

2023

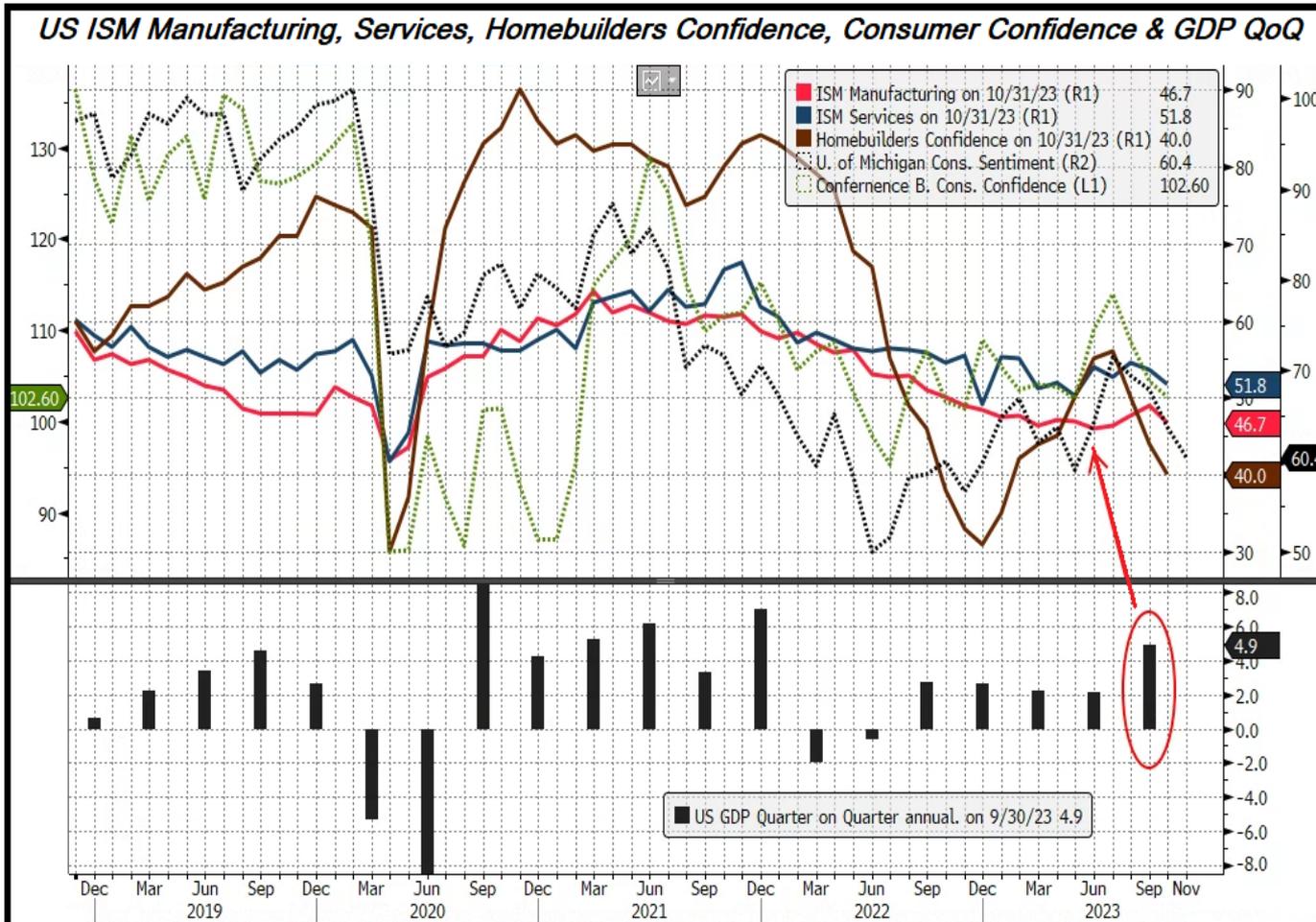
Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Novembre 2023





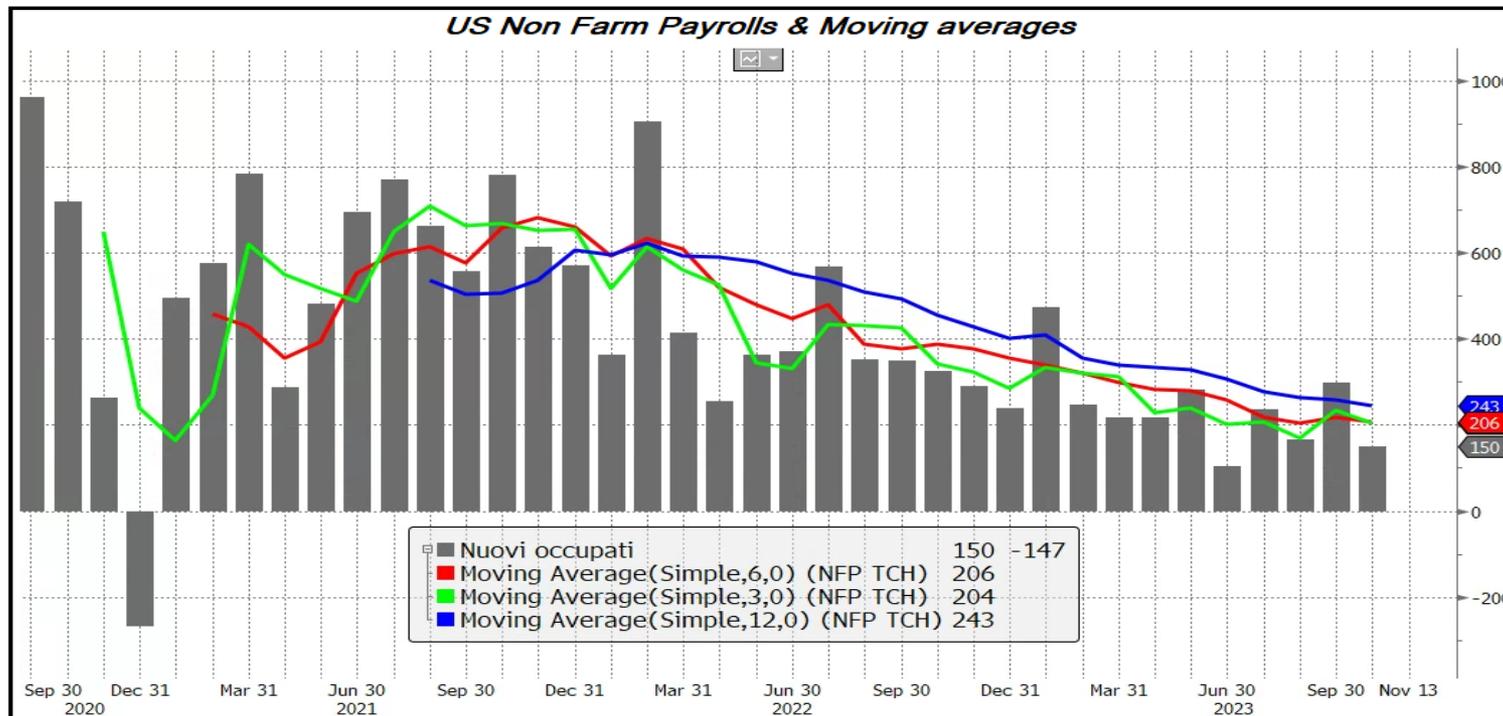
USA: rallentamento nel quarto trimestre, ma di quanto?



- Il balzo della crescita USA nel terzo trimestre dell'anno ha sorpreso analisti e investitori, ma uno sguardo ad alcune survey di attività lascia intendere un'estate positiva.
- Le medesime survey sembrano aver indicato un picco ad agosto, e ora stanno tutte ritracciando.
- Se è vero che il livello di attività e di consumi indicato da questi report non ha segnalato la forza poi registrata dal PIL Usa, la direzione è stata più efficace, e ora sta segnalando rallentamento.



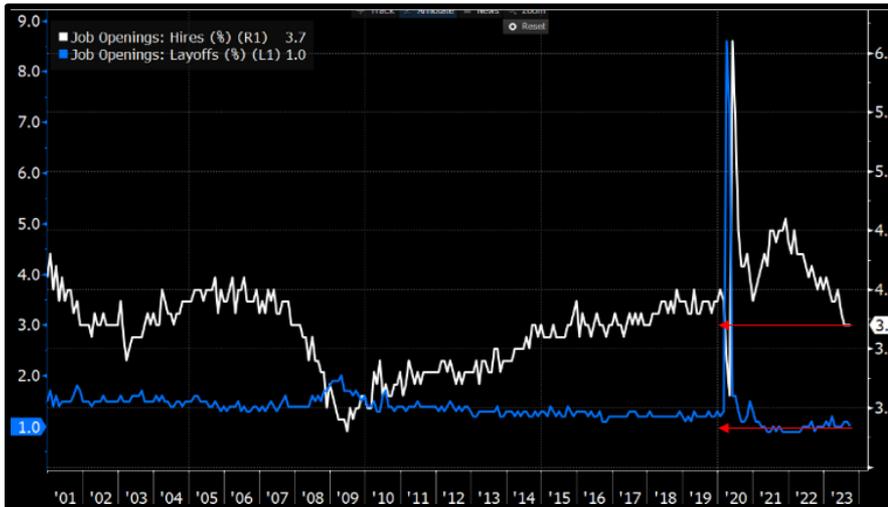
Mercato del lavoro USA: +150.000 payrolls ad Ottobre ma in lento rilassamento.



- L'entità del rallentamento economico dipenderà dal mercato del lavoro: se questo rallenta ancora i consumi verranno meno e con essi anche la crescita del GDP.
- Pur essendo quella dei payrolls una serie assai volatile e soggetta a pesanti revisioni, allargando l'orizzonte agli ultimi anni si vede chiaramente la decrescita tendenziale nella creazione di posti di lavoro.
- Proiettando il trend si nota che nella prima metà del 2024 il numero di nuovi occupati potrebbe tranquillamente finire sotto le 100,000 unità.

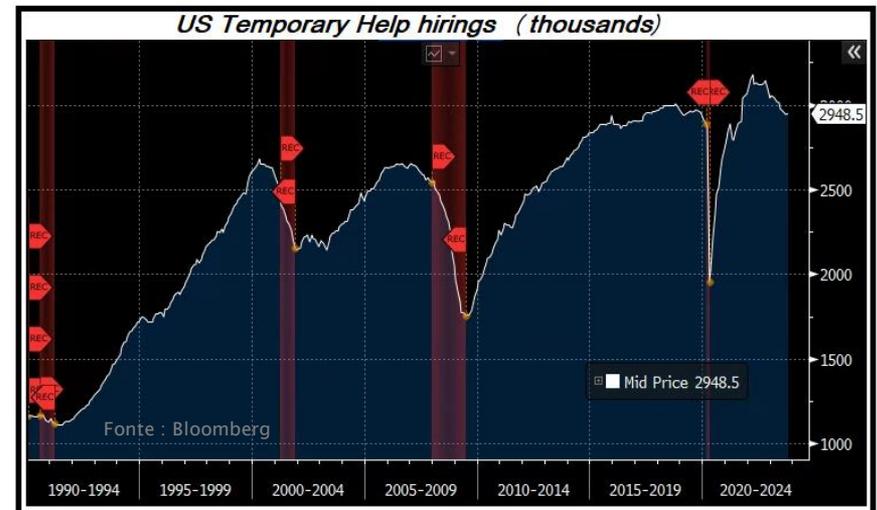


I sotto indici del mercato del lavoro USA segnalano un rallentamento più deciso



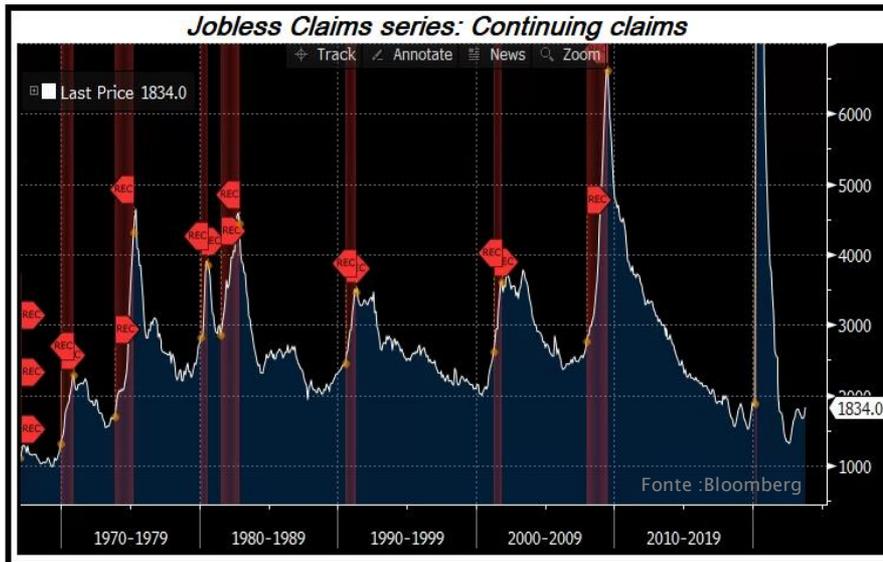
- Al di là del dato «headline» dei payrolls, alcuni indici minori lasciano intravedere un mercato del lavoro più debole.
- Il ritmo delle assunzioni è al 3.7%. Le aziende americane, pertanto, stanno assumendo ad un ritmo più basso rispetto al periodo pre-Covid.
- Tenuto in considerazione che il tasso di licenziamento è vicino ai minimi storici, il connubio di questi due dati potrebbe segnalare un processo di «accumulazione di lavoro» (Labour Hoarding) che le aziende americane stanno attuando frenando le assunzioni ma senza licenziare, anche alla luce delle difficoltà post-Covid nel reperire manodopera.

L'utilizzo dei «temporary workers», che permette alle aziende di aggiustare la domanda di lavoro in risposta a fluttuazioni del ciclo economico, è in calo ed è tornato vicino ai livelli pre-Covid.

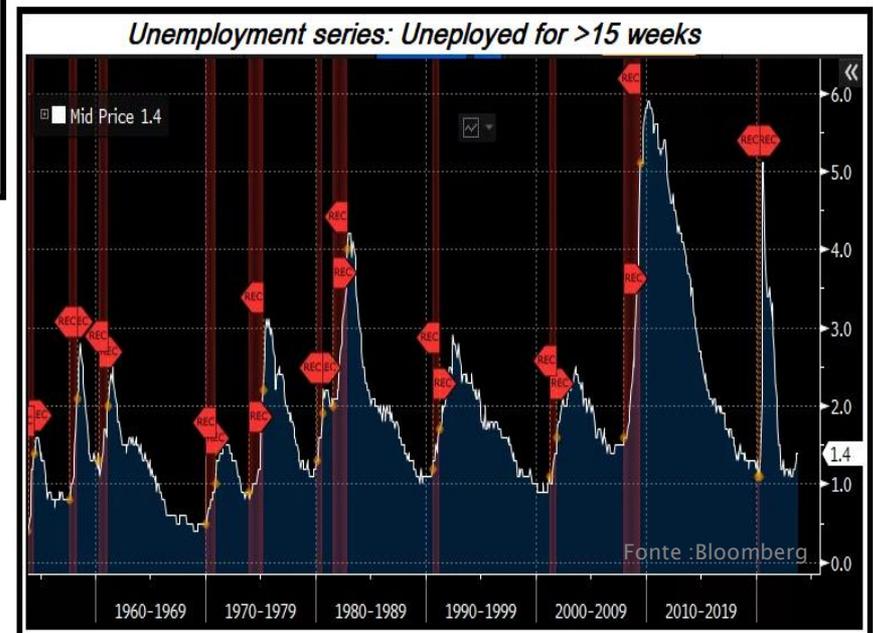




Anche i sussidi alla disoccupazione e i disoccupati sono in salita in USA



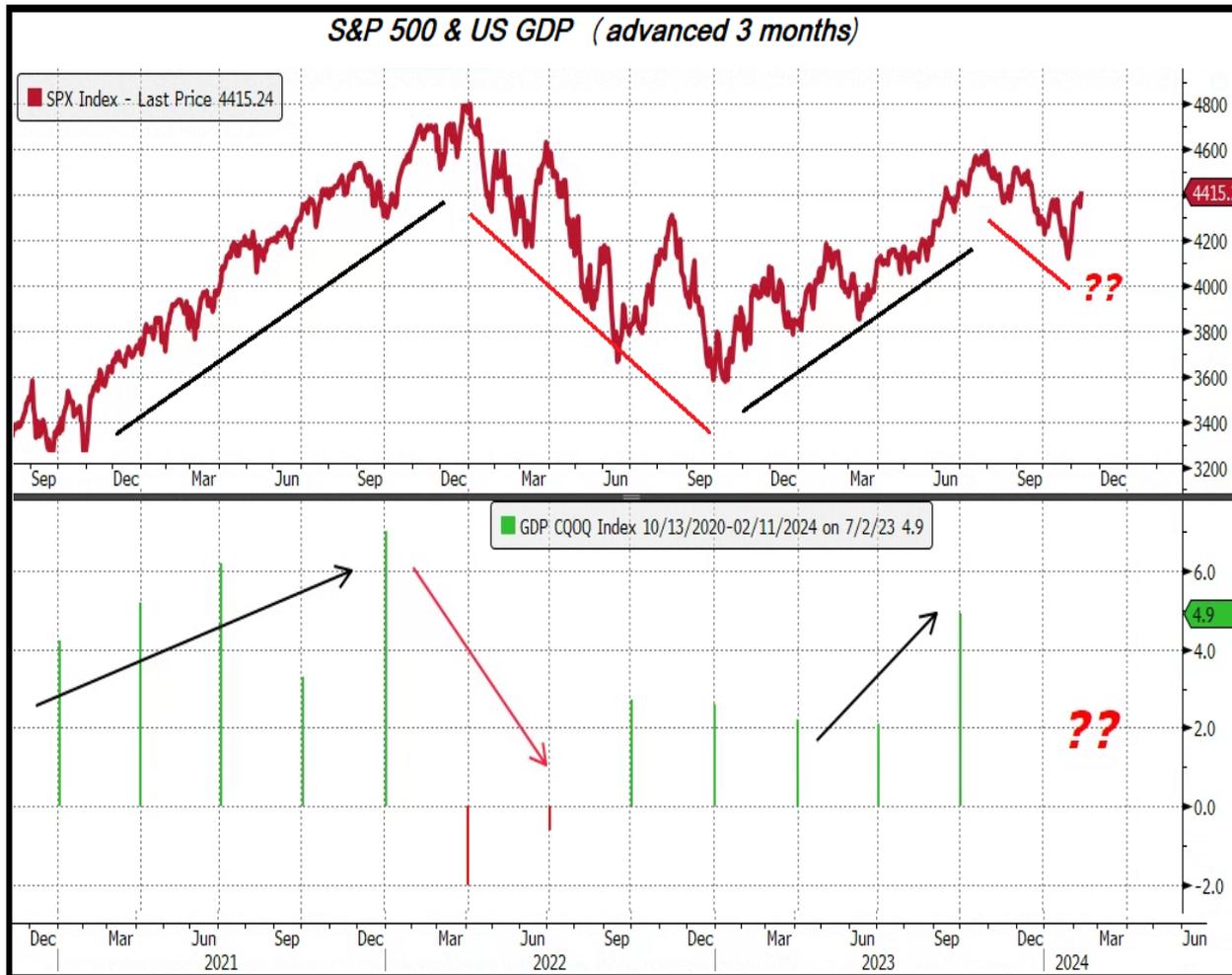
- Allo stesso modo, ci sono altri indicatori che supportano la tesi di un mercato del lavoro USA in indebolimento più marcato rispetto a quanto emerge dal numero dei nuovi occupati.
- I continuing claims, molto meno volatili rispetto agli initial jobless claims, sono in trend crescente ormai dal terzo trimestre del 2022.
- Bisogna ammettere tuttavia che si tratta di una risalita da livelli molto bassi toccati dopo la pandemia quando il mercato del lavoro americano era assai surriscaldato.



- Ulteriore elemento di apprensione emerge guardando alla percentuale di disoccupati da oltre 15 settimane contenuta nella Household Survey.
- Come per i continuing claims, la serie è in risalita ormai da un anno e conferma la difficoltà dell'essere assunti da parte delle persone disoccupate.
- Guardando alla storia passata, aumenti di questa entità dai minimi di periodo hanno anticipato una recessione.
- In conclusione, anche se i payrolls sono ancora positivi, altre serie minori hanno evidenziato trend poco brillanti che segnalano un raffreddamento del mercato.



Wall Street ha fatto un buon lavoro nell'anticipare il livello di attività



L'S&P 500 - anticipato di un trimestre - ha previsto abbastanza bene i flessi nell'attività economica USA, così come misurata dal GDP:

- Trend positivo nel 2021
- Correzione nei primi 2 trimestri del 2022
- Laterale nella seconda metà del 2022, primo trimestre del 2023
- Nuovo rialzo dalla primavera del 2023 fino ad agosto.
- Correzione in anticipazione di un rallentamento nel trimestre finale del 2023, al momento.
- La brusca accelerazione di Novembre lascia intendere che la correzione dell'attività potrebbe essere momentanea.



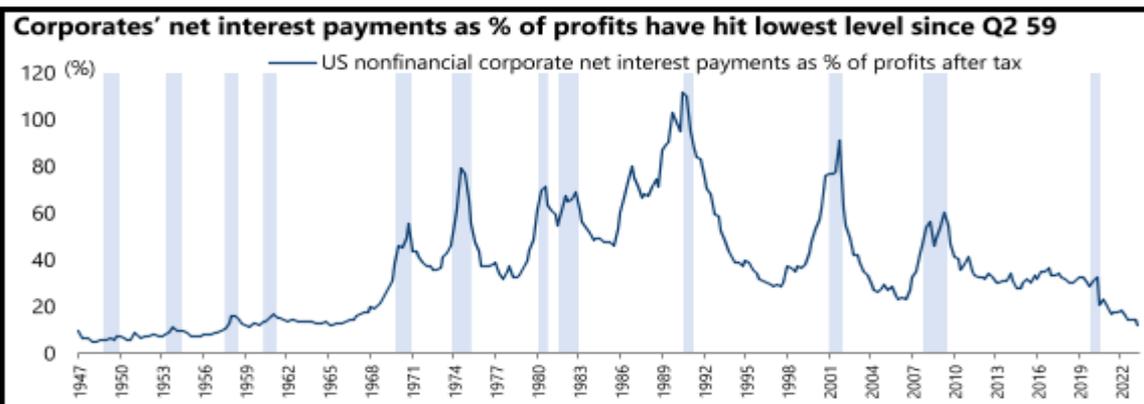
L'azionario USA però resta estremamente segmentato



- Anche nell'ultima fase di mercato le aziende di capitalizzazione media e le small caps hanno continuato a sottoperformare le large caps in maniera significativa, sia al rialzo che al ribasso.
- L'S&P 500 Equal Weight e il Russell 2.000 sono ancora rispettivamente invariato e negativo da inizio anno, a fronte di un + 15% dell'S&P 500 e performance stellari di Nasdaq 100 e delle Big Caps.

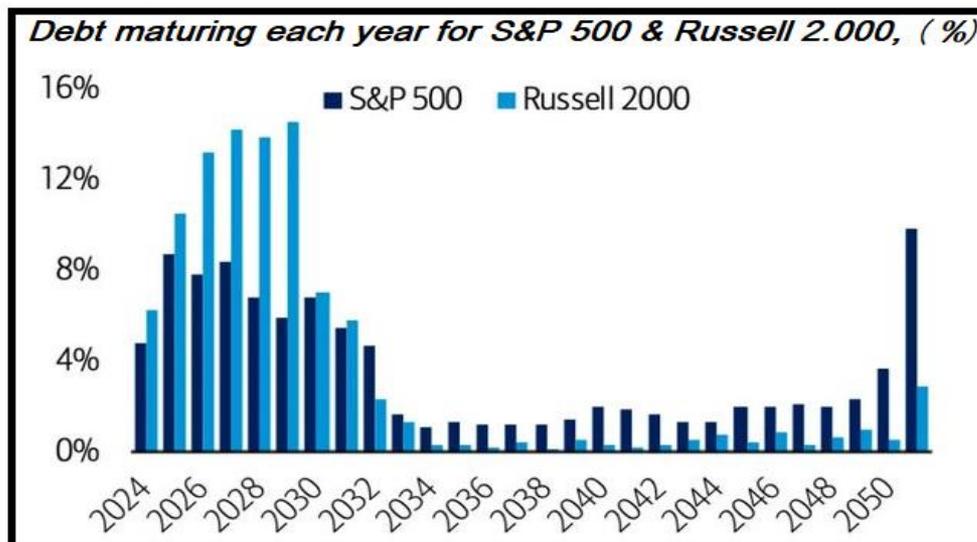


L'impatto della politica monetaria restrittiva non è uniforme



- Le aziende di medio/piccole dimensioni hanno normalmente più debito e fanno più affidamento sul canale bancario, che è più rapido ad aggiornare i tassi.
- La crisi delle small caps non ha impattato sugli indici generali, che sono dominati dal big tech e dalle Mega caps.
- Ma ricordiamo che le piccole aziende USA costituiscono la maggior fonte di domanda di manodopera che ha sostenuto il mercato del lavoro Usa e fornito resilienza ai consumi.
- Se un'efficace gestione del debito ha permesso alle Large Cap USA di evitare l'impatto del rialzo dei tassi, sono i consumi che sono andati a sostenerne i profitti e nel prossimo futuro questo aiuto potrebbe mancare

- La persistente divergenza delle large cap dalle small cap riflette un impatto molto diverso dei rialzi dei tassi sulle prime rispetto alle seconde.
- Le mega cap hanno meno debito e più cash sul bilancio. Il risultato è stato che le risorse finanziarie sono diventate più redditizie, mentre la salita del costo di finanziamento è più lenta, visto che hanno un debito di importo inferiore e duration più lunga.





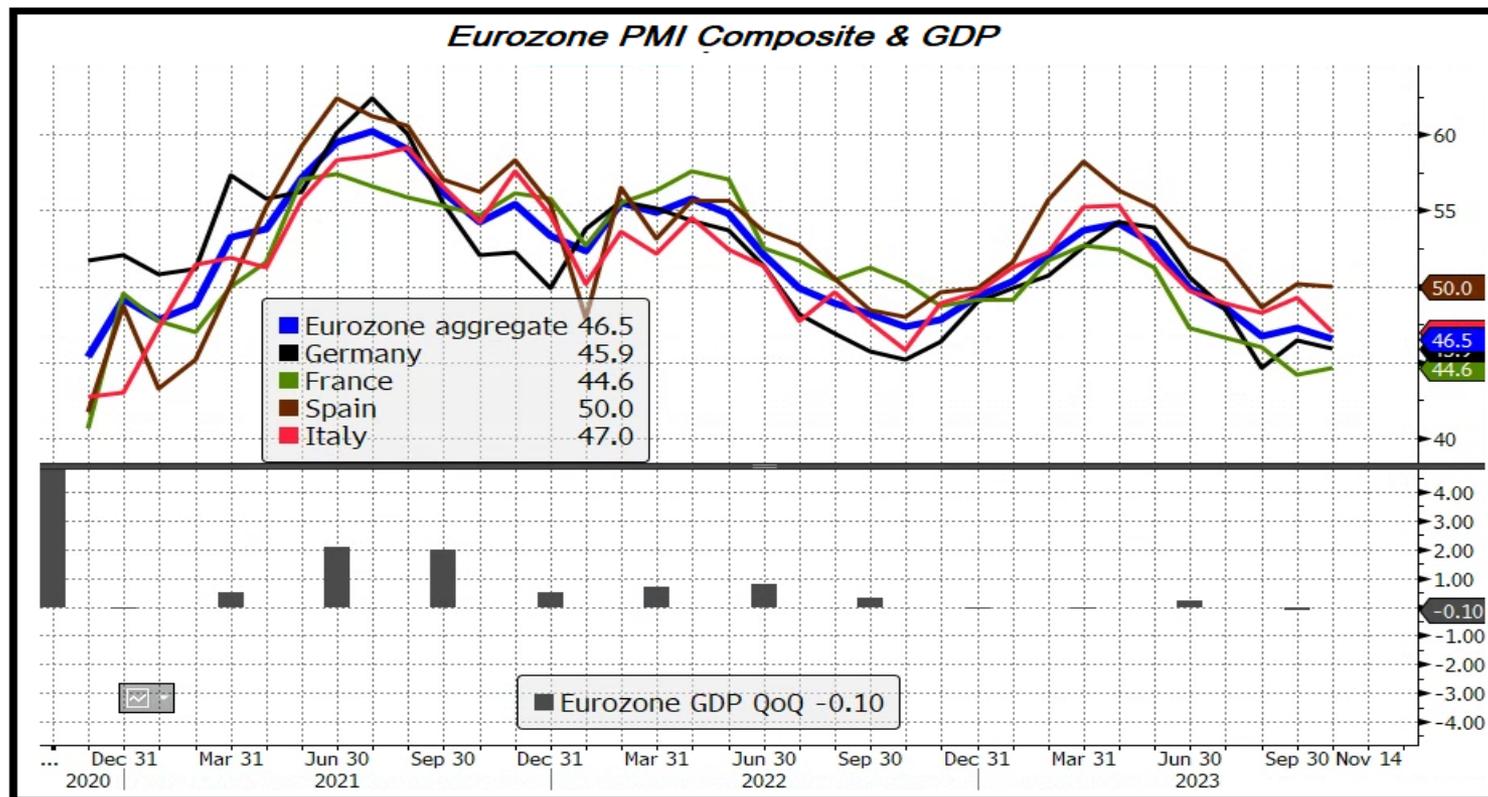
Sui consumatori la politica monetaria non ha ancora dispiegato i suoi effetti



- L'effetto della politica monetaria della FED sul canale dei mutui non si è ancora riflesso a pieno sulle famiglie.
- Durante la pandemia e il periodo di tassi a zero che ne è seguito, le famiglie americane ne hanno approfittato per rifinanziare i propri mutui a tassi più vantaggiosi ed estenderne la scadenza.
- Dato che la principale forma di mutuo negli Stati Uniti è il tasso fisso a 30 anni e solo una quota residuale è a tasso variabile, l'aumento dei tassi sui nuovi mutui non ha avuto un effetto significativo su quelli in essere.
- Di conseguenza l'impatto sui consumi derivante da maggiori spese di interesse è stato limitato.
- A fronte di un tasso sui nuovi mutui superiore all'8%, il tasso «effettivo» dei mutui in essere è al di sotto del 4%: un elemento che ha fatto sì che il debt service ratio degli household americani non sia cresciuto a dismisura.



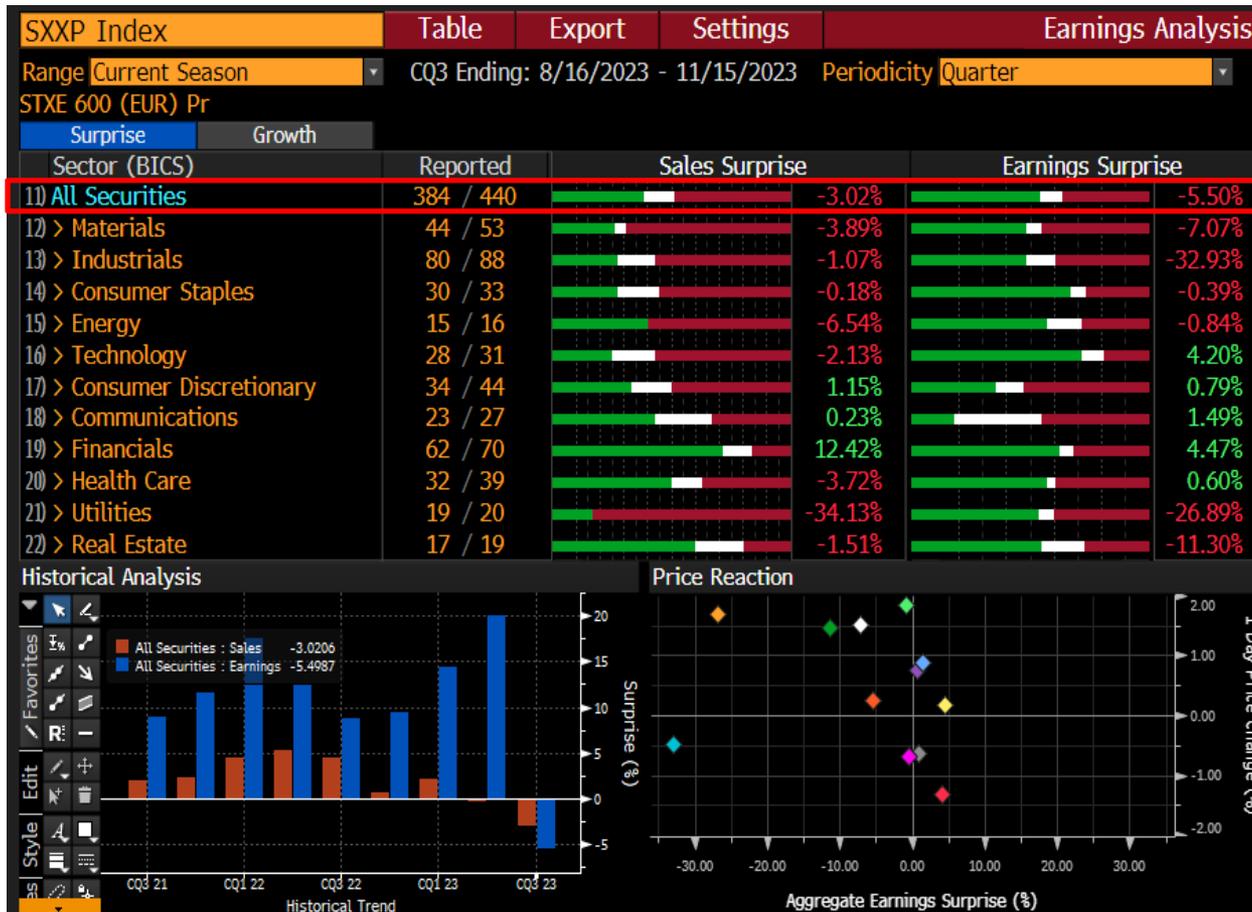
Eurozone: pochi segnali di riaccelerazione nella crescita



- L'attività economica dell'area euro sta attraversando nuovamente un periodo di debolezza.
- Al di là del dato spagnolo, ad ottobre i PMI composite sono scesi ulteriormente da livelli già sotto la soglia di contrazione.



Earning season: lo Europe Stoxx 600 ha registrato il primo «miss» su sales e utili



- Quasi il 90% delle società dello Europe Stoxx 600 ha pubblicato i risultati del 3Q23 e i numeri non stati eccezionali.
- In aggregato, sia le sales che gli earnings hanno deluso il consenso rispettivamente del 3.0% e del 5.0%.
- Il miss sugli utili è imputabile soprattutto ad alcuni settori come gli industriali e le utilities.
- Ma con la Cina in difficoltà e l'economia USA destinata a rallentare nel corso del trimestre, le aziende dell'Eurozona potrebbero soffrire ancora.



In sintesi

- Lasciamo tatticamente a **neutral l'azionario US**. Restiamo convinti che il quadro macro USA sia in fase di indebolimento. Il terzo trimestre ha registrato una crescita solida trainata soprattutto dai consumi ma giudichiamo che questi, nei prossimi trimestri, possano venire meno a seguito di un mercato del lavoro in lento rilassamento. Ciò detto, la stagionalità è positiva durante gli ultimi due mesi dell'anno. Vediamo la possibilità che, nel quarto trimestre del 2023, Wall Street produca un rally, alimentato dall'impatto di un earning season positiva su sentiment e positioning che, sebbene non siano più scarichi come nei mesi passati, sono ancora su livelli neutrali.
- Manteniamo a **underweight l'azionario europeo**, ritenendo che, ai livelli attuali, incorpori uno scenario macroeconomico e geopolitico troppo benigno. L'economia continentale resta fragile, e, complice il rialzo dei tassi negli USA, anche nel vecchio continente le condizioni finanziarie stanno continuando ad inasprirsi. 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 (e probabilmente della Cina, per la prima volta da 30 anni). 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**: le autorità sono tornate a spingere forte sullo stimolo fiscale. La domanda di credito si è progressivamente risvegliata. Gli indicatori economici ad alta frequenza stanno migliorando. Sentiment e positioning continuano ad essere assai molto negativi.
- Teniamo 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 rialzo dei tassi a lunga scadenza nel corso di agosto e settembre ha portato i rendimenti su livelli interessanti, anche alla luce di un'inflazione in rientro e alcuni segnali di calo del momentum macro (immobiliare, occupazione). Lasciamo a **overweight i treasuries inflation linked** che offrono un rendimento reale positivo a fronte di una Federal Reserve il cui picco di aggressività dovrebbe essere ormai alle spalle.
- Lasciamo a **overweight l'obbligazionario governativo core Eurozone**. Riteniamo che l'aumento dei rendimenti, avvenuto in simpatia con quelli americani, sia eccessivo a fronte di un quadro inflattivo in calo e un'economia fragile. Lasciamo tatticamente a overweight i bond periferici con l'idea che su livelli nel range 4.5%-5.0% vi sia valore nel BTP. Lo stallo sul PNRR si è risolto. L'issuance netta negli ultimi 3 mesi dell'anno è negativa. Un downgrade a High Yield di Moody's è assai improbabile. Una stabilizzazione dei rendimenti Eurozone potrebbe produrre un rientro moderato dello spread. Sentiment e positioning sono tornati su livelli difensivi. Lasciamo a **neutral gli inflation link Eurozone** in quanto riteniamo che, in simpatia con quelli americani anche in Eurozone i rendimenti reali stiano approcciando livelli attraenti.
- Manteniamo a **overweight l'obbligazionario governativo UK** in quanto pessimisti sul fronte dell'attività economica. Lasciamo a **neutral l'obbligazionario emergenti in valuta locale** ritenendo che i livelli attuali compensino il rischio sopportato, e rimaniamo **overweight** di quello **in valuta forte** con l'idea che un'eventuale fine della serie di rialzi da parte della Federal Reserve possa favorire un calo degli spreads.
- Lasciamo tatticamente a **neutral il debito corporate US Investment Grade**. Riteniamo che il recente rimbalzo dei rendimenti dei Treasury, unito al moderato allargamento degli spreads, abbia riportato valore nel comparto. Ci concentriamo però sui rating medio-alti, evitando gli 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 dei prossimi trimestri.



In sintesi

- Lasciamo a **overweight i finanziari, sia senior che subordinati**. Il livello alto dei tassi d'interesse e l'inflazione in discesa ma ancora ben sopra il target dovrebbero continuare a dare supporto alle istituzioni finanziarie per il trimestre a venire. In assenza di una seria recessione, la maggiore parte delle banche europee dovrebbe vedere livelli di profittabilità ancora molto soddisfacenti se paragonati a quelli passati. Resta da monitorare l'aspetto liquidità, dove decisioni regolamentari e di politica monetaria (cambio del Minimum Requirement Reserve o deposit Beta) potrebbero andare a impattare. Vediamo valore nei rendimenti assoluti e negli spreads offerti dall'asset class, nonostante il rischio di volatilità su mercato dei tassi.
- Riguardo i cambi, manteniamo invariato a **neutral l'€/\$**. Nell'ultimo mese, il dollaro ha beneficiato del "flight to safety" ma nelle ultime settimane dati macro più deboli delle attese e un picco dei tassi probabilmente alle spalle hanno prodotto un consolidamento. Sentiment e positioning nei confronti del biglietto verde sono diventati molto più positivi.
- Lasciamo a **underweight la Sterlina contro €**, ritenendo che il quadro macro UK sia tornato a dare seri segnali di debolezza.
- Lasciamo a **overweight lo Yen**. Riteniamo probabile che la Bank of Japan prosegua nell'attenuazione della politica dello yield control, con effetti positivi sulla divisa. Le autorità non dovrebbero tollerare ulteriori ribassi della divisa.
- Lasciamo a **overweight il Franco svizzero** con come hedge contro possibili fiammate di risk aversion, anche di origine geopolitico.
- Riguardo le Commodities, lasciamo a **overweight quelle energetiche**. Gli eventi in Medio Oriente possono porre i presupposti per un ulteriore rialzo dei corsi. 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 meteorologico noto come «El Nino» stia aumentando, con potenziali impatti negativi sui raccolti e che il grano possa ottenere supporto dalla perdurante incertezza che regna sull'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. Infine l'oro resta un hedge contro fiammate di volatilità di origine geopolitica



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 vs Euro		Inflation linked US	▲
USD	■	Inflation linked Area euro	■
GBP	▼	Obbligazionario corporate	
CHF	▲	US investment grade	■
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.