

2023

Anthilia
Capital Partners
SGR

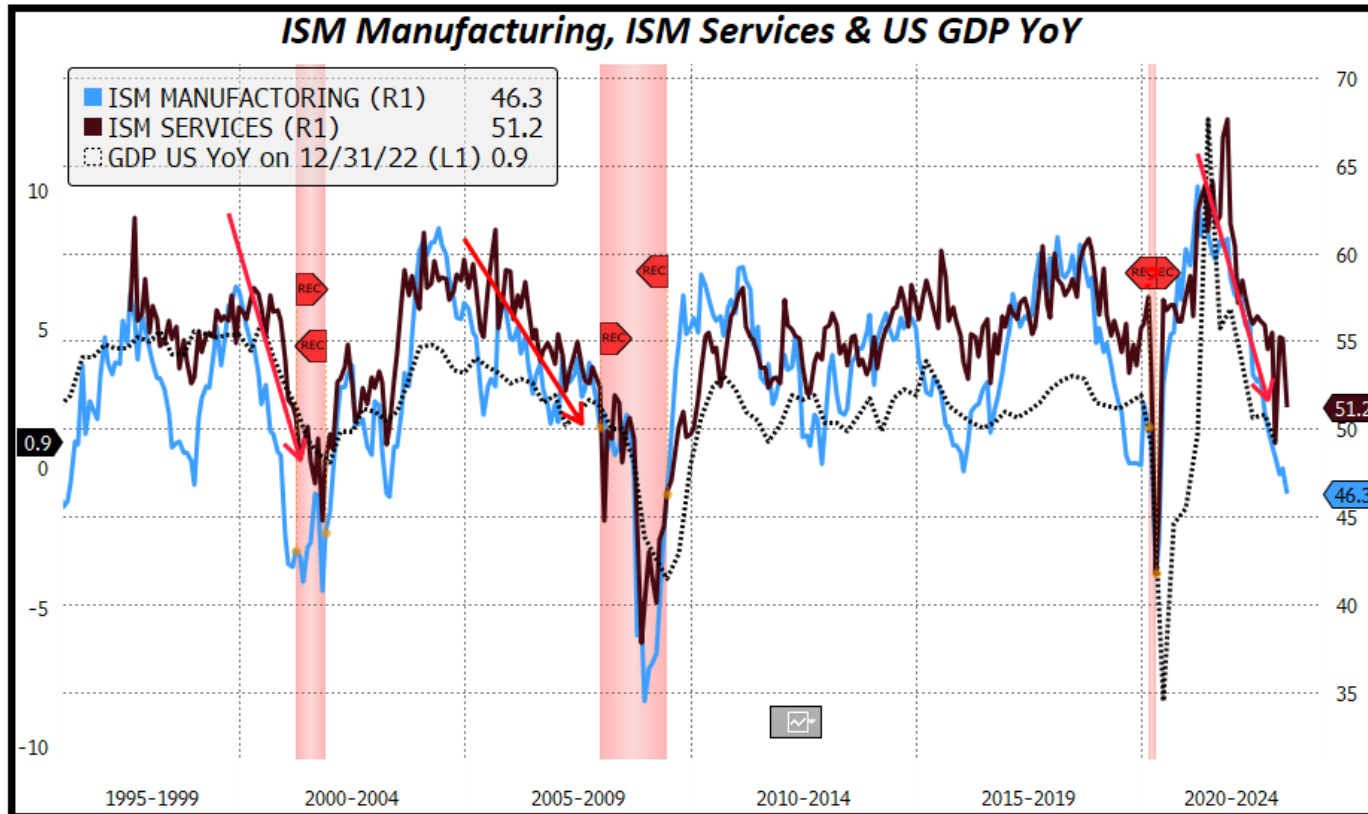
Analisi di scenario
Aprile 2023



Anthilia^{sgr}
Capital Partners



USA: anche la Fed vede una recessione.

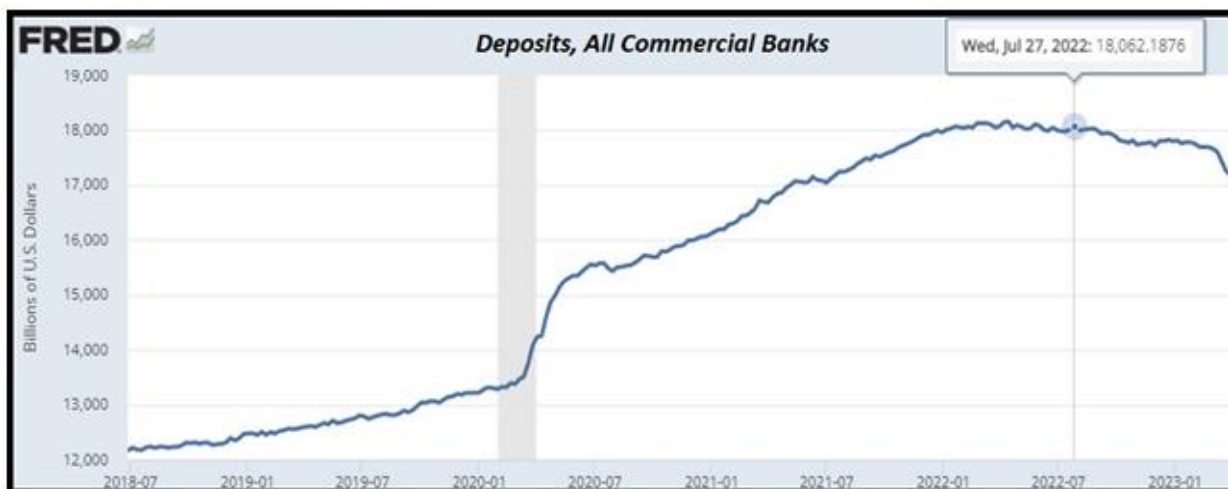


- Dalle minute del FOMC del 22 marzo è emerso che lo **staff Fed ha incluso nel suo scenario una «mild recession»** nella seconda metà del 2023, con una ripresa nei 2 anni successivi
- **Il trend dell'attività nel manifatturiero e nei servizi sembra coerente con l'entrata in recessione degli USA nel giro di un paio di trimestri.**

- E' possibile che letture di marzo siano state depresse dall'esplosione della mini crisi bancaria, e che in primavera si osservi una ripresa dell'attività. In effetti le prime survey regionali sembrano andare in questa direzione.
- Ma il quadro generale sembra sempre quello di **un boom / burst cycle**, favorito da un violento tightening operato da parte della Fed.

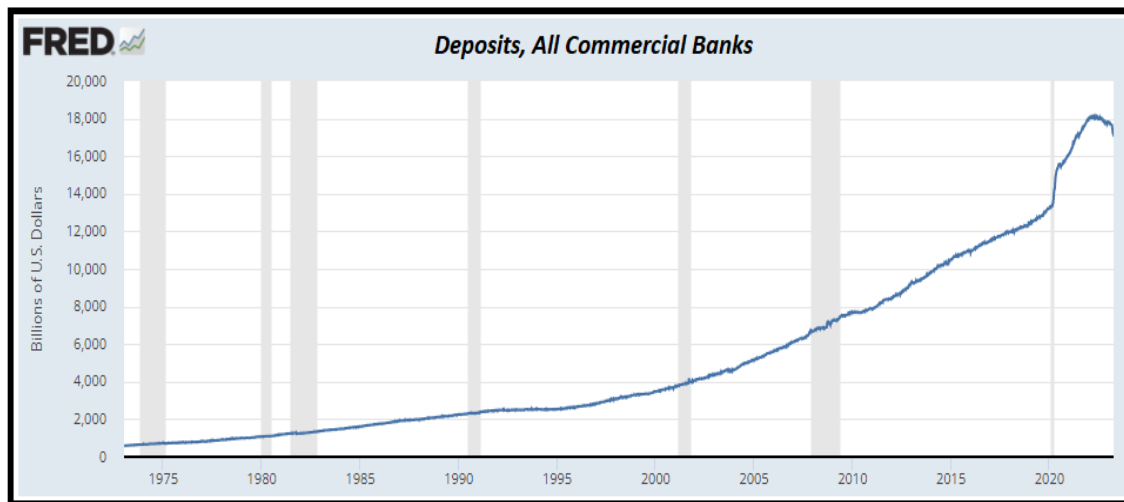


Condizioni di credito in US: slow motion credit crunch



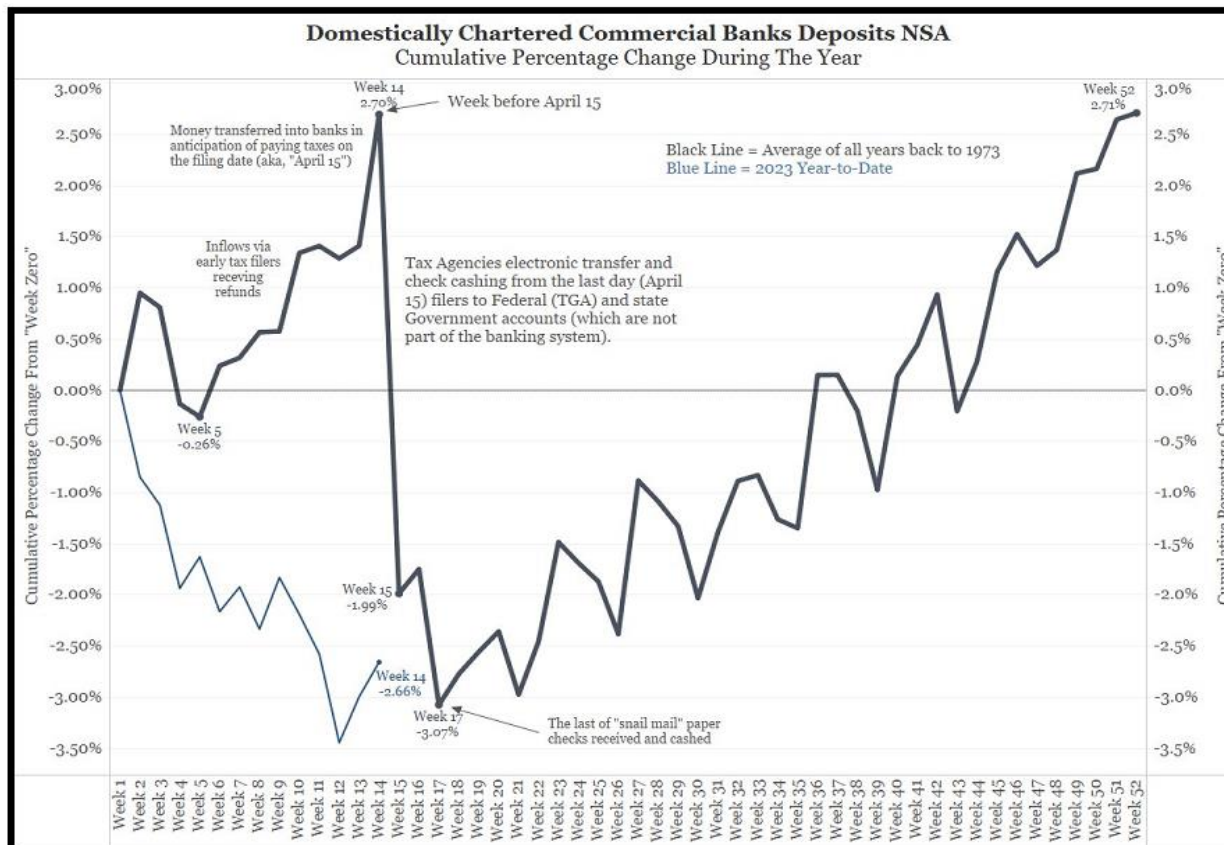
- L' incidente di SVB e Silvergate ha accentuato un **deflusso di depositi** che era già partito nella seconda metà del 2022
- Ad alimentarlo, l'aumento dei ratio di cash burn da parte delle aziende e la crescente concorrenza di altre forme di investimento della liquidità (Es fondi monetari, T-Bills)

- Uno sguardo al grafico di lungo periodo dei depositi presso le banche USA sembra indicare che **il drenaggio dei depositi osservato di recente non ha precedenti da quando è iniziata la rilevazione dei dati 50 anni fa.** Nemmeno durante le recessioni
- E' quindi difficile determinare l'impatto del fenomeno. Sembra però scontato un inasprimento delle condizioni di credito
- E' peraltro da notare che le misure fiscali adottate in seguito al Covid avevano creato **una forte deviazione dal trend di crescita**





Liquidità in calo nelle prossime settimane?

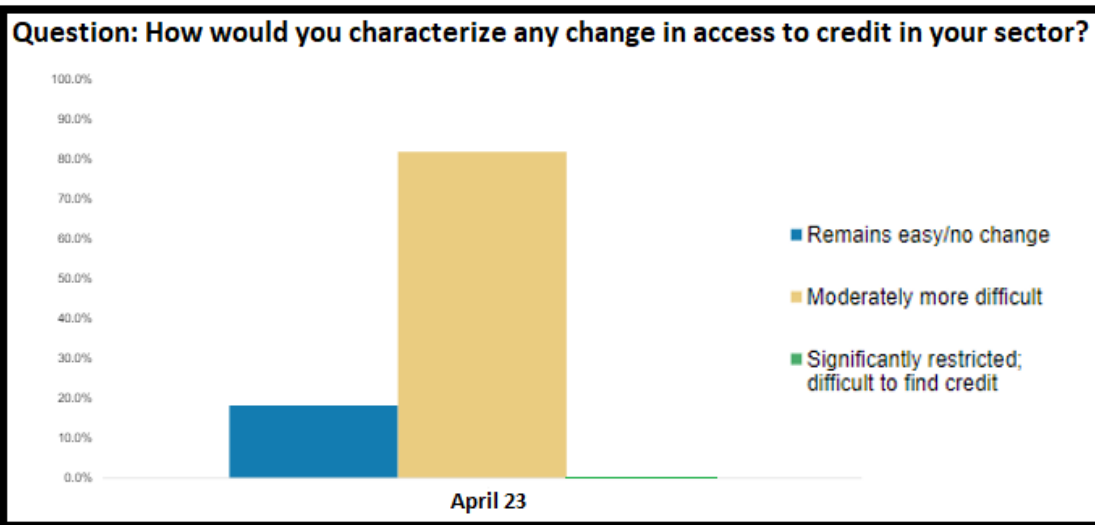


- Nelle ultime 2 settimane l'ammontare di depositi è moderatamente aumentato, cosa che ha alimentato speranze di «crisi superata» per il settore bancario USA.
- Questo fenomeno però può dipendere in gran parte dalla circostanza che **in questo periodo si pagano le tasse e quindi aziende e privati accumulano le necessarie risorse sui conti.**
- Nel 2023 questa forte stagionalità è stata assorbita dalla fuga dei depositi e solo nelle ultime 2 settimane si è registrata una inversione di tendenza.
- Dalla prossima settimana in poi fino a 250 bln \$ potrebbero uscire dai conti per confluire nel Treasury General Account

- Le conseguenze di questo fenomeno sono principalmente 2:
 - **I deflussi dai conti deposito del settore bancario USA potrebbero essere record dal 18 aprile in avanti, nella misura in cui al pagamento delle tasse si somma un continuato esodo verso altre forme di risparmio**
 - **Se da inizio anno il calo del TGA ha bilanciato il Quantitative tightening mantenendo elevata la liquidità, da maggio in poi avremo l'effetto contrario, con la sua salita che esalta il drenaggio.**

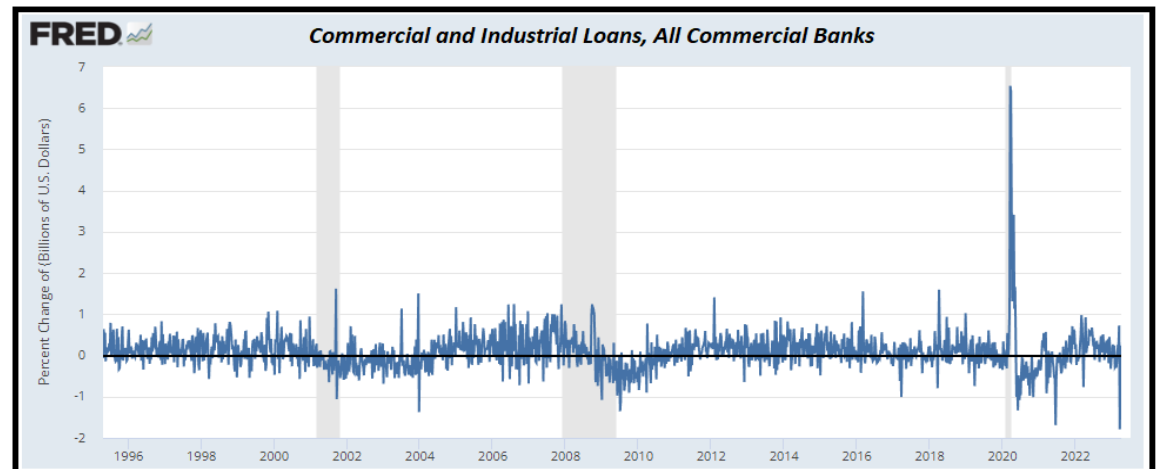


I primi segnali sono già evidenti



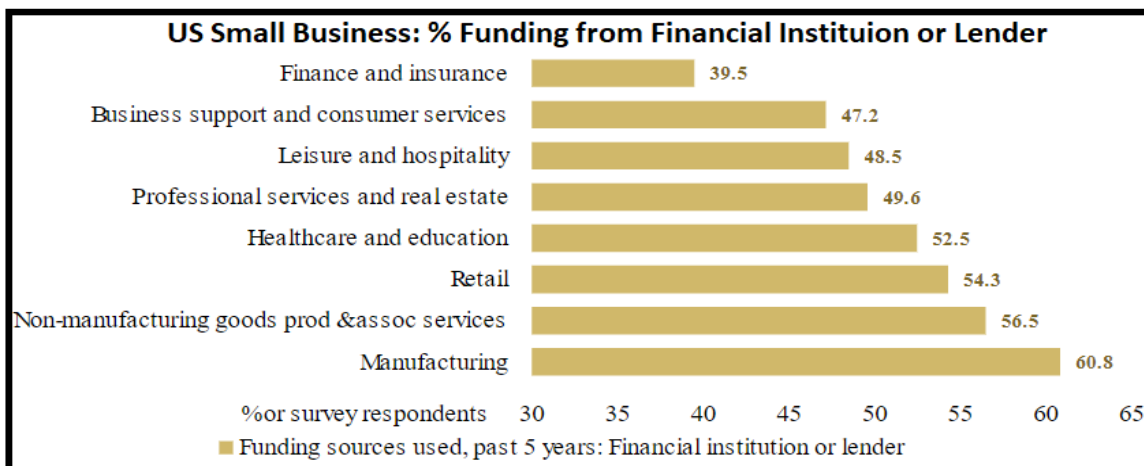
- L’impatto di della mini crisi bancaria si è comunque già notato distintamente sul mercato del credito:
 1. La **contrazione occorsa nell’erogazione dei loans** nelle ultime settimane di marzo è la **più brusca da quando i dati vengono rilevati**, sul intervallo di 15 giorni
 2. Nella prima Morgan Stanley business Conditions Index survey condotta dopo gli eventi L’80% delle aziende ha segnalato una **«moderata» maggior difficoltà a ottenere credito**

- Un’altra interessante risultanza della survey è che un 75% di aziende appartenenti a industrie con elevata scarsità di manodopera (Es. costruzioni, ristorazione e retail) ha rilevato **una maggiore disponibilità di lavoratori nel suo settore**, rispetto a un 45% della Survey condotta a marzo



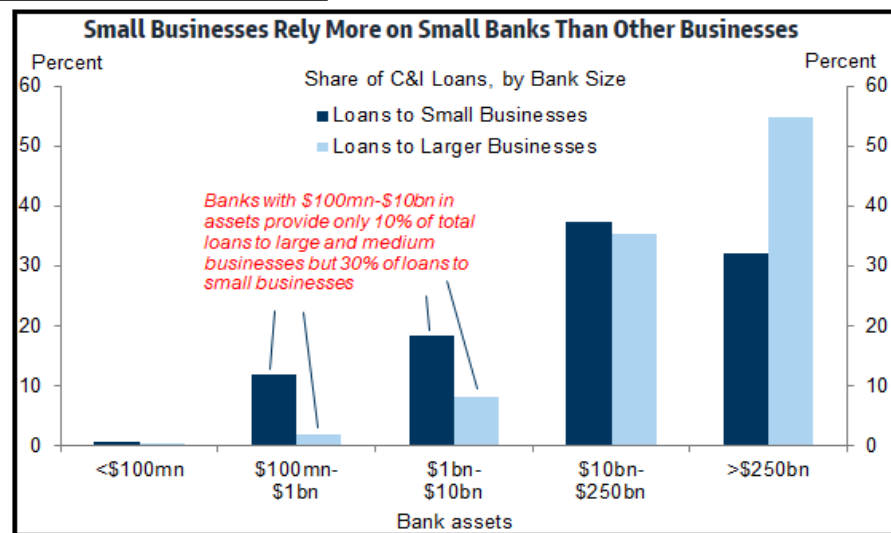


Gli small Business sono più vulnerabili



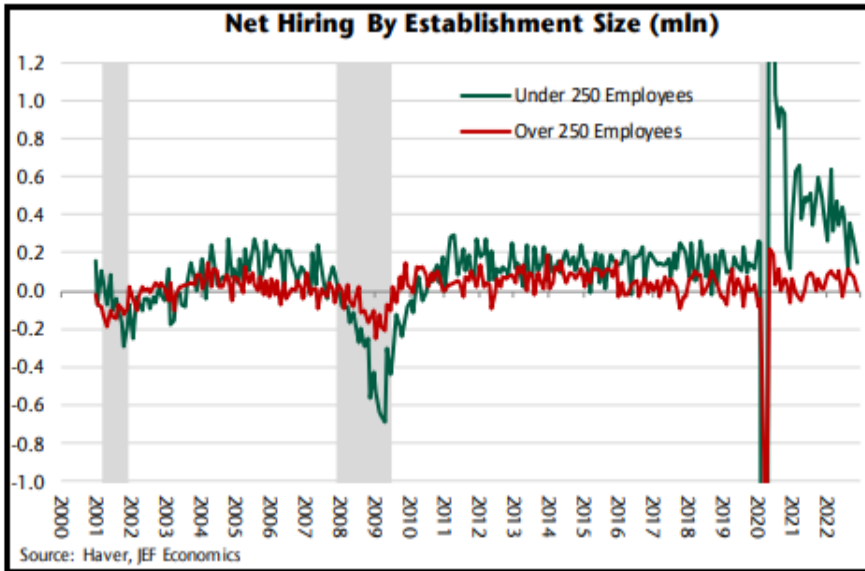
- Gli **small business USA** sono le aziende che dipendono di più dal canale bancario per il finanziamento della loro attività: **Circa il 50% del loro fabbisogno arriva da banche.**
- Manufacturing e Leisure & Hospitality sono i settori più indebitati e le aziende del manifatturiero e quelle del settore retail sono quelle che più usano il canale bancario

- Non solo, ma **le piccole aziende USA utilizzano con preferenza le banche di dimensioni piccole.** Gli istituti di dimensioni fino a 10 bln di assets forniscono il 30% dei commercial and industrial loans agli small business
- Questo perchè i prestiti alle piccole aziende avvengono a livello locale dove il business è più conosciuto e il rischio più facilmente valutabile
- Le banche di grosse dimensioni si possono sostituire a quelle piccole per parte del lending, ma saranno riluttanti a finanziarle interamente sia per motivi specifici (sono loans più rischiosi) che per generale risk aversion
- In ogni caso la sostituzione avrà **un impatto sul cost of funding**

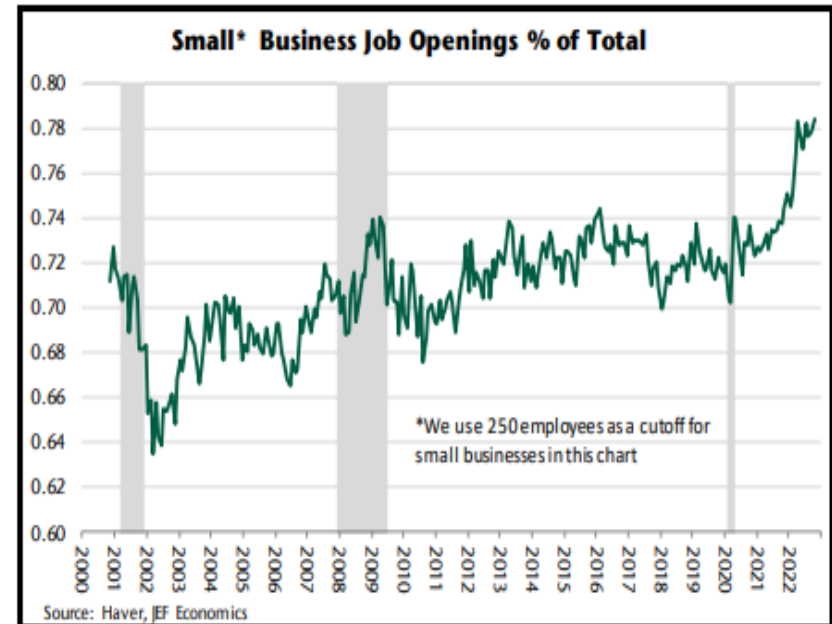




Dalla piccola azienda USA il grosso della domanda di lavoro USA post covid

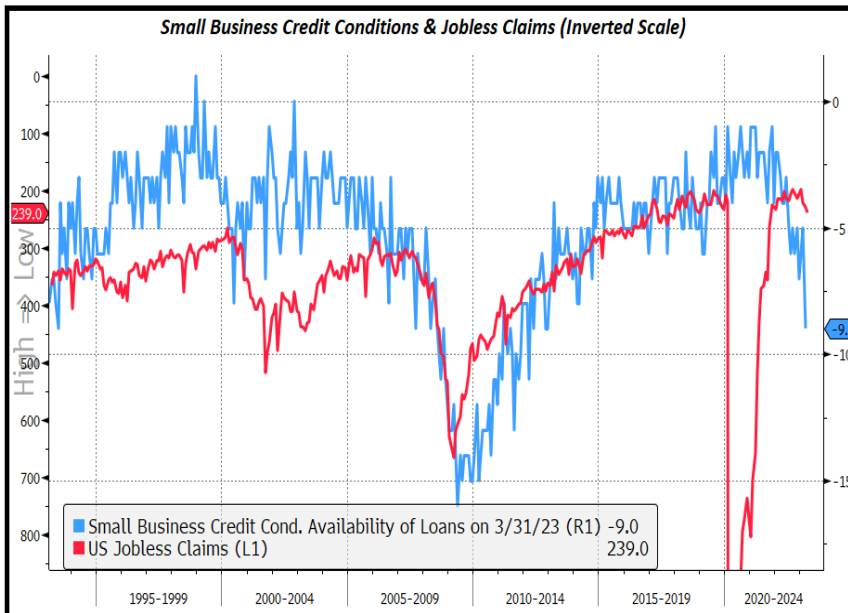


- Gli small business USA (meno di 100 lavoratori) impiegano il 35% della forza lavoro USA.
- Ma soprattutto, hanno generato la quasi totalità dei nuovi occupati post Covid, e costituiscono quasi l'80% dei job openings
- Una riduzione della disponibilità di credito e pressioni sui profitti causati dall'aumento del cost of funding sono in grado di impattare sulla domanda di lavoro di queste aziende producendo un impatto sull'occupazione.



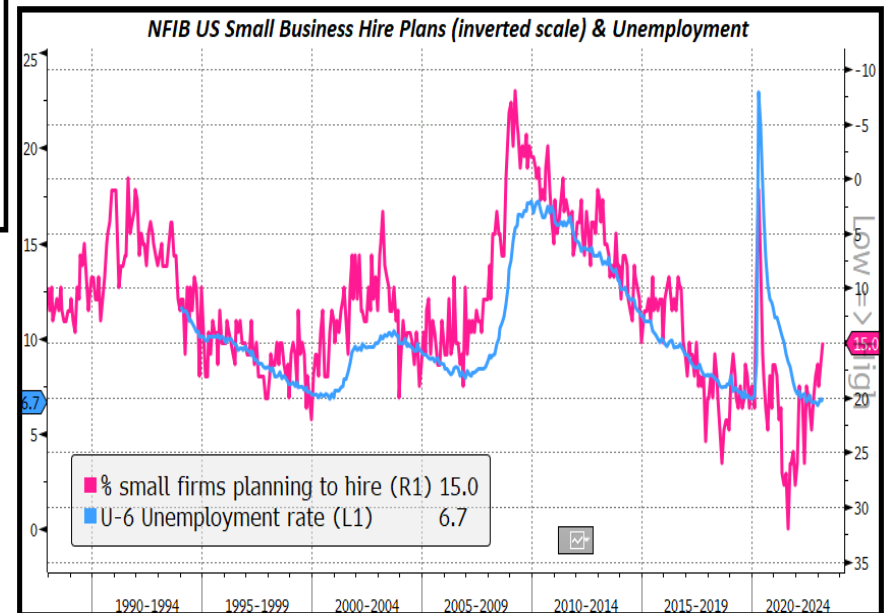


I segnali di deterioramento del sentiment si sono rafforzati



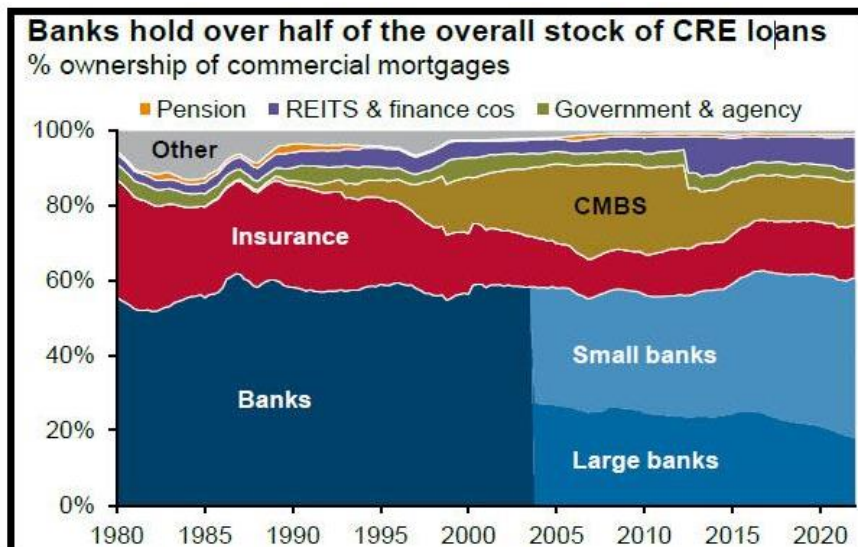
- Come si nota dai grafici, un deterioramento continuato di queste serie è foriero di un indebolimento del mercato del lavoro.
- Su queste basi, è **possibile che da metà anno in poi la creazione di posti di lavoro in US vada gradualmente a fermarsi**
- Trattandosi di un settore molto variegato, è difficile prevedere di quanto potrebbe salire la disoccupazione, una volta avviata la dinamica

- L'ultima pubblicazione della survey NFIB Small Business optimism, mostra chiari segnali di un deterioramento del sentiment:
 - L'availability of loans è calata al minimo dal 2011
 - I piani di assunzione sono calati sotto i livelli pre Covid
 - Il sotto indice «good time to expand» è calato a 2, minimo del 2009.



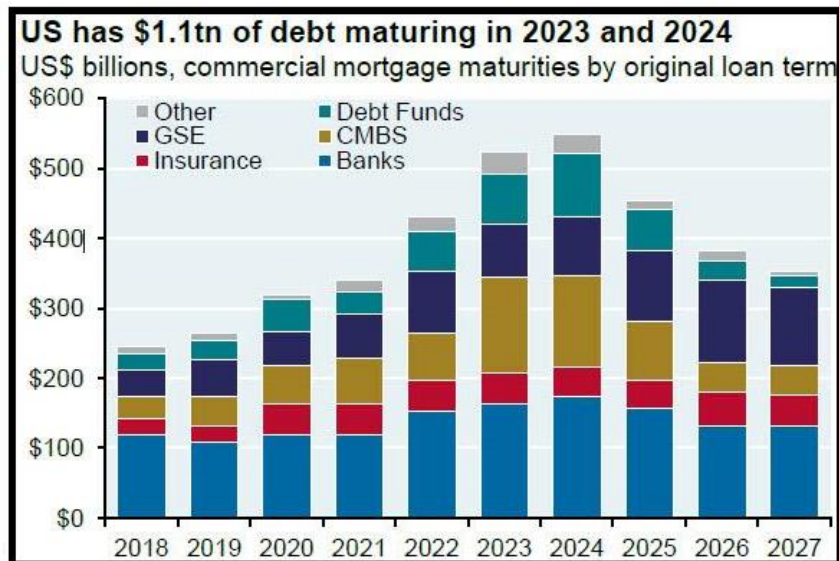


Commercial real estate: un altro possibile fattore di debolezza



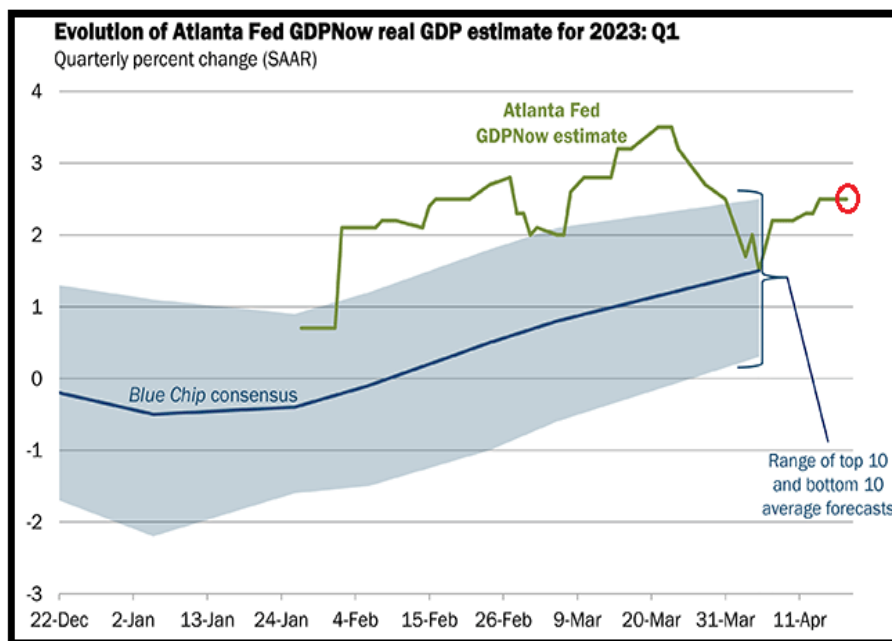
- L'aumento dei tassi però costituisce, come per l'immobiliare residenziale, un **fattore di debolezza**, in particolare alla luce **dell'ammontare di debito in scadenza**, sotto varie forme, nel 2023 e nel 2024.
- Inoltre il **60% dei finanziamenti del settore è di tipo bancario** (con oltre un 40% proveniente dalle banche di dimensioni medio piccole). Questa situazione rischia di evolvere in **un circolo vizioso** di calo della disponibilità di credito che genera defaults e incagli, i quali vanno a indebolire i bilanci bancari in particolare dei piccoli istituti
- Gli importi in gioco sono troppo bassi per causare problemi sistemici ma possono costituire un ulteriore fattore di debolezza

- Il commercial real estate rappresenta solo una parte ridotta del real estate (circa 11 trilioni di \$)
- Dei vari sottosectori, solo uffici e centri commerciali affrontano una fase di crisi. Questi 2 ambiti rappresentano il 16% del totale (rispettivamente 12% e 4%)
- Gli altri settori (alberghiero, magazzini, manifatture, trasporti, entertainment etc) non presentano al momento specifiche problematiche fondamentali
- Infine i lending standards sono stati più conservativi rispetto a pre GFC (loan to value da 70% a 55%) e il livello di debito su GDP (1,3%) è rimasto più basso rispetto ai picchi del 1984 e del 2006 (>2%)



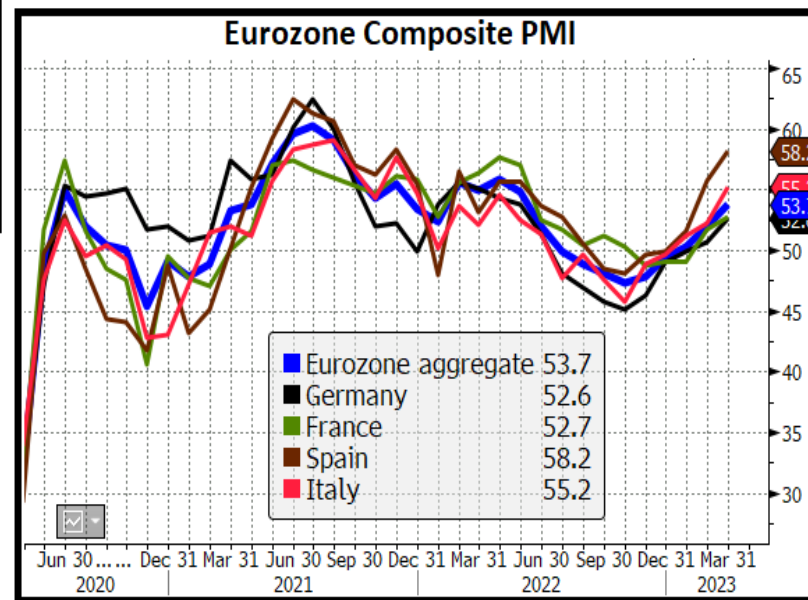


Earning Seasons: buone, grazie alla forza delle economie nel primo trimestre



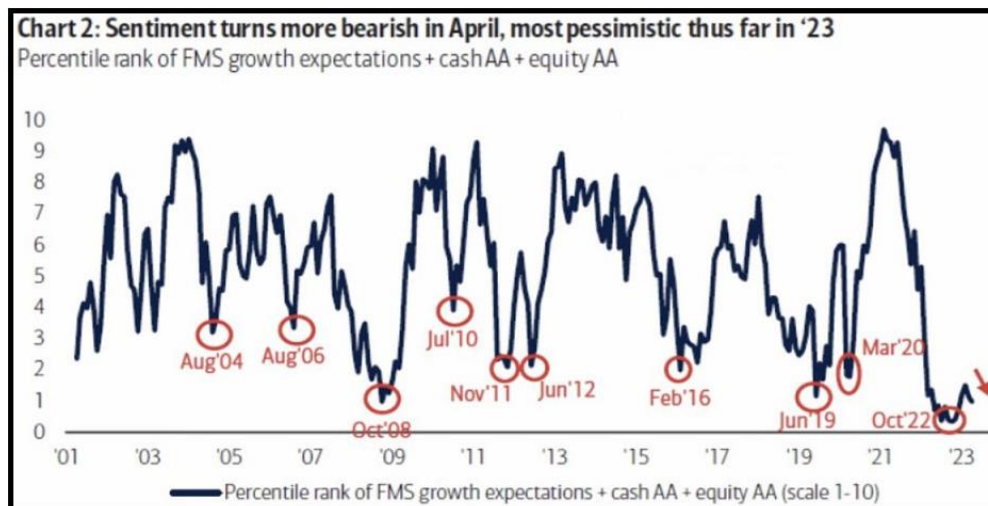
- In US il quadro per gli earnings del primo trimestre del 2023 sembra positivo, con **i principali drivers che sono consistentemente migliorati** in corso d'opera:
 1. La **crescita** è stata **più robusta delle attese**, e di quanto indicato dalle survey di attività.
 2. Il **Dollaro si è indebolito**
 3. Le **stime** sono state debitamente portate su livelli **abbordabili**
- Le **guidances restano centrali per definire il quadro dei prossimi trimestri**, oltre ovviamente alla reazione del mercato ai beat/miss

- In **Eurozone** il quadro è anche **migliore**. L'attività economica si è rafforzata nel corso del trimestre, dai livelli depressi di fine 2022, e le **previsioni di EPS** sono state più **resilienti** che negli altri mercati.
- L'incertezza del quadro può pesare marginalmente sulle guidances, insieme alla circostanza che l'effetto cambio è ormai diventato un **negative** (l'€ si è apprezzato di oltre il 10% negli ultimi 6 mesi).
- Infine i rialzi dei tassi e l'inasprimento dei lending standards dovrebbero iniziare ad impattare nei prossimi mesi



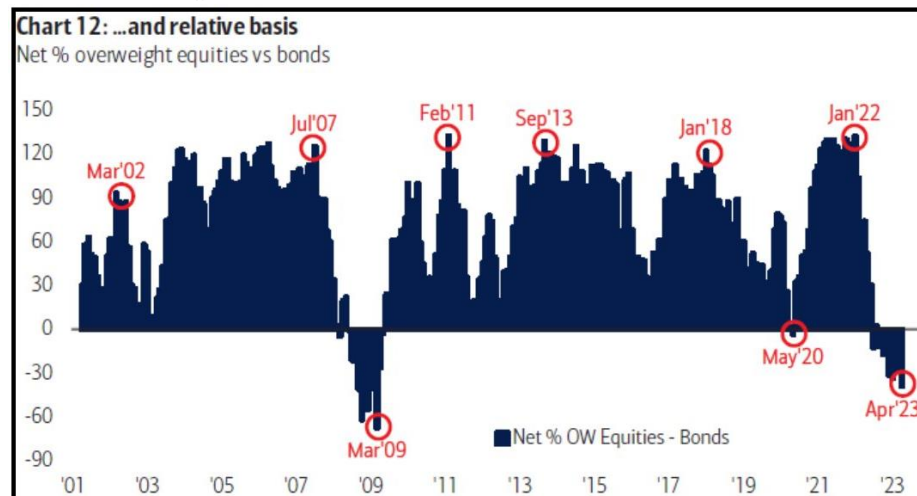


La crisi bancaria ha riportato il pessimismo su livelli estremi



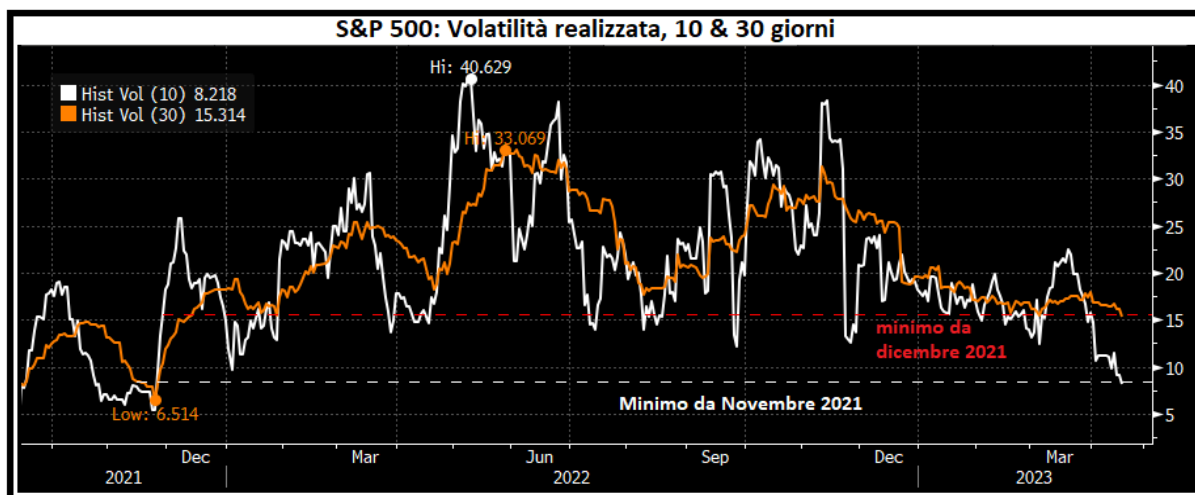
- La mini crisi bancaria in US ha riportato il **sentiment su livelli molto negativi**, ai minimi dell'anno in corso (ma ancora sopra i livelli di ottobre 2022)
- Nella Fund manager Survey di aprile di Bank of America:
 1. Il 63% netto di intervistati si attende una crescita in indebolimento e l'84% netto vede inflazione in calo.
 2. Il sovrappeso di bonds vs azionario è ai massimi dal 2009.
 3. Il cash in portafoglio è al 5,5%, sopra la soglia del 5% da 17 mesi

- Questo **quadro risulta vulnerabile ad una persistente resilience del ciclo macro**. Un mancato indebolimento del ciclo USA nel secondo e terzo trimestre del 2023 potrebbe causare robuste ricoperture sui risk assets.
- Il **contrappeso** di questo scenario è che il mercato dei tassi torni a scontare ulteriori rialzi e Fed Funds che rimangano «higher for longer» ottenendo **un ulteriore inasprimento delle financial conditions**
- **In questo senso, un cedimento del ciclo sembra incerto solo nel timing.**



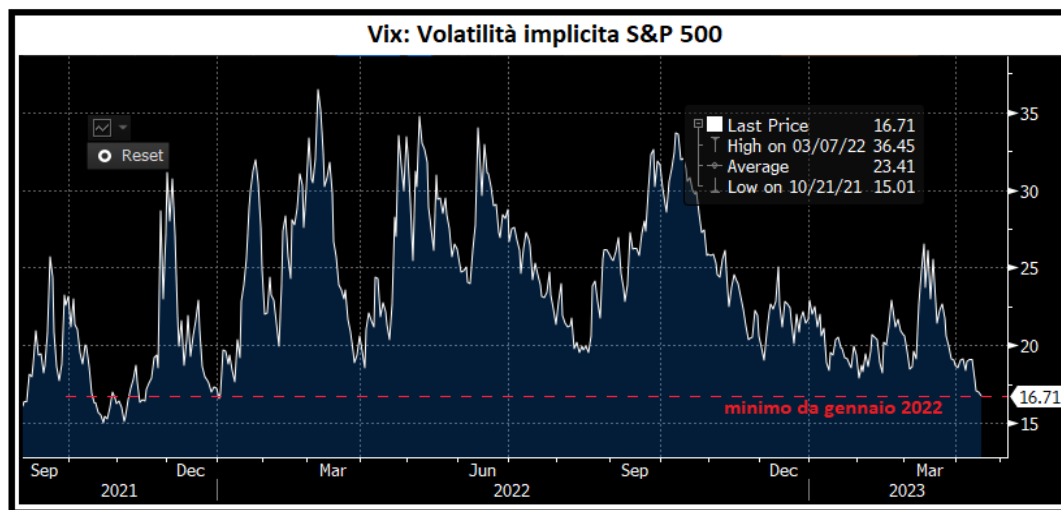


E' un po' troppo tranquillo la fuori



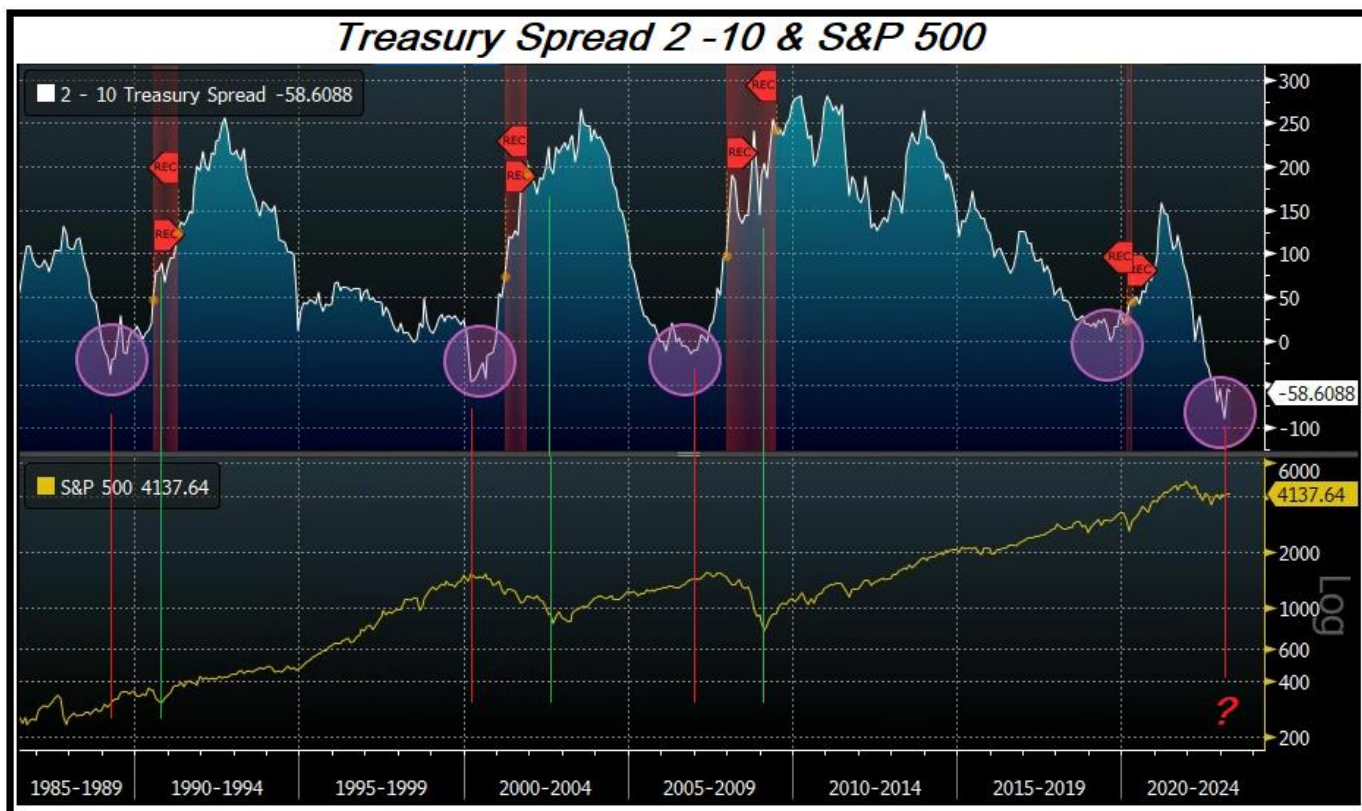
- Il recente rimbalzo dei mercati azionari è stato accompagnato da un **vistoso calo della volatilità**. La **realizzata a 10 giorni** è ai minimi dal novembre 2021 e quella a 30 giorni ai minimi da dicembre 2021
- Coerentemente, il **Vix** è calato ai **minimi dal gennaio 2022**, quando l'S&P ha segnato i massimi storici. L'omologo dell'Eurostoxx 50 ha segnato i minimi dal novembre 2021

- Lo **smontamento degli hedge** strutturati in seguito alla crisi bancaria ha avuto sicuramente un ruolo preponderante nel creare questo fenomeno
- Detto ciò, sembra un quadro alquanto in contrasto con l'ammontare di incognite che i mercati si trovano ad affrontare:
 1. Massima incertezza sul path Fed, con le curve che oscillano dallo scontare pausa/pivot al prezzare ulteriori rialzi e «higher for longer»
 2. Earning seasons e guidances
 3. Situazione geopolitica





Prima iniziale disinversione della curva USA, e perché è importante.



- Se l'azionario ha recuperato interamente il calo generato dalla crisi bancaria, i rendimenti sono su livelli sensibilmente inferiori a quelli prevalenti prima del fallimento di Silicon Valley Bank. In particolare le parti brevi delle curve sono rimaste distanti dai livelli pre crisi, cosa che ha prodotto un inizio di disinversione del tratto di curva 2 - 10 anni treasury
- Si tratta di un movimento da monitorare attentamente, in quanto la disinversione della curva treasury ha anticipato l'arrivo delle ultime 4 recessioni e delle relative turbolenze dell'azionario



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 tech, e nel settore delle start up e del Venture Capital. Crediamo che i problemi sperimentati da alcune banche regionali US stiano costituendo il catalyst per un'accelerazione del deterioramento del cost of funding per il settore, cosa che andrà ad accentuare il tightening dei lending standards già in atto. 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 sta inducendo la Fed a mantenere una stance più restrittiva di quanto auspicabile in base alle condizioni di crescita del ciclo.
- Lasciamo a **underweight l'azionario europeo**, ritenendo che, ai livelli attuali, incorpori 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 sulle 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**. L'inflazione si sta mostrando più resiliente delle attese e riteniamo che l'economia non potrà evitare una contrazione nel 2023.
- 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'economia cinese sta dando segnali di ripresa. L'attività nei servizi ha accelerato significativamente e i consumi si stanno riprendendo. L'immobiliare sta mostrando segnali di una temporanea stabilizzazione e i primi mesi del 2023 hanno visto una crescita record degli aggregati di credito
- 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 mantenere una stance restrittiva, a causa di una resilienza superiore alle attese dell'inflazione. Portiamo a **underweight i treasuries inflation linked** con l'idea che il progressivo deterioramento del quadro macro fungerà da freno per i breakeven inflation, e che nel breve la stance Fed impedirà un significativo calo dei tassi reali.
- Lasciamo a **neutral l'obbligazionario governativo core Eurozone**, ritenendo che gli attuali livelli siano coerenti con il quadro macroeconomico e inflattivo. Eventuali fiammate di risk aversion possono offrire supporto al Bund. 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 **neutral l'obbligazionario governativo UK**. Riteniamo che quanto scontato dalla curva UK in termini di rialzi sia congruo e che i Gilt troveranno progressivo supporto dal deteriorarsi del quadro macro UK. Portiamo a **overweight l'obbligazionario emergenti in valuta forte**, e quello in **valuta locale** con l'idea che un eventuale pausa da parte della Fed possa favorire un calo degli spreads.
- Lasciamo a **neutral il debito corporate US Investment Grade** limitatamente agli emittenti di elevato merito di credito, ma intendiamo sottopesare gli emittenti del comparto aventi rating più speculativo (BBB, BBB-). Riteniamo che nei prossimi mesi i fondamentali di credito delle aziende USA inizieranno a deteriorarsi. 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, ma anche qui sottopesiamo gli emittenti più speculativi (BBB, BBB-) 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**. L'inizio dell' earning season negli USA ha visto la pubblicazione, da parte delle grandi banche, di risultati in aggregato piuttosto positivi, e con scarsi segnali di deterioramento dell'asset quality. Rimane un focus specifico sulle banche regionali, dove monitoriamo attentamente i rischi derivanti dall'esposizione al real estate e al tech. Problemi che non riguardano il settore bancario europeo, dal quale ci attendiamo risultati altrettanto positivi. Le prime indicazioni mostrano Net Interest Income ancora in crescita, grazie al rialzo dei tassi. Su queste basi, confermiamo l'overweight su Finanziari sia Senior che Subordinati, ma con un'attenzione particolare alla selezione, allo scopo di evitare modelli di business vulnerabili e problematiche specifiche (i.e esposizione a tensioni geopolitiche).
- Riguardo i cambi, lasciamo tatticamente a **neutral l'€/\$**. Restiamo costruttivi sul Dollaro a medio termine, ma riteniamo che temporaneamente il Biglietto Verde possa essere frenato da una maggior debolezza dell'economia USA e un calo più accentuato delle aspettative di tightening della politica monetaria Fed rispetto a quella dell'ECB.
- Lasciamo a **underweight la Sterlina contro €**, ritenendo che il quadro macro UK sia più debole rispetto a quello Eurozone, e il rischio di un disancoramento delle attese di inflazione più elevato. 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 il progressivo deterioramento del quadro macro globale possa alimentare la domanda di divise forti, e che, se l'economia USA dovesse guidare il rallentamento, il Franco costituisca una buona alternativa al Dollaro, almeno temporaneamente.
- Riguardo le Commodities, lasciamo a **overweight quelle energetiche**. Il recente taglio dell'offerta da parte dell'OPEC+, insieme con un' eventuale accelerazione dell'economia cinese, sembra in grado di far proseguire il rimbalzo del petrolio dai livelli attuali. Anche il Gas sembra in questa fase scontare uno scenario eccessivamente benigno in termini di consumi. Lasciamo 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 rischio di un fenomeno meteorologico noto come «El Nino» stia aumentando. 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. 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	▲ upgrade
Emergenti	■	Emergenti Hard Currency	▲ upgrade
Valute		Inflation linked US	▼ downgrade
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



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.