

2023

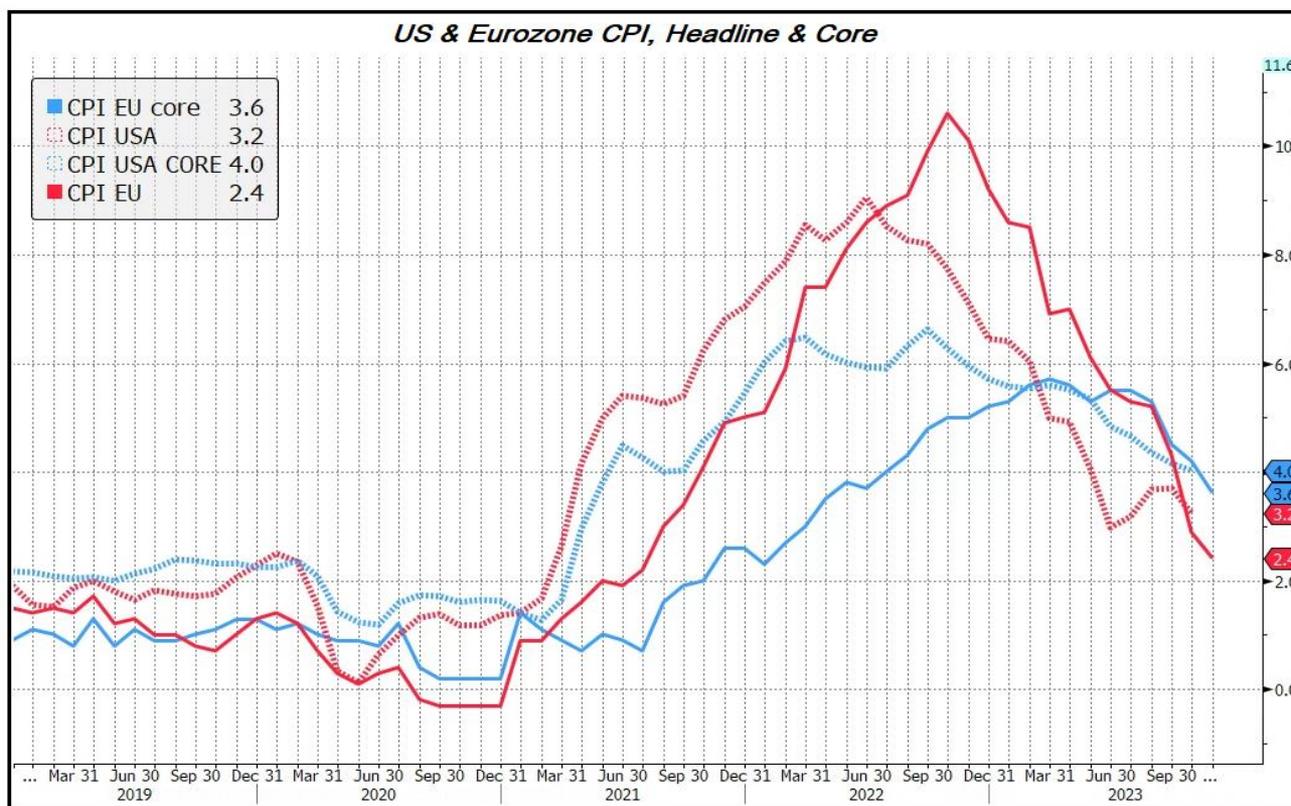
Anthilia  
Capital Partners  
SGR

Analisi di scenario  
Dicembre 2023





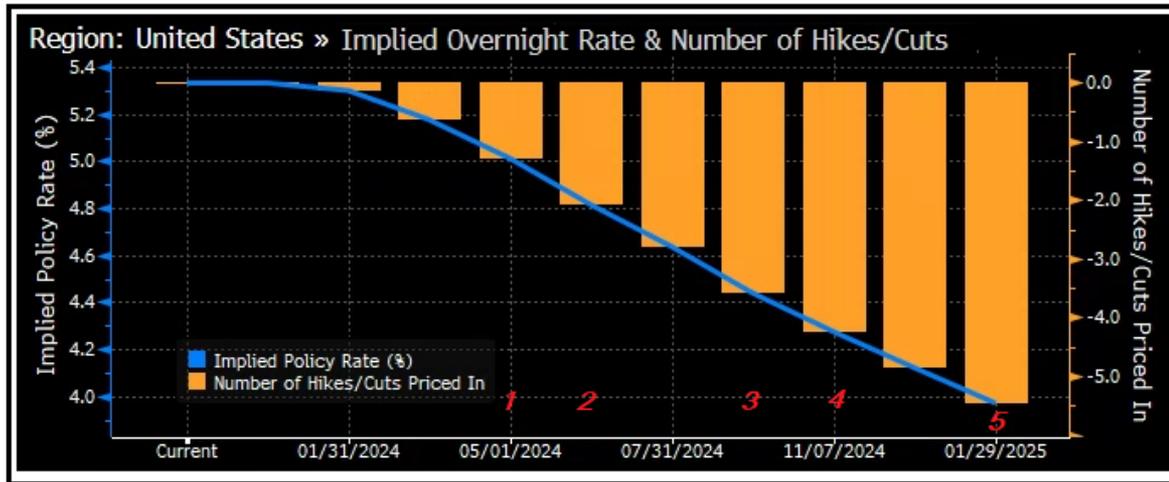
## Il mercato si è accorto che l'inflazione sta scendendo.....



- Una serie di sorprese al ribasso sui dati di CPI di novembre, in particolare in Eurozone - non si dispone ancora dei numeri US ma altri dati hanno indicato raffreddamento del ciclo - **ha indotto i mercati ad abbracciare con forza lo scenario del «soft landing»**, un quadro in cui l'inflazione rientra senza il bisogno di un particolare indebolimento dell'economia o aumento della disoccupazione.
- I numeri di novembre sono risultati significativamente sotto attese, ma **il trend di ribasso sembra consolidato da qualche tempo e gli ultimi dati lo hanno solo confermato.**

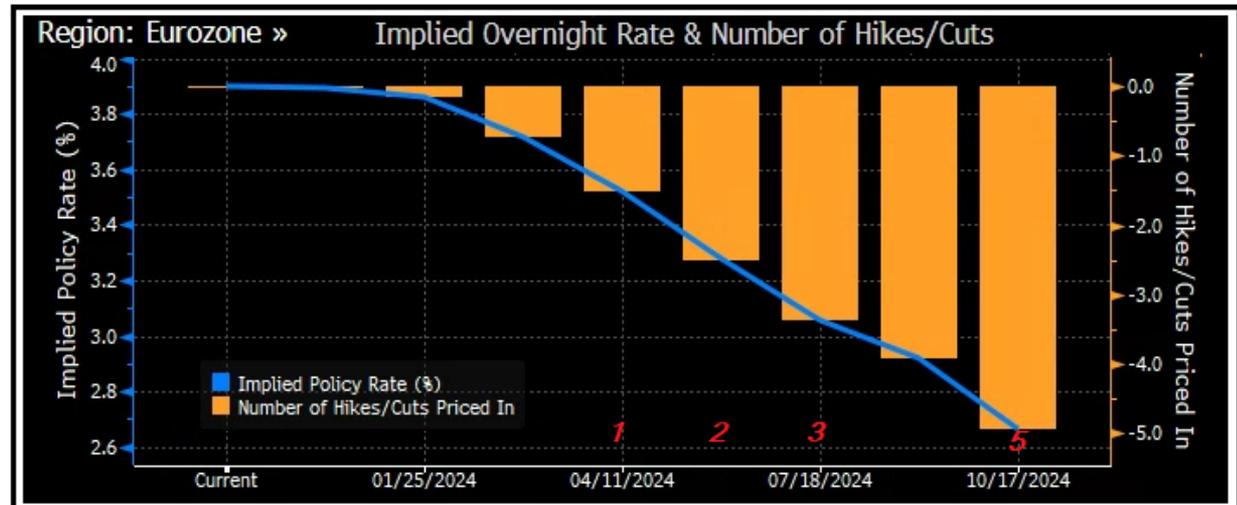


## Le attese di easing delle Banche Centrali nel 2024 si fanno aggressive



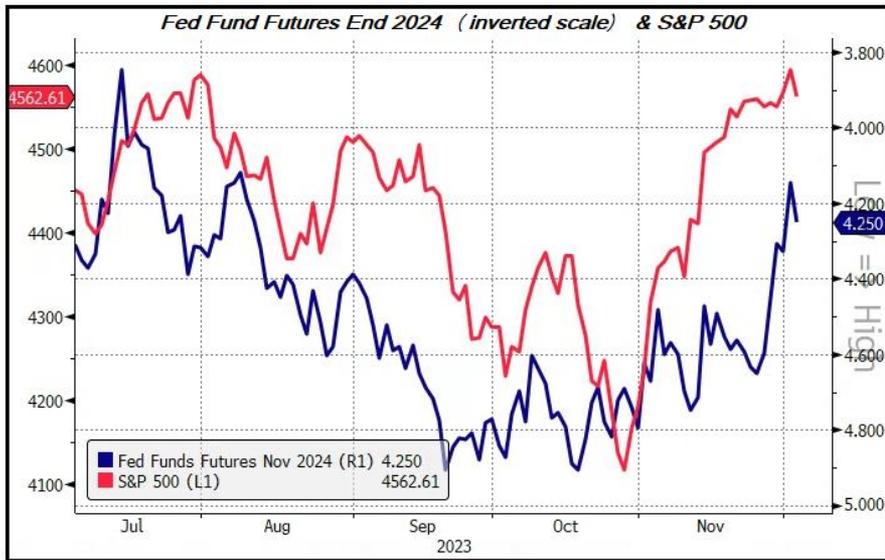
- Il cambio di view del mercato da «higher for longer» a «soft landing» si è riflesso pesantemente sulle attese di taglio dei tassi implicite nelle curve USA e Eurozone:
  - Negli States la Fed Funds Strip sconta il primo taglio interamente a maggio, 2 tagli per giugno, 3 per settembre e 5 per Dicembre 2024
  - In Eurozone la curva sconta 1 taglio entro aprile, 3 entro luglio, e 5 entro ottobre 2024.

- Queste attese di easing risultano decisamente in contrasto con la retorica delle Banche Centrali, le quali, pur riconoscendo che vi è un elevata probabilità che i cicli di tightening siano giunti al termine, non escludono ulteriori rialzi, mentre continuano a ritenere molto prematuro parlare di tagli dei tassi
- In altre parole, il mercato sta, una volta di più, mettendo fortemente in dubbio la credibilità delle guidance delle Banche Centrali.



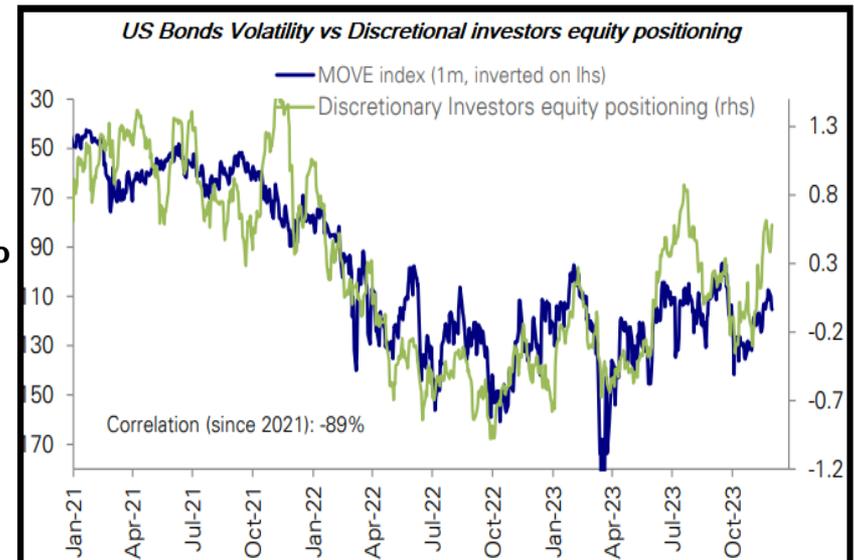


Ormai il «soft landing» è scontato alla perfezione.



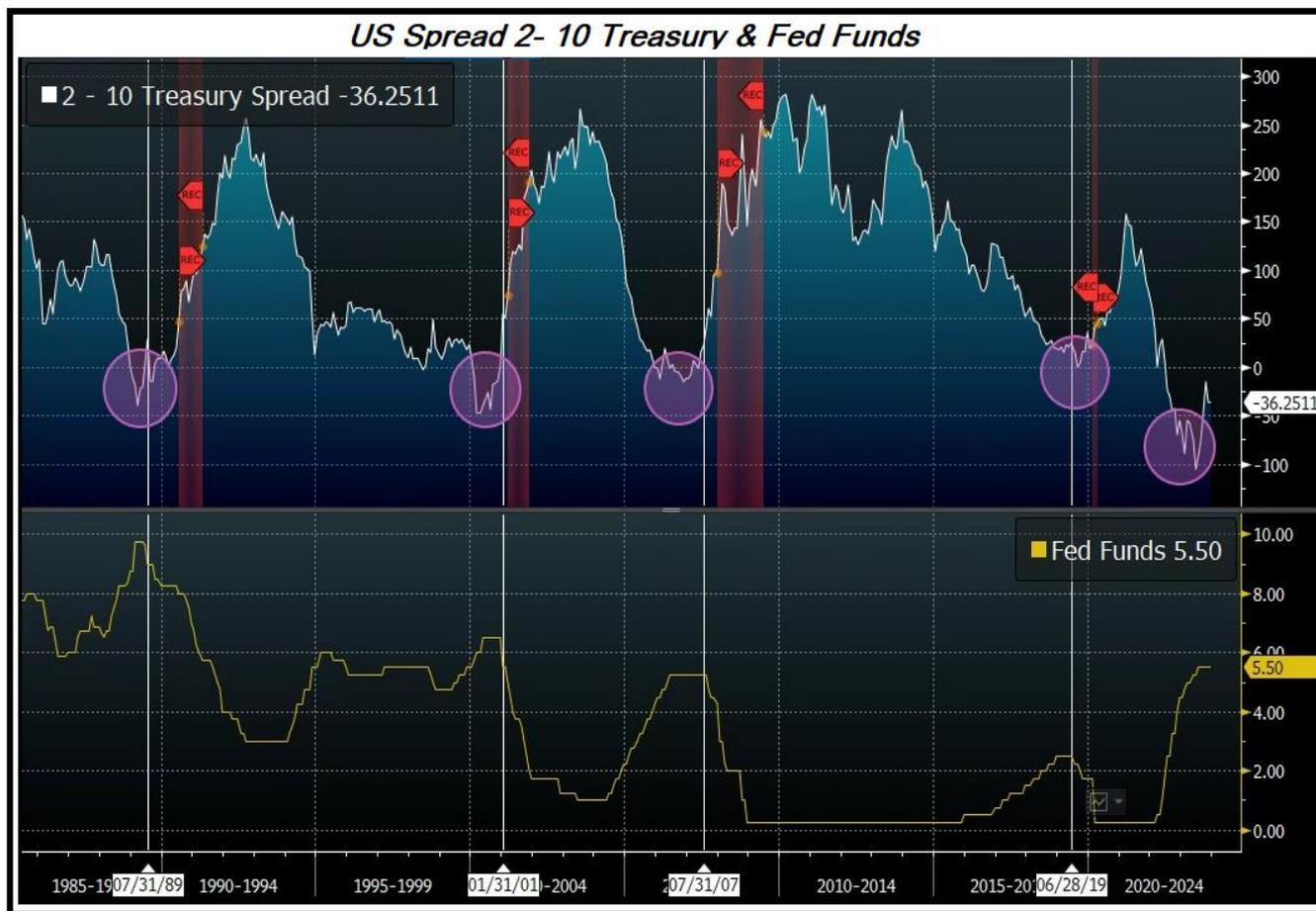
- Con le aspettative di inflazione ormai praticamente normalizzate e le curve dei tassi che prezzano, in US e EU, 5 o 6 tagli dei tassi entro i prossimi 12 mesi, **sembra lecito chiedersi quanto spazio abbia ancora questa correlazione positiva tra Bond e Equity**
  - **E' difficile scontare tagli ulteriori dei tassi solo sulla base del calo dell'inflazione**, in assenza di un quadro macro in significativo indebolimento
  - Viceversa, **un rallentamento macroeconomico** tale da indurre il mercato dei tassi a scontare ulteriori cali dei rendimenti **avrebbe un impatto negativo sull'azionario**.
- **Col soft landing scontato alla perfezione la fase in cui bonds e equity si muovono assieme dovrebbe volgere al termine.**

- L'azionario dei paesi sviluppati ha mostrato con decisione il suo sollievo per l'**abbandono dello scenario «higher for longer»**.
- Il rimbalzo osservato a Wall Street e nelle piazze europee **ha ritracciato in poco più di un mese il calo occorso da fine luglio** quando le aspettative di taglio dei tassi iniziarono a evaporare, riportandosi nei pressi dei massimi dell'anno
- Da inizio 2022, quando il problema inflattivo è stato apertamente riconosciuto dalle Banche Centrali, **l'azionario globale ha continuato a mostrare una forte correlazione negativa con i tassi di interesse, e con la volatilità sull'obbligazionario**.





## Multipli tagli dei tassi e «bull steepening» non sono scenario da «soft landing»

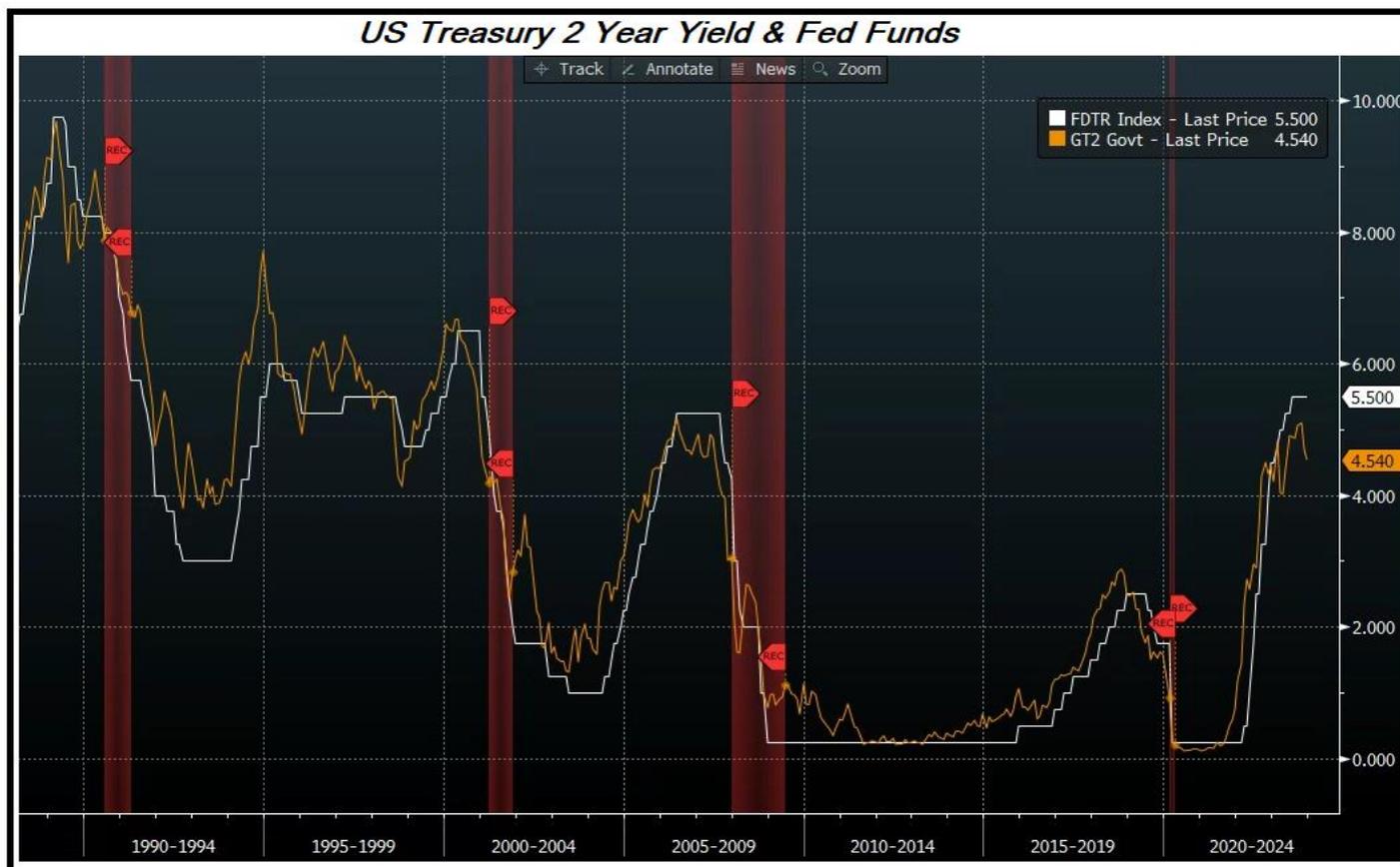


- Dopo aver il massimo livello di inversione da decenni a oltre -100 bps a giugno scorso, il **segmento 2 - 10 anni della curva treasury ha cominciato a disinvertirsi** con maggior convinzione.
- Finchè questa disinversione avviene tramite un aumento dei rendimenti più concentrato sul 10 anni, non si tratta di un cattivo presagio per l'economia e l'azionario.
- Viceversa, **quando è avvenuto con i tassi che calavano e il 2 anni che outperformava, ovvero un bull steepening, la recessione è poi è puntualmente arrivata.**

• Un ulteriore calo dei rendimenti con focus su 2 e 5 anni non è affatto tipico di un soft landing.



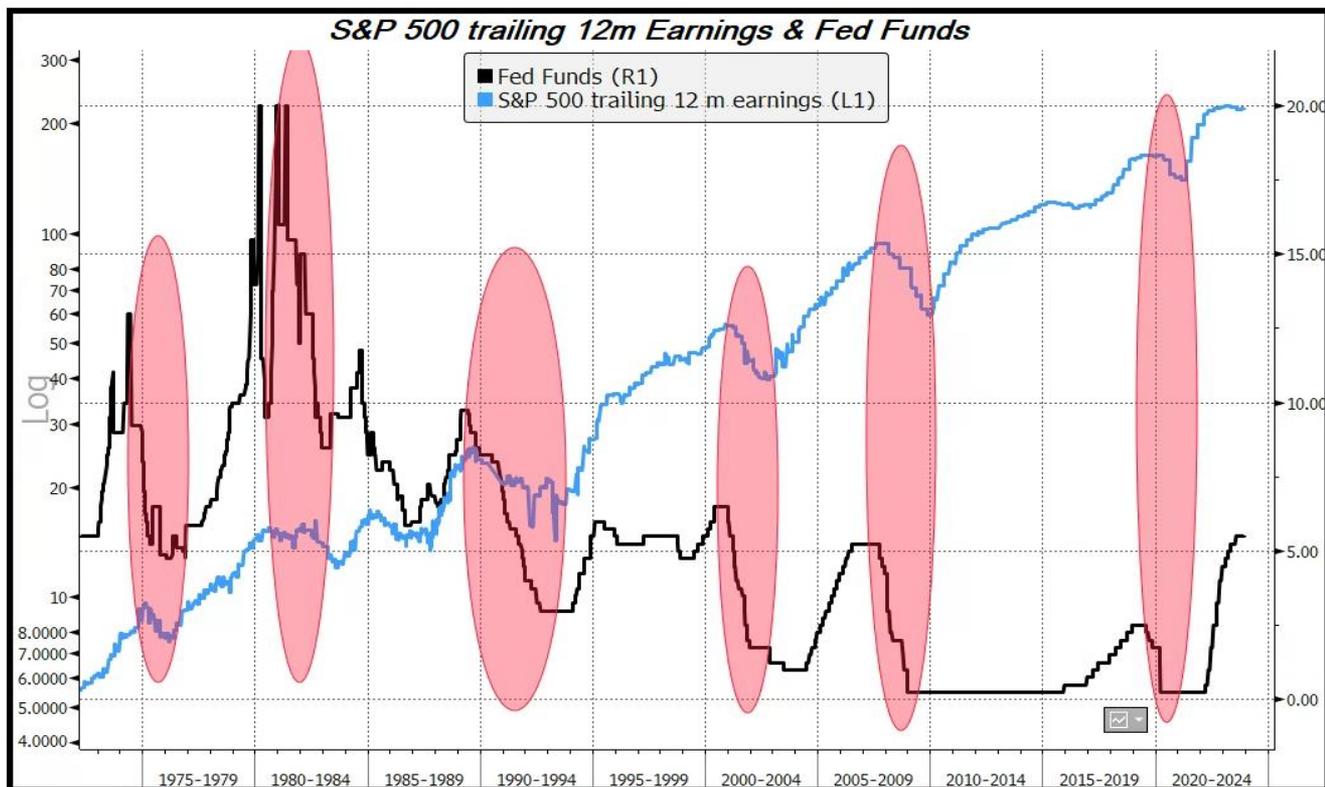
## Il 2 anni treasury è un buon anticipatore della politica monetaria Fed



- Il calo robusto del 2 anni treasury, al di sotto dei Fed Funds, è solitamente un indicatore affidabile dell'arrivo di un ciclo di tagli dei tassi.
- Nel corso del 2023 abbiamo avuto una prima correzione in occasione della crisi delle banche regionali USA, e poi nuovi massimi. Ma il 2 anni non è più tornato sopra i Fed Funds..



## Tagli dei Fed Funds senza una recessione dei profitti? Mai successo.

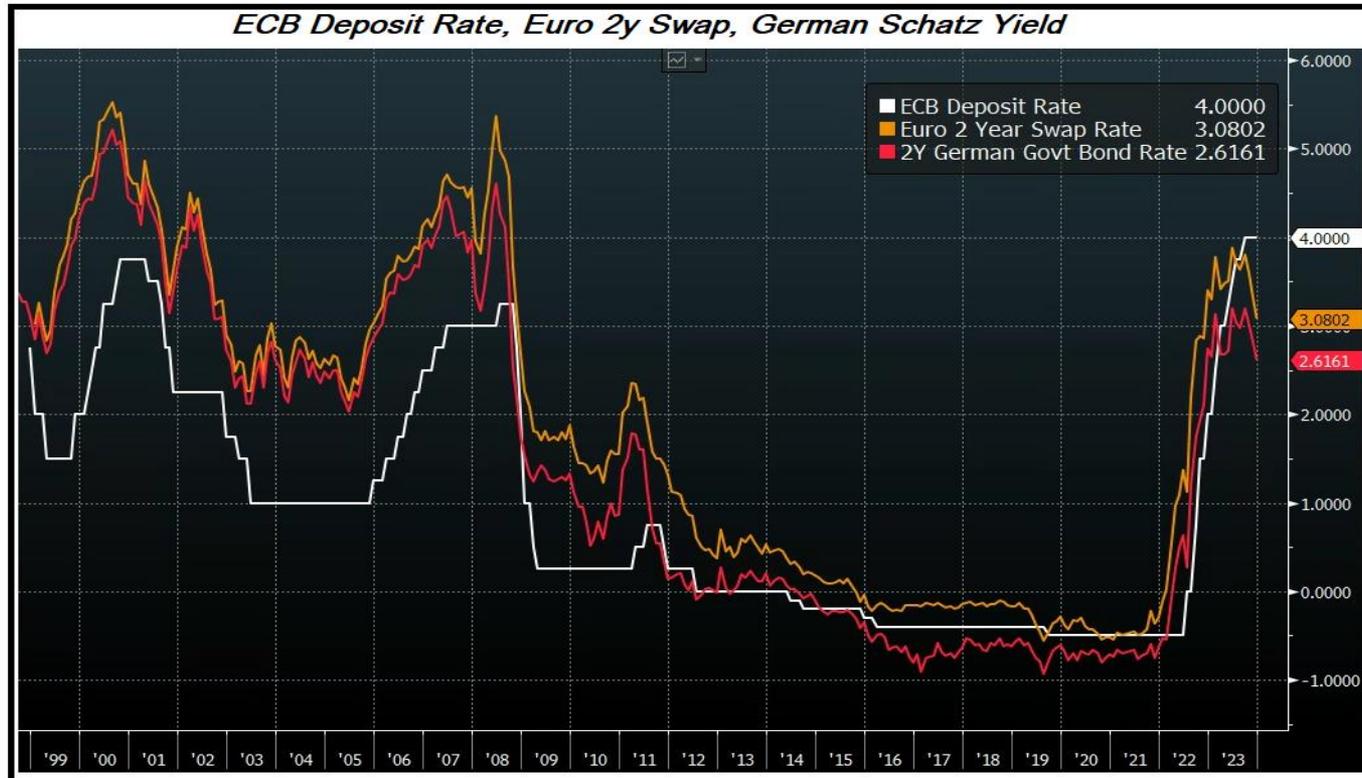


- Questo è un altro argomento a supporto della teoria che ulteriori cali dei rendimenti nei prossimi mesi difficilmente sono coerenti con un ciclo che rimane stabile, e azionario che produce buone performance: **se l'azionario è correttamente prezzato, i bonds risultano cari. Viceversa se quanto scontato dalle curve dei tassi è valido, l'azionario attraverserà fasi di volatilità.**
- L'alternarsi dei 2 scenari come view di consenso dovrebbe produrre movimenti opposti tra Bonds e Equity, **ripristinando la correlazione negativa tra le 2 asset class**

- Un altro scenario pressochè inedito sul quale i mercati attualmente sembrano puntare è che la Fed inizi un ciclo di **easing** (4 o 5 tagli sono sufficienti a qualificarlo come tale) **in assenza di una fase di contrazione degli utili aziendali**
- Infatti, a fronte di una Fed Funds Strip che sconta 200 bps di tagli, il consenso degli analisti vede un aumento degli utili nel 2024 dell'10% - 12%,
- L'S&P 500 scambia attualmente a 18X Forward earnings.



Anche il mercato dei tassi europeo è assai in disaccordo con l'ECB.



- Anche i tassi Eurozone, da alcuni mesi, indicano un percorso opposto a quello intrapreso dall'ECB: il picco dello Schatz tedesco e del 2 anni Swap (un tasso 2 anni più rappresentativo della media europea) è stato a giugno, ed entrambi i benchmark sono terminati sotto il Depo ECB a indicare un «pivot» della Banca Centrale.
- Se il track record di questi indicatori è più breve e meno affidabile, è anche vero che un' evenienza come quella attuale - tutti i principali Governativi a 2 anni e lo swap abbondantemente sotto il Depo ECB - risulta storicamente assai più rara.



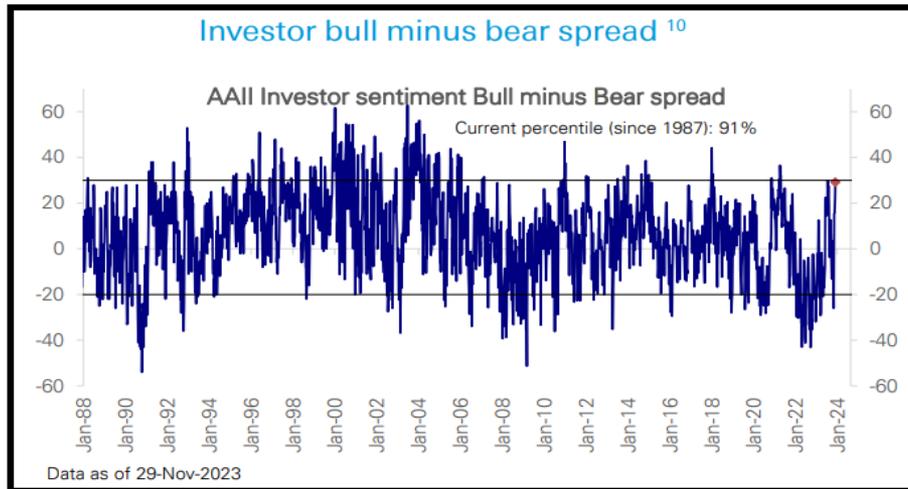
I movimenti sono iper-estesi sia su azionario che obbligazionario



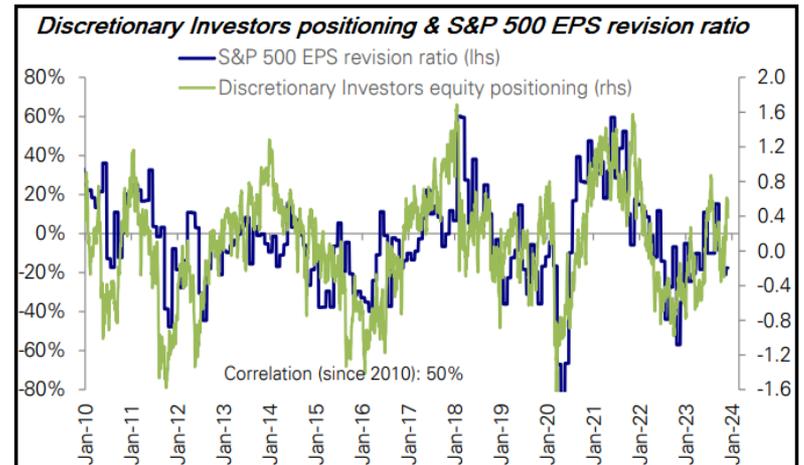
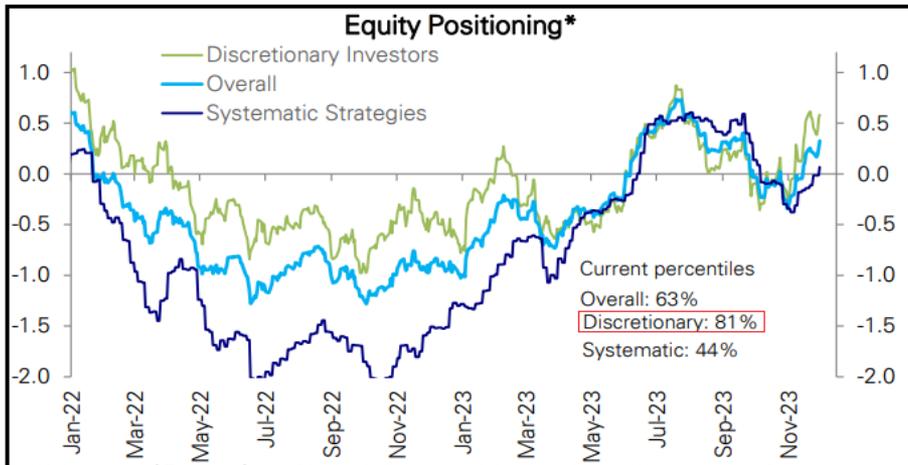
- Come noto, il rapido accantonamento dello scenario «higher for longer», che aveva informato lo storno autunnale per bonds e azionario, ha prodotto un rimbalzo violentissimo per entrambi.
- L'iperestensione «combinata» delle 2 asset class, con il rally azionario apparentemente costruito in parte su quello dell'obbligazionario costituisce un ulteriore fattore di cautela: se è improbabile che i 2 rally continuino appaiati, la correlazione osservata al rialzo potrebbe riproporsi al ribasso



## Sentiment e positioning hanno recuperato significativamente



- Il violento rally di Wall Street dai minimi relativi di ottobre ha prodotto i consueti effetti sul retail, che si è gettato all'acquisto, come mostra la differenza tra Bulls e Bears di AAll balzata dal decimo al 91mo percentile.
- Anche il posizionamento degli investitori istituzionali ha recuperato parecchio, con le strategie discrezionali balzate all'81mo percentile e quelle quantitative rimaste ancora un po' indietro
- Peraltro, ulteriori aumenti di esposizione richiedono sulla carta un miglioramento del quadro macro e delle prospettive di profittabilità delle aziende (vedi grafico in basso a destra).
- Uno scenario decisamente in contrasto con robusti tagli dei Fed Funds, come illustrato alla slide 4.

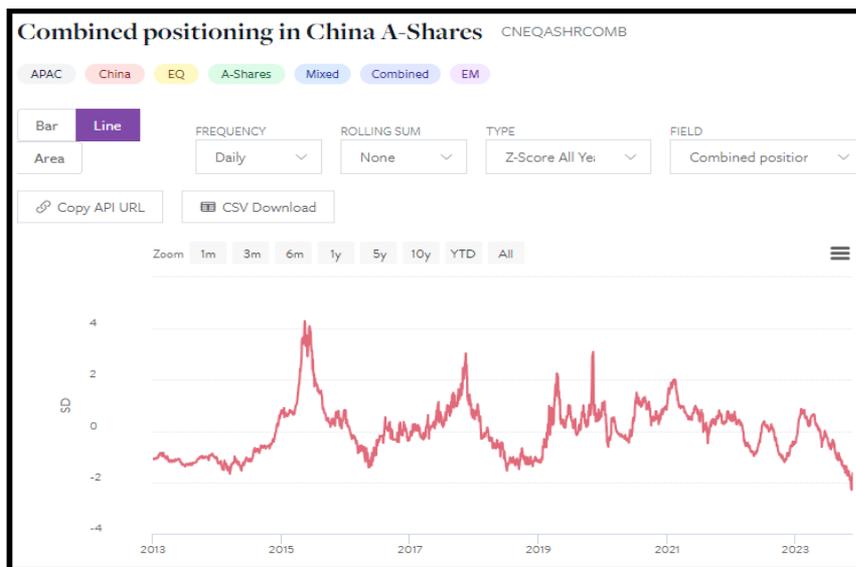




## Sorprendente divergenza tra Dax e Shanghai Composite



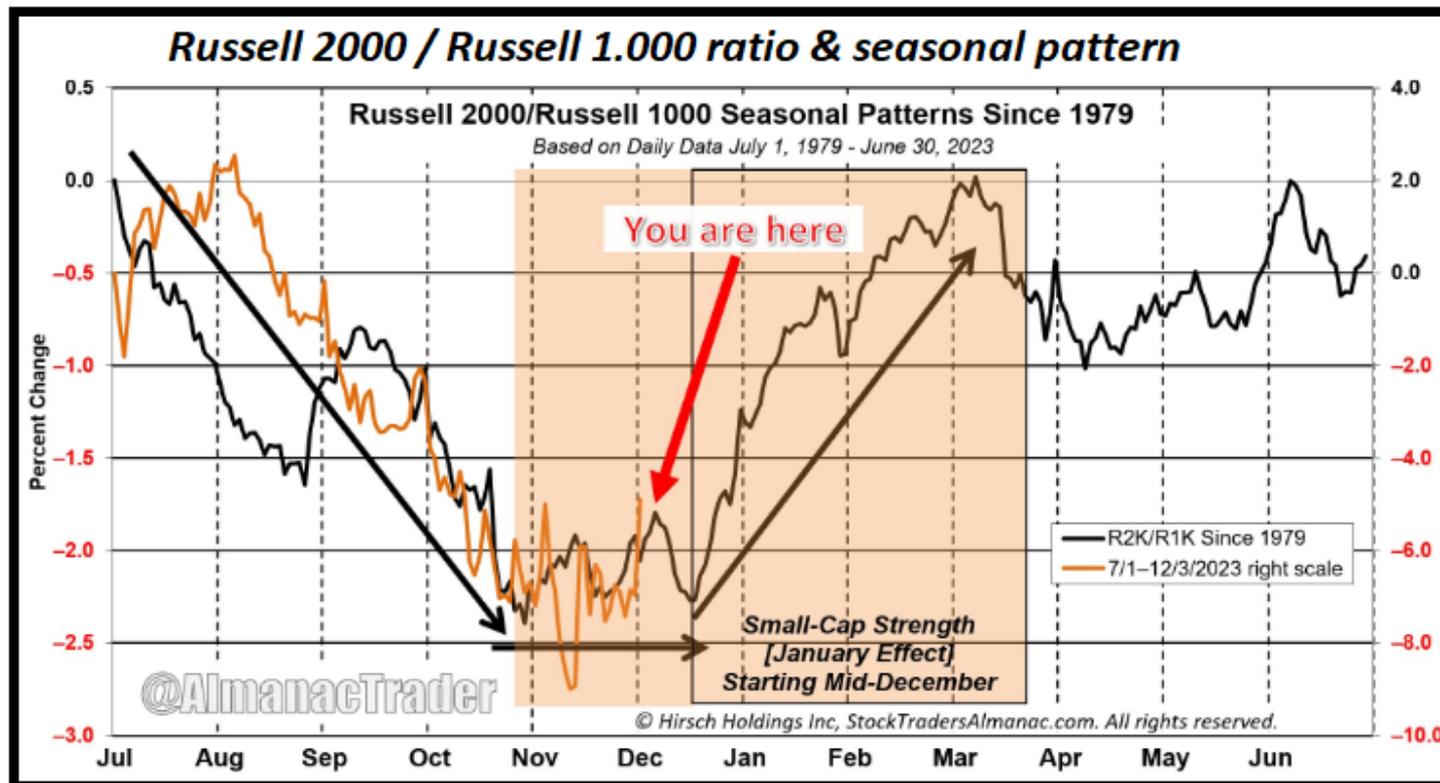
- La sottoperformance dell'azionario cinese rispetto a quello dei principali paesi industrializzati (e anche degli emergenti) non è una novità, ed è giustificata dai problemi strutturali in cui si dibatte il colosso asiatico.
- Peraltro, l'azionario tedesco ha sempre conservato nei confronti delle «A» shares cinesi una correlazione elevata, motivata dai robusti legami tra le 2 economie.
- Recentemente questa correlazione si è attenuata, fino a diventare inversa in occasione dell'ultimo rally dell'azionario europeo.



- Pur ammettendo che l'importanza della domanda cinese per le aziende tedesche si sia recentemente ridotta, una correlazione stabilmente negativa tra le borse dei 2 paesi sembra uno sviluppo improbabile.
- Su queste basi, una temporanea convergenza sembra un esito auspicabile nelle prossime settimane
- A tale proposito vale la pena di osservare che, diversamente da quanto succede attualmente nei mercati occidentali, sentiment e positioning sulle «A» shares cinesi si trovano a minimi poliennali



## Una rivincita delle Small Cap nei prossimi mesi?



- Il comparto delle small cap è stato il più penalizzato dell'azionario nel corso del 2023, in particolare nel terzo trimestre, tipicamente quello che presenta la stagionalità più debole.
- Quello che si apre ora, per converso, è un periodo tradizionalmente positivo per i titoli a bassa capitalizzazione
- Dal punto di vista dei fondamentali, le Small Caps, maggiormente penalizzate dall'inasprimento delle politiche monetarie a causa del debito più elevato e del maggior ricorso al canale bancario, hanno di più da guadagnare da un «pivot» delle banche centrali. Ne consegue che nel 2024 il comparto potrebbe sovraperformare in relativo rispetto a indici generali e big caps



### In sintesi

- Lasciamo a **neutral l'azionario US**. Restiamo convinti che il quadro macro USA sia in fase di indebolimento. Ciò detto, l'easing delle condizioni finanziarie occorso grazie al calo dei rendimenti nell'ultimo mese e mezzo potrebbe supportare ancora un po' i corsi, aiutato da una stagionalità che resta positiva. L'earning season del quarto trimestre dovrebbe mostrare ancora risultati nel complesso positivi.
- Lasciamo a **underweight l'azionario europeo**, ritenendo che, ai livelli attuali, incorpori uno scenario macroeconomico e geopolitico troppo benigno. L'economia continentale resta fragile, e riteniamo che il tightening operato dalla Banca Centrale non abbia ancora esercitato appieno i suoi effetti. 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**. La Gran Bretagna ha evitato una recessione nel 2023, ma il quadro macro resta fragile. L'azionario ha sottoperformato pesantemente le borse dei paesi industrializzati, e rimane vulnerabile nel caso di un pullback nelle prossime settimane.
- 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 estremamente pessimisti.
- Lasciamo 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

- Portiamo tatticamente a **neutral l'obbligazionario US**. Il rally obbligazionario occorso negli ultimi 2 mesi ha portato rendimenti e aspettative di politica monetaria su livelli tali da richiedere chiari segnali di rallentamento macro per poter continuare a calare. Il movimento è iper-esteso, e sussiste il rischio che, complice una Fed che potrebbe ribadire la sua view al prossimo FOMC, si assista a un consolidamento. Restiamo compratori dei Treasury su eventuali rimbalzi dei rendimenti dai livelli attuali. Lasciamo a **overweight i treasuries inflation linked**. Riteniamo che i rendimenti reali offerti mostrino valore, a fronte di un potenziale indebolimento del quadro macro. I breakeven inflation offrono valore nel caso l'inflazione dia dei colpi di coda nei primi mesi del 2024
- Portiamo a **neutral l'obbligazionario governativo core Eurozone**. Come per gli USA, riteniamo che rally obbligazionario occorso negli ultimi 2 mesi abbia portato rendimenti e aspettative di politica monetaria su livelli che presuppongono uno scenario perfetto sull'inflazione e/o un marcato rallentamento economico. Il movimento è stato molto rapido e violento e nelle prossime settimane potrebbe seguire una correzione. Riportiamo a **neutral i bond periferici** con l'idea che quanto indicato a Ottobre in occasione dell'upgrade ( issuance netta negativa a fine anno, Rating Moody's, PNRR, calo dei rendimenti Eurozone core) sia ormai scontato nei livelli attuali di rendimento. Il rally è stato molto violento e crediamo che in futuro potranno ripresentarsi livelli di entrata più attraenti di quelli attuali (10 anni BTP sotto il 4%). Lasciamo a **neutral gli inflation link Eurozone**. Troviamo attraenti i rendimenti reali a medio termine, ma riteniamo che un rimbalzo di quelli nominali potrebbe penalizzare nel breve i prezzi. Vediamo valore nei BTP Italia, alla luce dei breakeven inflation sotto l'1%. .
- Portiamo a **neutral l'obbligazionario governativo UK** per motivi analoghi a quelli illustrati per obbligazionario US e Core Europe.
- Portiamo a **underweight l'obbligazionario emergenti in valuta locale** ritenendo che il rally fatto in seguito al crollo dei tassi globali sia iperesteso e che un ritorno a salire del Dollaro possa danneggiare le divise emergenti. Portiamo a **neutral** quello in **valuta forte** con l'idea che anche qui i rendimenti assoluti siano calati troppo rapidamente. Lasciamo a **neutral il debito corporate US Investment Grade**. Ci concentriamo però sui rating medio alti, evitando gli emittenti del comparto aventi rating più speculativo (BBB, BBB-).



### In sintesi

- 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.
- Lasciamo a **overweight i finanziari, sia senior che subordinati**. L'impatto delle politiche monetarie restrittive sull'economia avrà un effetto sulle banche, ma riteniamo che la generazione organica di capitale sarà tale da mantenerlo stabile sui livelli attuali. Le provision accantonate dagli Istituti sono sufficienti in aggregato a permettergli di sostenere anche un discreto deterioramento della qualità degli assets. In questo contesto rimaniamo Overweight su tutta la struttura di capitale da Senior a Contingent Convertible, valutando con attenzione però il livello di esposizione verso il Commercial Real Estate delle istituzioni austriache e tedesche.
- Riguardo ai cambi, riportiamo a **overweight il Dollaro**. Riteniamo che la correzione abbia fatto il suo corso, e che la maggior robustezza dell'economia USA e l'elevata probabilità che l'ECB arrivi a tagliare i tassi prima della Fed torneranno a favore del biglietto verde.
- Portiamo a **neutral la Sterlina contro €**, ritenendo al momento le economie si equivalgano.
- 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 del cross.
- 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

US	■
Area euro	▼
Italia	▼
UK	▼
Giappone	■
Cina	▲
Emergenti	■

### Valute vs Euro

USD	▲	Upgrade
GBP	■	Upgrade
CHF	▲	
JPY	▲	

### Materie prime

Energetiche	▲
Industriali	■
Agricole	▲
Metalli preziosi	▲

### Obbligazionario governativo

US	■	Downgrade
Area euro core	■	Downgrade
Italia/Periferia	■	Downgrade
UK	■	Downgrade
Giappone	▼	
Emergenti Local Currency	▼	Downgrade
Emergenti Hard Currency	■	Downgrade
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.	▲



## 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.