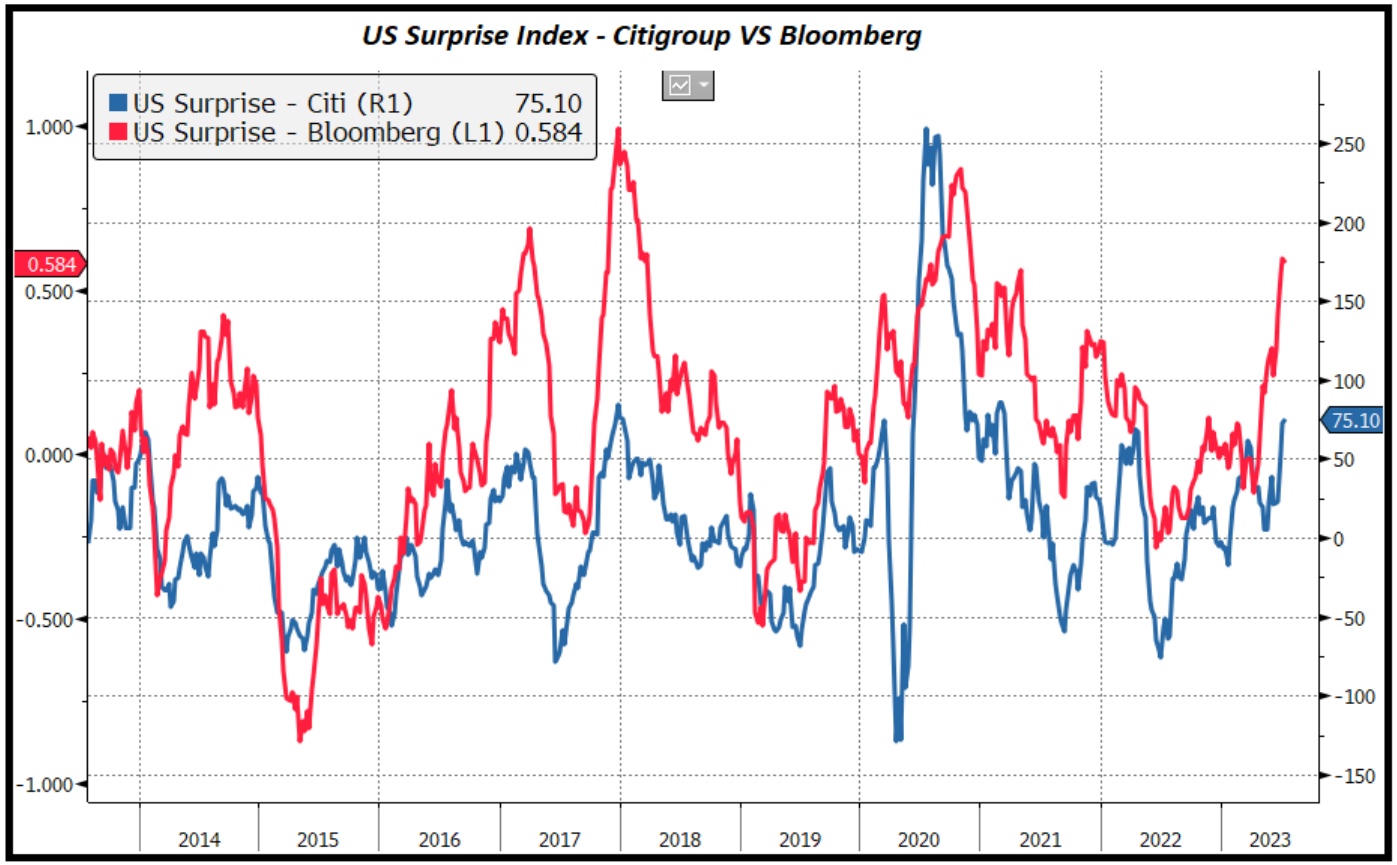
2023

Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Luglio 2023

Anthilia sgr
Capital Partners

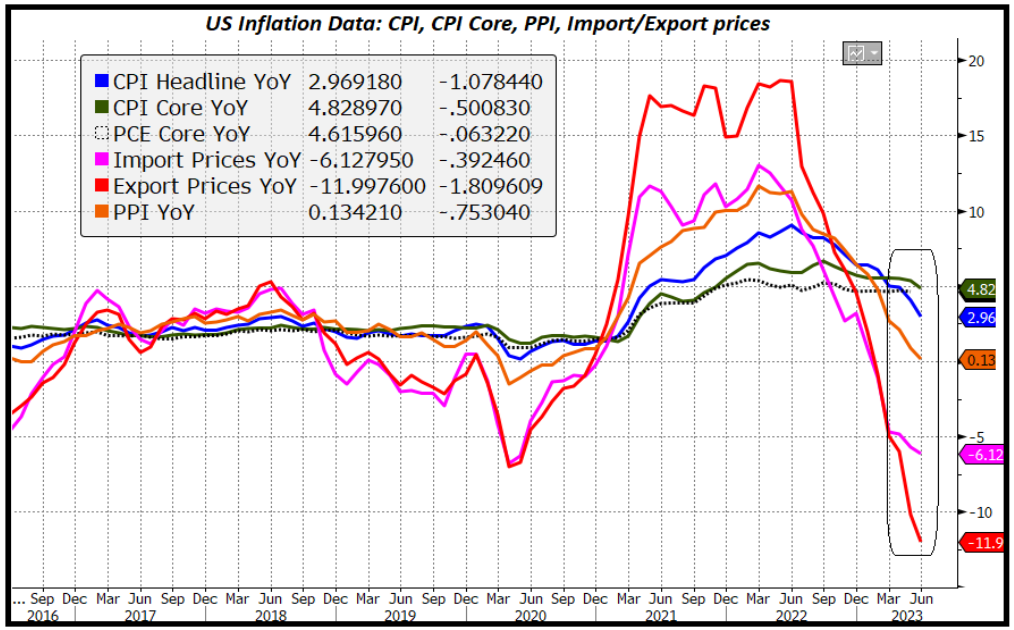
USA: ancora resilience dal quadro macro.

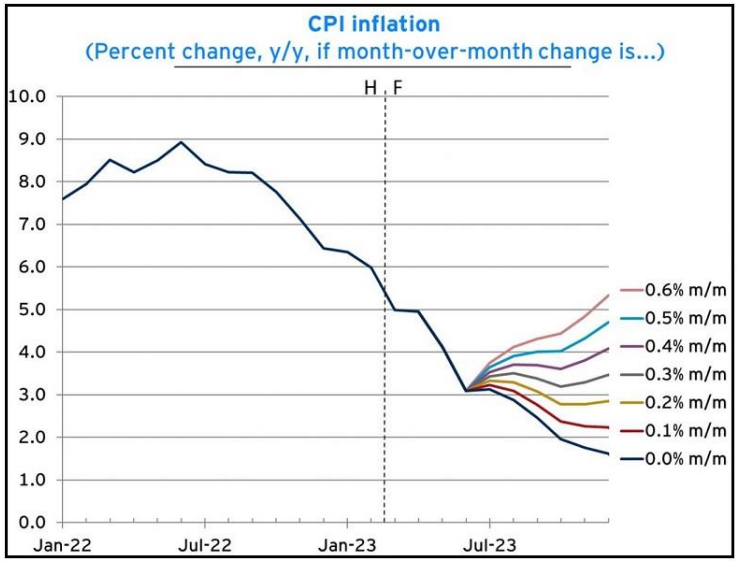


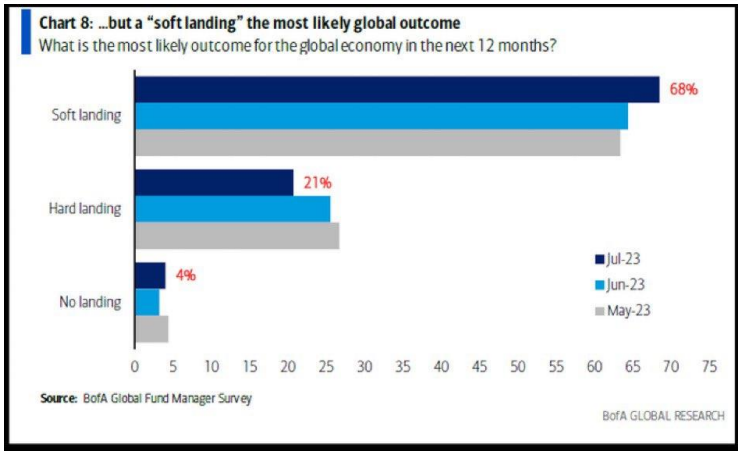
- La parte finale del secondo trimestre 2023 ha visto **l'economia USA riprendere momentum**. I dati macro hanno sorpreso in positivo un consenso che era stato depresso dalle ricadute della crisi delle banche regionali e dalla perdurante debolezza del manifatturiero.

Fonte : Bloomberg

Inflazione USA: «immaculate descent»?



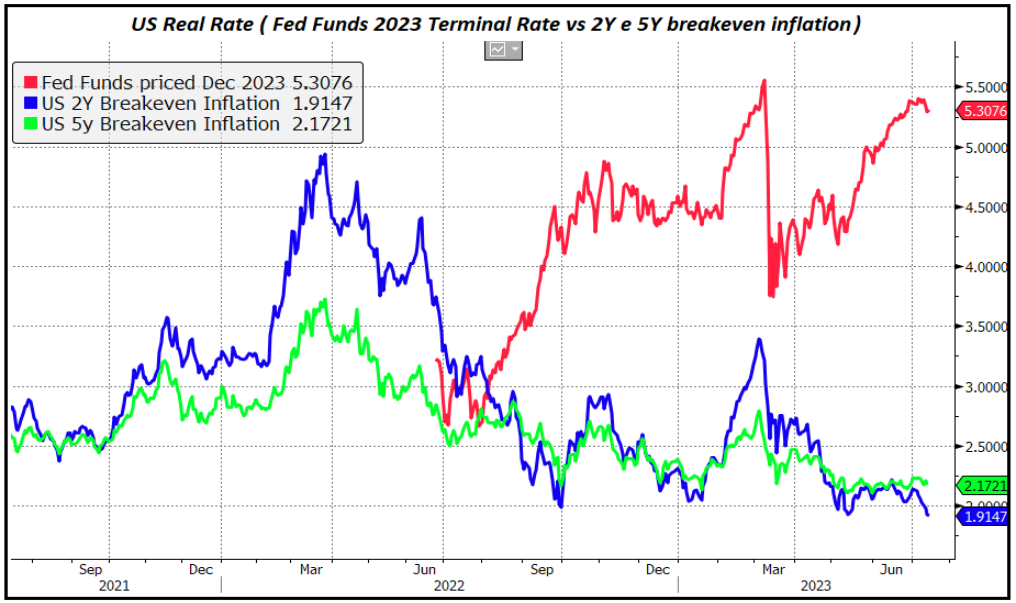




- Nel frattempo, **le misure di inflazione hanno continuato a calare significativamente**. E vi sono alcuni trend (Shelter, auto) che lasciano intendere che nella seconda metà del 2023 il rientro potrebbe proseguire, anche se gli effetti base smetteranno di essere favorevoli
- Questa situazione ha ridato **supporto allo scenario denominato «soft landing»** per l'economia USA: ovvero un quadro in cui il rientro dell'inflazione al target avviene senza che l'economia debba rallentare troppo, o la disoccupazione salire in maniera significativa.

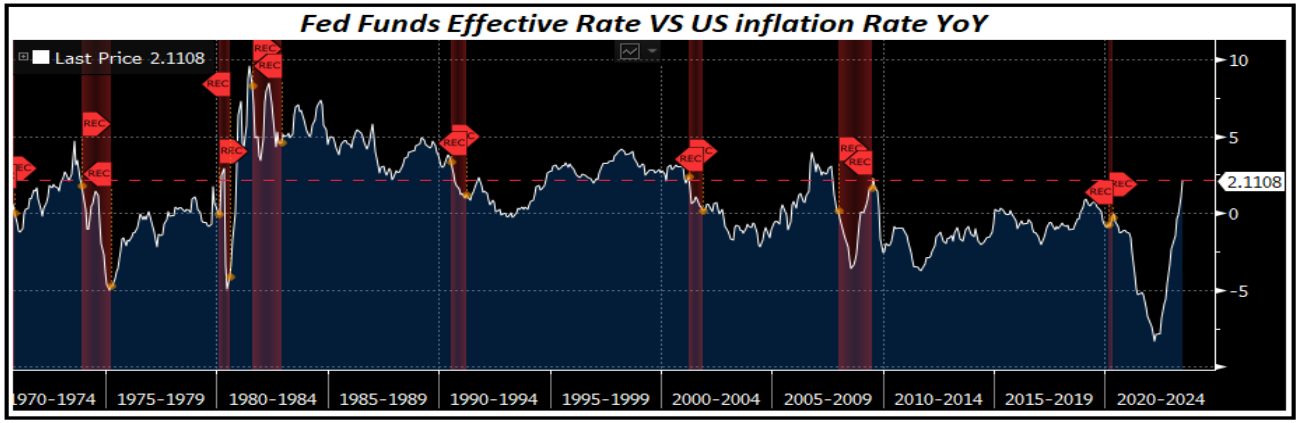
Fonte : Bloomberg, Bank of America, EY-Parthenon

Ma i tassi reali stanno salendo con forza



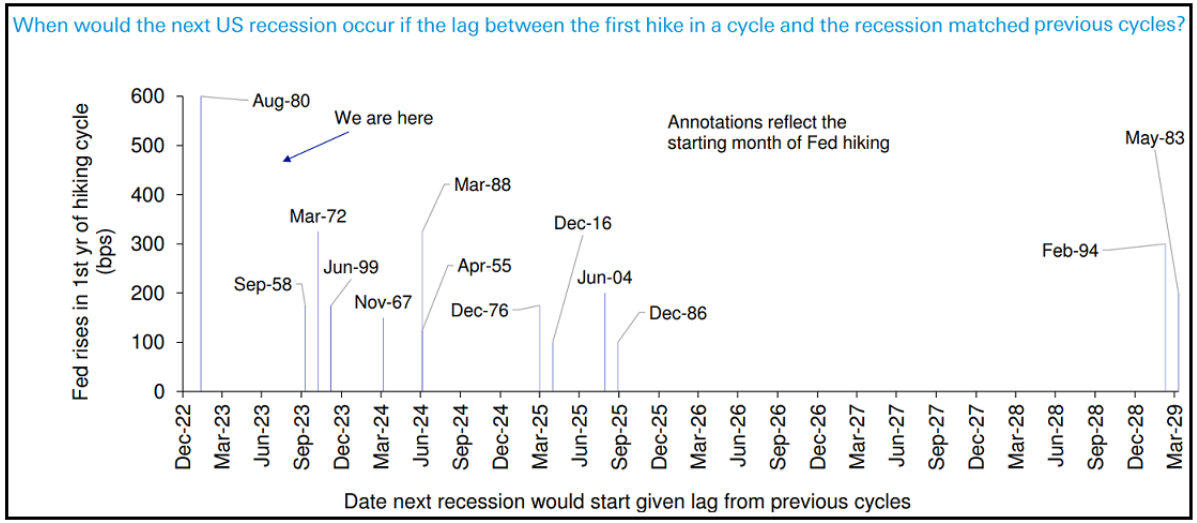
- Il rapido rientro dell'Inflazione, abbinato ad una stance delle Banche Centrali che rimane restrittiva, sta producendo **un brusco inasprimento delle condizioni finanziarie**:
  1. I Fed Funds attualmente sono oltre 2 punti sopra il tasso di inflazione, ovvero al livello più restrittivo dal 2009.
  2. Il target rate dei Fed Funds per fine 2023 è addirittura 3 punti sopra le aspettative di inflazione di mercato
  3. Se il pricing della Fed Fund Strip e quello degli inflation breakeven dovessero rivelarsi corretti, questa situazione potrebbe ragionevolmente protrarsi per un periodo di tempo considerevole

- Vi è poi un **rischio**, ridotto, ma ancora totalmente ignorato dal mercato, che un ulteriore calo delle misure dei prezzi (CPI, PPI) porti **le aspettative di inflazione di mercato sotto i target di riferimento**



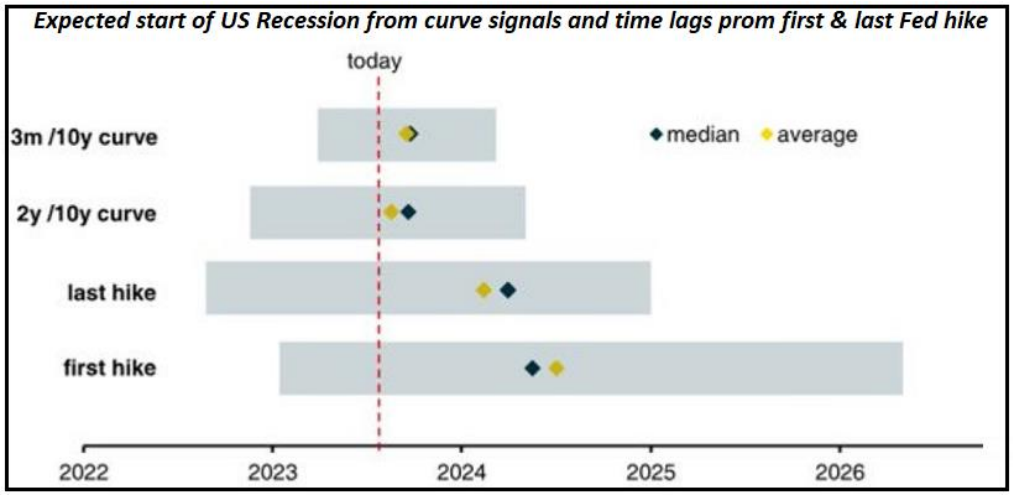
Fonte : Bloomberg

The «Godot» US Recession ?



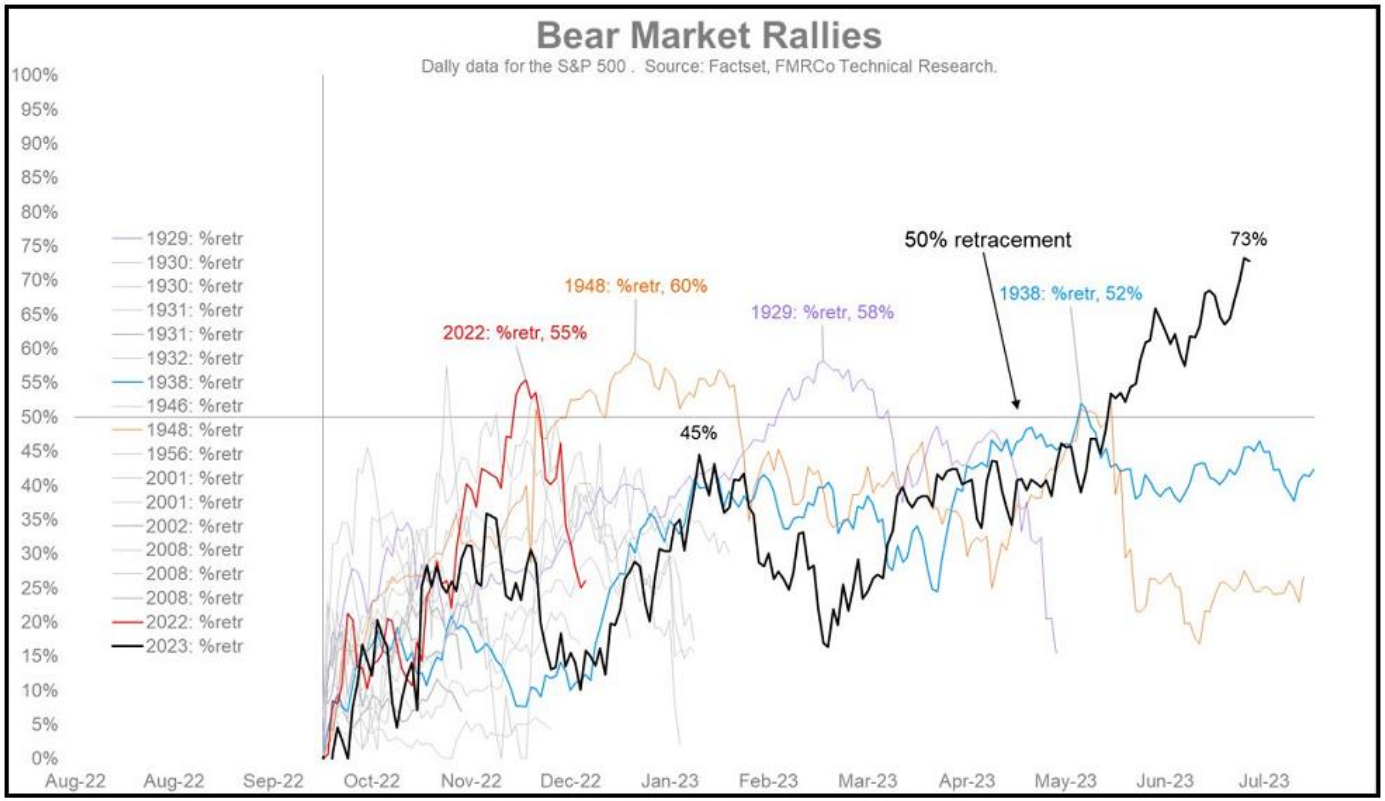
- La resilienza dell'economia USA a fronte dell'aggressività del tightening della politica monetaria è alla base del crescente affermarsi dello scenario del **«soft landing»**.
- Peraltro, uno sguardo alla storia passata mostra che **il dispiegarsi degli effetti recessivi dei cicli di rialzo dei tassi ha richiesto lunghi periodi di tempo**
- Anche relativamente ai segnali prodotti dalle curve dei tassi si possono osservare lag di anni tra segnale e inizio della contrazione

1. Lo studio di Deutsche Bank indica quando partirebbe la recessione se il lag fosse uguale a ognuna delle precedenti recessioni dal dopoguerra. Sulle ascisse è indicata l'entità del ciclo di rialzi (vengono indicate solo le serie, e non i rialzi isolati come as es. quello del Dicembre 2014)
2. Il grafico di MRB mostra dove ci troviamo oggi rispetto alla media, alla mediana e al range dei lag rispetto all'inversione dei tratti della curva USA 3 mesi – 10 anni e 2 – 10 anni e al primo e all'ultimo rialzo dei tasso



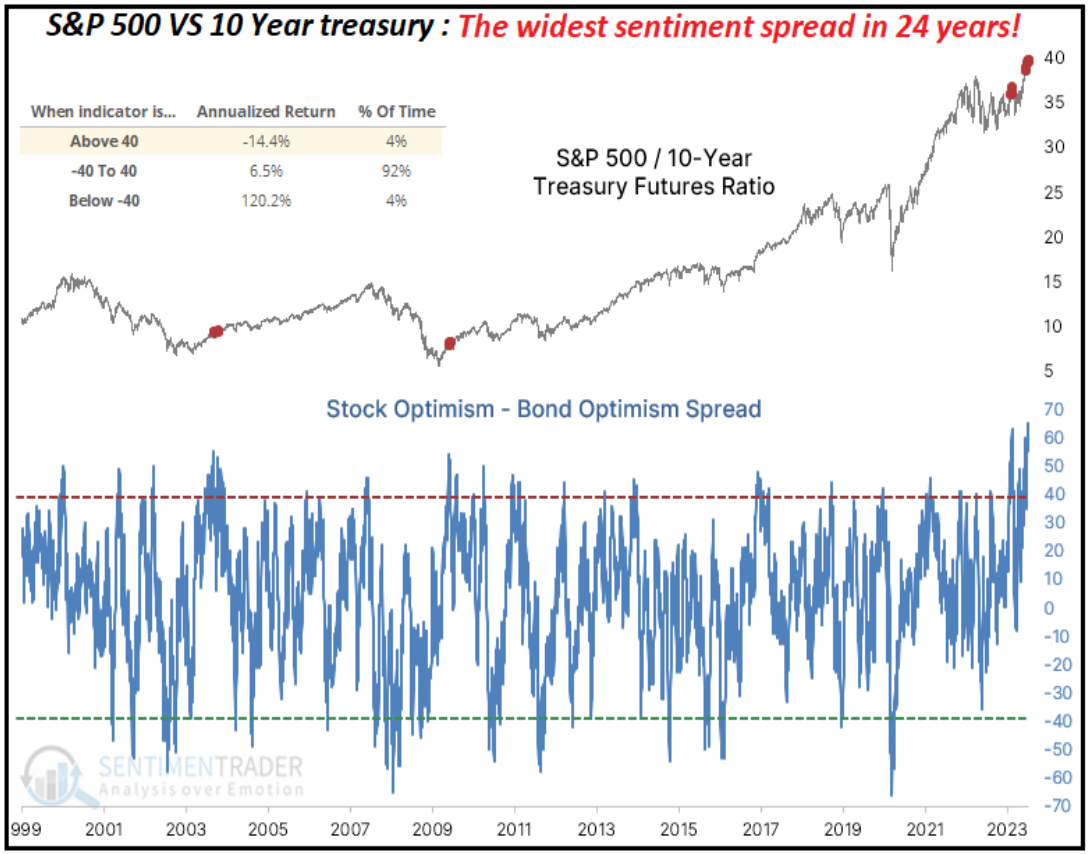
Fonte : Deutsche Bank, MRB

S&P 500: «Not the tipical bear market rally» 1/2



- E' un fatto che la price action dell'azionario USA contrasta con il quadro da bear market che lo scenario da «fine ciclo» gli attribuirebbe:
    1. L'estensione del rimbalzo supera i precedenti avvenuti nel corso dei principali bear market dal dopoguerra.
    2. Negli ultimi 80 anni, ogni volta che il recupero dai minimi ha superato il 25%, si sono fatti nuovi massimi
    3. L'outperformance da parte del Nasdaq è stata storicamente un segnale di forza del trend

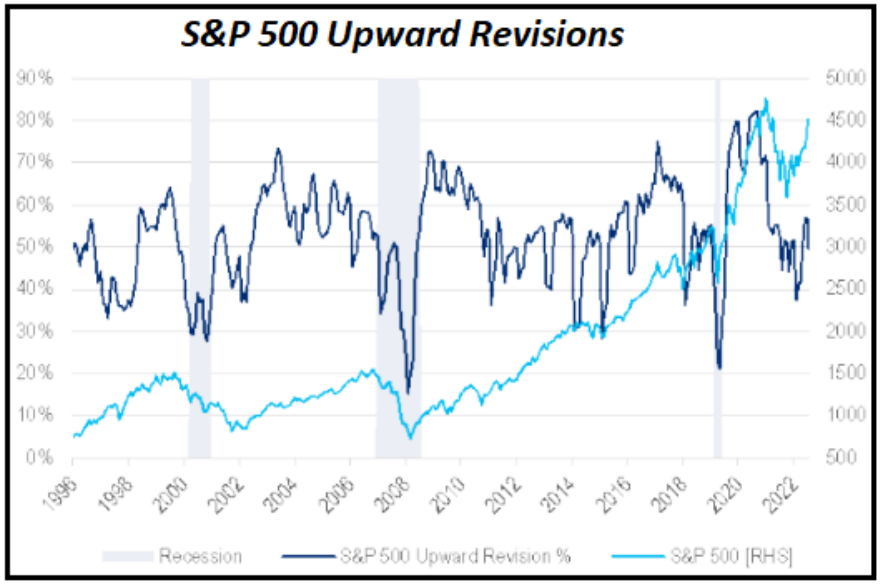
S&P 500: «Not the tipical bear market rally» 2/2



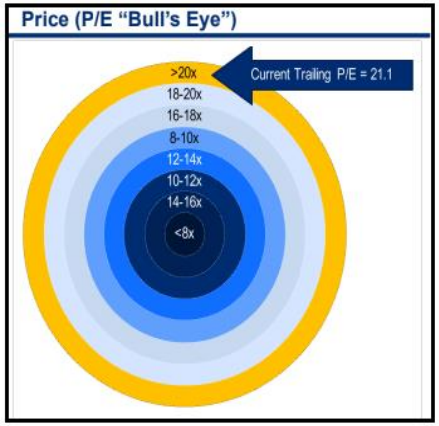
- Le divergenti fortune tra **azionario e bonds USA** negli ultimi trimestri fanno si che **la differenza tra gli indicatori di sentiment** per le 2 asset class sia ai massimi storici, **su livelli osservati solo in altre 2 occasioni negli ultimi 25 anni.**
- La circostanza che i 2 precedenti si collochino nella fase iniziale dei 2 principali cicli rialzisti per l'azionario USA lascia intendere che questo sia **un segnale positivo per Wall Street**.
- Al di la dell'esiguità del campione, il problema ad accostare il periodo attuale a questi 2 precedenti nasce – una volta si più – **dall'abissale differenza di alcune tra le più importanti variabili finanziarie**:
    1. I Fed Funds sono sui massimi degli ultimi 40 anni invece che ai minimi
    2. I multipli azionari sono cari, mentre nelle 2 occasioni citate erano nella parte bassa del range
    3. Le curve sono pesantemente invertite
    4. La disoccupazione è ai minimi storici mentre ai tempi era su livelli elevati

- Allargando un po' il campione, si osserva che i ritorni dell'azionario USA dopo questi segnali non sono stati entusiasmanti, ma nemmeno particolarmente sotto la media storica, sui vari frame temporali dalla settimana all'anno

US Earning season: gestione delle aspettative?



- Dietro il calo delle revisioni degli utili osservato nelle ultime settimane, presumibilmente la **gestione delle aspettative da parte delle aziende**, per portarle su un livello abbordabile in vista delle pubblicazioni
- I settori che hanno visto il maggior deterioramento del consenso sono Energy, Material e Healthcare
- Viceversa, IT e Real Estate hanno continuato a vedere revisioni al rialzo.
- I numeri per l'intero anno non hanno subito significative modifiche
- Il recente rialzo ha portato i multipli su livelli decisamente «tirati» (20x foward PE). La salita da ottobre 2022 è di oltre 4,5x



Price (Current Valuation Metrics)

S&P 500 Characteristics

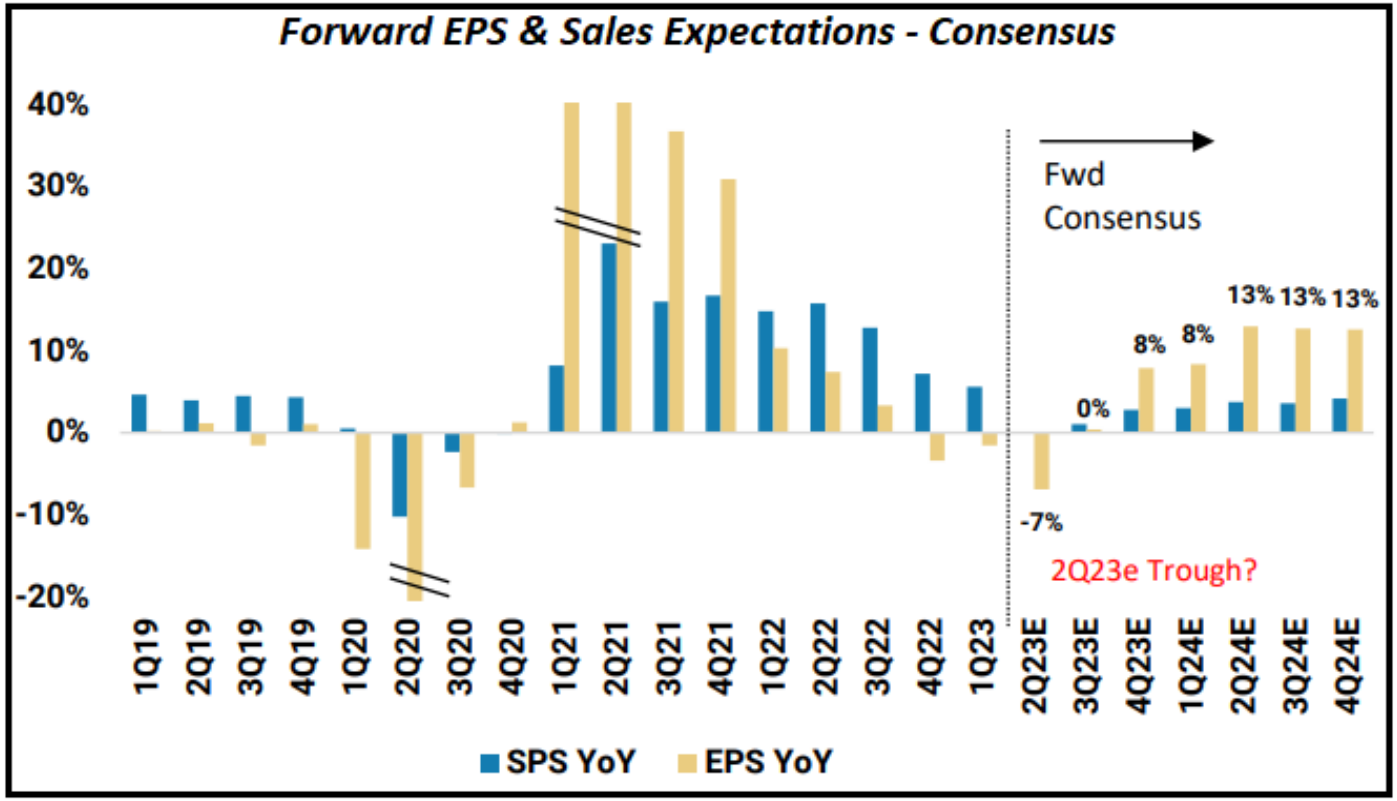
- P/E (TTM): 21.1x
- P/E (NTM): 19.8x
- P/E (2023E Consensus EPS): 20.8x
- P/E (2023E Citi EPS): 21.0x
- P/S: 2.4x vs. 1.5x avg. since 1985
- P/B: 4.1x vs. 2.8x avg. since 1985
- EV/EBITDA: 13.2x
- Dividend Yield: 1.58%

Monthly Upward Revisions as a % of Total Monthly Revisions

	Jul-23	Jun-23	Mar-23	Dec-22	Sep-22	Jun-22	Mar-22	Avg Since 1996
S&P 500	**49.7%**	**56.5%**	**41.8%**	**51.7%**	**51.2%**	**52.7%**	**53.0%**	52.6%
Cons. Discretionary	59.9%	64.5%	44.2%	53.0%	39.8%	41.1%	48.7%	51.8%
Consumer Staples	47.0%	53.9%	40.0%	67.9%	59.4%	44.2%	44.4%	49.2%
Energy	28.8%	40.9%	33.3%	48.2%	57.1%	77.8%	80.3%	51.5%
Financials	31.3%	39.1%	36.6%	42.8%	52.2%	52.4%	53.6%	51.4%
Health Care	49.5%	61.7%	44.9%	49.4%	55.2%	45.9%	48.1%	58.4%
Industrials	66.7%	68.9%	51.0%	61.9%	58.3%	62.4%	52.7%	54.0%
Information Tech.	65.0%	62.2%	47.4%	62.2%	60.9%	54.3%	60.9%	58.2%
Materials	33.7%	46.8%	28.1%	26.9%	33.7%	65.9%	46.9%	45.1%
Real Estate	58.9%	56.4%	35.4%	60.8%	59.1%	70.3%	50.2%	48.2%
Comm. Services *	45.4%	56.3%	40.9%	33.9%	27.5%	32.0%	40.4%	48.7%
Utilities	61.0%	61.1%	30.4%	70.1%	74.4%	68.3%	50.0%	49.5%

Fonte : Citigroup

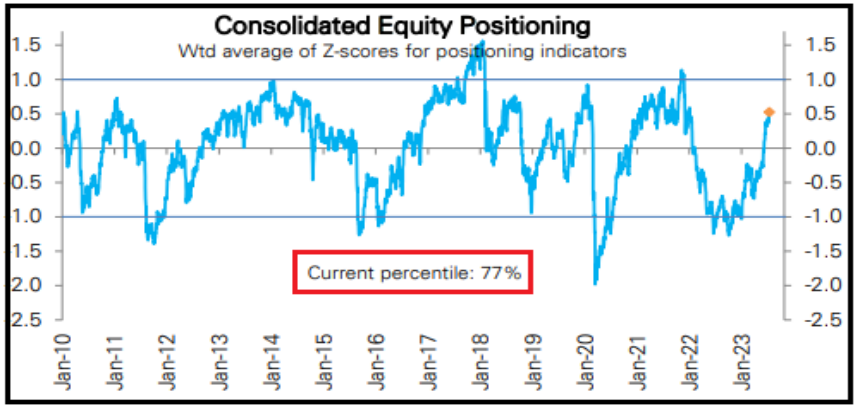
Wall Street: Un consenso piuttosto ottimista

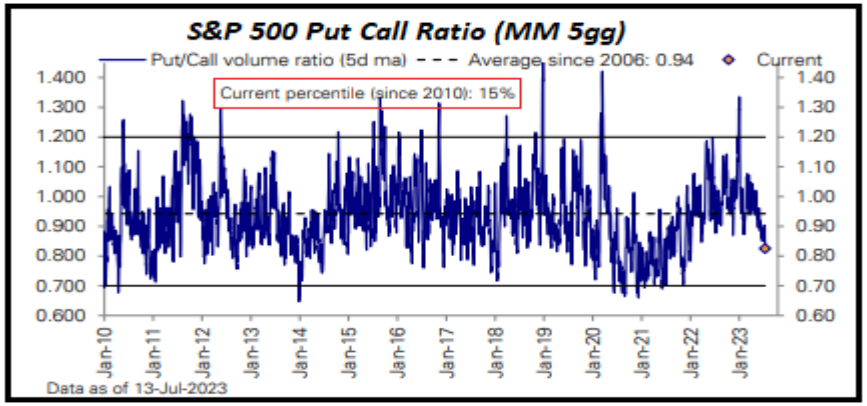


- L'earning season appena iniziata è **vista dal consenso come quella in cui i profitti di Corporate America faranno il bottom**. Dal terzo trimestre in poi la crescita degli utili dovrebbe riprendere, per attestarsi a **tassi a doppia cifra nel corso del 2024**. Si tratta di un ipotesi abbastanza forte, alla fine di un ciclo di rialzo dei tassi, e con i margini che non sono mai significativamente calati dai livelli record a cui li ha spinti l'inflazione.
- A 20x i Forward Earnings, il consenso proietta circa 4,700 punti per l'S&P 500 nel 2024. A 21x il target è 5,000. A 22X, 5,300 punti circa.

Fonte : Morgan Stanley

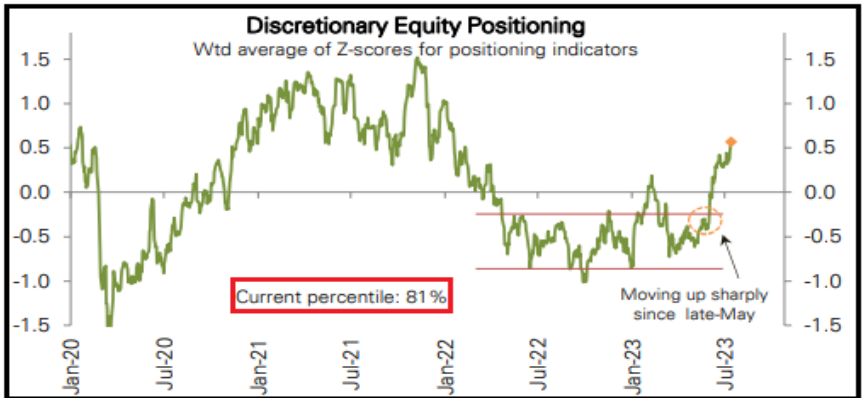
Sentiment e positioning: transizione completata?

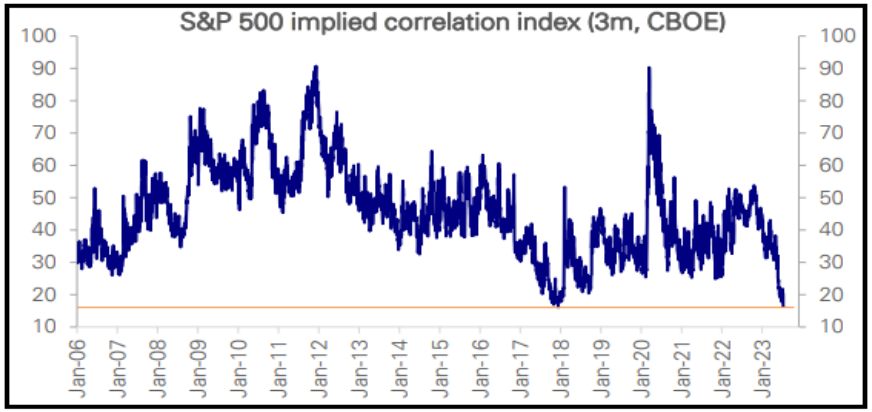




- Anche il Put Call ratio, e il livello della correlazione tra le single stocks segnalano un livello di preoccupazione degli investitori molto ridotto per la possibilità di una pronunciata fase correttiva.

- Il positioning degli investitori istituzionali ha continuato la sua ascesa nelle ultime settimane, approdando a livelli storicamente elevati (77mo percentile)
- L'ultimo strappo è avvenuto grazie ad una capitulation delle strategie discrezionali.





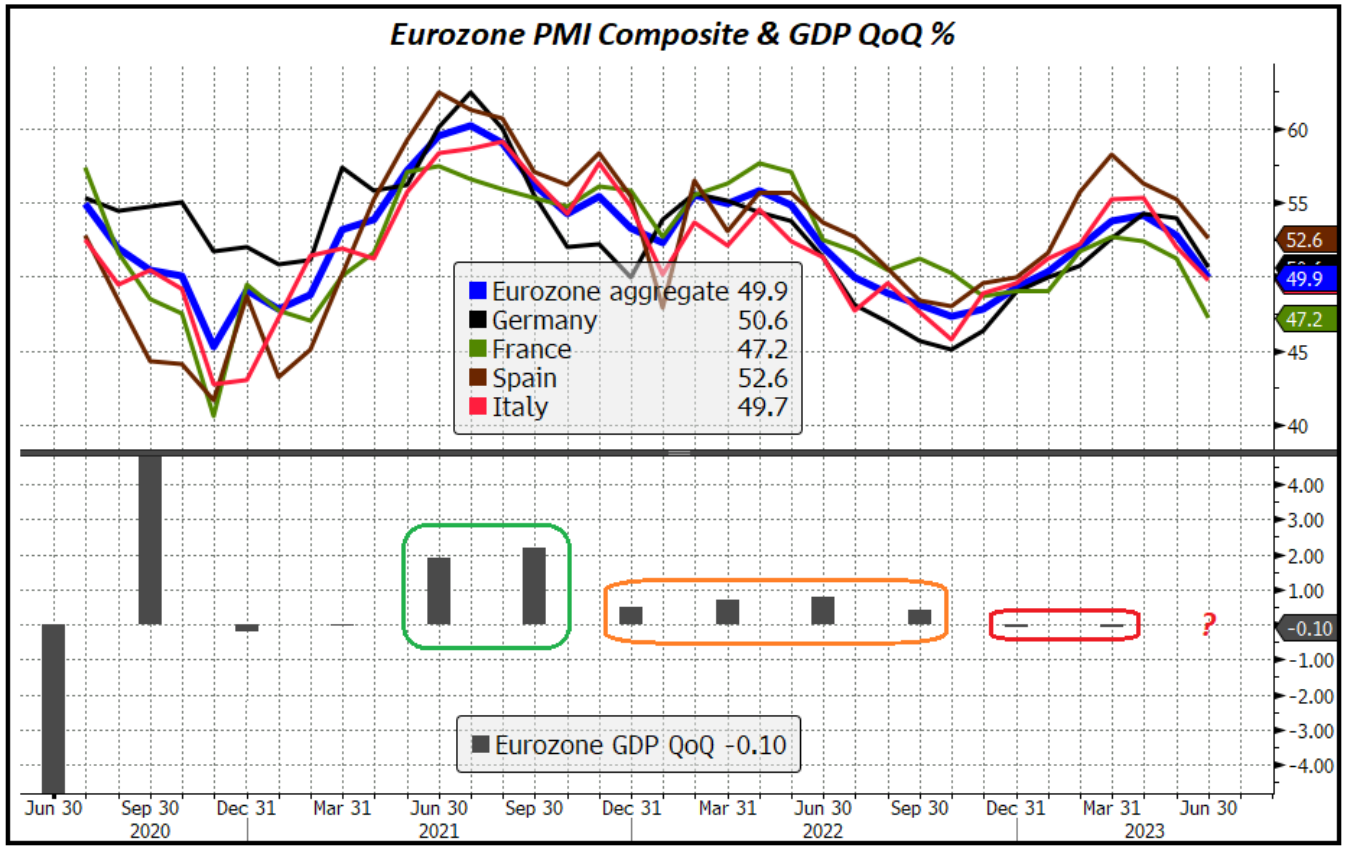
Fonte : Deutsche Bank

Euforia AI: quanto può durare?

- Tra i principali driver del recente rialzo dell'azionario USA, l'euforia legata alla diffusione delle varie applicazioni dell' «Artificial Intelligence»».
- Il neonato indice delle principali capitalizzazioni costituisce la principale manifestazione di questo fenomeno: ha superato di recente i massimi marcati durante il post Covid, e in poco più di 6 mesi ha accumulato una performance di oltre l'80%
- Valutare la durata di questa fase euforica è un esercizio difficile. Ciò detto, varie survey caratterizzano il long tech come «most crowded trade» dell'anno, e il livello di coinvolgimento del retail sta rasentando quello osservato nella fase delle meme stocks.

- Il rialzo messo a segno da queste aziende nel run up verso questa earning season dovrebbe in teoria fissare una barra piuttosto elevata per le trimestrali, per sorprendere al rialzo il consenso. La reazione alle pubblicazioni nei prossimi giorni darà indizi sulla persistenza del rally
- Un'ulteriore nota di cautela è costituita dal fatto che **l'azionario USA approccia**, in queste condizioni di surriscaldamento, la seconda metà del periodo estivo, caratterizzata da **stagionalità sfavorevole**

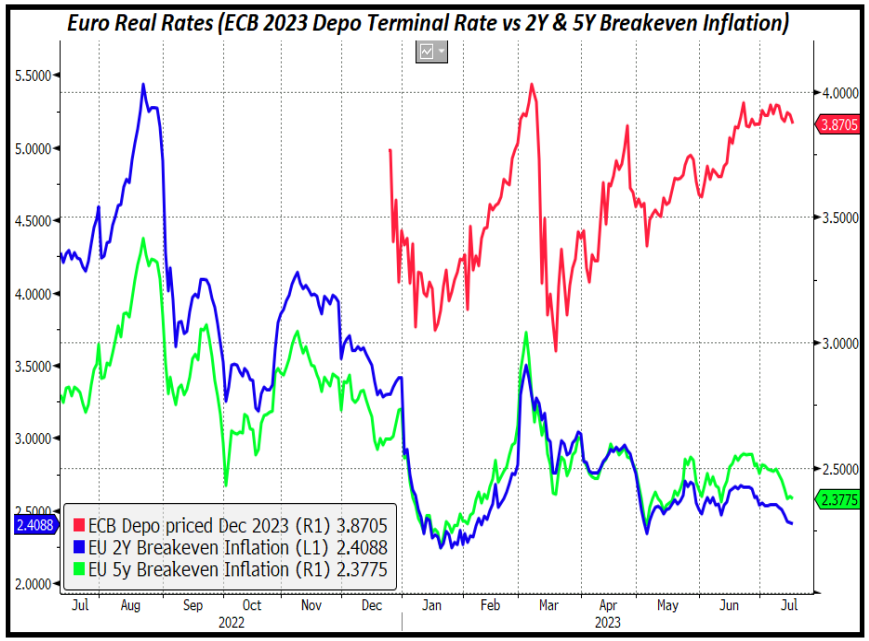
Eurozone: Qual è il vero quadro macro?



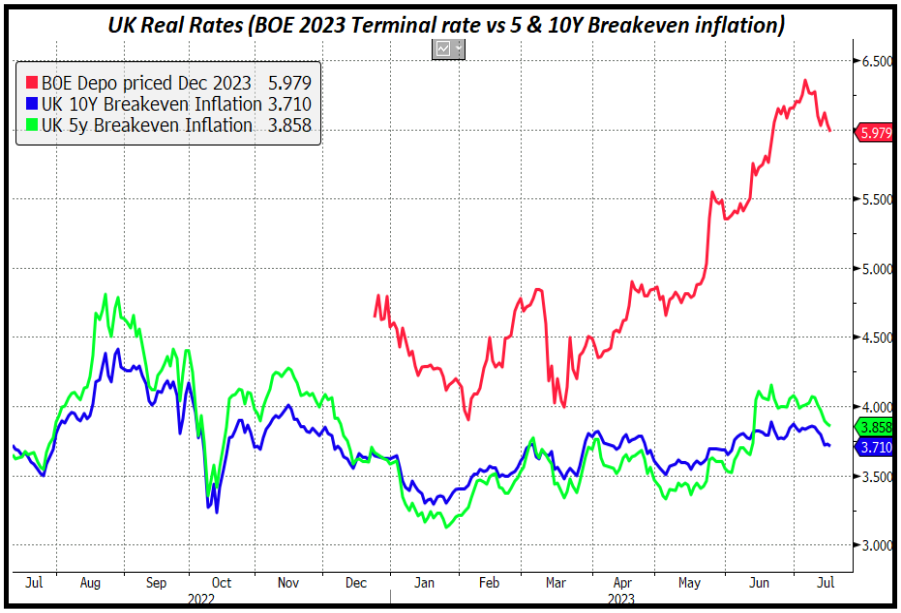
- In Eurozone i segnali di rallentamento dell'attività si sono intensificati, con i PMI composite che approcciano i livelli di stagnazione.
- La cosa sorprendente è che il rimbalzo congiunturale registrato dalle survey di attività in primavera è risultato assai meno pronunciato nei cosiddetti «hard data». Il rallentamento potrebbe essere ugualmente illusorio?

Fonte : Bloomberg

Ma anche in Europa il tightening si fa rilevante



- Anche in Eurozone alla recente impennata delle attese di rialzo dei tassi ha fatto da contraltare un rientro delle aspettative di inflazione di mercato, in linea con il rientro di CPI e PPI.
- La situazione è ancora diversa in UK, dove le aspettative di mercato stazionano su livelli quasi il doppio del target. Ma il mercato dei tassi sconta ancora 4 rialzi e i tassi reali sono decisamente elevati, anche in considerazione della fragilità dell'economia.



In sintesi

- Lasciamo a **underweight l'azionario US.** Ci sembra che Wall Street stia prezzando il migliore dei mondi possibili, con economia resiliente, ma inflazione che rientra docilmente al target. Riteniamo invece che l'economia USA dara segnali di rallentamento nella seconda metà del 2023 con il GDP che potrebbe andare in contrazione tra Q4 2023 e Q1 2024. Il calo della domanda intaccherà i margini e i profitti. Inoltre WallStreet entra – in condizioni di sentiment surriscaldato - nella seconda metà del periodo estivo, caratterizzata da stagionalità sfavorevole. Con queste premesse, riteniamo che l'azionario USA correggerà nella seconda parte del 2023. Sul fronte prezzi, il trend di rientro dell'inflazione sembra ormai instaurato, 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. L'economia continentale ha chiuso il primo trimestre con il momentum in calo, contesto che si è accentuato nei primi mesi del secondo trimestre. L'impatto della ripresa dell'economia cinese si sta mostrando – al momento - meno netto del previsto, il che ha un impatto negativo sulle prospettive di crescita, ma positivo su quelle inflattive. 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 è mostrata più resiliente delle attese e riteniamo che l'economia non potrà evitare una contrazione nella seconda metà del 2023.
- Lasciamo a **neutral l'azionario giapponese.** La stance ultra ease della Bank of Japan e il conseguente calo della divisa hanno gratificato l'economia del più alto tasso di crescita nominale dei paesi industrializzati. Il rientro dell'inflazione a livello globale potrebbe risolvere almeno in parte il dilemma della Bank of Japan, permettendo un impatto più modesto dell'eventuale abbandono della stance. Lasciamo a **overweight l'azionario cinese**: l'economia cinese sta dando segnali di ripresa, anche se questa è meno robusta di quanto sperato, ed è maggiormente concentrata nel settore dei servizi . I primi mesi del 2023 hanno visto una crescita record degli aggregati di credito. Le Autorità stanno incrementando le misure di stimolo monetario e fiscale. Riteniamo che il sentiment verso l'azionario cinese sia diventato eccessivamente negativo.
- 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 **overweight l'obbligazionario US**. Il quadro macro resta supportivo per l'asset class, e crediamo che nei prossimi mesi il mercato del lavoro inizierà ad indebolirsi. Portiamo a **neutral i treasuries inflation linked** . Crediamo che i livelli dei breakeven si siano recentemente ridimensionati a sufficienza. Riteniamo che i rendimenti reali offerti inizino a mostrare valore, a fronte di un potenziale indebolimento del quadro macro.
- Lasciamo a **overweight l'obbligazionario governativo core Eurozone**, ritenendo che il quadro macroeconomico sia in fase di deterioramento e quello inflattivo stia progressivamente migliorando. Eventuali fiammate di risk aversion possono offrire supporto al Bund. Portiamo a **neutral i bond periferici** con l'idea che il rientro progressivo dell'inflazione europea renda più attraenti i rendimento offerti in particolare dalla parte breve e media della curva italiana. Lasciamo a **underweight 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 **overweight l'obbligazionario governativo UK.** Riteniamo che i quattro rialzi abbondanti dei tassi scontati dalla curva UK siano eccessivi. Lasciamo a **Neutral l'obbligazionario emergenti** in **valuta locale** con l'idea che un rimbalzo del Dollaro e volatilità macro possano limitarne la performance, e rimaniamo **overweight** di quello in **valuta forte** con l'idea che un eventuale fine della serie di rialzi da parte della Fed possa favorire un calo degli spreads**.**
- Lasciamo a **underweight il debito corporate US Investment Grade.** Riteniamo che nei prossimi mesi i fondamentali di credito delle aziende USA inizieranno a deteriorarsi, e vediamo vulnerabilità in particolare negli spreads degli emittenti del comparto aventi rating più speculativo (BBB, BBB-). Lasciamo a **underweight il credito High Yield** ritenendo gli spread offerti siano troppo bassi in relazione alle condizioni finanziarie e al livelli di restrittività dei lending standards. 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'incombere della Earning Season e della pausa estiva ha prodotto un collasso dell'ammontare di nuove emissioni sul mercato, a fronte di una domanda che resta molto robusta su tutte le parti della struttura del capitale, dai covered bond agli additional tier 1. Alla luce di questo particolare contesto, giudichiamo gli spreads offerti ancora assai attraenti.
- Riguardo i cambi, lasciamo a **underweight l'€/$.** Riteniamo che, sui livelli attuali, il Biglietto Verde non rispecchi adeguatamente il rapporto di forza tra l'economia USA e quella Eurozone. Un ritorno della risk aversion potrebbe favorire un rimbalzo. Il posizionamento è un ulteriore fattore di cautela nei confronti dell'€.
- Lasciamo a **neutral la Sterlina contro €,** ritenendo che in questa fase la debolezza relativa dell'economia UK rispetto a quella Eurozone non sia più così evidente. Lasciamo a **overweight lo Yen/$**. 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.
- Riguardo le Commodities, lasciamo a **overweight quelle energetiche.** Ci pare che sui livelli attuali non scontino a sufficienza l'impatto dei tagli all'offerto messi in atto dall'OPEC+. Anche il Gas sembra in questa fase scontare uno scenario eccessivamente benigno in termini di consumi. Lasciamo **a neutral quelle industriali,** che vediamo correttamente valutate in uno scenario di rallentamento globale. Lasciamo a **overweight le commodity agricole** con l'idea che il rischio di un fenomeno metereologico noto come «El Nino» stia aumentando, con potenziali impatti negativi sui raccolti e che il grano possa ottenere supporto dall'incertezza che regna circa la proroga dell'accordo con la Russia . 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

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	■	upgrade
UK	▲	
Giappone	▼	
Emergenti Local Currency	■	
Emergenti Hard Currency	▲	
Inflation linked US	■	upgrade
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

Note

Questo documento è prodotto a scopo esclusivamente informativo, non costituisce sollecitazione e non rappresenta un'offerta formale all'acquisto o alla sottoscrizione di strumenti finanziari.

Qualsiasi ricerca o analisi utilizzata nella redazione di questo documento è basata su fonti ritenute affidabili ma non vi è garanzia sull'accuratezza e completezza di tali fonti.

Ogni opinione, stima o previsione può essere modificata in qualsiasi momento senza preavviso.

Questo documento non è destinato alla distribuzione a investitori privati e non è diretto a persone fisiche o giuridiche che siano cittadini o residenti o aventi sede in luoghi, regioni, paesi o altre giurisdizioni dove tale distribuzione, pubblicazione, disponibilità o uso siano contrari a leggi o regolamentazioni.

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

Questo documento è prodotto da Anthilia Capital Partners SGR Spa per uso interno e non può essere riprodotto o distribuito, sia parzialmente che integralmente, senza autorizzazione da parte di Anthilia Capital Partners SGR Spa.