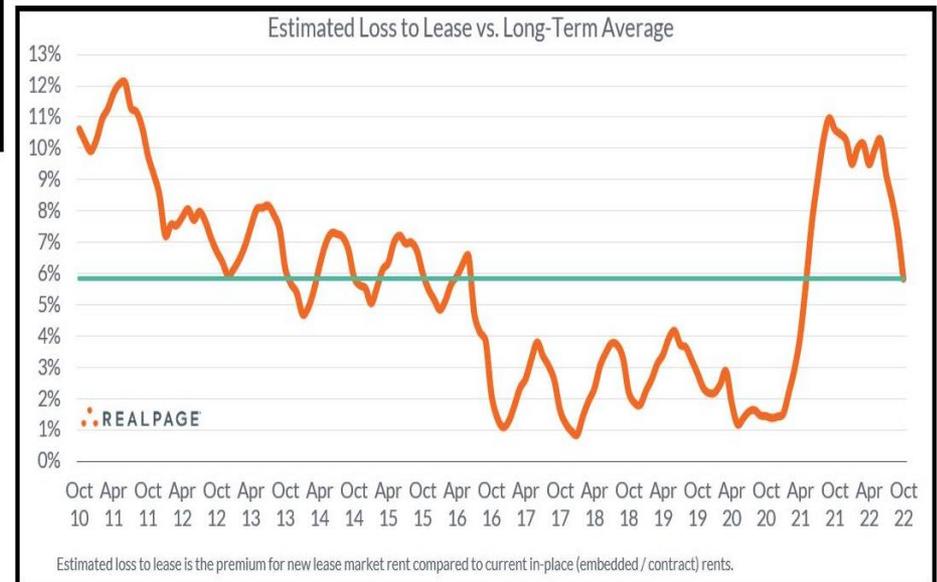


La shelter inflation è vicina al suo top.



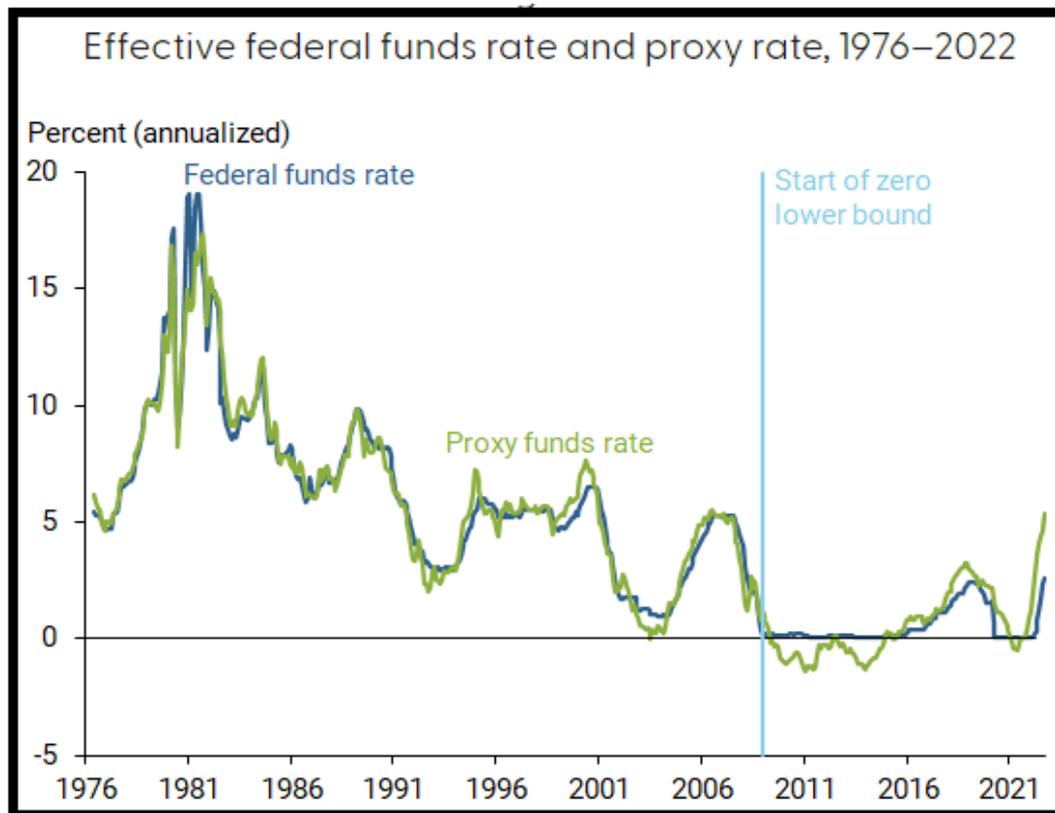
- Il «loss to lease», ovvero il gap tra il livello medio degli affitti e la richiesta media del mercato, è tornato sui livelli medi dell'ultimo decennio
- Questo è anche un effetto del **calo del numero dei nuovi contratti**, e dell'**aumento in relativo del numero di rinnovi** dei contratti esistenti. Infatti il rinnovo solitamente avviene ad uno sconto rispetto ai prezzi di mercato, perché il rapporto è consolidato. In altre parole, un mercato meno dinamico vede salire meno gli affitti.
- Su queste basi, è possibile che **la crescita dei rents nel CPI rallenti prima di quanto il gap con i livelli di mercato lascerebbero intendere.**

- Vi è una diffusa convinzione che **la componente Owner Equivalent Rent del CPI** debba salire ancora per diversi mesi, per recuperare il gap con altre misure del costo degli affitti, a causa del fatto che la OER tiene conto di tutti gli affitti, e non solo di quelli «nuovi».
- Il rallentamento di ottobre potrebbe costituire un segnale che **quest'effetto si rivelerà inferiore alle attese.**
- Il picco di aumento degli affitti è avvenuto oltre un anno fa, a luglio del 2021, e attualmente i nuovi contratti iniziano a registrare cali.





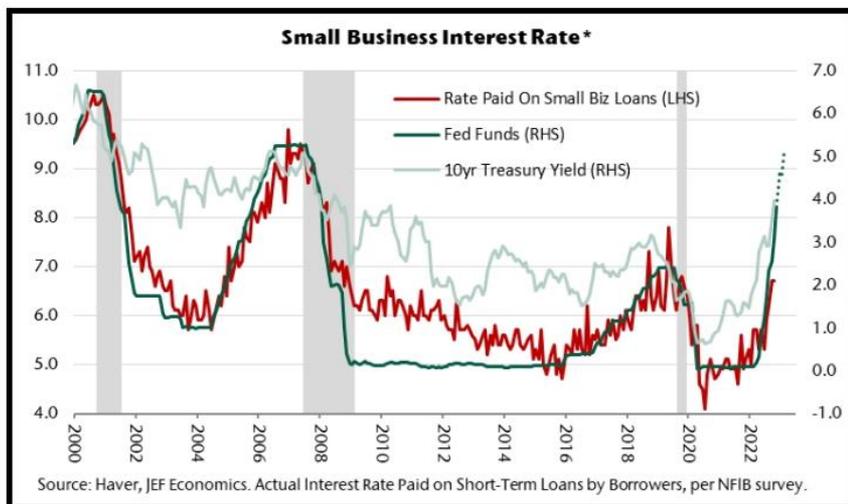
Il tightening operato è superiore di quanto i Fed Funds non dicano



- Negli ultimi 5 mesi, **la FED ha alzato i tassi complessivamente di 300 bps**, portandoli al 3,75-4%. Un ammontare di tightening davvero significativo in pochissimo tempo.
- Ma in realtà la semplice misura dell'entità dei rialzi **non riassume interamente la misura dell'inasprimento** della politica monetaria USA.
- Uno studio della Fed di San Francisco ha evidenziato **2 distinti fattori** che negli ultimi anni sono andati a **modificare il livello di espansività o restrittività** dei Fed Funds
 1. L'avvento della **forward guidance**, adottata dal 2003 ed eletta ufficialmente a strumento nel 2008
 2. L'utilizzo del **bilancio FED** in operazioni di **Quantitative Easing/tightening**
- Questi tools sono nati proprio con il fine di fornire o rimuovere stimolo monetario in una fase in cui i tassi avevano perso «grip»
- Dall'adozione di questi strumenti, vari studi hanno cercato di misurare l'ammontare di stimolo che il loro utilizzo aggiunge o sottrae al livello dei Fed Funds, **calcolando un livello di «fed Funds effettivi»**
- La valutazione fatta dalla Fed di S. Francisco sulla stance in vigore a settembre **colloca questo livello oltre 2 punti percentuali sopra i fed Funds ufficiali** (5,25% vs 3-3,25). Una media di varie regole di dimensionamento dei Fed Funds sulla base di variabili economiche (i.e. Taylor rule) indica il livello ideale di Fed Funds, per a settembre 2022, al 3,67%.



I prossimi mesi vedranno un impatto pieno del tightening FED

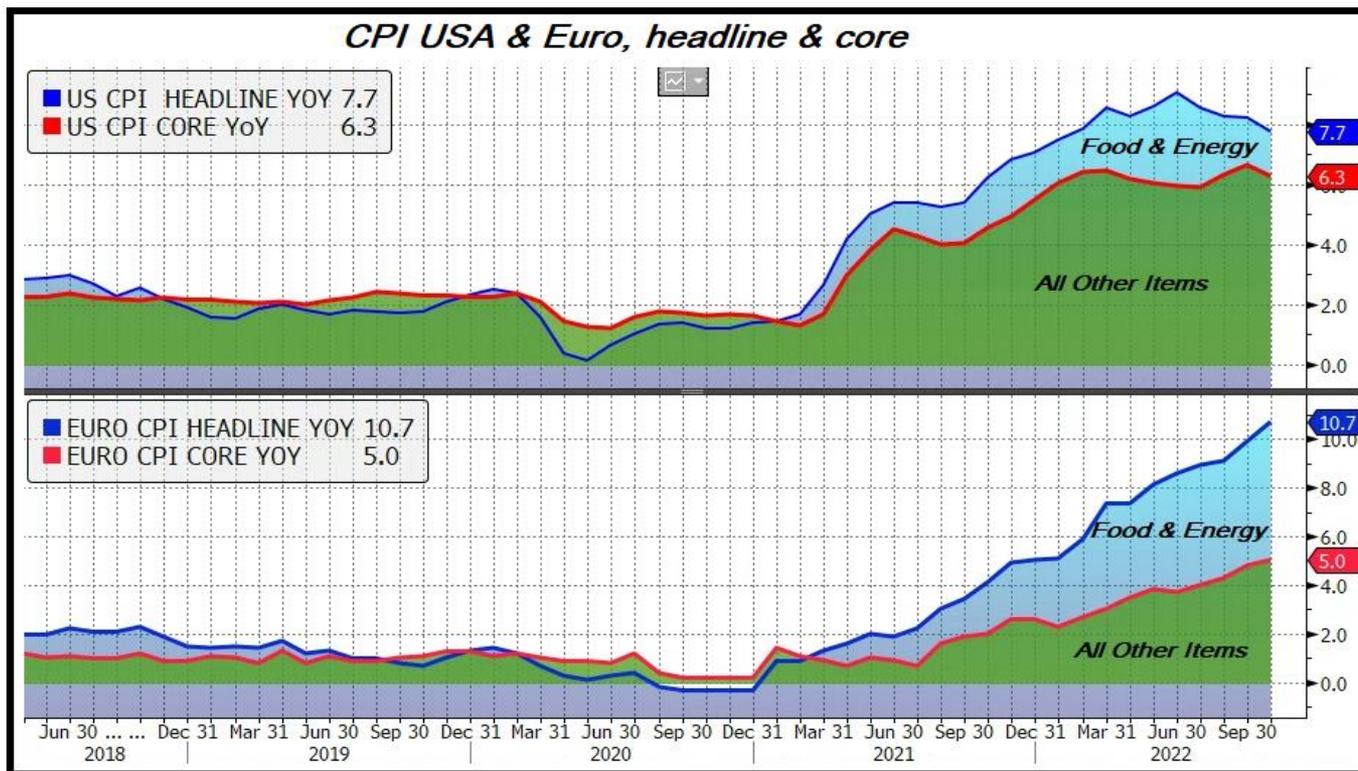


- La **piccola/media impresa USA** si finanzia principalmente attraverso **loans bancari**.
- **L'aumento dei tassi FED si trasferisce con un ritardo a questi strumenti**: a fronte del rialzo di 375 bps per ora il tasso medio è aumentato solo di 150 bps. Ma nei prossimi mesi salirà di altri 250-300.
- Finora gli small business hanno disposto di parecchio **pricing power**, ma **la forbice tra prezzi e costi si sta chiudendo rapidamente** a causa di calo della domanda e aumento di tassi passivi e salari
- La **domanda di lavoro delle SME USA** ammonta a oltre 3/4 del totale e **ha finora sostenuto i payroll**.
- Ma con il calo dei profitti gli effetti sul mercato del lavoro Usa si dovrebbero sentire nei prossimi trimestri





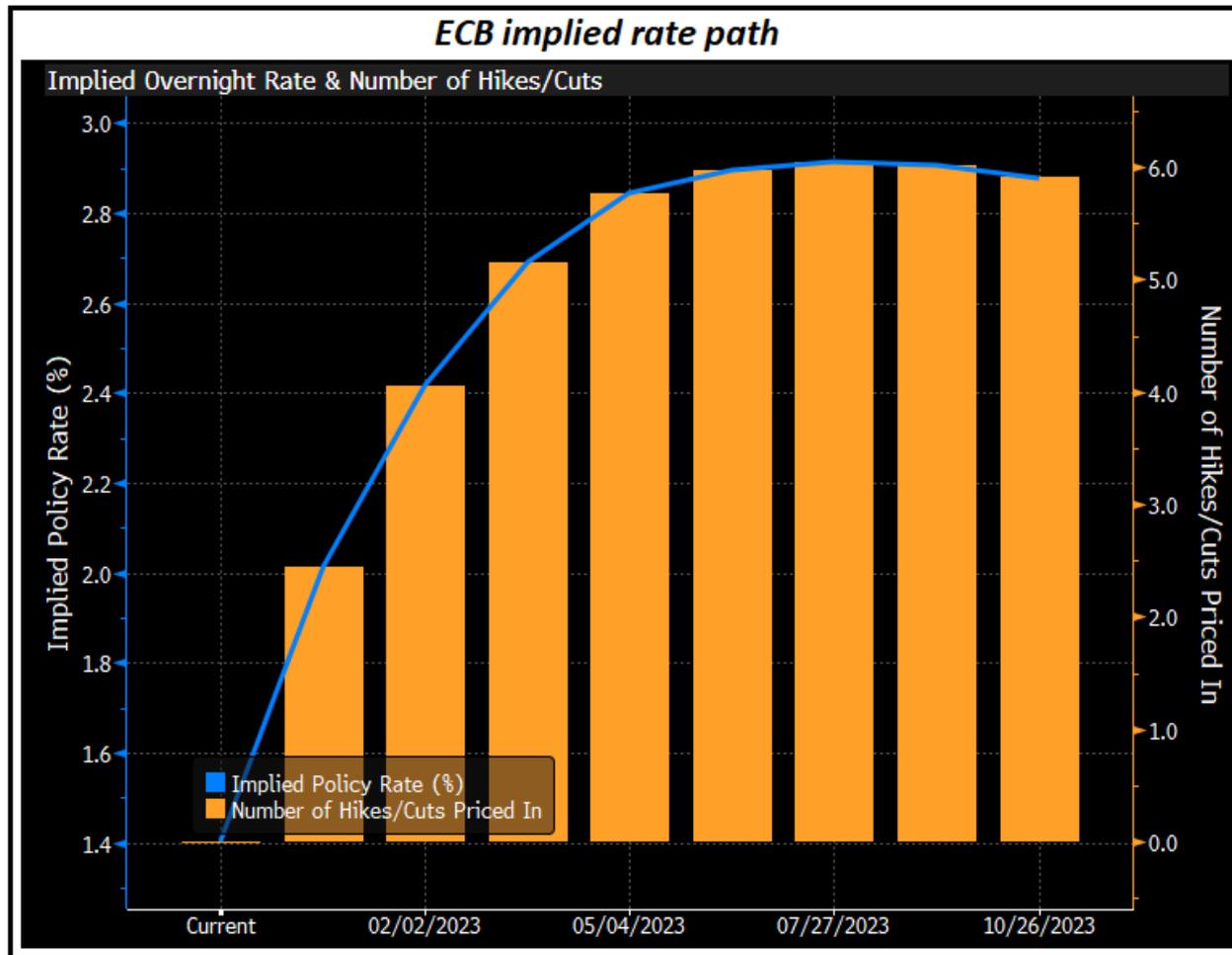
Eurozone CPI: il trend è ancora robusto



- Balza agli occhi la differenza tra il quadro inflattivo USA e quello Eurozone.
 - **A differenza di quello USA il CPI Europeo non sta ancora dando alcun segnale di essere vicino a una svolta**
 - **Con le componenti Food & Energy che forniscono un contributo di oltre 50% al dato headline, l'inflazione europea è meno dipendente dalla domanda interna, e quindi dalla politica monetaria ECB**
 - **I Prezzi alla produzione Eurozone sopra il +40% anno su anno indicano che ancora molti aumenti devono trasferirsi da beni e servizi intermedi a quelli finali**



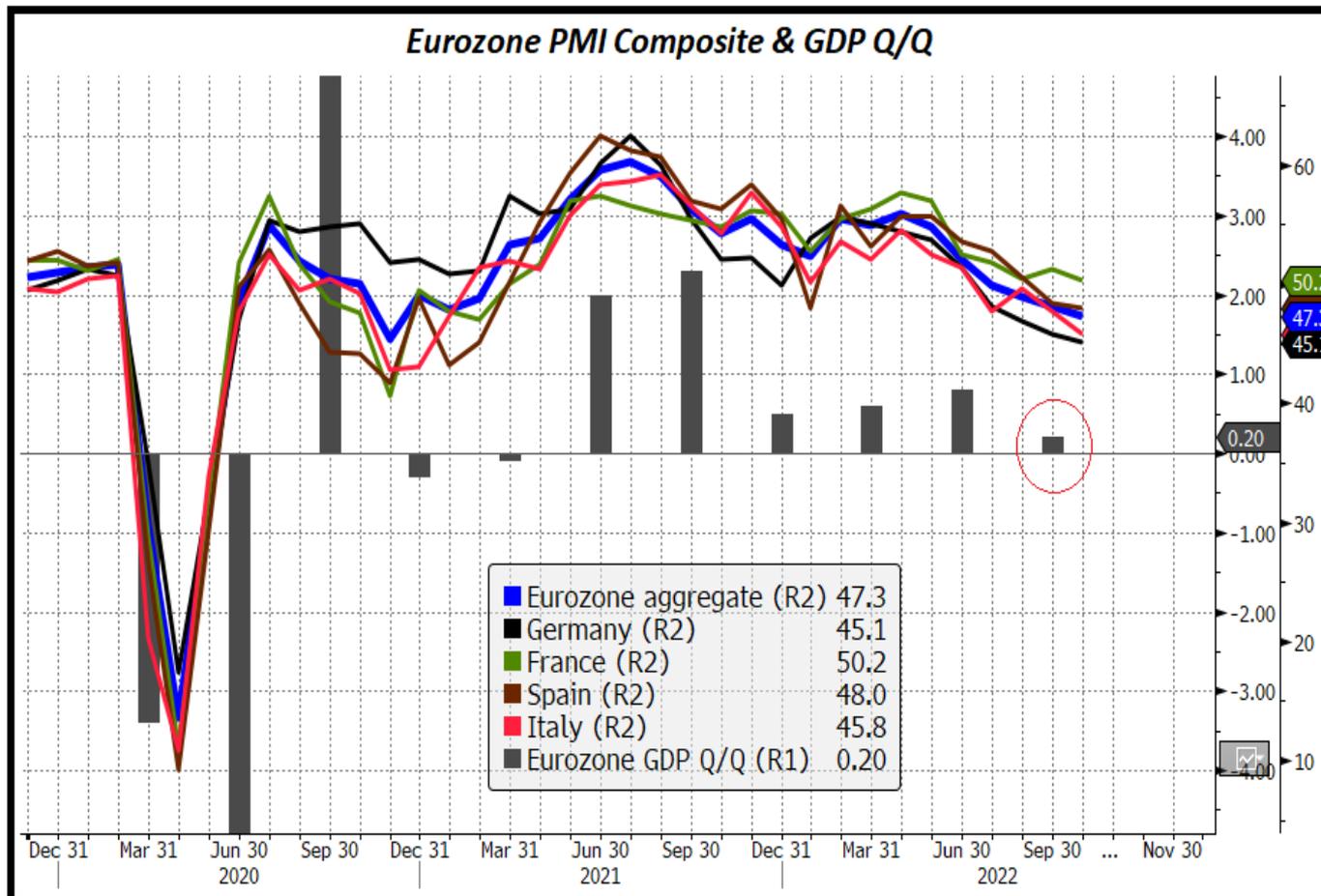
La pressione resterà elevata sull'ECB



- L'inflazione in EU continuerà nei prossimi mesi a mantenere una pressione elevata sulla banca Centrale. **L'ECB potrebbe alzare ancora di cumulativi 100 bps, fino al 2,5%.**
- Esiste un *upside risk*, in caso i dati sui prezzi continuino a sorprendere al rialzo, come avvenuto di recente.
- Dal primo trimestre del 2023 in avanti, **effetti base** su food & energy in particolare potrebbero venire in aiuto alla Banca Centrale.
- Ma si tratta di variabili di difficile quantificazione, in quanto dipendenti da fattori imprevedibili come clima e geopolitica.



Eurozone: una resilienza sorprendente



- La crescita europea ha sorpreso in positivo nel terzo trimestre, in particolare in confronto a quanto indicato dalle survey di attività economica
- Infatti queste ultime segnalano **contrazione della crescita da luglio**, ma il GDP è salito marginalmente nel terzo trimestre (+0,2%) grazie a sorprese positive da Germania e Italia in particolare.
- E' possibile che il calo delle survey sia stato accentuato dall'estremo pessimismo degli outlook



Assets dell' Eurozona: un autunno fantastico



- L'ultima parte del recupero è stata favorita **dall'asestarsi delle attese di inflazione in US**, e di conseguenza l'alimentarsi di aspettative di **un'attenuazione della stanchezza restrittiva della FED**.
- **Positioning e sentiment assai difensivi** hanno esaltato l'effetto di questi fattori sulla price action
- **Peraltro, sembra che sui livelli attuali l'azionario Eurozone incorpori uno scenario alquanto benigno in termini di quadro geopolitico, e sviluppo della crisi energetica** (in particolare in relazione al clima)
- In secondo luogo, **il quadro inflattivo in Eurozone resta assai più complesso** e irto di incognite di quello USA

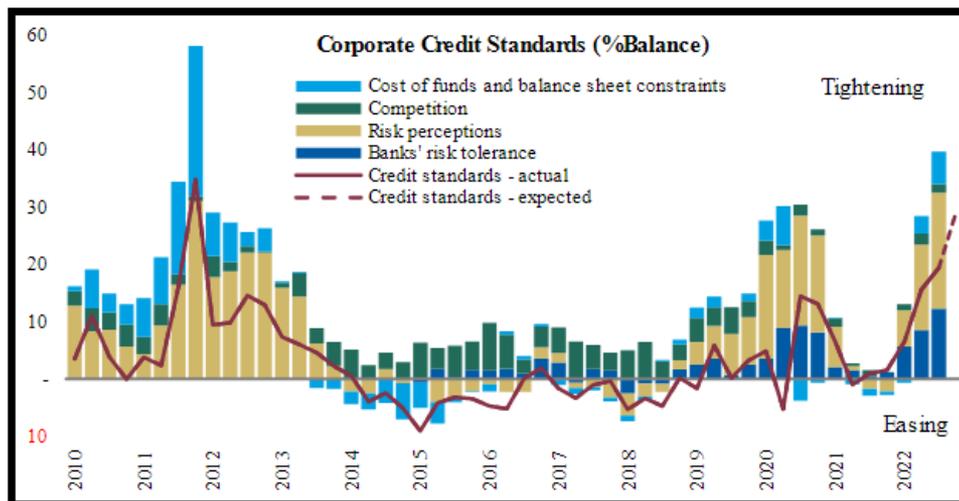
- Le ultime settimane hanno visto un **significativo recupero degli asset dell'Eurozona**, con un rimbalzo del 20% circa dell'azionario, e un +8% della Divisa
- Tra i **motivi** per il rimbalzo del sentiment abbiamo

1. **Un miglioramento del quadro sul costo dell'energia** (clima, abbondanti riserve di gas)
2. Crescenti attese di **de-escalation in Ucraina**
3. **Abbandono della politica «zero Covid e stimolo in Cina**
4. **Earnings e guidances di buona qualità** (vedi slide 12)



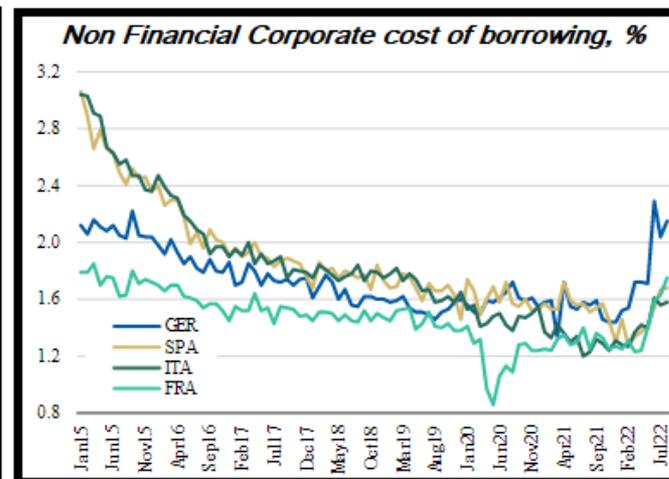
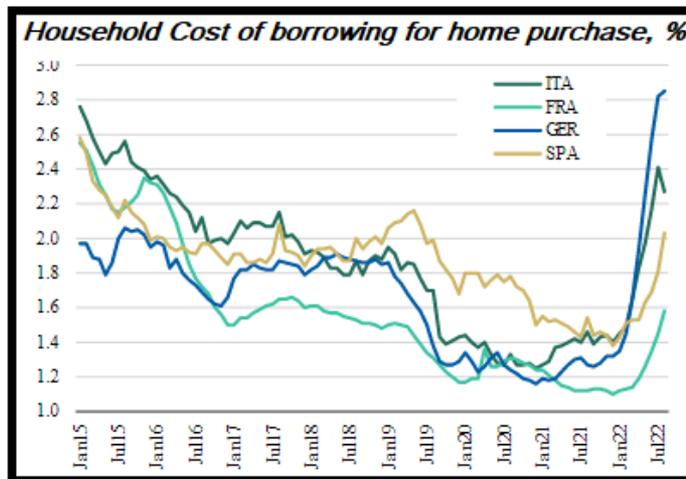


Eurozone: brusco inasprimento delle condizioni finanziarie in arrivo



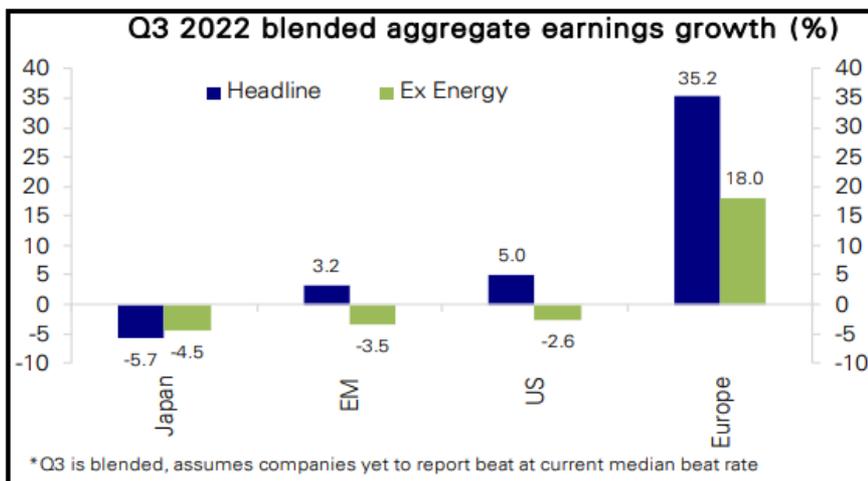
- L'inasprimento della **politica monetaria ECB**, partito con un certo ritardo rispetto al tightening Fed, **sta iniziando a impattare sulle condizioni finanziarie Eurozone**
- L'ultima **Bank Lending Survey** ha mostrato un significativo irrigidimento dei credit standards, e **attese di ulteriore tightening per il quarto trimestre**.
- L'indice dei credit standards potrebbe raggiungere livelli visti l'ultima volta nel corso della crisi sovrain.
- I tassi medi dei prestiti a consumatori ed aziende (ECB composite cost of borrowing) già mostrano un significativo rialzo.

- L'impatto di questo inasprimento delle condizioni di credito dovrebbe manifestarsi dal quarto trimestre 2022 in avanti sulla domanda di consumatori e aziende, conducendo ad una contrazione del GDP di entità da definirsi

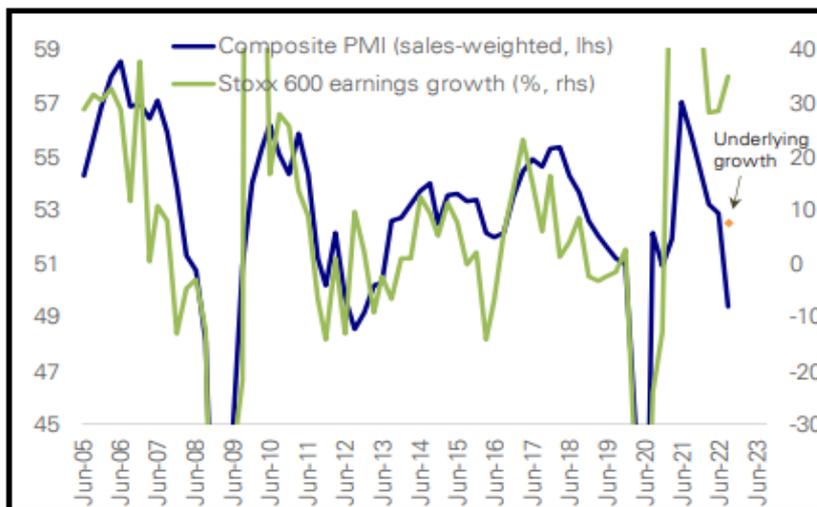
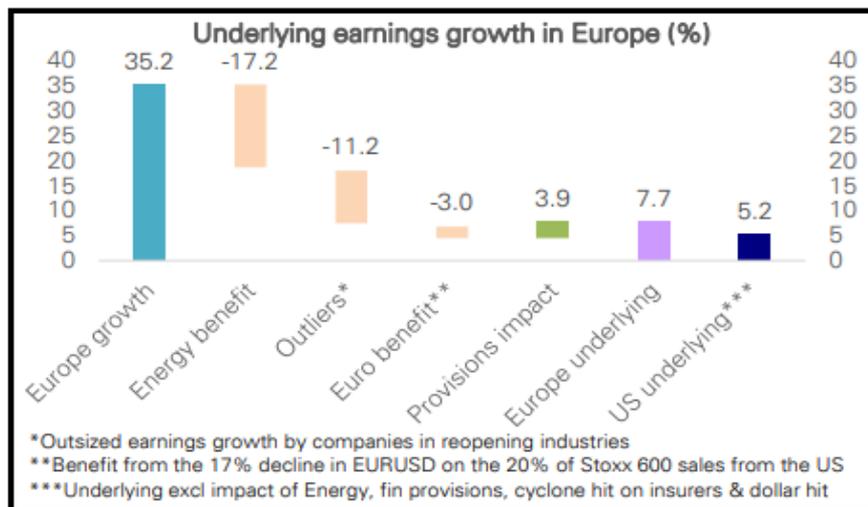




Azionario Eurozone: Ottima earning growth ma l'inverno è in arrivo

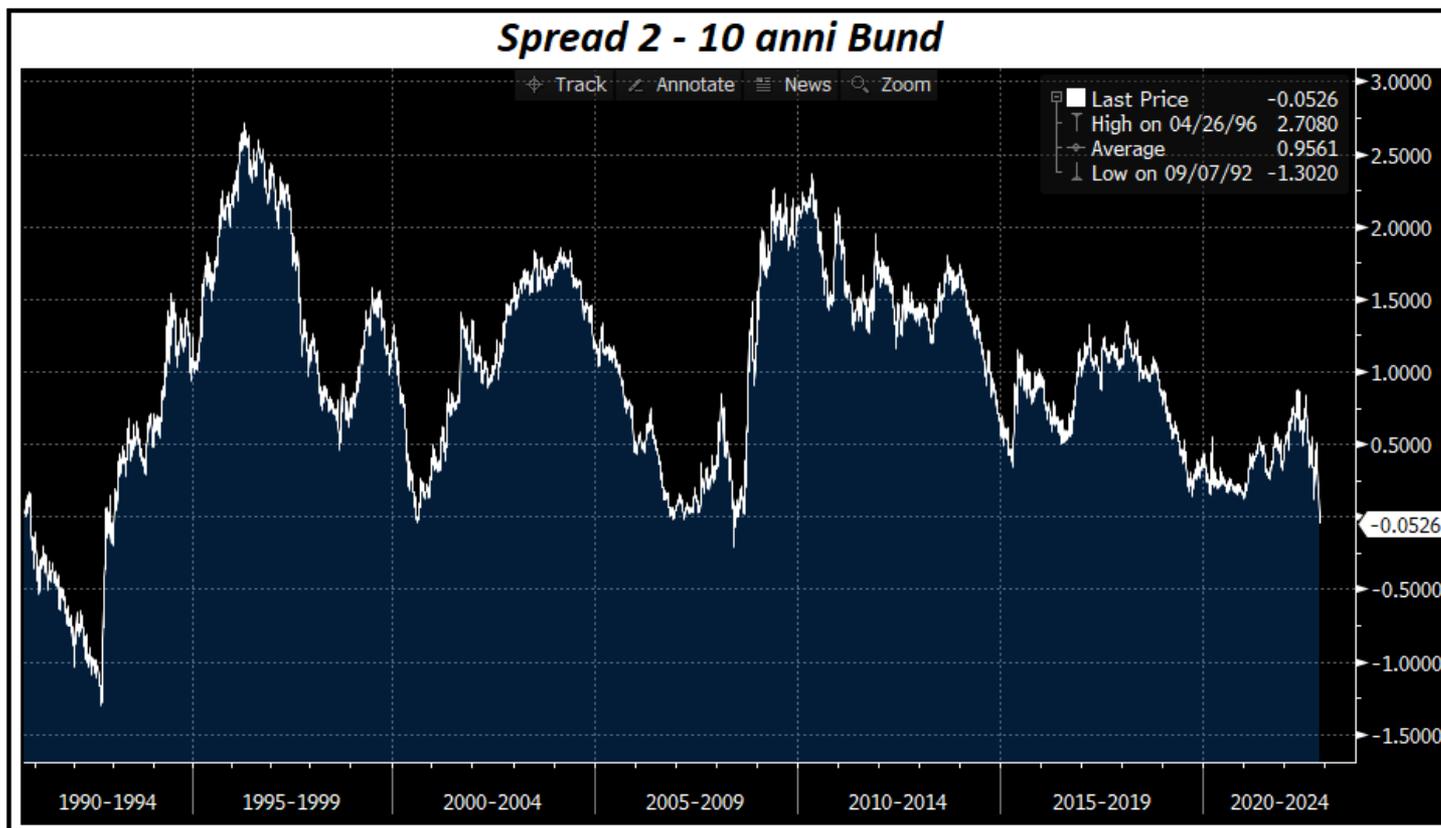


- La recente ottima performance dell'azionario Eurozone è stata favorita da **un' earning season assai positiva**.
- L'elevato peso del settore energy e l'impatto delle riaperture post Covid su alcuni servizi hanno gonfiato la crescita, ma **anche depurata da questi fattori transitori** e dall'impatto del calo dell'€ l'earning growth è stata **lusinghiera** e superiore a quella delle aziende USA
- Peraltro, vi è una **marcata divergenza tra l'andamento degli utili e gli indicatori di attività economica**.
- **L'inasprimento delle condizioni finanziarie** e le crescenti difficoltà di passare a valle gli aumenti dei costi **dovrebbero iniziare a impattare sui margini dal prossimo trimestre**.





Anche la curva tedesca si è invertita



- Anche il segmento 2 - 10 anni della curva tedesca si è invertito, insieme con quello analogo della curva swap euro. L'ultima volta accadde nel 2008, quando l'Ecb di Trichet alzò i tassi a recessione praticamente già iniziata
- Il track record di questo spread non è perfetto come quello Usa, ma il significato macroeconomico presumibilmente è simile.



In sintesi

- Lasciamo a **neutral l'azionario US**. Riteniamo che il picco dei prezzi al consumo USA sia ormai alle spalle. Dal lato dei beni, i prezzi hanno intrapreso una discesa. Prospettivamente, vediamo un contributo decrescente al CPI da parte dei servizi, con la categoria alloggi che sta chiaramente iniziando a risentire dell'involuzione del mercato immobiliare. La FED ha adottato una stance troppo aggressiva e i rialzi dei Fed Funds, e l'entrata a regime del Quantitative Tightening andranno a impattare su un ciclo già in rallentamento. Ci attendiamo inoltre un marcato deterioramento dei profitti, un effetto che già si nota distintamente sui big tech. Ciò detto, crediamo che nel breve il mercato continuerà a scontare un calo dell'inflazione e un conseguente rallentamento del tightening Fed. Lasciamo a **underweight l'azionario europeo**, ritenendo che i livelli raggiunti in seguito al recente rimbalzo incorporino uno scenario macroeconomico e geopolitico troppo benigno. Portiamo a **underweight l'azionario italiano**. Le valutazioni estremamente attraenti (PE 9X) gli offrono un vantaggio rispetto alle altre piazze dei paesi europei, ma sui livelli attuali sembra scontare un quadro macro troppo ottimistico per i trimestri invernali
- 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 cambio alla guida dell'esecutivo è sicuramente uno sviluppo positivo, in grado di arginare la deriva delle finanze pubbliche. Però lascia 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 il calo delle pressioni inflazionistiche in US e il tendenziale cambio di stance da parte di molte banche centrali migliorano il quadro nel breve. Lasciamo a **neutral l'azionario cinese**: la crisi dell'immobiliare e l'aumento dei focolai covid restano un rischio per l'economia nel breve, ma l'enorme ammontare di stimolo in corso di erogazione e il progressivo abbandono della politica «zero Covid» possono fornire supporto nei prossimi mesi. Portiamo tatticamente a **neutral l'azionario Emergenti**. Vediamo la possibilità che il comparto tragga supporto da un rimbalzo della crescita cinese nel corso dei prossimi mesi.



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**. Il calo del Cpi 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. Inoltre sui corsi potrebbero pesare l'aumento di emissioni legato al finanziamento di stimolo fiscale, e le eventuali discussioni sull'inizio della riduzione del bilancio ECB a inizio 2023. 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 gli inflation link Eurozone** in quanto riteniamo che la loro performance verrà contenuta dall'aggressività della stance ECB e dal deterioramento del quadro macro europeo. 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 del rallentamento globale e del tightening FED continueranno a gravare sul comparto.
- Portiamo a **neutral il debito corporate US Investment Grade**. Riteniamo che il calo dei rendimenti treasury si rifletterà almeno temporaneamente sugli spreads. Lasciamo a **underweight il credito High Yield** ritenendo che lo spread di rendimento con il credito investment grade si sia ridotto eccessivamente. 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

- Portiamo a **overweight i subordinati finanziari** con una preferenza per i subordinati tier2 in relative value versus gli Additional Tier1. Il newsflow post earning season ha confermato i fondamentali solidi dell'asset class, con ratio di capitale sostanzialmente invariato o in miglioramento ed earnings solidi grazie alla forza della top line. Inoltre la leva risulta in continua riduzione, con un calo della crescita dei loan e una maggior diversificazione che diminuiscono la rischiosità dei bilanci bancari. Manteniamo a **overweight** il comparto del **debito senior** dove il mercato primario continua a offrire delle opportunità molto interessanti.
- 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 continuerà a avvantaggiarsi della domanda da safe heaven. Lasciamo 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, lasciamo 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. Portiamo a **overweight i metalli preziosi**. L'impressione è che a medio termine il rallentamento globale imporrà alle banche Centrali in generale una stance più espansiva di quanto richiederebbe il quadro inflattivo (in particolare in Europa). Il ritorno a calare dei tassi reali riporterà quindi appetibilità sull'oro.



Giudizi tattici

Azionario		Obbligazionario governativo	
US	■	US	▲
Area euro	▼	Area euro core	▼
Italia	▼ Downgrade	Italia/Periferia	■
UK	▼	UK	▼
Giappone	■	Giappone	▼
Cina	■	Emergenti Local Currency	▼
Emergenti	■ upgrade	Emergenti Hard Currency	▼
Valute		Inflation linked US	▼
EUR/USD	▼	Inflation linked Area euro	■
EUR/GBP	▲	Obbligazionario corporate	
EUR/CHF	▼	US investment grade	■ upgrade
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.	▲ Upgrade
Metalli preziosi	▲ Upgrade		

▲ = 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.