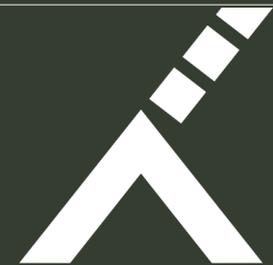


2023

Anthilia
Capital Partners
SGR

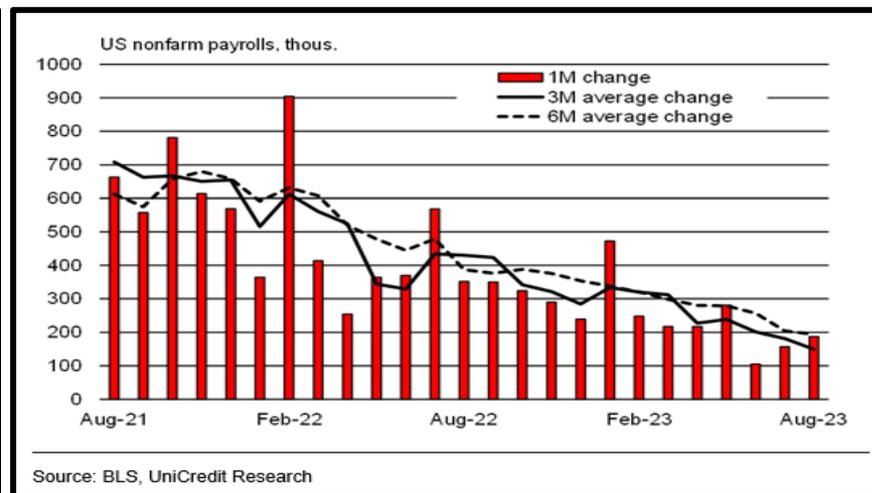
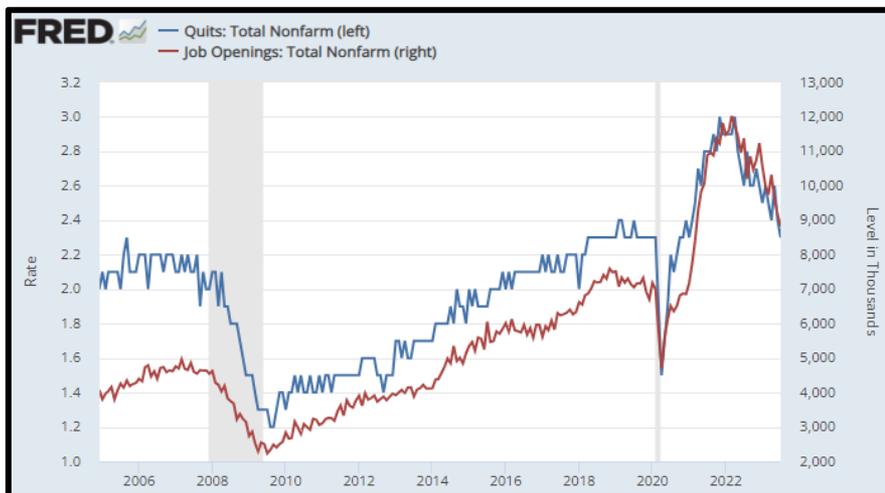
Analisi di scenario
Settembre 2023



Anthilia sgr
Capital Partners

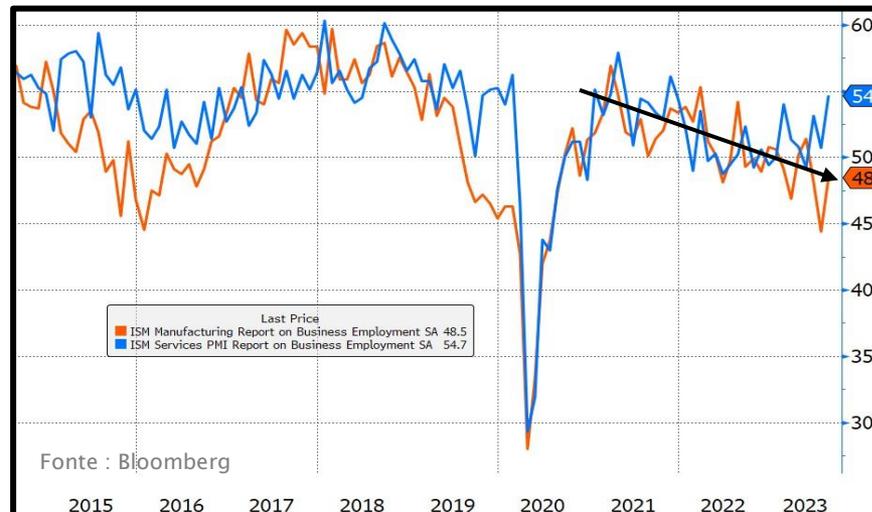


USA: Il tightening comincia a mordere anche sul mercato del lavoro



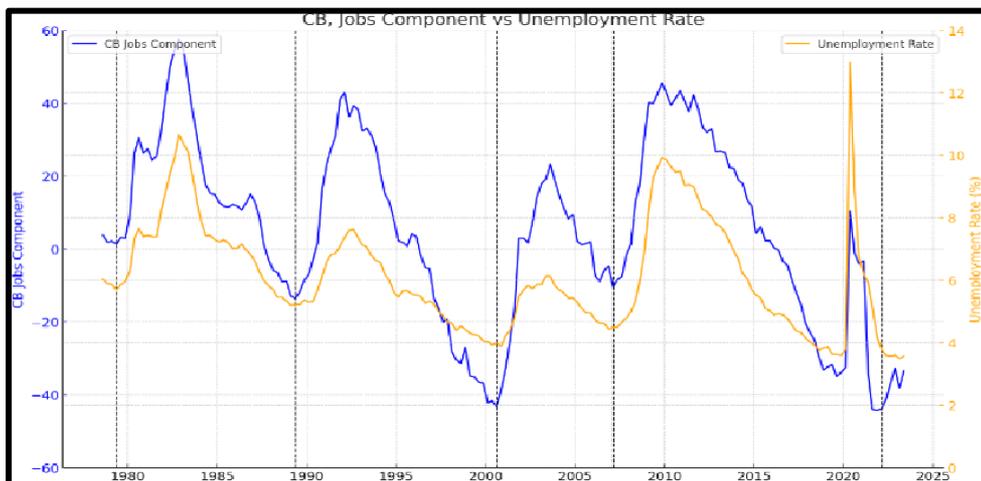
Gli ultimi dati usciti sembrano confermare l'ipotesi di un **raffreddamento** del mercato del lavoro USA che, auspicabilmente, si sta dimostrando piuttosto ordinato:

- **Job Openings** in fase di normalizzazione;
- **Quits Rate** tornato sui livelli pre-Covid;
- **NFP** in trend calante ormai dall'estate del 2021 e il **momentum delle revisioni** ai dati precedenti sta accelerando (tutti i dati del 2023 sono stati rivisti al ribasso);
- Sottoindici dell'**Employment** in contrazione per il Manifatturiero; per i Servizi la rilevazione di agosto ha registrato un recupero ma il trend sembra rimanere al ribasso.





USA: Il movimento rimane coerente con i cicli passati

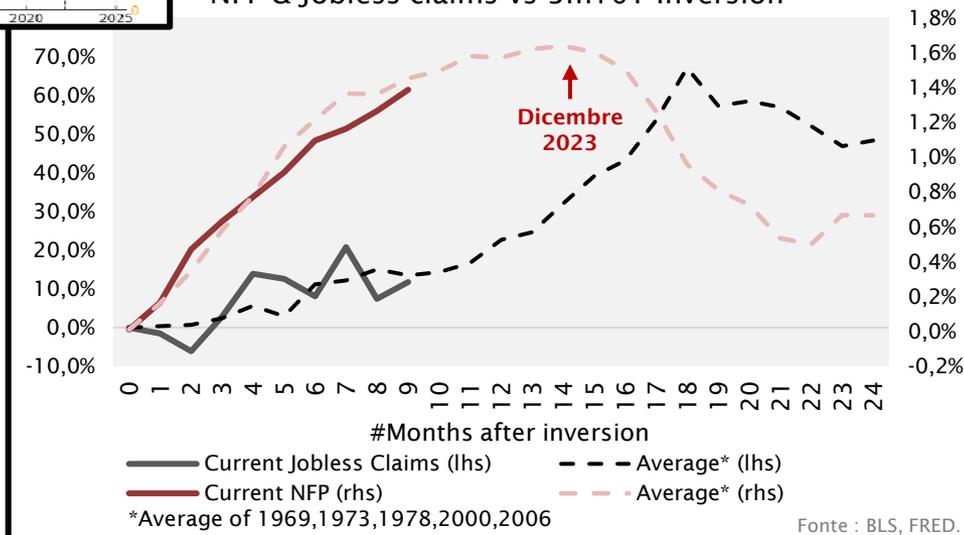


Il raffreddamento del mercato del lavoro sta iniziando a riflettersi anche nelle **percezione del cittadino americano** sulle opportunità di lavoro:

- L'ultima survey del Conference Board ha registrato un calo marcato dell'indicatore «**Jobs Plentiful**» a fronte di un aumento dei «**Jobs Hard to Get**».
- Questa percezione in diverse circostanze passate ha rivelato un certo potere predittivo sulla dinamica della disoccupazione.

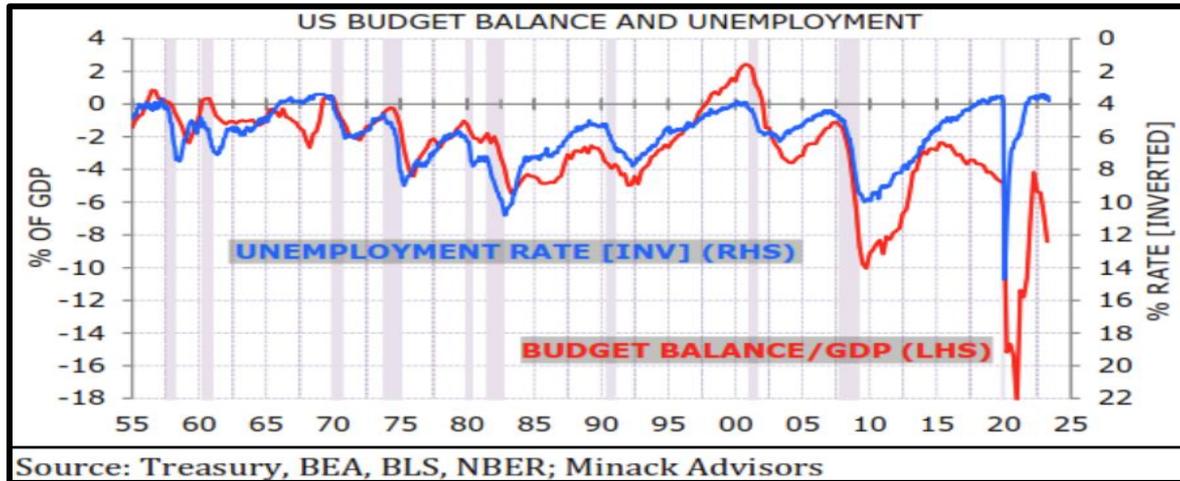
- Confrontando poi la crescita dei NFP dal momento in cui la curva 3M-10Y si è invertita in occasione dei cicli di tightening passati si osserva un andamento molto simile al ciclo attuale:
 - il confronto con la storia passata colloca le **prime letture negative sui NFP** intorno a Dicembre 2023;
 - i **jobless claims** mostrano la stessa dinamica di crescita con inversione ritardata di 4-5 mesi
- Anche questi dati evidenziano un mercato del lavoro nel complesso forte ma con segnali di **moderazione**: un esito auspicato dalla FED.
- Il quadro rimane comunque coerente con la fine di un ciclo di espansione e l'inizio di una recessione.

NFP & Jobless claims vs 3m10Y Inversion



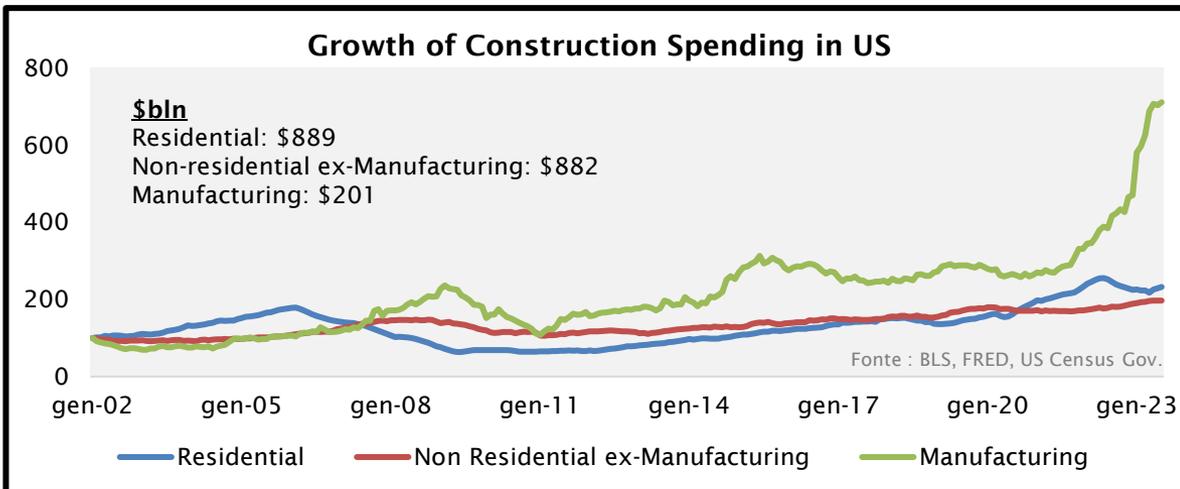


USA: Lo stimolo fiscale rimane di supporto alla crescita



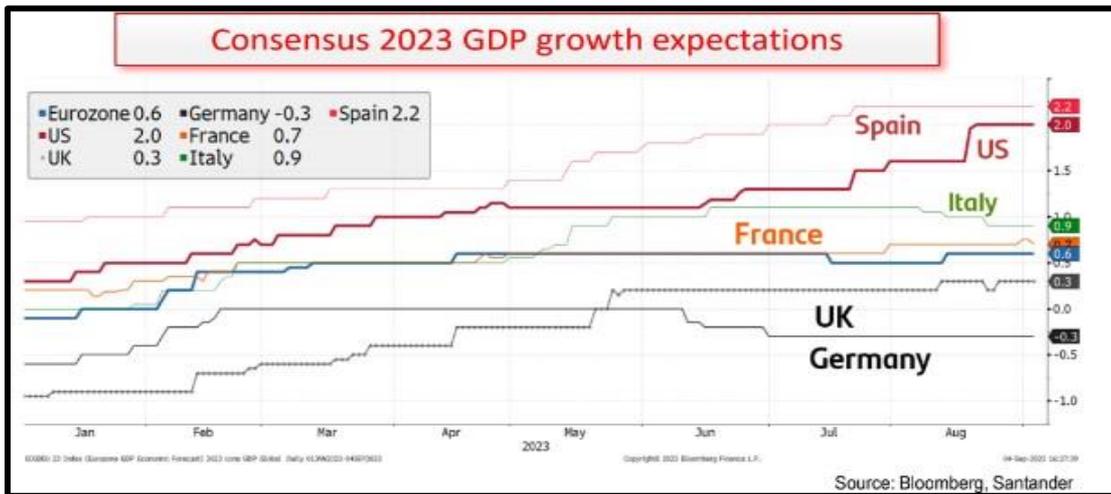
La crescita USA continua a mostrarsi resiliente:

- Uno dei principali fattori di supporto è dato dal **deficit pubblico** che continua a mantenersi su livelli mai toccati se non durante periodi di crisi.
- L'**Inflation Reduction Act (IRA)** contiene molti punti volti a sussidiare l'on-shoring del settore manifatturiero USA. L'impatto di queste misure è ben visibile nell'incremento del costruzione spending (privato e pubblico) sostenendo un settore estremamente ciclico e sensibile all'aumento dei tassi di interesse.



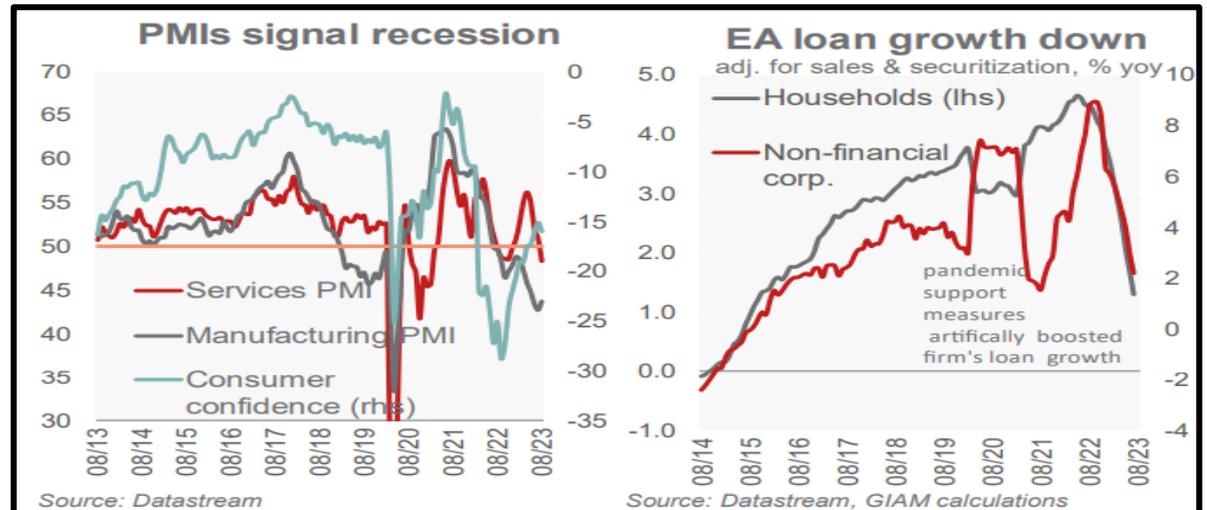


EZ: La crescita continua a perdere momentum



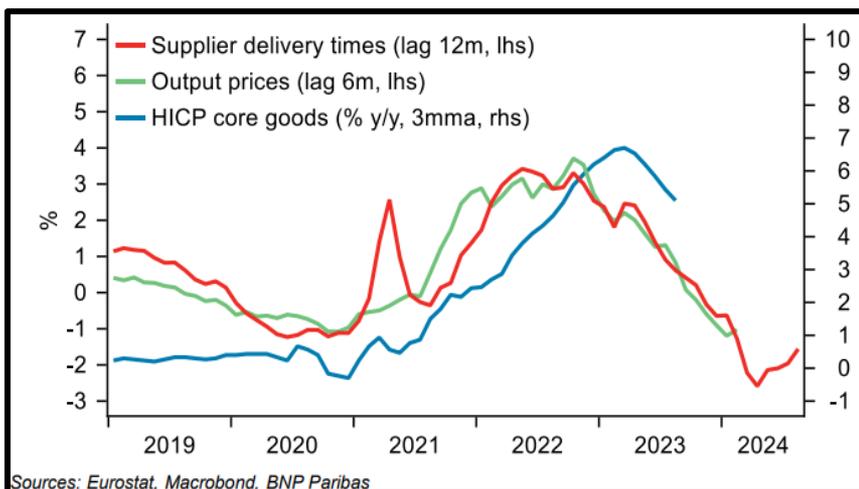
A differenza degli Stati Uniti, la **crescita dell'Eurozona** si è già dimostrata anemica nei primi due trimestri dell'anno e i dati usciti durante l'estate non sembrano indicare una ri-accelerazione dell'attività.

Gli ultimi **PMI** hanno visto il settore dei servizi raggiungere il manifatturiero in territorio di **contrazione** e la **crescita nell'erogazione del credito** si è **ridotta ancora**.

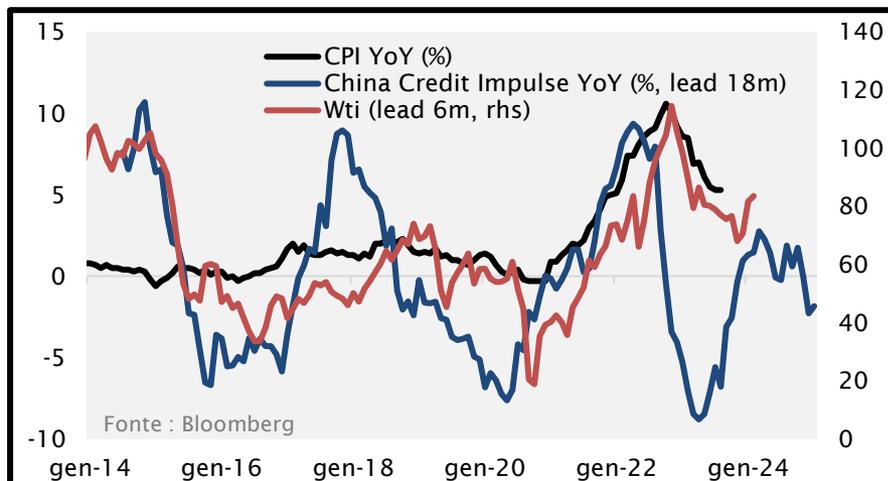
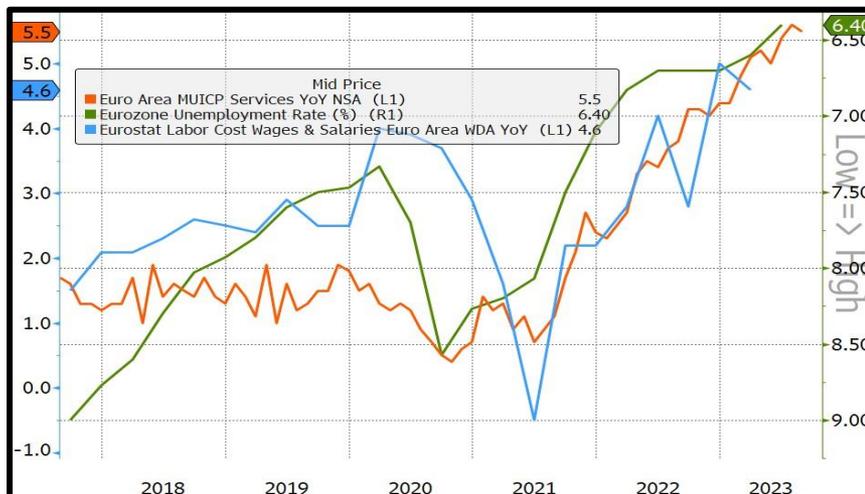




EZ: Disinflazione finora, ma da qui in avanti si scontrano forze opposte

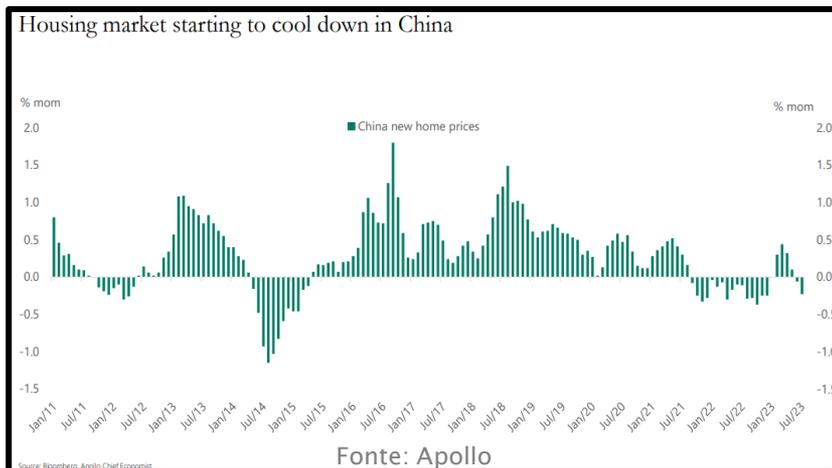
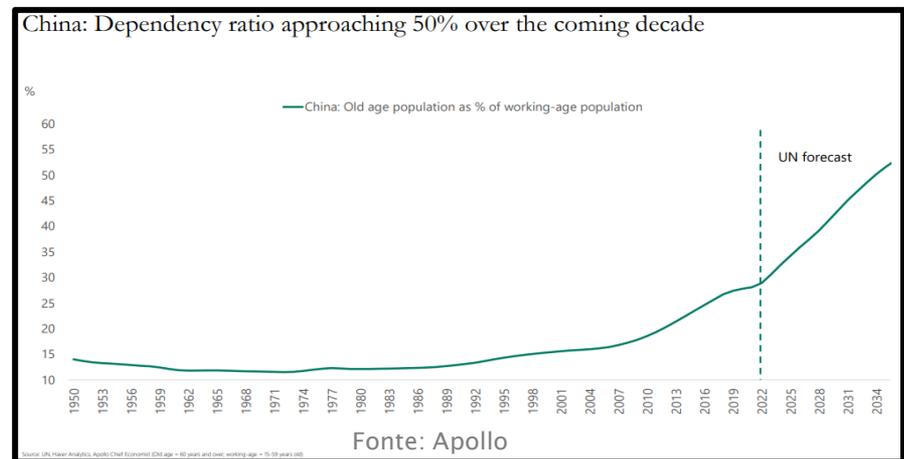


- Le pressioni sui prezzi eurozone si sono allentate parecchio dall'inizio dell'anno.
- Sul **fronte dei beni**, è possibile attendersi un proseguimento del processo di **disinflazione**, in linea con la discesa dei delivery times e output prices.
- Il **PPI EU** è sprofondato a -7,6% dal 14,8% di gennaio e da un picco di 43,5% nell'agosto 2022.
- Sullo sfondo però si stagliano fattori non positivi:
 - **Inflazione nei servizi** resiliente con disoccupazione sui minimi e pressioni salariali elevate;
 - **Recente corsa del petrolio** ha finito per annullare l'effetto base positivo;
 - **Possibile ripartenza cinese.**





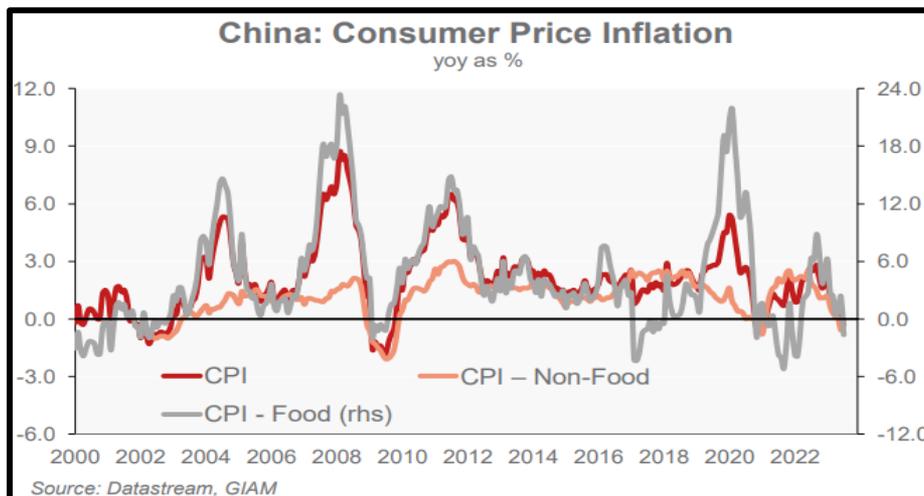
Cina: Difficoltà strutturali



- La Cina sta attraversando una fase di **difficoltà ciclica ma anche strutturale**.
- Da un punto di vista strutturale, **dinamica demografica e immobiliare** stanno alla base di un minor tasso di crescita rispetto al passato:
 - La percentuale di popolazione anziana su quella in età lavorativa è salita dal 20% al 2010 al 30% ad oggi e i tassi di crescita della popolazione sono in calo;
 - Lo **scoppio della bolla sull'immobiliare** sta facendo da freno alla crescita economica dal momento che il settore rappresenta il 25% del GDP.

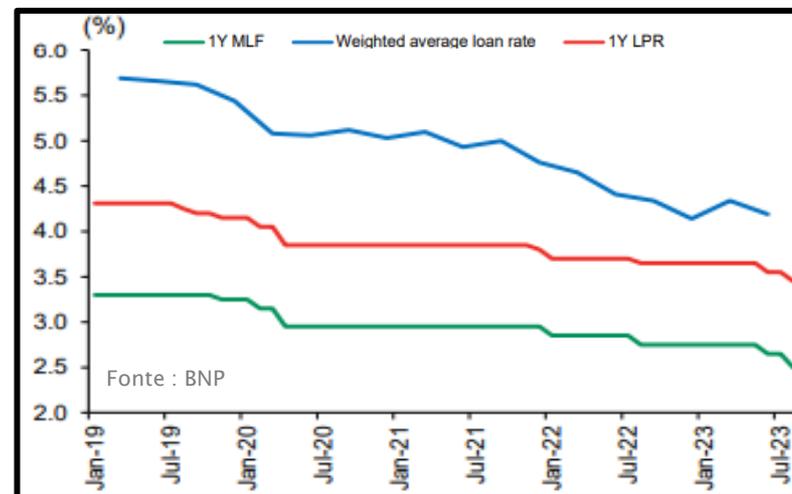


Cina: Nel breve però lo stimolo potrebbe essere di aiuto



- Il Governo di recente ha introdotto delle misure di **stimolo fiscale**, passate relativamente inosservate, sotto forma di deduzioni fiscali delle spese sostenute per:
 - figli piccoli e studi sono state raddoppiate a \$280 mensili con effetto retroattivo dal gennaio 2023;
 - anziani sono salite fino a oltre \$400 mensili.
- Inoltre ha ammorbidito **le regole per l'accesso ai mutui** per l'acquisto di prime case favorendo prestiti agevolati anche a famiglie con rating creditizi bassi
- Queste manovre sostengono i consumi nel breve e provano a mettere un freno ai problemi strutturali visti prima.

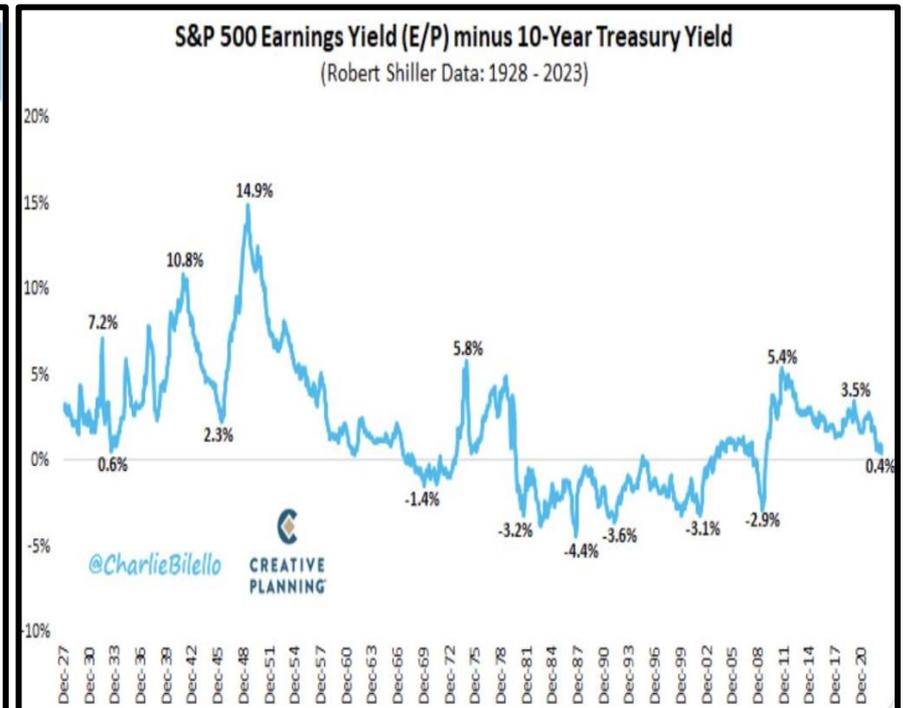
- Guardando al breve, il **terzo trimestre** è iniziato con un tono **debole con quasi tutti i dati usciti sotto attese**.
 - produzione industriale in rallentamento
 - esportazioni scese quasi del 15% yoy
- La debolezza del manifatturiero internazionale non lascia intendere un recupero immediato.
- Il fatto che il Paese sia entrato in deflazione però lascia **ampio spazio di manovra** sul fronte dello **stimolo** monetario e non.
- La PBOC ha accelerato i tagli del Medium-term Lending Facility (2,5%) e del Loan Prime Rate (3,45%)





I fondamentali non sono supportivi per l'equity

- **Nonostante lo storno di Agosto** (causato dall'aumento dei rendimenti a lunga dopo una serie di dati sopra le attese) l'azionario si trova vicino ai massimi storici.
- Il risultato è un equity **risk-premium (S&P 500)** su livelli relativamente compressi in prospettiva storica (+0,4%) ma comunque non eccessivi come quelli toccati ai massimi della bolla internet (-3,1%) o prima della grande crisi finanziaria (-2,9%)

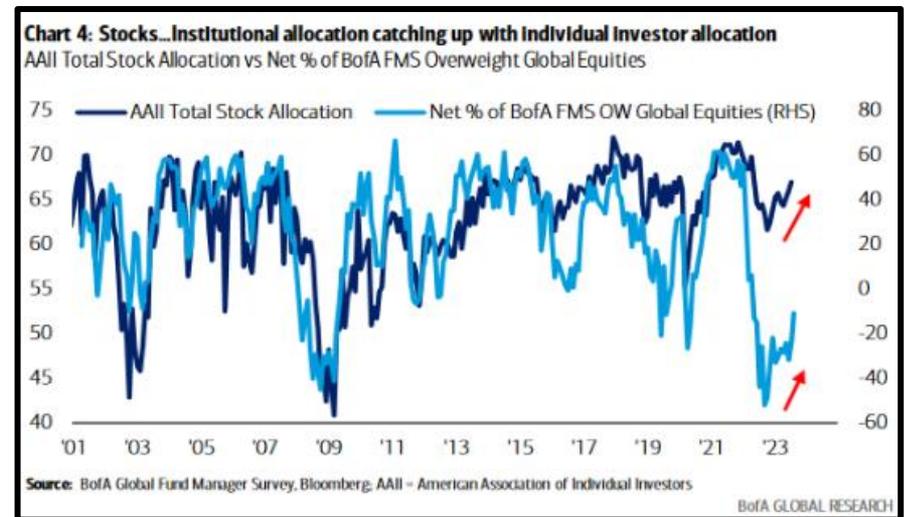
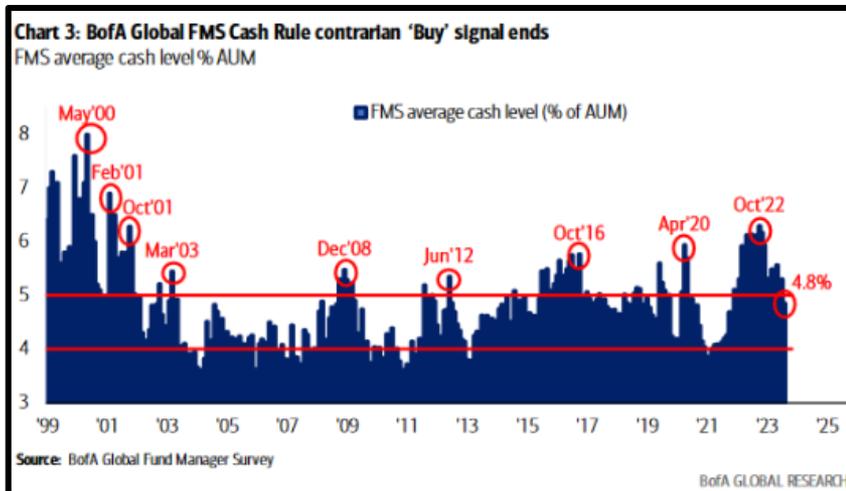




Equity positioning e sentiment sono migliorati, aumentandone la vulnerabilità



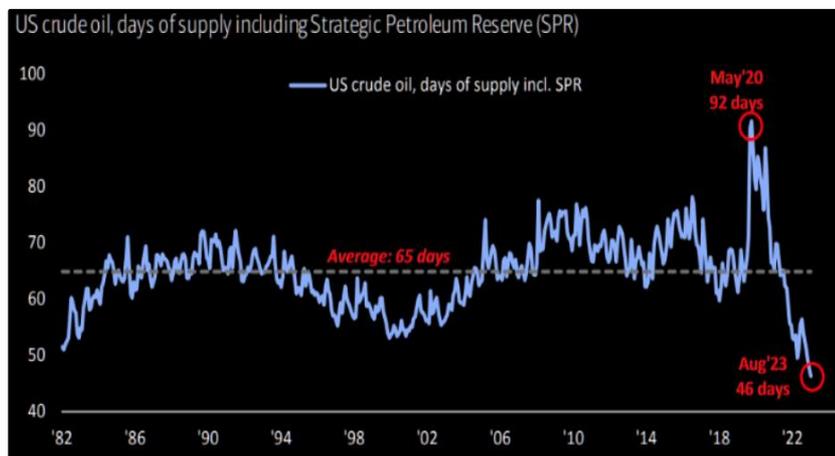
- La tenuta dell'azionario rimane frutto della narrativa di **no landing e/o soft landing** che sta gradualmente prendendo piede.
- L'ipotesi di **soft landing** nel prossimo anno è condivisa da oltre 65% degli investitori, lasciando coloro che vedono un hard landing al di sotto del 20%.



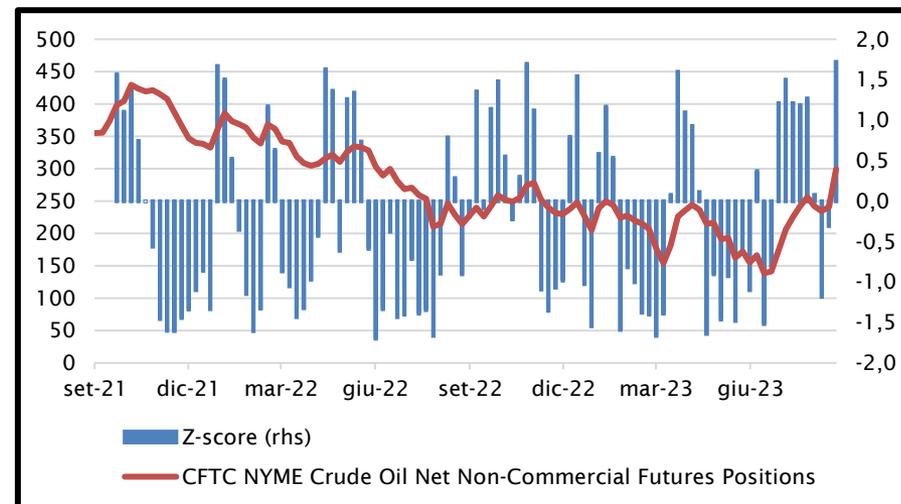
- Il timore di una recessione pertanto sta gradualmente svanendo e gli investitori **istituzionali stanno aumentando l'allocazione all'equity**.
- L'**allocazione cash è scesa al 4.8%** al livello più basso dal novembre 2021.



Il petrolio rimane in *uptrend* ma nel breve è probabile un consolidamento

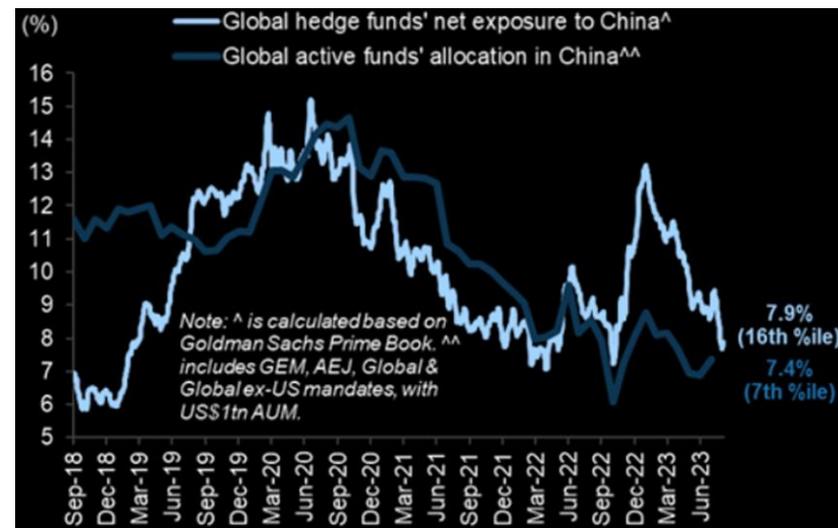
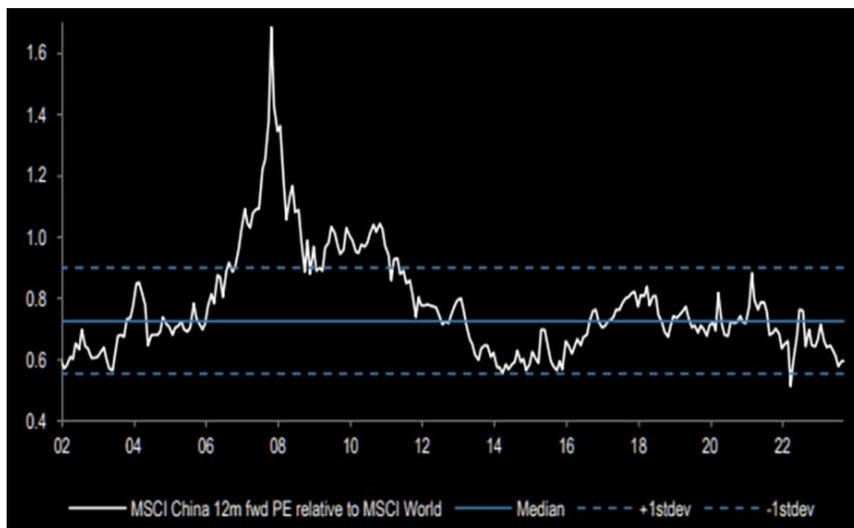


- Dai minimi di fine giugno al di sotto dei 70\$ al barile, il **petrolio** ha registrato un **guadagno** di oltre il **28%** portandosi in area 87.5\$ (~6% ytd e ~1% yoy).
- Il movimento riflette da un lato un **atteso recupero della domanda** in scia ai dati USA forti e dall'altro **l'estensione dei tagli volontari alla produzione** dell'Arabia Saudita fino alla fine del 2023.
- Le **riserve strategiche USA** sui livelli più bassi negli ultimi 40 anni rappresentano un altro driver a sostegno della domanda.
- Tuttavia, il **rialzo recente è parecchio esteso** e ha raggiunto +2std e il **positioning** è passato da molto bearish a bullish.





Un focus sulla Cina



Oltre allo stimolo erogato dalle autorità monetarie e fiscali, le **valutazioni relative** e il **positioning** offrono sostegno per un possibile rimbalzo dell'azionario cinese:

- Il **P/E relativo dell'azionario cinese rispetto a quello globale** è una deviazione standard sotto la media degli ultimi 20 anni: un livello che storicamente ha funto da supporto per un successivo recupero;
- L'azionario cinese è stato vittima di **vendite aggressive** da parte investitori internazionali;
- L'esposizione netta degli hedge fund è molto bassa 16-esimo percentile.

Markets

Bloomberg

Global Funds Abandon China Blue Chips in \$11 Billion Selloff

- Some of China's industry leaders are most sold by foreigners
- Overseas investors extended selling streak to 13 sessions



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 darà segnali di rallentamento nell'ultimo trimestre dell'anno con il GDP che potrebbe andare in contrazione tra Q4 2023 e Q1 2024. Il calo della domanda intaccherà i margini e i profitti. La stagionalità non è di supporto in questa fase e se si aggiunge il miglioramento del sentiment e del positioning la vulnerabilità risulta aumentata. Con queste premesse, riteniamo che l'azionario USA correggerà nell'ultima parte dell'anno. 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 secondo trimestre con il momentum in calo, contesto che è particolarmente migliorato nei mesi estivi. 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 nell'ultima parte 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. Manteniamo **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.
- Portiamo a **neutral l'obbligazionario governativo core Eurozone**, sull'idea che il quadro inflattivo, sebbene in miglioramento, sia soggetto ad alcuni fattori che potrebbero rallentarne la discesa verso il target. In particolare, i recenti sviluppi del petrolio peggiorano il quadro prospettico. In più, la curva Euro sembra troppo ottimista scontando solo parzialmente un altro rialzo. Lasciamo a **neutral i bond periferici** con l'idea che il rientro progressivo dell'inflazione europea renda più attraenti i rendimenti 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** in quanto si è portato di nuovo su un livello relativamente elevato superando i massimi di luglio. 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 ai 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, portiamo a **neutral quelle energetiche**. Nonostante il mercato del petrolio sia destinato ad attraversare un periodo di «under-supply» per l'estensione dei tagli volontari alla produzione da parte dell'Arabia Saudita, la recente corsa delle quotazioni del petrolio lascia spazio, nel breve, ad un possibile consolidamento. 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		Obbligazionario governativo	
US	▼	US	▲
Area euro	▼	Area euro core	■ Downgrade
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	■ Downgrade	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.