

2023

Anthilia
Capital Partners
SGR

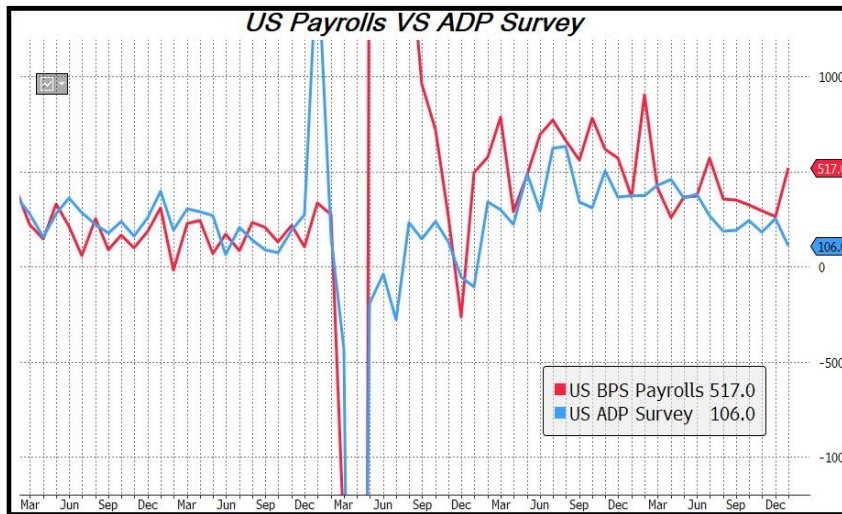
Analisi di scenario
Febbraio 2023



Anthilia^{sg}
Capital Partners



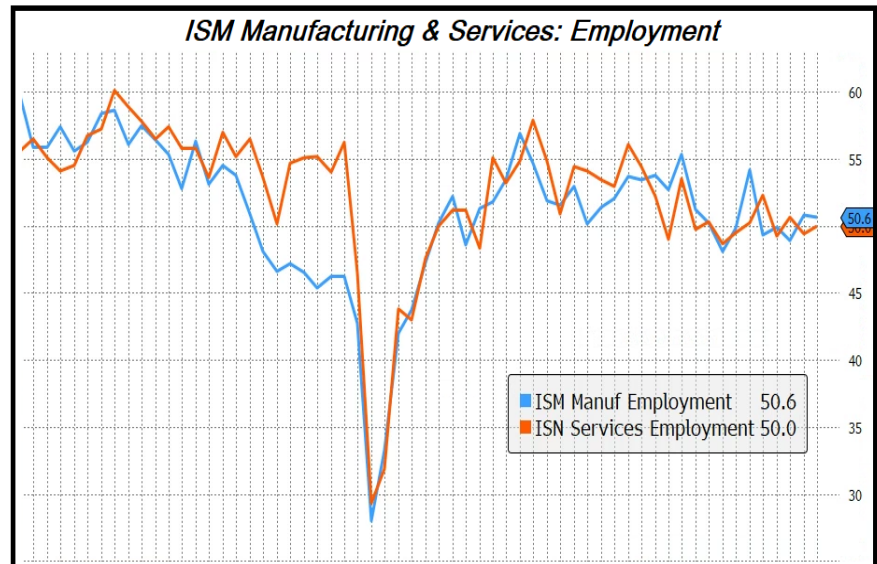
Dati macro USA: Confusione di inizio anno ? 1 / 3



- I più recenti dati macro in US hanno sorpreso significativamente in positivo:
 1. Il **labour market report** USA di Gennaio ha mostrato una **creazione di posti di lavoro tripla** rispetto alle stime
 2. L'**ISM services** di Febbraio **ha recuperato** interamente il calo di Gennaio, trainato da un esplosione di nuovi ordini
- Insieme con le revisioni al CPI USA (che hanno alzato di 1 o 2 decimali i tre mesi conclusivi del 2022) questi report stanno alimentando l'idea che **l'economia e l'inflazione USA siano più forti di quanto stimato**

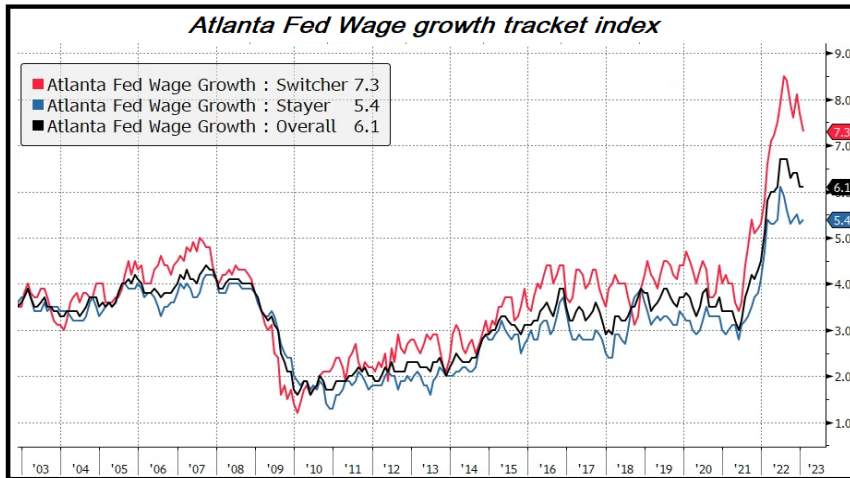
- Riguardo il quadro occupazionale, se è evidente che il mercato del lavoro USA mostra una forte resilienza, il **report di gennaio** probabilmente **non rispecchia fedelmente la situazione**

1. I numeri di gennaio presentano seri problemi di destagionalizzazione (il modello ha aggiunto 3 milioni di posti), in particolare quest'anno che le aziende di dimensioni medio piccole sono riluttanti a licenziare, per paura di faticare a riassumere se il business dovesse ripartire
2. Il rientro degli scioperi in California ha portato in dote 36000 nuovi occupati
3. La forza dei payrolls non è rispecchiata nell'ADP survey ne nei sottoindici employment degli ISM



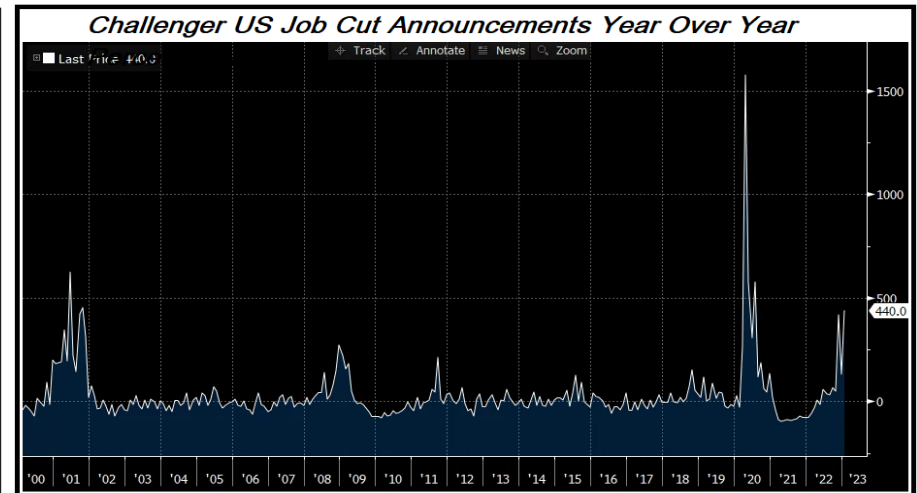
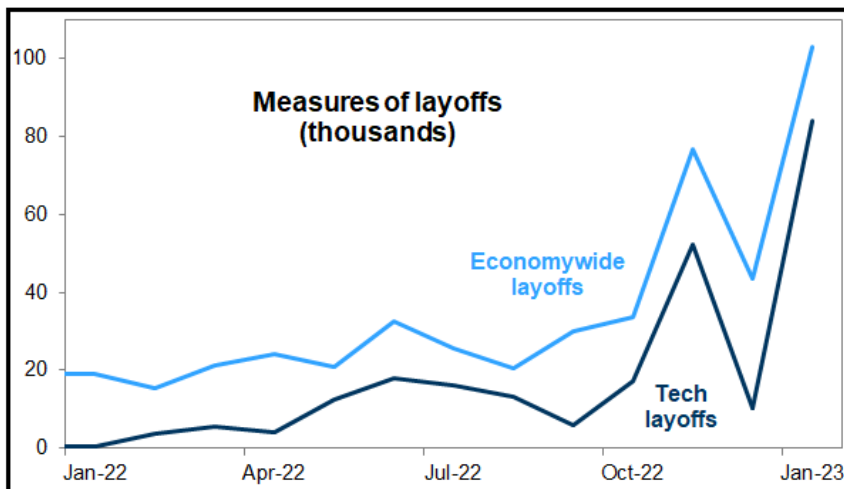


Dati macro USA: Confusione di inizio anno ? 2/3



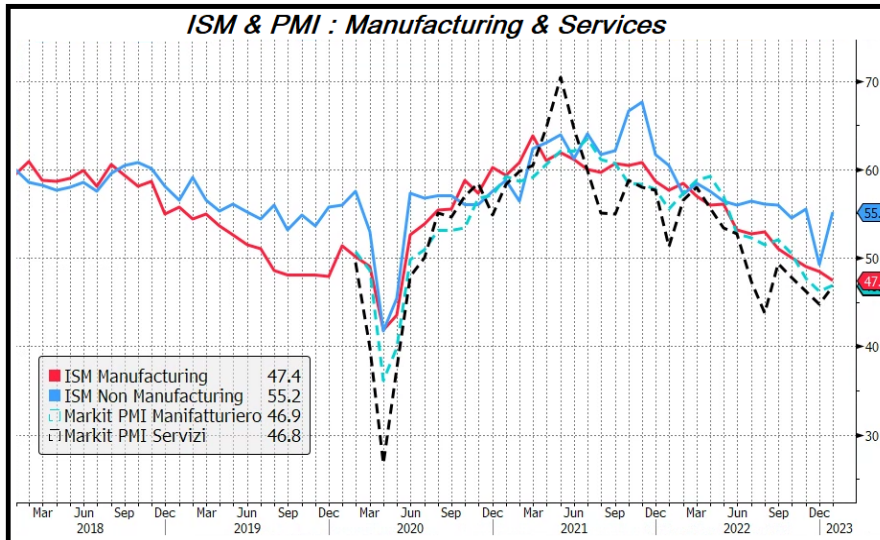
• L'estrema resilienza dei payrolls non sembra coerente con alcuni altri indicatori del mercato del lavoro che stanno indicando crescente moderazione:

1. Le pressioni salariali stanno dando segnali di rientro, che mal si conciliano con una domanda di lavoro così effervescente
2. il Challenger US Job Cut Announcements mostra che la riduzione degli organici, in particolare nei settori tech e finanziario, è cominciata
3. L'annuncio di layoff, da parte delle grandi aziende sta prendendo momentum, in US come globalmente



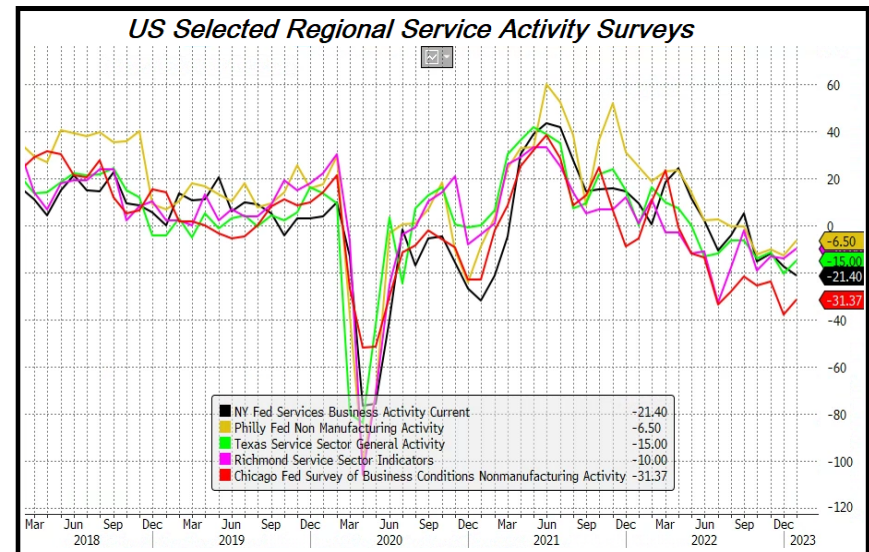


Dati macro USA: Confusione di inizio anno ? 3/3



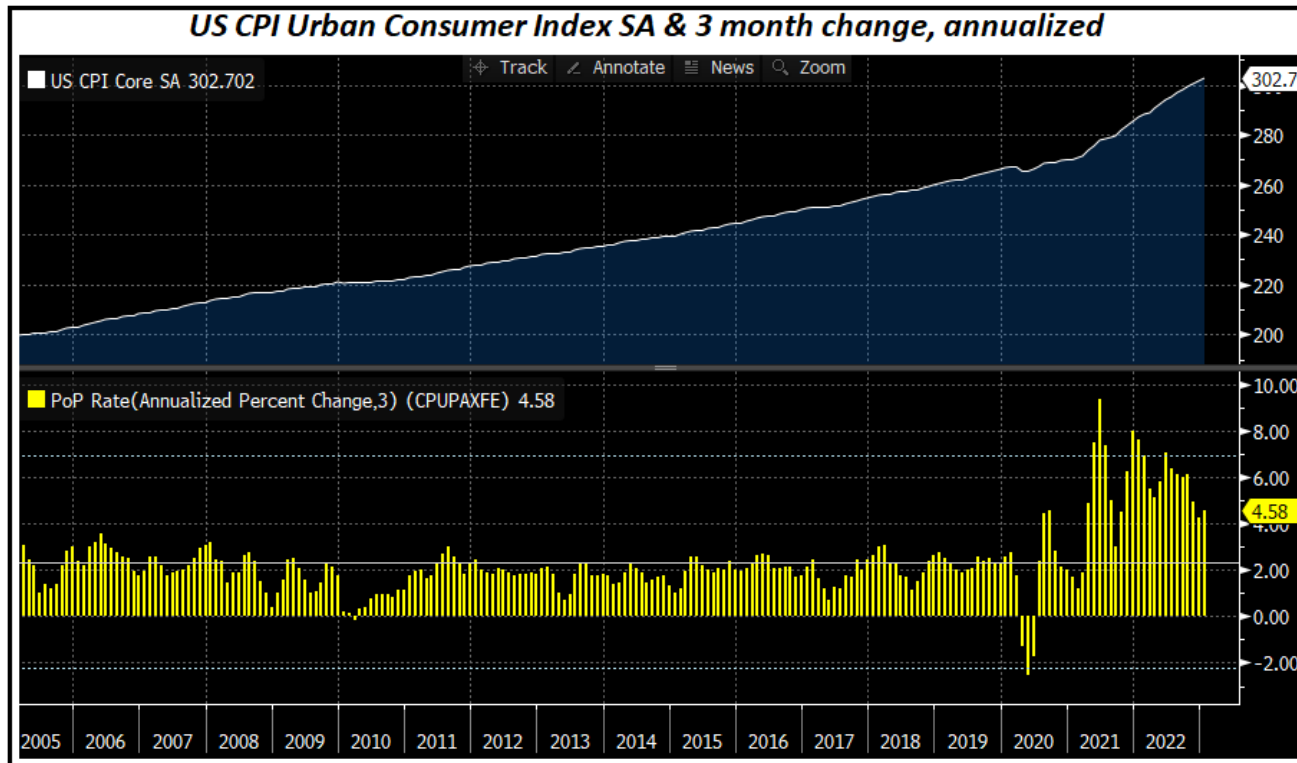
- L'ISM services di Gennaio ha indicato che l'attività nel settore servizi USA si è riportata sui livelli robusti che avevano caratterizzato la seconda metà del 2022.
- Effettivamente, il dato di Dicembre deve essere stato impattato dal clima rigido registrato in molte regioni del paese
- Detto questo, il miglioramento congiunturale registrato dai PMI a Gennaio è assai più modesto di quanto indicato dall'ISM services, e il livello di attività è segnalato ancora in contrazione.

- Inoltre, una selezione delle principali survey di attività regionali mostra un recupero analogo a quello indicato dal PMI, e un'attività ancora in contrazione in tutti i distretti considerati
- L'attività nel settore manifatturiero ha continuato a deteriorarsi a Gennaio





Le revisioni attenuano il trend di rientro dell'inflazione



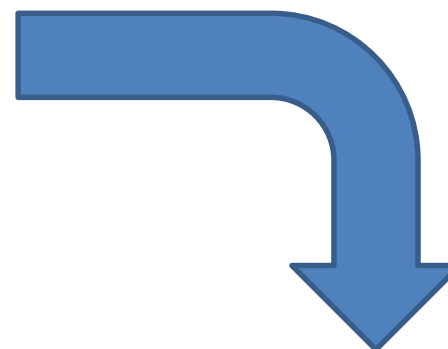
- Le revisioni al CPI hanno modificato un po' il profilo della dinamica dei prezzi in US: ora il tasso a 3 mesi annualizzato del dato headline è salito da 1,8% a 3,5% e quello core da 3,1% a 4,6%.
- Il Cpi di Gennaio ha mostrato alcuni elementi di forza:
 1. Nonostante un ulteriore calo delle auto usate i prezzi dei goods hanno ripreso la salita
 2. L'inflazione core ex shelter mostra una relativa resilienza (+0,36% m/m)

- Ipotizzando un rimbalzo dei prezzi delle auto usate e una resilienza dello shelter, i prossimi dati potrebbero collocarsi su livelli non troppo distanti dagli attuali (0,4-0,5% m/m). Il percorso di rientro ne risulta potenzialmente attenuato in maniera significativa
- In generale, lo scenario di rientro dell'inflazione implicito nelle misure di mercato (inflation breakeven) sembra un po' ottimistico, alla luce degli ultimi numeri, assente un marcato rallentamento ciclico
- Alla luce della funzione di reazione della Fed, un prolungamento dei rialzi rispetto al percorso illustrato all'ultimo FOMC non è un'ipotesi remota.



Il mercato dei tassi sta recependo la nuova narrativa

Region: United States »		Instrument: Fed Funds Futures		
Target Rate		4.75		
Effective Rate		4.33		
Meeting	#Hikes/Cuts	%Hike/Cut	Imp. Rate Δ	Implied Rate
03/22/2023	+0.817	+81.7%	+0.204	4.788
05/03/2023	+1.194	+37.6%	+0.298	4.882
06/14/2023	+1.237	+4.3%	+0.309	4.892
07/26/2023	+0.997	-24.0%	+0.249	4.833
09/20/2023	+0.587	-41.0%	+0.147	4.730
11/01/2023	+0.039	-54.9%	+0.010	4.593
12/13/2023	-0.729	-76.7%	-0.182	4.401
01/31/2024	-1.643	-91.4%	-0.411	4.173

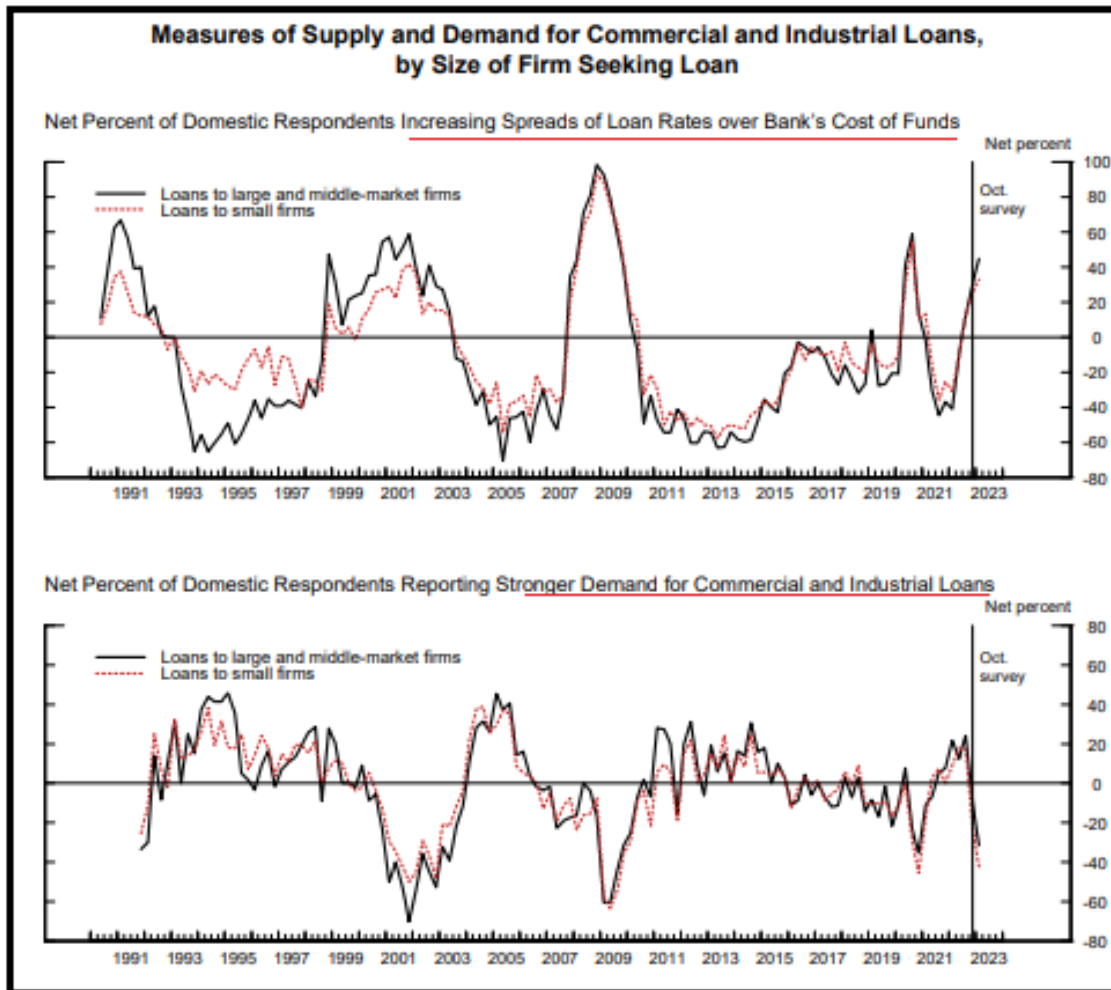


- L'impatto dei dati sulle aspettative di politica monetaria è stato decisamente significativo:
 1. Il target dei Fed Funds è salito, in 2 settimane, di quasi 40 bps, al 5,25%
 2. L'easing scontato nella seconda metà del 2023 si è assai ridotto: ora i Fed Funds sono visti sopra il 5% a Dicembre, oltre 50 bps sopra quanto scontato nel giorno del FOMC di Febbraio
- Essendo la Fed "data dependant" ulteriori sorprese positive non faranno che aumentare l'ammontare di tightening prezzato dalla curva

Region: United States »		Instrument: Fed Funds Futures		
Target Rate		4.75		
Effective Rate		4.58		
Meeting	#Hikes/Cuts	%Hike/Cut	Imp. Rate Δ	Implied Rate
03/22/2023	+1.043	+104.3%	+0.261	4.843
05/03/2023	+1.884	+84.1%	+0.471	5.053
06/14/2023	+2.508	+62.4%	+0.627	5.209
07/26/2023	+2.783	+27.5%	+0.696	5.278
09/20/2023	+2.723	-6.0%	+0.681	5.262
11/01/2023	+2.443	-27.9%	+0.611	5.193
12/13/2023	+1.951	-49.2%	+0.488	5.070
01/31/2024	+1.303	-64.9%	+0.326	4.908



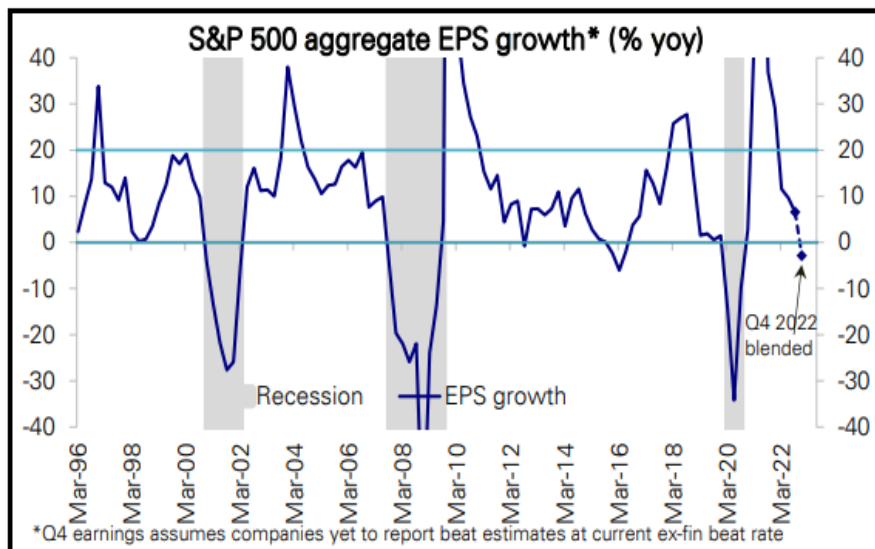
La Senior Loan Officer Opinion Survey dipinge uno scenario di tightening



- La **Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices** di Gennaio, relativa alle condizioni di credito prevalenti nel quarto trimestre del 2022, ha riportato che gli standard sono stati inaspriti e la domanda è calata per le aziende di qualsiasi dimensione, e per i prestiti di finanziamento del commercial real estate
- Riguardo i consumatori, la survey ha riportato lending standards in inasprimento e domanda in calo per immobiliare residenziale, auto loans, credit cards e home equity lines
- La survey ha incluso anche una serie di domande sull'outlook: **le banche in aggregato si attendono ulteriore inasprimento degli standard e calo della domanda e un deterioramento degli asset nel 2023.**
- Le percentuali di banche che segnalano tightening si avvicinano a quelle osservate durante le ultime recessioni

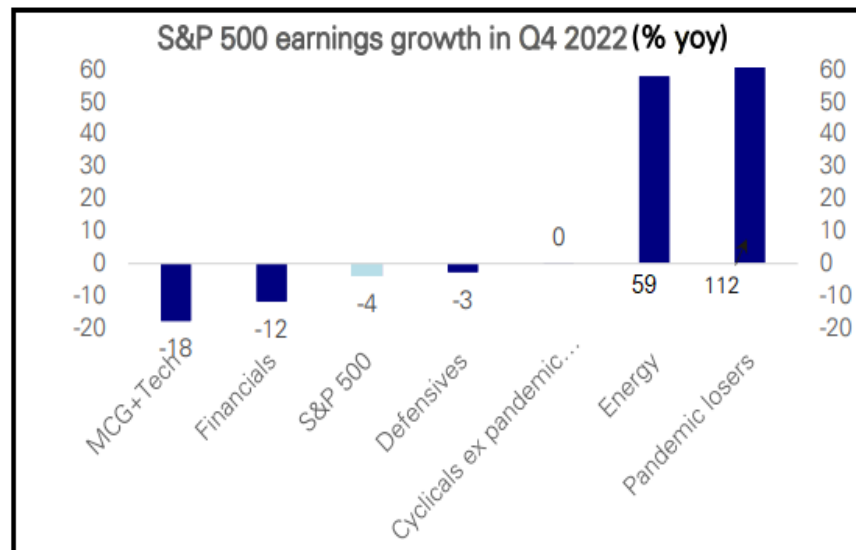


Earning Season a Wall Street: primo calo dei profitti sull'anno dal 2020



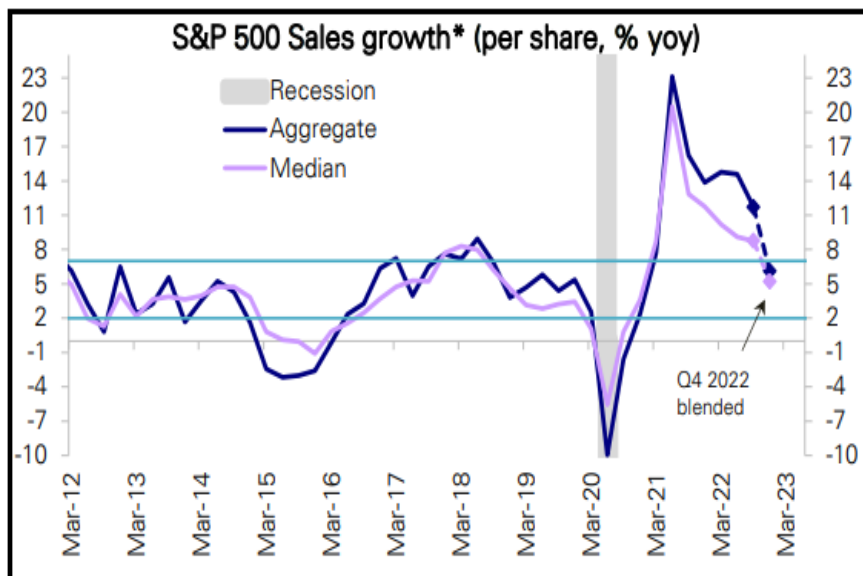
- Il quarto trimestre del 2022 a Wall Street ha visto **gli earnings calare, anno su anno, per la prima volta dallo shock Covid.**
- L'earnings surprise, all 1,5%, è la più bassa dalla pandemia, ed è meno della metà della media storica del 3 / 4 %.
- Una volta depurati i risultati dagli accantonamenti delle banche, e dai profitti del settore energia, **gli earnings si confermano in calo di circa il 2/3.**
- Il risultato è stato influenzato da alcuni «miss» di rilievo da parte di aziende a grande capitalizzazione.
- Considerando la mediana invece che la media ponderata, il quadro migliora un po'.

- Oltre che del rilevante contributo dell'energy, il computo totale si è giovato anche un apporto eccezionale da parte delle aziende compilate dal Covid, i cui profitti sono rimbalzati violentemente, da livelli di partenza molto bassi.
- **Negli ultimi 25 anni la crescita degli utili dell'S&P 500 è andata in negativo solo altre 4 volte. In ogni occasione l'azionario USA ha sperimentato una fase di volatilità, anche quando, come nel 2015 non vi è stata una recessione.**



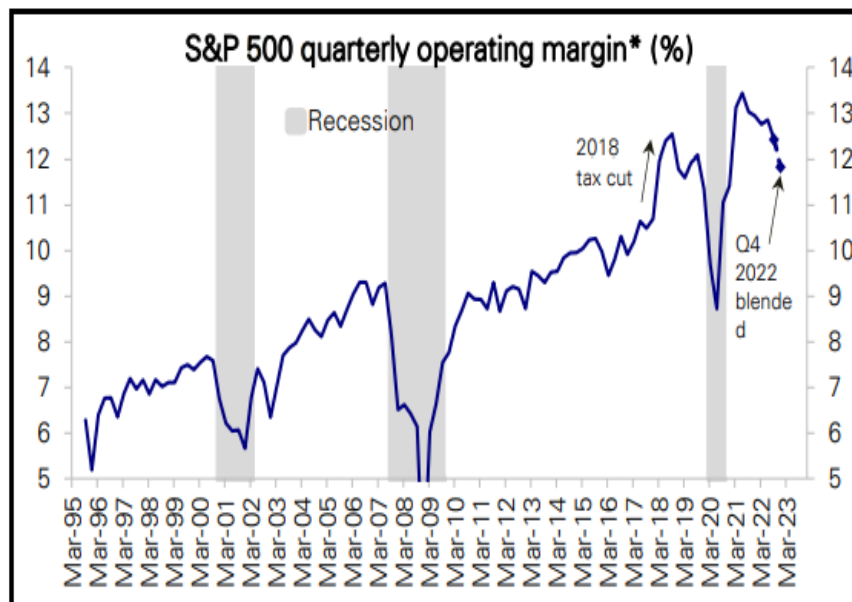


Il fatturato è calato ma resta in crescita sull'anno.



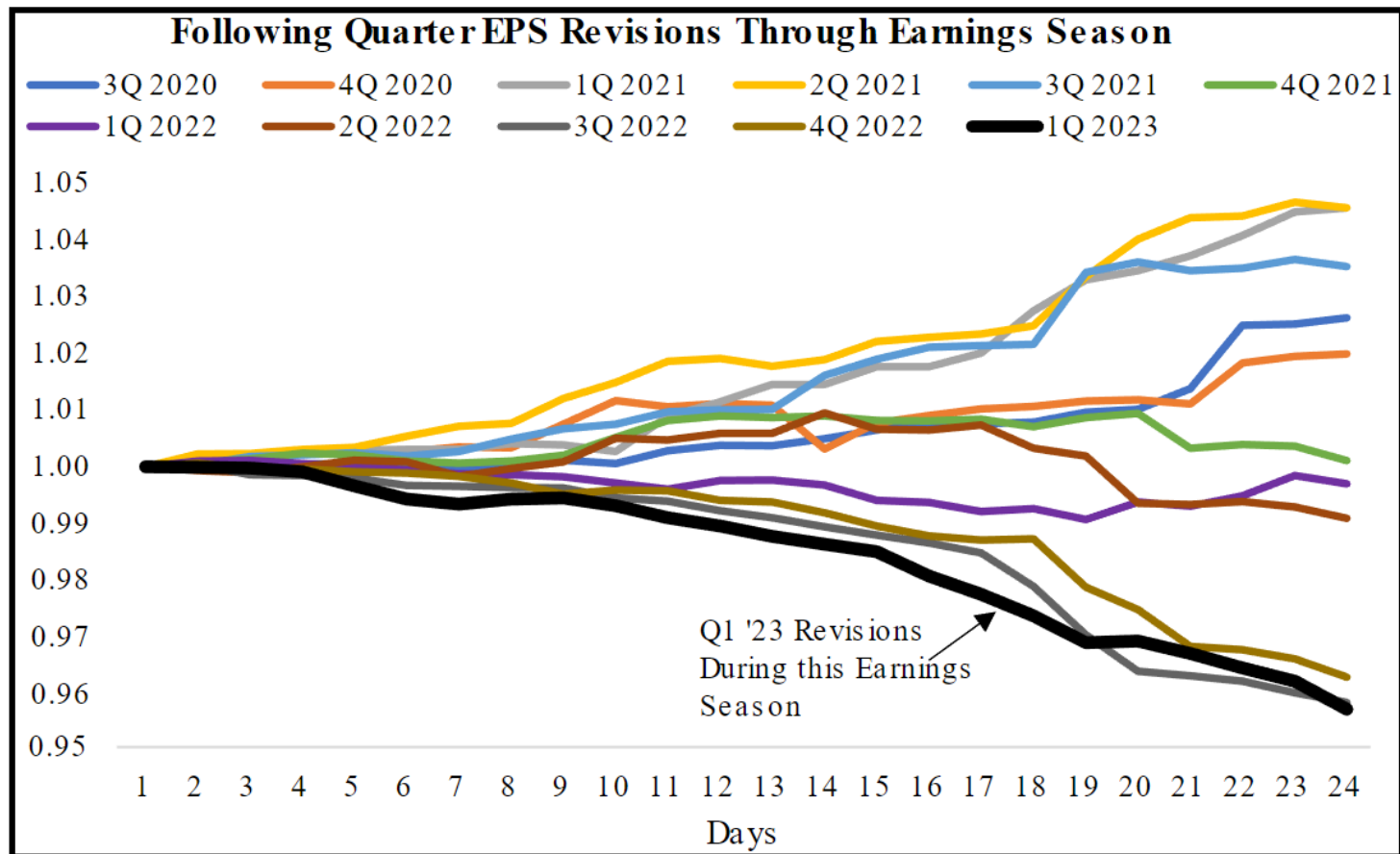
- La *top line* ha rallentato, ma di meno. La sorpresa media, e la percentuale delle aziende che battono le stime di fatturato sono ancora marginalmente superiori alla media storica, seppure molto più basse degli scorsi trimestri.
- Una situazione di fatturato in crescita e utili in calo è un evidente segnale che i margini si stanno riducendo. In effetti in aggregato i margini hanno mancato la stima di consenso e sono calati significativamente, per il terzo trimestre consecutivo.

- Nelle note di commento allegate alle trimestrali, la percentuale di aziende che si confronta con erosione dei margini e lamenta difficoltà nel preservarli è cresciuta nell'ultimo trimestre del 2022.





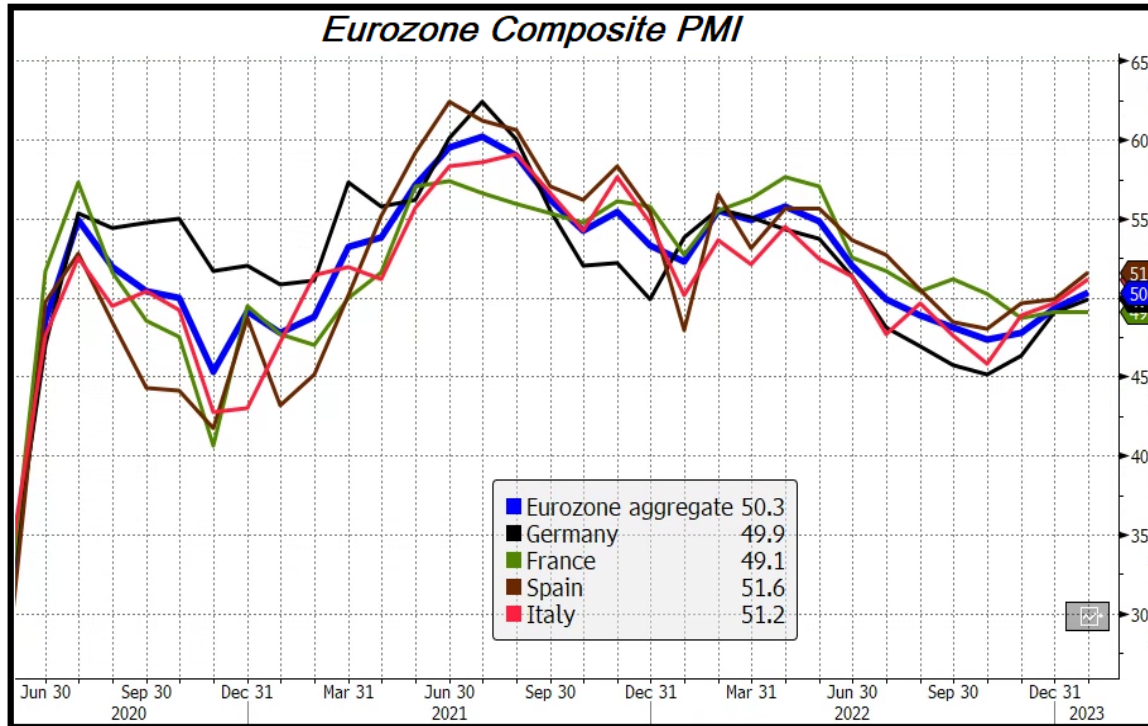
Le revisioni degli utili per il trimestre in corso sono in calo



- E infatti le revisioni dei profitti del primo trimestre del 2023 stanno deteriorandosi ad un ritmo tra i peggiori dall'ultima recessione



Eurozone: quanto è forte la ripresa?

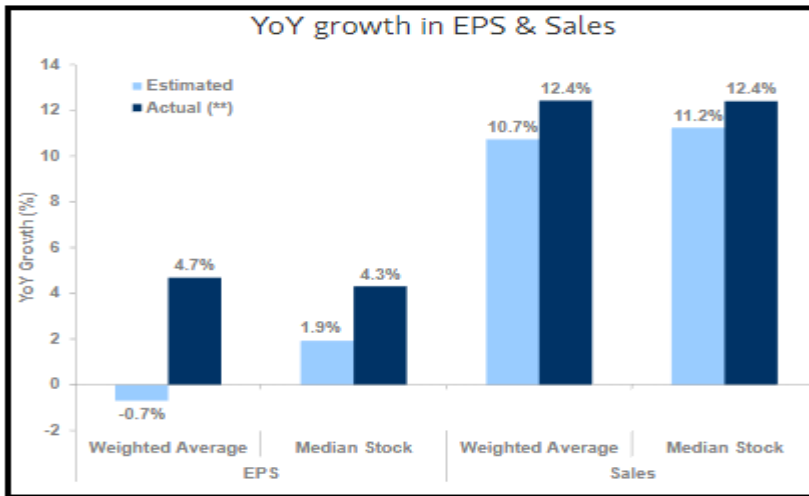


- A Gennaio il recupero di attività in Eurozone è continuato. I Pmi, dopo aver segnalato un elevato livello di contrazione in autunno, stanno approcciando in aggregato la soglia di espansione, con l'Europa meridionale (Spagna e Italia) a outperformare.
- Diversi fattori hanno favorito questo miglioramento del quadro:
 1. Un decorso assai migliore della crisi energetica rispetto alle attese dell'estate, grazie anche ad un clima mite
 2. L'indebolimento della divisa ha accentuato la competitività di beni e servizi e facilitato il turismo
 3. La resilienza del mercato del lavoro ha puntellato i redditi disponibili

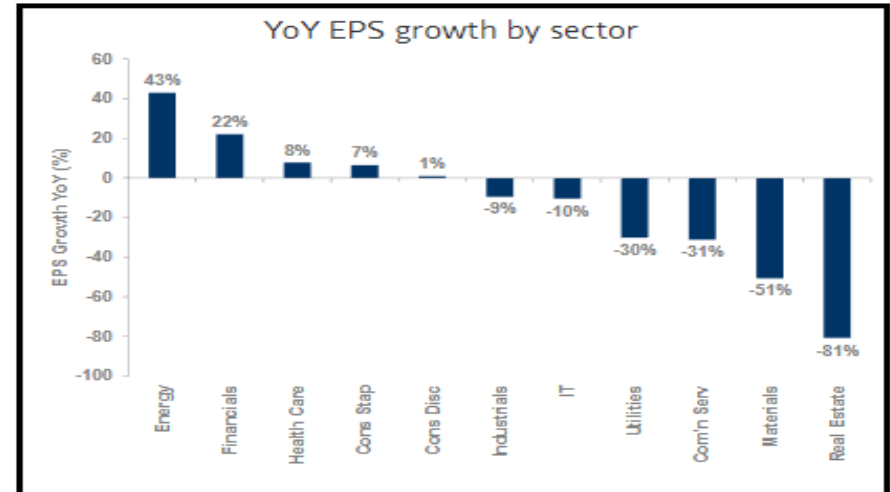
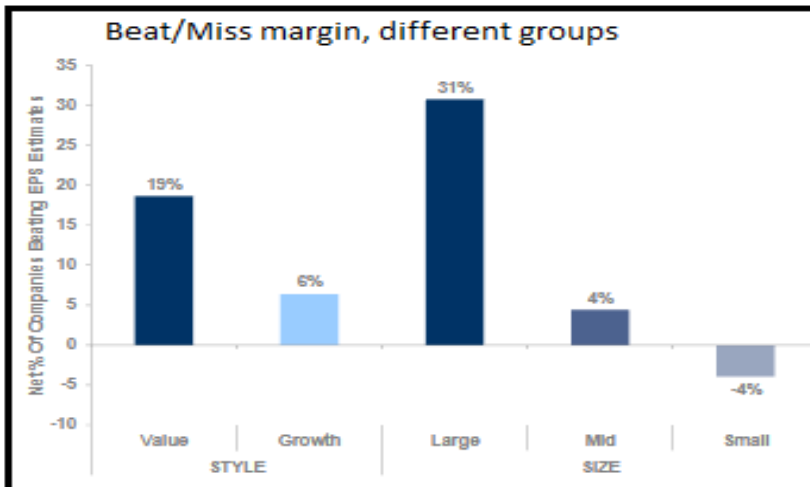
- Anche un inizio di **calo dell'inflazione**, e aspettative di impatto di un **rimbalzo congiunturale cinese**, favorito dall'abbandono della politica «zero covid» hanno avuto un impatto positivo sul sentiment.
- Nei prossimi trimestri peraltro il supporto fornito dalla debolezza dell'€ sembra destinato a scemare, visto che la divisa unica staziona poco distante dai livelli prevalenti 2 mesi fa
- La politica monetaria ECB è destinata a diventare un freno più efficace, essendo i tassi saliti di 300 bps in 6 mesi. Al momento il mercato dei tassi sconta altri 100 bps di rialzi entro metà 2023



Azionario Eurozone: ancora una buona earning season

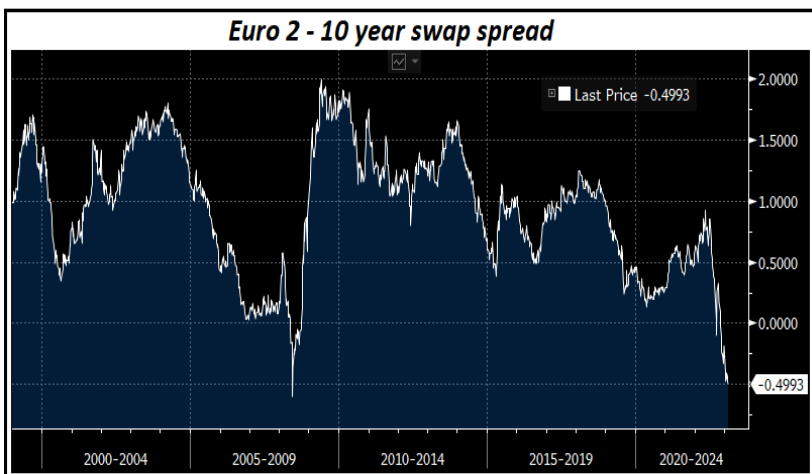
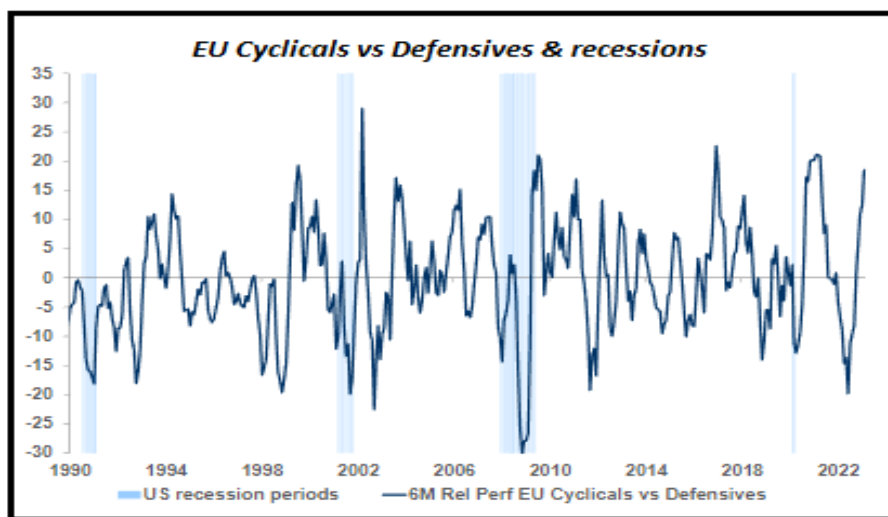
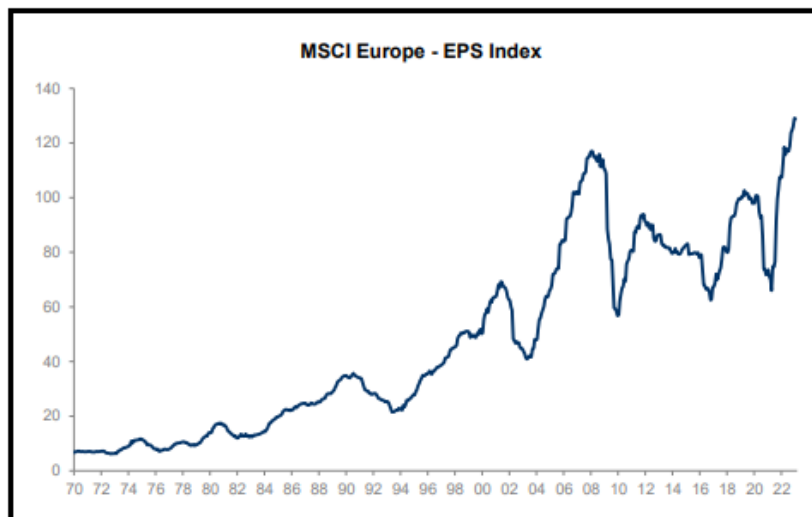


- I risultati del quarto trimestre 2022 in Eurozone vedono **le aziende battere le stime di EPS e di fatturato di un buon margine.**
- A trainare sono le grand capitalizzazioni, e il comparto value (tipicamente finanziari ed energy), mentre a livello di mediana i risultati sono più modesti. Le Small Cap hanno in aggregato mancato le attese di qualche punto.
- I settori ciclici (Consumer discretionary & Industrials) hanno generalmente deluso.
- **La crescita anno su anno del fatturato è ancora molto robusta. Sempre buona, ma inferiore, quella dei profitti, a indicare, anche in Eurozone, un inizio di erosione dei margini.**





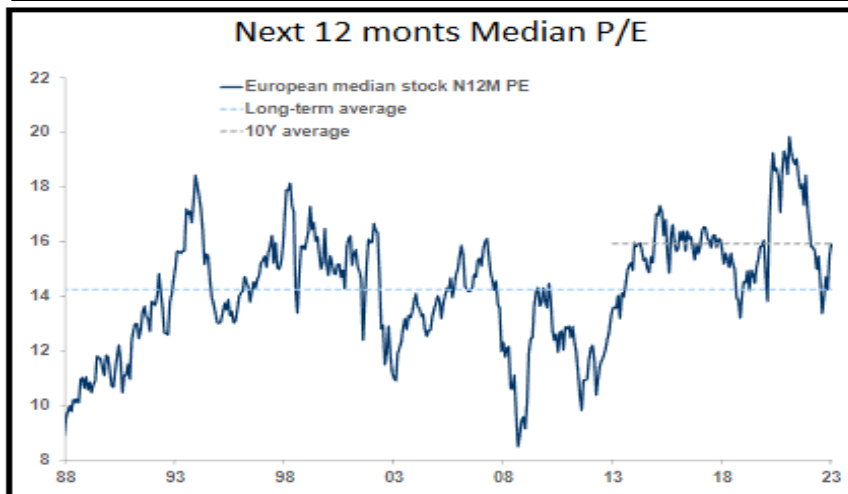
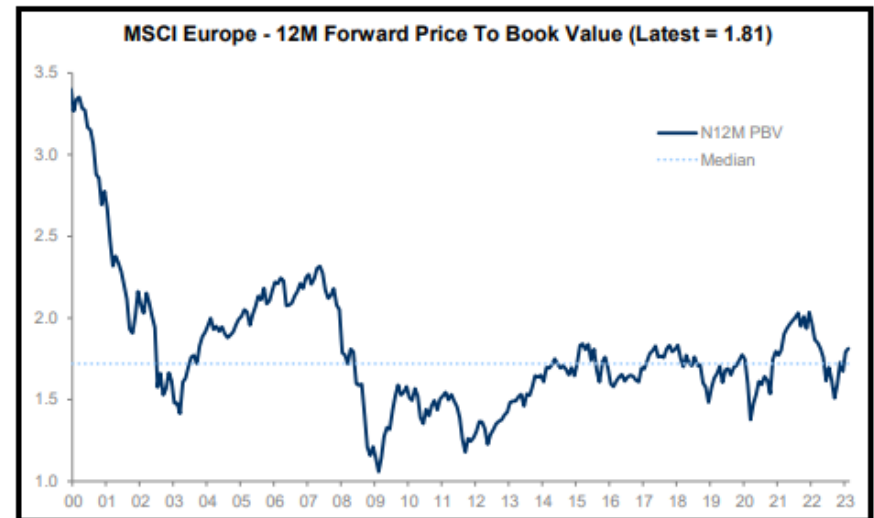
Azionario Eurozone: price action da inizio ciclo, fondamentali da fine ciclo



- Il robusto recupero dai minimi di ottobre, l'espansione dei multipli da livelli bassi, e l'outperformance dei ciclici rispetto ai difensivi attribuiscono alla price action dell'azionario europeo le **caratteristiche di un inizio di nuovo ciclo economico**
- Ma questo **scenario** risulta **incoerente** con :
 1. Profitti e margini ai massimi di periodo
 2. Curve dei tassi pesantemente invertite
 3. Banche centrali nella parte matura di un ciclo di tightening
 4. Commodities più cicliche deboli/in fase di correzione
- Storicamente, i nuovi cicli economici iniziano con margini, e tassi di interesse, ai minimi, e le curve ai massimi di inclinazione.



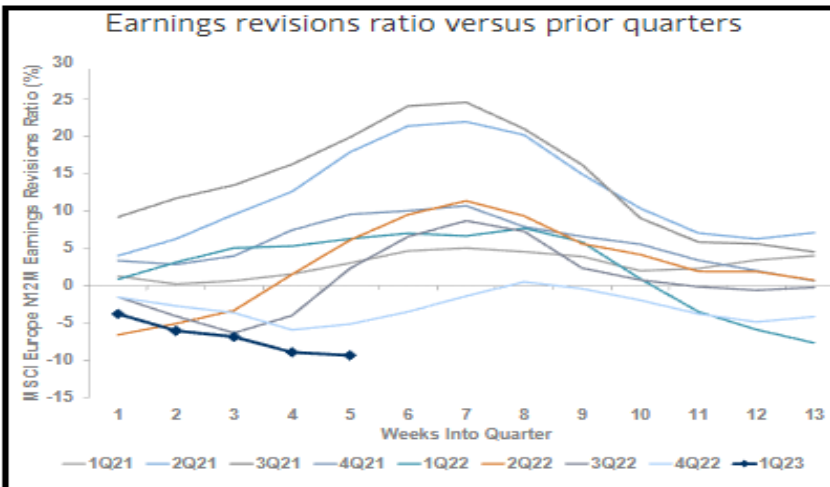
Azionario Eurozone: non più così «cheap»



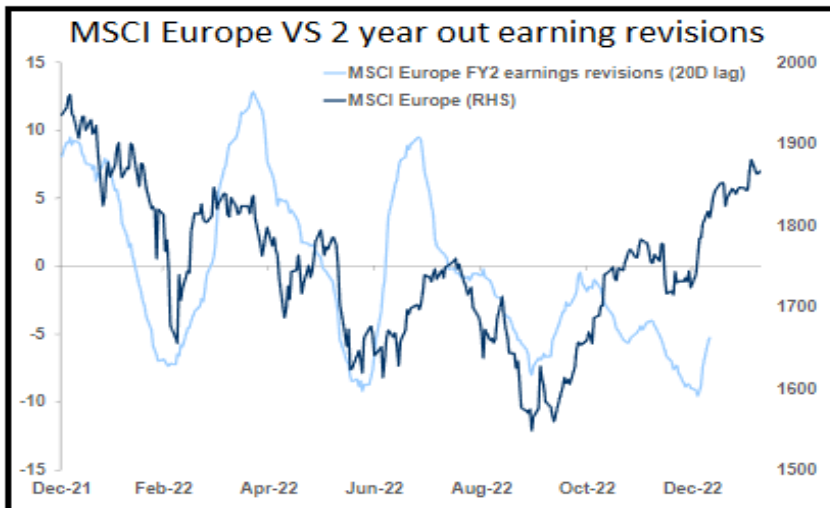
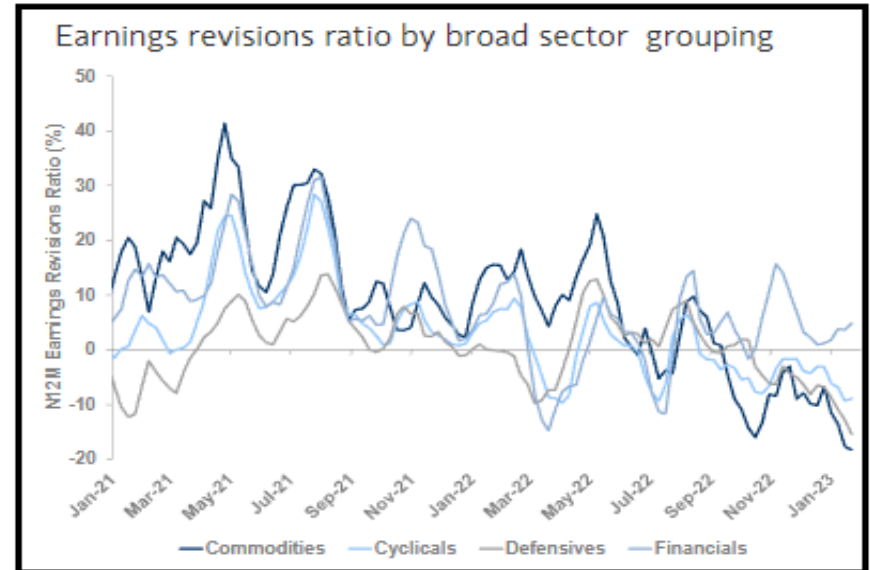
- La salita di margini e profitti aveva portato le valutazioni dell'azionario Eurozone su livelli assai attraenti nel terzo e quarto trimestre del 2022.
- Il recente rally ha riportato i multipli su livelli di medio periodo, in particolare in termini di median PE e di price to book.
- **Queste valutazioni non costituiscono di per se un ostacolo a ulteriori apprezzamenti. Ma non sono nemmeno di particolare supporto, e rendono l'azionario Eurozone vulnerabile ad un eventuale calo dei profitti.**



Earning revisions in calo, ma il mercato non lo prezza



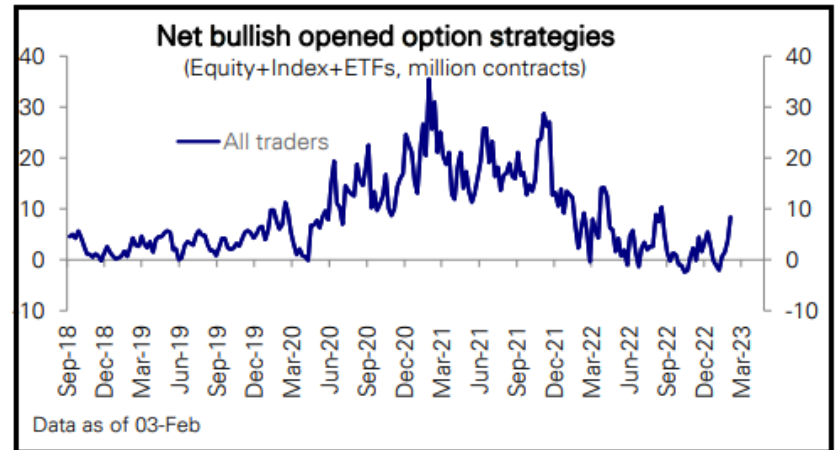
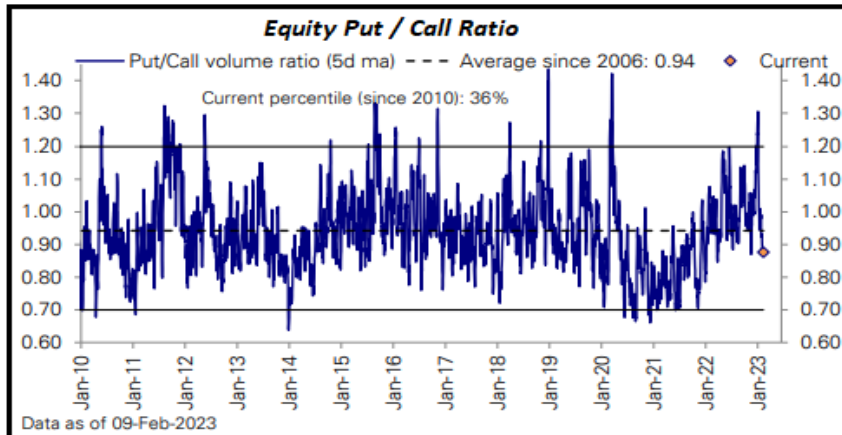
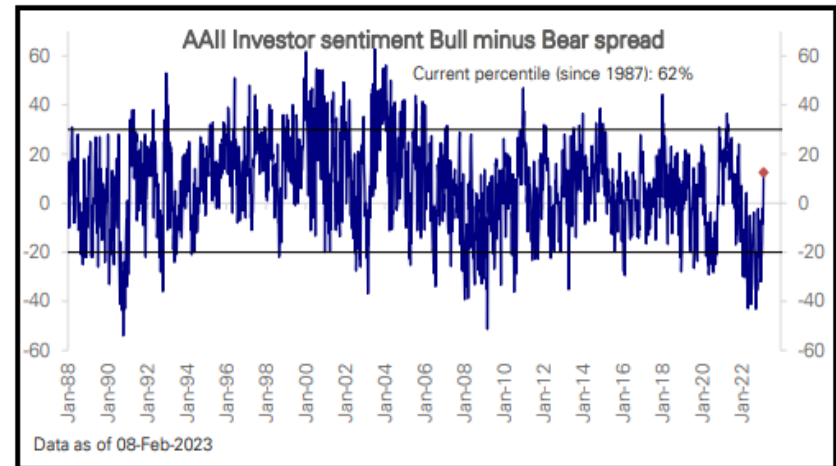
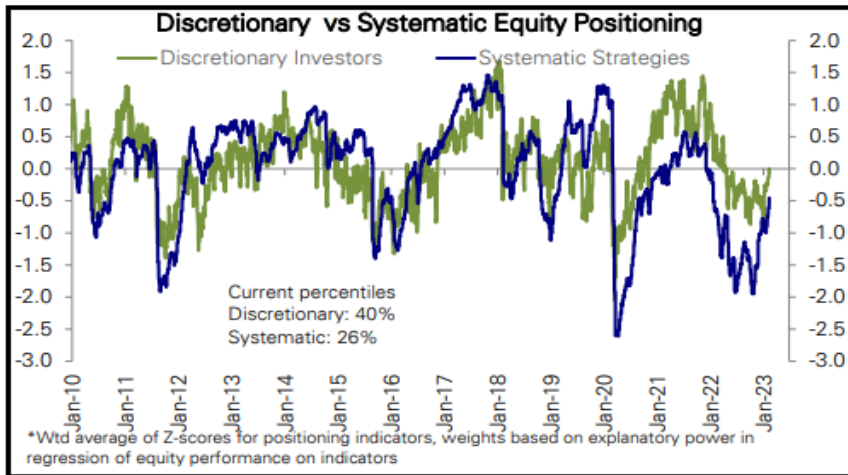
- Le **earning revisions** per il trimestre in corso in Eurozone conservano una **tendenza discendente**, divergendo per il momento, dai trimestri precedenti.
- A livello settoriale, solo i finanziari stanno vedendo revisioni al rialzo dei profitti



- La price action dell'azionario Eurozone sembra implicare un passaggio in positivo delle earning revisions nel prossimo futuro



Sentiment e positioning: tornati neutrali



- La forza della price action da inizio anno ha portato ad un parziale riequilibrio del positioning, e a un mercato recupero del sentiment.



In sintesi

- Lasciamo a **underweight l'azionario US**. Riteniamo che l'economia USA sperimenterà una recessione nel 2023, di entità significativa. Il calo della domanda intaccherà i margini e i profitti, un fenomeno che già si osserva sul big tech. Con queste premesse, riteniamo che l'azionario USA farà nuovi minimi nel corso del 2023. Sul fronte prezzi, il picco dell'inflazione sembra alle spalle, ma una resilienza delle pressioni sul settore servizi potrebbe indurre la Fed a inasprire la stance, in assenza di un rapido deterioramento del quadro macro.
- Lasciamo a **underweight l'azionario europeo**, ritenendo che i livelli raggiunti in seguito al recente rimbalzo incorporino uno scenario macroeconomico e geopolitico troppo benigno. Il ciclo europeo è in ritardo rispetto a quello USA, ma soggetto ad un decorso simile, a causa del tightening della politica ECB, del recupero dell'€, e di un impatto del rallentamento USA in arrivo. La probabile ripresa dell'economia cinese potrà offrire supporto alla domanda, ma anche alimentare nuove pressioni inflattive attraverso l'impatto sul prezzo di petrolio e commodities. Lasciamo a **underweight l'azionario italiano**. Le valutazioni attraenti gli offrono un vantaggio rispetto alle altre piazze dei paesi europei, ma sui livelli attuali sembra scontare un quadro macro troppo favorevole.
- Lasciamo a **underweight l'azionario UK**. Il quadro macro UK mostra dei segnali di miglioramento, ma riteniamo che l'economia non potrà evitare una contrazione nel primo semestre del 2023. La politica monetaria verrà ulteriormente inasprita per combattere l'inflazione e indebolire il mercato del lavoro.
- Lasciamo a **underweight l'azionario giapponese**. Riteniamo che i nodi della politica monetaria BOJ stiano venendo al pettine. L'inflazione sta salendo e la Banca Centrale si trova nella scomoda posizione di dover abbandonare progressivamente lo yield control senza far salire troppo la divisa.
- Lasciamo a **overweight l'azionario cinese**: l'abbandono della politica «zero covid», avvenuto in tempi assai più rapidi rispetto alle attese, facilita il rilancio dell'economia. La stabilizzazione della crescita è un obiettivo primario del Governo e anche se gli strumenti utilizzati finiranno con l'amplificare gli sbilanci macroeconomici, nel breve dovrebbero ottenere il raggiungimento dei target di crescita. La pressione regolamentare sul tech si sta attenuando e i multipli sono attraenti.
- Lasciamo 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 **neutral l'obbligazionario US**. Il quadro macro resta supportivo per l'asset class, ma nel breve la Fed potrebbe vedersi costretta a inasprire la stance, a causa di una resilienza superiore alle attese dell'inflazione. Portiamo a **overweight i treasuries inflation linked** con l'idea che lo scenario di rientro scontato sia ottimistico.
- 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, e di un inasprimento della stance ECB. Inoltre sui corsi potrebbero pesare l'aumento di emissioni legato al finanziamento di stimolo fiscale, e l'inizio della riduzione del bilancio a marzo 2023. Lasciamo a **underweight i bond periferici** con l'idea che sui livelli attuali lo spread sia vulnerabile a un deterioramento del quadro macro italiano, con ricaduta sulle finanze pubbliche e/o a un inizio di riduzione del bilancio ECB. 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.
- 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 **neutral l'obbligazionario emergenti** in valuta forte, e quello in **valuta locale**.
- Lasciamo a **neutral il debito corporate US Investment Grade** limitatamente agli emittenti di elevato standing. Lasciamo a **underweight il credito High Yield** ritenendo che lo spread di rendimento con il credito investment grade si sia ridotto eccessivamente e che il comparto sia vulnerabile al deterioramento del quadro macro. Riguardo al **credito europeo**, lasciamo a **neutral** quello **Investment Grade**, ritenendo che i rendimenti offerti dagli emittenti di standing più elevato risultino attraenti a medio termine. Lasciamo a **underweight l'High Yield europeo** ritenendo che il comparto sia vulnerabile ad un deterioramento del quadro macroeconomico nel corso dell'anno.



In sintesi

- Lasciamo a **overweight i finanziari, sia senior che subordinati**. I buoni risultati riportati dal settore bancario nel complesso nel trimestre finale del 2022 sono di supporto all'asset class. In un contesto di rialzo dei tassi, i *net interest income* si sono rivelati in generale meglio delle attese e questo trend dovrebbe continuare nei mesi a venire. *Non Performing Loans* in calo e poche preoccupazioni sull'asset quality, nonostante il quadro macro, supportano le nostre raccomandazioni positive sia su Senior che Subordinato. L'esigenza di emettere carta in risposta alle richieste dei regolatori rende gli spread delle nuove emissioni piuttosto attraenti.
- Riguardo i cambi, lasciamo tatticamente a **neutral l'€/\$.** Restiamo costruttivi sul Dollaro a medio termine, ma riteniamo che l'€ possa trovare temporaneamente supporto dal quadro macro più solido e dall'impatto delle aspettative di rimbalzo congiunturale cinese. La Fed potrebbe essere più vicina da una pausa nei rialzi rispetto all'ECB. Un ritardo da parte del Congresso nell'approvare un aumento del debt ceiling sta costringendo l'amministrazione a utilizzare le disponibilità liquide per far fronte alla gestione, aumentando la liquidità in Dollari nel sistema. Lasciamo a **underweight la Sterlina contro €**, ritenendo che il quadro macro UK sia più debole rispetto a quello Eurozone. Lasciamo a **overweight lo Yen/\$.** Riteniamo non trascurabile il rischio che la Bank of Japan prosegua nell'attenuazione della politica dello yield control, con effetti positivi sulla divisa.
- Lasciamo a **overweight il Franco svizzero** con l'idea che la parità costituisca in questa fase un cap per la divisa unica.
- Riguardo le Commodities, lasciamo a **overweight quelle energetiche**. Un eventuale accelerazione dell'economia cinese sembra in grado di far salire il petrolio, che conserva un delicato bilancio domanda offerta. Anche il Gas sembra in questa fase scontare uno scenario eccessivamente benigno in termini di consumi. Portiamo a **overweight quelle industriali**. Ci pare che sui livelli attuali non scontino a sufficienza l'impatto dell'aumento della domanda cinese. 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. Lasciamo 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	▼	Italia/Periferia	▼
UK	▼	UK	▼
Giappone	▼	Giappone	▼
Cina	▲	Emergenti Local Currency	■
Emergenti	■	Emergenti Hard Currency	■
Valute		Inflation linked US	▲ Upgrade
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	▲ Upgrade	Area euro finanziari Senior	▲
Agricole	▲	Area euro finanziari Subord.	▲
Metalli preziosi	▲		

▲ = 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.