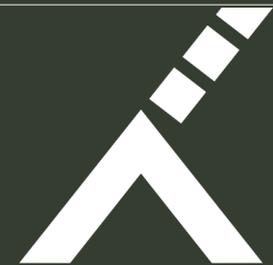


2024

Anthilia
Capital Partners
SGR

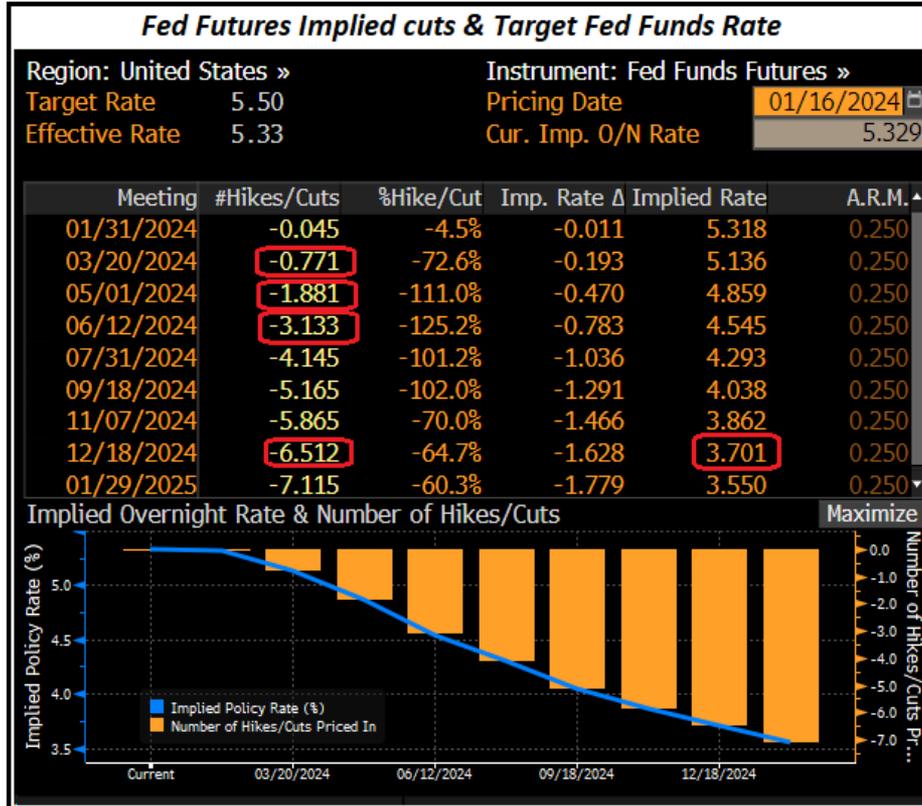
Analisi di scenario
Gennaio 2024



Anthilia^{sgr}
Capital Partners



Quanto possono calare ancora i rendimenti?

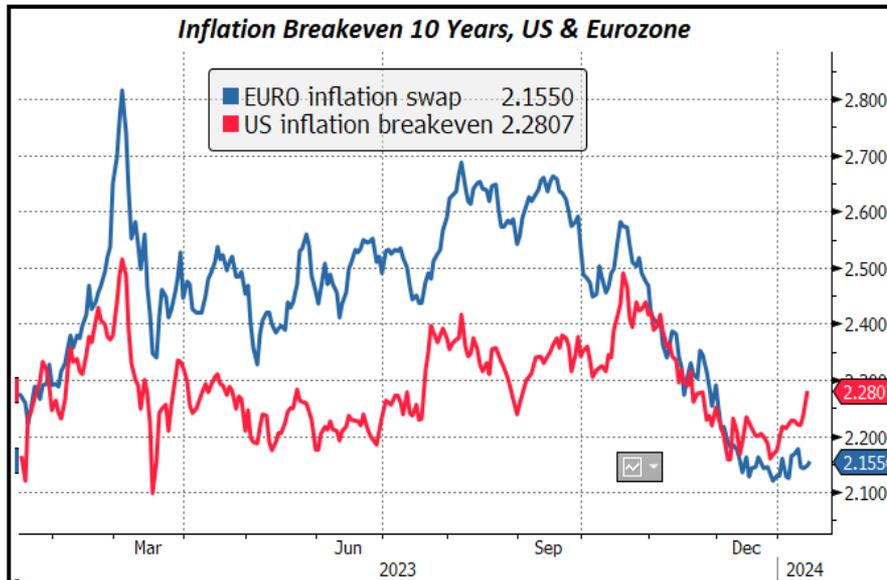


- Il cambio di stanche adottato dalla Fed al FOMC di ottobre ha indotto il mercato dei tassi USA a scontare un ciclo di easing importante: 6 o 7 tagli nel 2024, pari a uno per ogni meeting FOMC da qui a Settembre
- Con 2 tagli da 25 bps praticamente scontati entro il FOMC dell' 1 Maggio, sembra difficile che la curva USA possa prezzare scenari significativamente più aggressivi, in assenza di un chiaro e rapido deterioramento macroeconomico.
- Un mercato easing della stanche, portato avanti in assenza di un indebolimento ciclico dovrebbe comportare, coeteris paribus, un aumento delle aspettative di inflazione a medio termine, con impatto negativo sulle parti più lunghe della curva treasury.
- Su queste basi, un ulteriore significativo calo dei rendimenti della curva treasury deve principalmente dipendere da un sensibile deterioramento dei dati, che alimenti timori per la crescita USA
- Un simile scenario non è da escludere, ma, partendo dal quadro attuale, richiede tempo per delinearsi. Per questo motivo l'upside per i bonds USA sembra limitato nel breve, mentre eventuali sorprese al rialzo nei dati macro e inflattivi potrebbero prolungarne la fase correttiva.

- Comunque sia, considerando l'ormai consolidata riluttanza della Fed a cogliere di sorpresa il mercato, dalla seconda metà di Febbraio la retorica dei membri dovrebbe prendere progressivamente una direzione precisa, per dirottare il pricing sulla scelta giusta per il FOMC del 20 marzo. Al momento la scelta sembra essere divisa tra 25 bps e 0, con il mercato decisamente posizionato per la prima ipotesi, e quindi vulnerabile ad un'opzione opposta da parte del FOMC

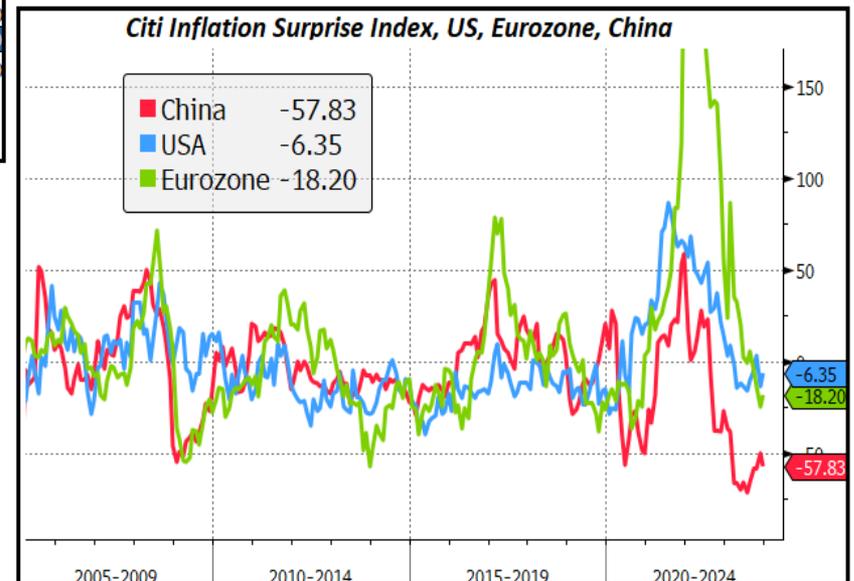


Stabilizzazione delle aspettative di inflazione di mercato.



- Ciò detto, sussistono diverse «Wild Cards» che possono produrre disturbi nei prossimi mesi:
 1. Il 2024 è un anno elettorale e questo può significare incrementi di stimolo fiscale reali o anche «attesi» (i.e. sopravvento di Trump nei sondaggi)
 2. Eventuale rimbalzo congiunturale cinese che alimenti una salita del costo delle esportazioni e delle commodity
 3. Fluttuazioni nel costo dell'energia, che recentemente ha costituito un importante driver di disinflazione

- Dopo aver corretto significativamente negli ultimi mesi del 2023, le aspettative di inflazione USA ed EU hanno dato segnali di stabilizzazione (le prime più delle seconde, in virtù di una retorica più dovish da parte dei membri Fed)
- Anche il consenso si è decisamente adeguato alla realtà di dati inflattivi che sorprendono al ribasso, come mostrano gli Inflation Surprise index di Citigroup.
- A medio termine, il trend disinflattivo sembra ben impostato, con il calo della categoria «shelter» a costituire uno stabile driver ribassista





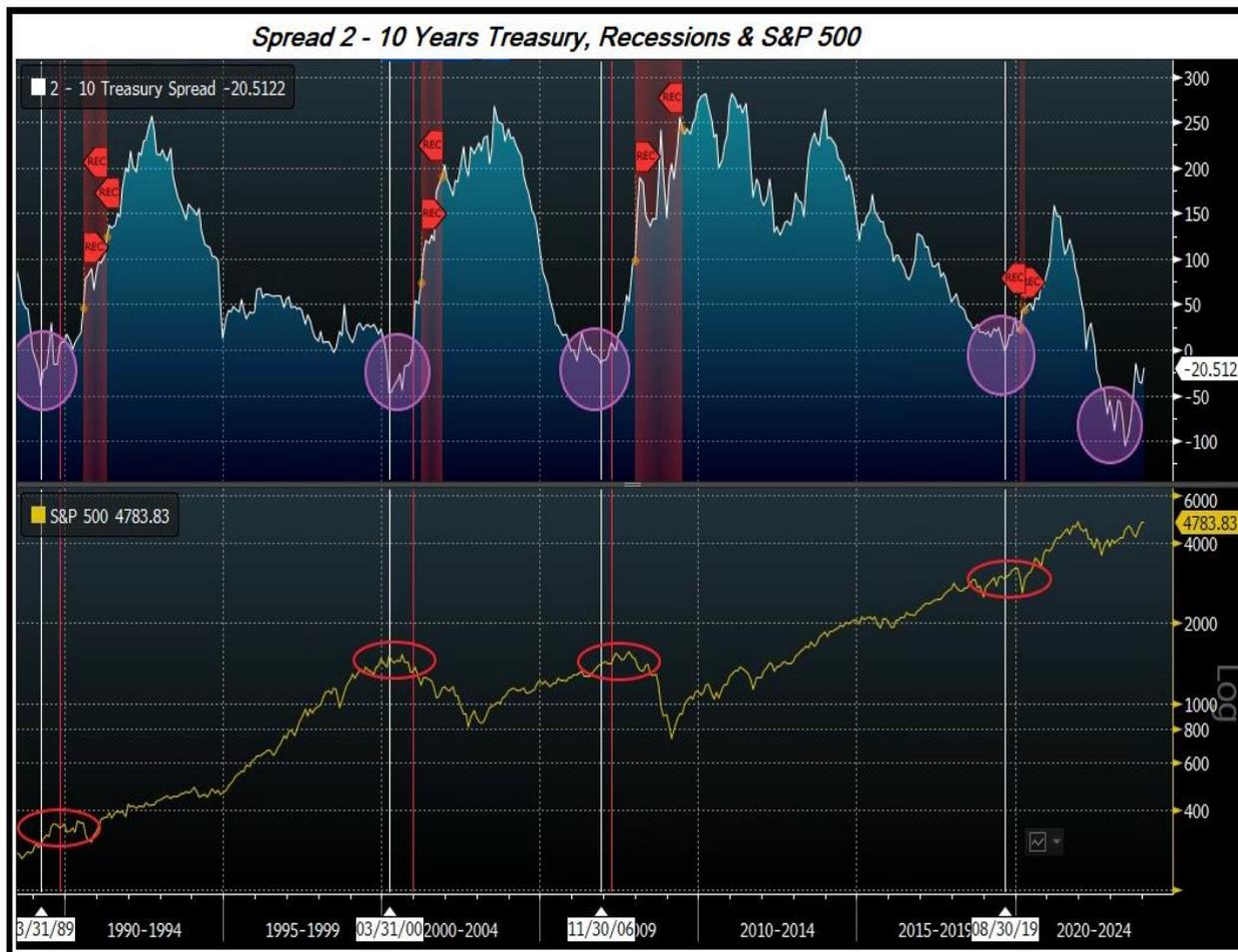
La Geopolitica è un rischio ulteriore per il quadro inflattivo.



- Nelle ultime settimane gli attacchi dei ribelli Houthi ai cargo in transito nel Mar Rosso hanno prodotto un **balzo dei costi di freight** legato alla necessità di evitare la zona e/o ai costi assicurativi.
- Sebbene l'aumento non sia minimamente paragonabile a quanto osservato nel 2021/22, **una permanenza dei costi su questi livelli o un ulteriore spike possono avere un impatto percettibile sull'inflazione**, in una fase in cui le aspettative si sono consolidate su un trend di ribasso.



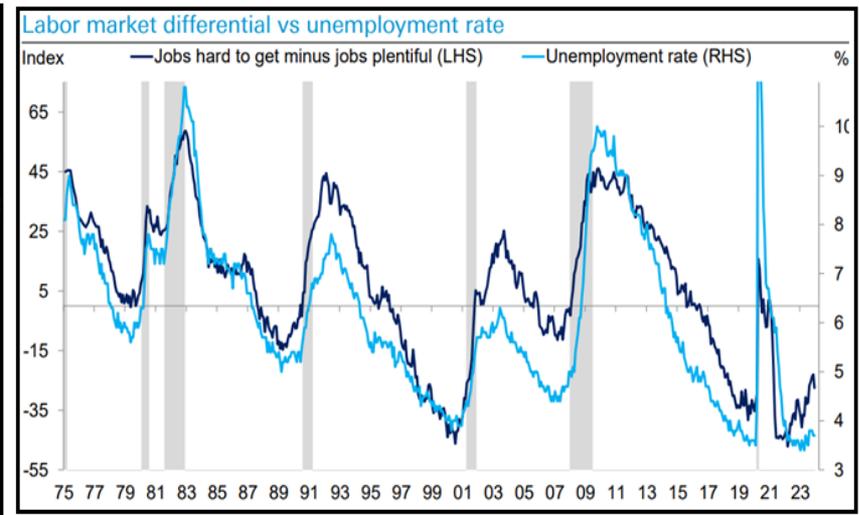
L'inversione della curva USA volge al termine.



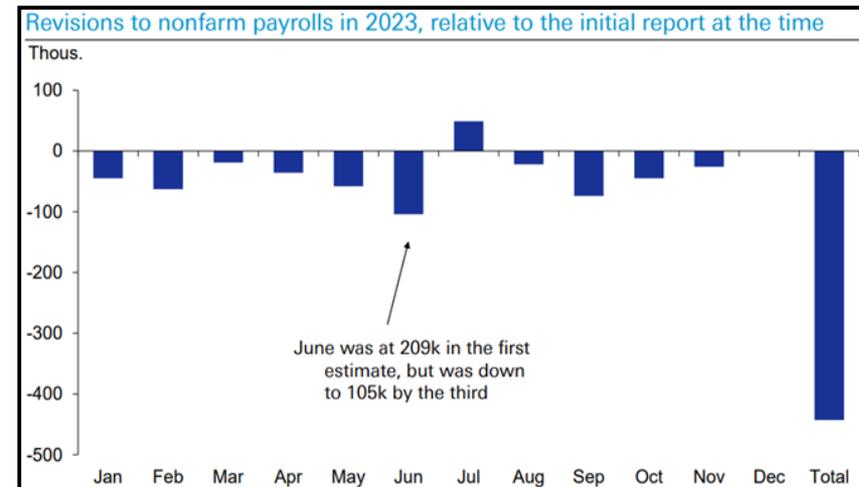
- Un altro corollario del cambio di stanche Fed è che **la disinversione della curva USA sembra ormai avviata**: dopo il segmento 5-30 anni, anche quello 2-30 è tornato a mostrare un valore positivo. Il segmento 2 - 10, il cui spread è il più osservato a causa del suo backtest come anticipatore delle recessioni, dista 20 bps dalla parità.
- I precedenti degli ultimi 40 anni mostrano che **la recessione è sempre arrivata dopo che lo spread 2-10 era tornato positivo**: solo questo fatto renderà il segnale valido.
- Parimenti, **la fase iniziale della disinversione è solitamente positiva per l'azionario**: stante la circostanza che il driver del movimento è costituito dal calo del 2 anni, con la curva che va a scontare tagli, **inizialmente l'azionario si giova dell'easing monetario che ne deriva.**



Il mercato del lavoro USA continua a dare segnali di decelerazione....

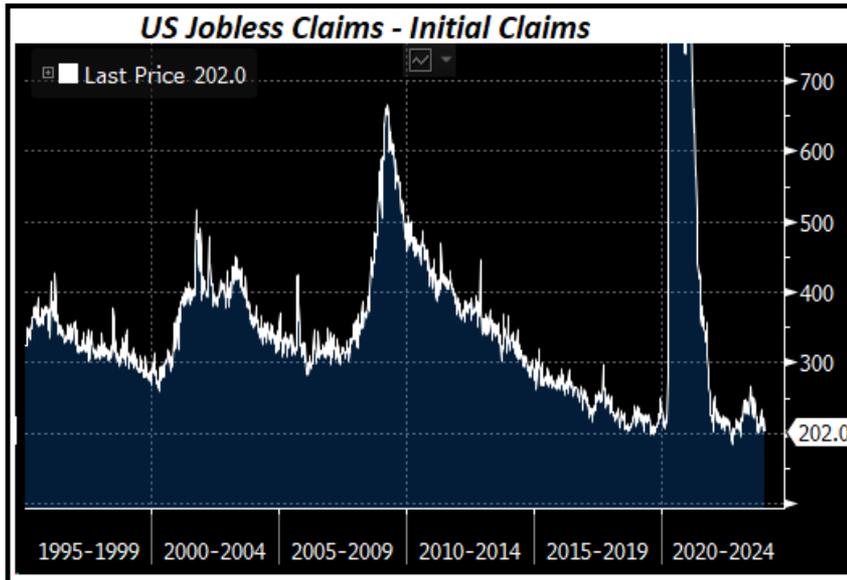


- Nel corso del 2023 diversi indicatori hanno progressivamente indicato un calo della domanda di lavoro:
 1. Le offerte di lavoro sono calate (nella serie Job Openings, ma anche Indeed e Linkup)
 2. Le dimissioni volontarie e le assunzioni, che costituiscono un indicatore di dinamicità del mercato, sono calate a loro volta.
 3. La percezione del mercato del lavoro da parte dei consumatori si sta lentamente deteriorando
 4. Le revisioni al numero di posti di lavoro creati indicato dalla establishment survey sono state quasi costantemente al ribasso, mentre la Household Survey ha in generale indicato numeri inferiori.



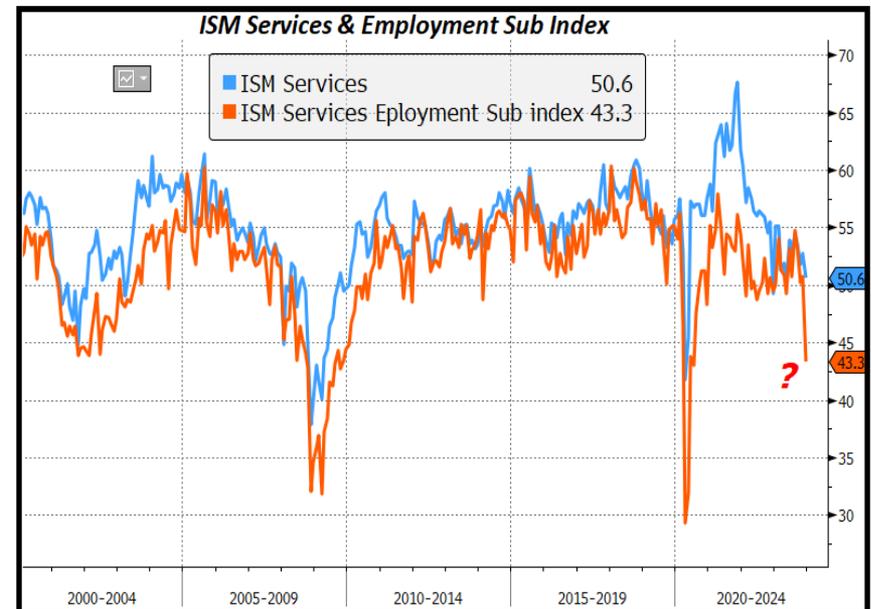


... ma questo non si è finora tradotto in un aumento dei layoffs.



- A dicembre l'ISM services USA ha sorpreso al ribasso, e il **sotto indice Employment ha fatto un crollo di oltre 7 punti** segnando il minimo dal Covid, e prima dalla grande crisi finanziaria.
- Senza voler sopravvalutare una singola lettura di una survey di attività che recentemente ha dato indicazioni contrastanti, vale la pena di osservare che, **stante l'importanza del settore servizi per l'economia USA** (oltre l'80% dell'attività) **questa brusca discesa costituisce un segnale di cautela** nei confronti di quello che è stato finora il principale fattore di resilience dei consumi USA.

- Peraltro, uno degli indicatori ad alta frequenza più affidabili dell'andamento dell'occupazione USA, i **jobless claims settimanali**, non mostra al momento **alcun deterioramento** (se non, a margine nei continuing claims)
- Questo sembra indicare che **le aziende stanno rallentando le assunzioni, ma ancora in aggregato non stanno licenziando**.
- Difficoltà a reperire manodopera qualificata e «labour hoarding» ovvero la riluttanza a liberarsi di forza lavoro acquisita con enorme difficoltà possono essere 2 dei fattori alla base del fenomeno.



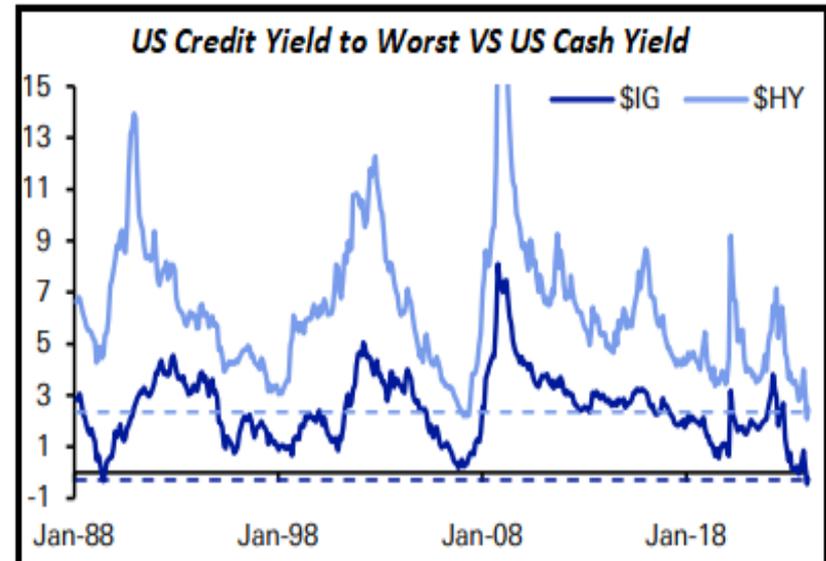


Anche il credito sconta il soft landing negli USA (e in EU)



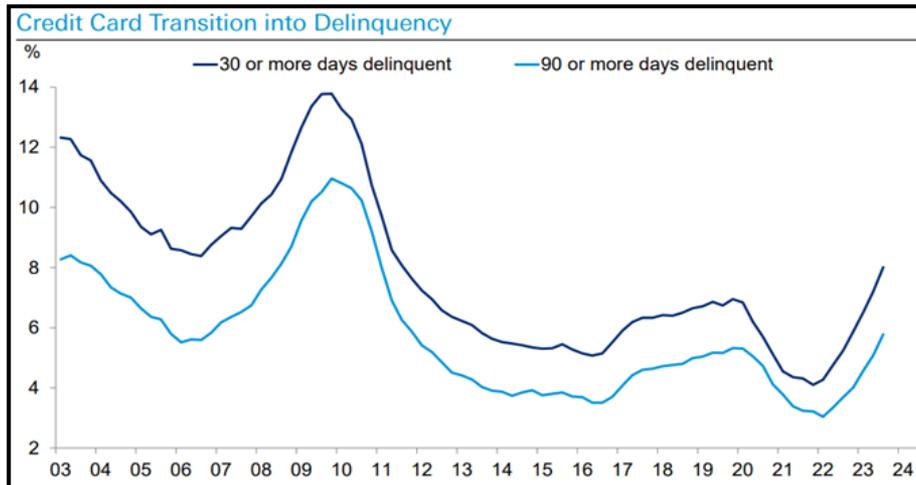
- Complice l'inclinazione negativa delle curve dei tassi, il rendimento assoluto del credito USA e Euro è terminato ai minimi storici contro quello del cash.
- Su queste basi, il premio al rischio offerto dai corporate bonds non finanziari è al momento assai ridotto:
 1. Un eventuale ulteriore restringimento potrebbe nel breve essere assorbito da un ritorno a salire dei rendimenti governativi
 2. Viceversa un deterioramento del quadro, che producesse un ulteriore calo dei tassi vedrebbe l'effetto assorbito da un widening degli spread, in particolare sul high yield..

- Coerentemente con il calo dei rendimenti governativi, e con il recupero del sentiment occorso negli ultimi mesi del 2023, **gli spread dei corporate bonds, sia Investment Grade che high Yield, sono tornati su livelli compressi**, osservati l'ultima volta a inizio 2022.
- Se questi livelli di spread non sono particolarmente stretti se paragonati con quelli medi che hanno prevalso nell'ultimo quindicennio (post GFC), va ricordato che **si confrontano con tassi governativi quasi il doppio di quelli osservati nel medesimo periodo**



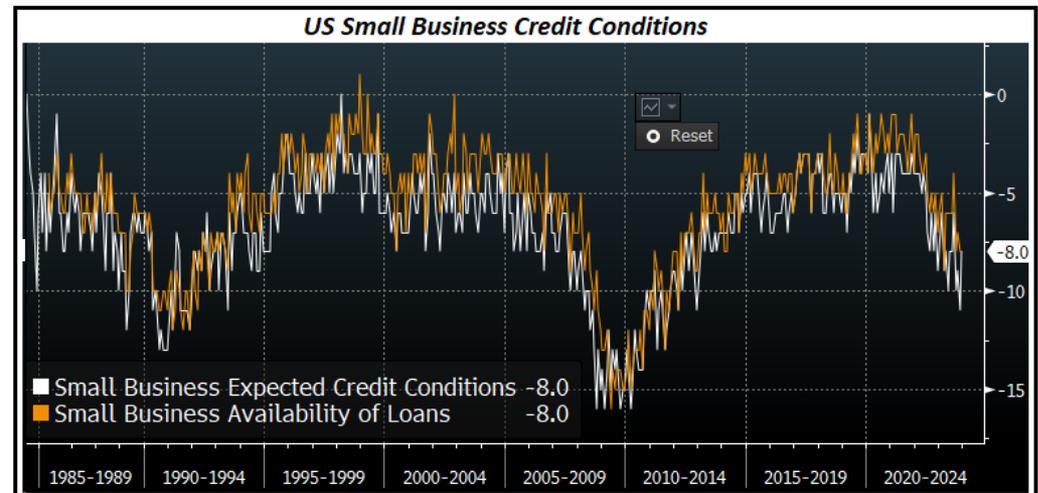


L'easing Fed arriverà in tempo per arrestare il credit tightening?



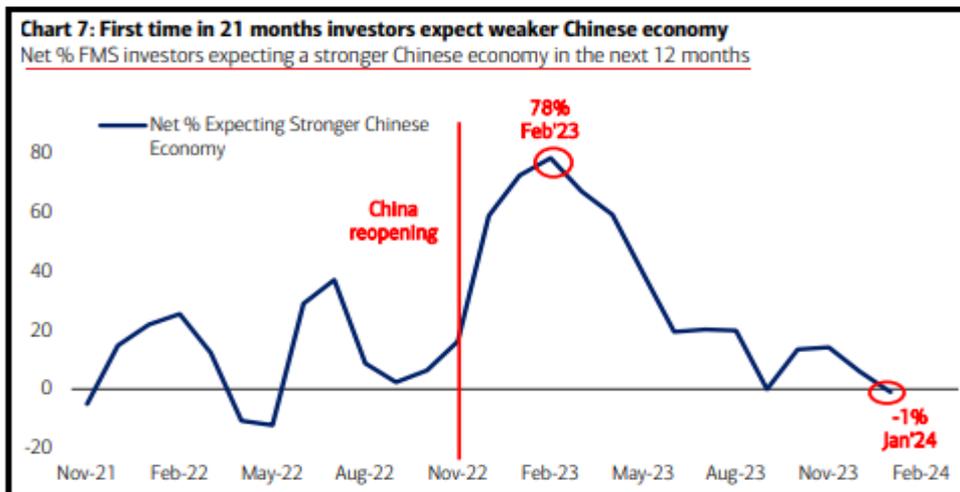
- Il recente **easing delle condizioni finanziarie** ha per ora avuto **un effetto modesto** sull'inasprimento dei credit standards sopportato da consumatori e small business.
- Se le bankruptcies delle aziende, pur in salita, restano su livelli bassi, le **delinquencies su carte di credito e altre forme di finanziamento al consumo** stanno osservando tassi di salita più rapidi
- E le piccole aziende continuano a segnalare una sempre maggiore difficoltà a reperire credito, a fronte di un fatturato in ritirata (Actual Sales -11)

- **Stante il «pivot» Fed, gli eventuali tagli dei tassi in arrivo nel corso del 2024 (vedremo in che quantità) potranno porre un freno a questo deterioramento.**
- Peraltro, se il tightening Fed ha agito con un lag importante, anche l'easing potrebbe ugualmente avere un effetto ritardato sui fondamentali.





Azionario cinese: depresso e dimenticato, ma cheap.



- L'azionario cinese inizia il 2024 con aspettative diametralmente opposte a quelle osservate 12 mesi fa.
- A inizio 2023 dominava l'ottimismo sulla crescita, legato all'uscita dalla politica «zero covid».
- Le borse facenti capo al colosso asiatico erano tra le poche a godere della fiducia degli investitori.
- Dopo un anno di dati deludenti e crisi dell'immobiliare, la situazione è opposta: la Fund manager Survey di Bank of America segnala una maggioranza di investitori che si attende un'economia più debole a 12 mesi, per la prima volta da Maggio 2022.

- Conseguenza di questa situazione è che **sentiment e positioning sulle borse del Dragone sono ai minimi storici**.
- Detto questo, la marcata **sottoperformance dell'azionario cinese ha favorito la comparsa di valutazioni particolarmente attraenti rispetto a quelle dei rispettivi USA e Indiano, ma anche rispetto a quello europeo e globale**.





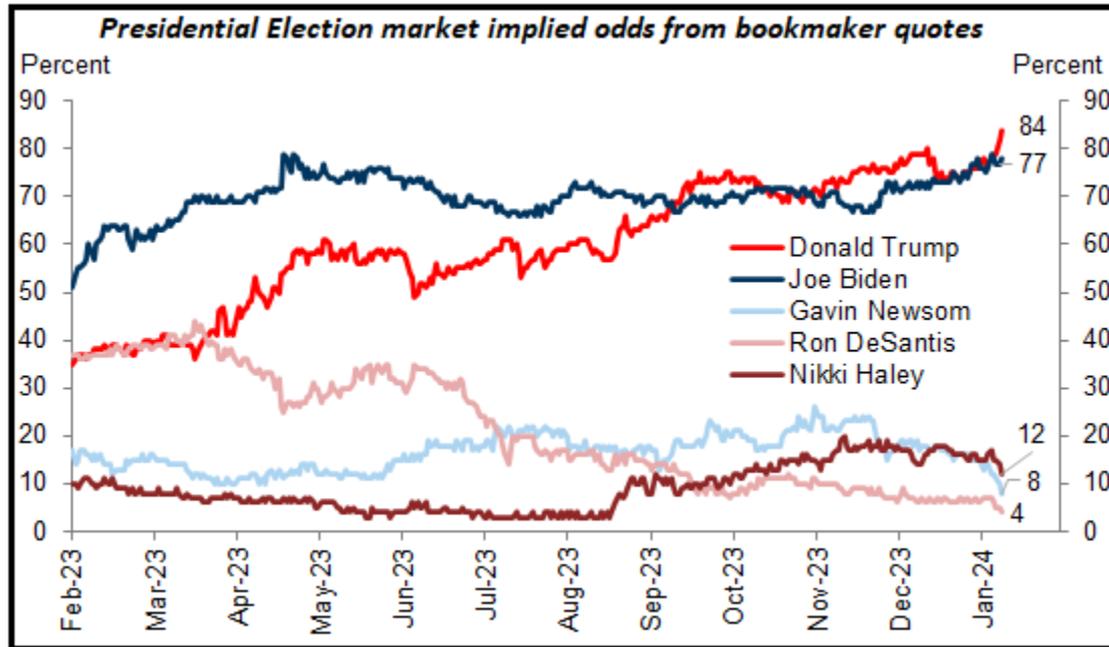
Dall'obbligazionario high Yield Cinese un possibile segnale di inversione di tendenza



- Contrariamente all'azionario cinese, che prosegue a fare nuovi minimi, l'indice High Yield sembra dare segnali più costruttivi: nel 2023 non ha fatto un nuovo minimo rispetto a quello marcato a novembre 2022 e si è un po' ripreso nella seconda metà dell'anno.
- In passato questo tipo di divergenza si è risolto con un recupero dei corsi azionari.



Elezioni presidenziali USA: incertezza elevata su esito e conseguenze.



- I recenti risultati del Caucus in Iowa sembrano indicare che la probabilità che Trump ottenga la nomina di candidato repubblicano è assai elevata.
- Le presidenziali 2024 si annunciano come uno degli eventi più incerti e dalle conseguenze più rilevanti dei prossimi anni. Infatti un nuovo mandato a Trump avrebbe ricadute importanti su politica fiscale, e politica estera
 - Politica fiscale: Trump mostrerà sicuramente un atteggiamento più proattivo.
 - Politica commerciale: protezionismo. Trump ha dichiarato di voler istituire dazi generalizzati del 10
 - Politica estera: isolazionismo, calo del supporto per Nato e Alleati, contrasto dell'immigrazione
- Se nel 2016 il «rischio Trump» era assolutamente monitorato, al momento non sembra che i mercati lo stiano scontando adeguatamente. Eppure è un rilevante fattore di incertezza che rischia di accompagnarci per tutto l'anno.



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 recente calo dei rendimenti potrebbe supportare ancora un po' i corsi, in linea con quanto osservato nelle precedenti occasioni in cui la Fed ha operato un esteso ciclo di easing. Inoltre, il recente ridimensionamento delle attese sugli earnings del quarto trimestre li ha portati su livelli che in aggregato dovrebbero essere facilmente battuti. In questo contesto, le guidance fornite restano un motivo di cautela.
- 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.
- Portiamo a **neutral l'azionario UK**. Riteniamo che Londra, tra le piazze più deboli nel 2023, possa recuperare in relativo nel corso del 2024 in virtù di valutazioni più contenute, un'economia più resiliente delle attese, una distribuzione settoriale più difensiva e una volatilità storicamente più ridotta.
- 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 sta permettendo alla Bank of Japan di rinviare l'abbandono della sua stance ultra ease. Nel breve l'azionario è però iperesteso.
- Lasciamo a **overweight l'azionario cinese**: le autorità sono tornate a spingere forte sullo stimolo fiscale. Gli indicatori economici ad alta frequenza stanno migliorando. Sentiment e positioning sono su livelli diametralmente opposti a quelli osservati all'inizio del 2023. Le valutazioni sono tornate assai attraenti.
- 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.
- Lasciamo tatticamente a **neutral l'obbligazionario US**. Il rally obbligazionario occorso negli ultimi 2 mesi del 2023 ha portato rendimenti e aspettative di politica monetaria su livelli tali da richiedere chiari segnali di rallentamento macro per poter continuare a calare. In assenza, quanto scontato dalla curva dei tassi USA costituisce il massimo che la Fed possa deliverare, mentre eventuali sorprese al rialzo sull'inflazione possono condurre a un parziale repricing.



In sintesi

- Lasciamo a **overweight i treasuries inflation linked**. Riteniamo che i rendimenti reali offerti mostrino ancora valore, a fronte di un potenziale indebolimento del quadro macro. I breakeven inflation costituiscono un hedge nel caso l'inflazione dia dei colpi di coda nei primi mesi del 2024
- Lasciamo a **neutral l'obbligazionario governativo core Eurozone**. Come per gli USA, riteniamo che rally obbligazionario occorso negli ultimi mesi del 2023 abbia portato rendimenti e aspettative di politica monetaria su livelli che presuppongono uno scenario perfetto sull'inflazione e/o un mercato rallentamento economico. Il movimento è stato molto rapido e violento e nelle prossime settimane la correzione in atto potrebbe proseguire. Lasciamo a **neutral i bond periferici** con l'idea che gli attuali livelli di spread costituiscano un giusto compromesso tra il quadro macro debole e l'effetto sugli spread di un inizio di un ciclo di easing da parte dell'ECB che vediamo come inevitabile e presumibilmente più vicino di quello della Fed.
- 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 nei pressi del 1%.
- Lasciamo a **neutral l'obbligazionario governativo UK** per motivi analoghi a quelli illustrati per obbligazionario US e Core Europe.
- Lasciamo 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. Lasciamo 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-). 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.



In sintesi

- Lasciamo a **overweight i finanziari, sia senior che subordinati**. Il margine di spread offerto dagli emittenti finanziari su quelli corporate, nonostante il recente calo favorito dal rally del credito, resta ampio, e in aggregato non giustificato dai fondamentali, alla luce dei numerosi interventi regolamentari che hanno aumentato parecchio i ratio di capitale e le riserve degli istituti. Questo fattore è stato chiaramente evidenziato nel corso del 2023 in occasione della crisi delle banche regionali USA e della demise di Credit Suisse. Per questo motivo, rimaniamo Overweight sull'asset class dei Finanziari, su tutta la Capital Structure, pur mantenendo, per la parte più rischiosa (subordinati Contingent Convertible) una preferenza per emittenti diversificati sia in termine di business di collocazione.
- Riguardo i cambi, lasciamo a **overweight il Dollaro**. Anche a fronte di un ciclo di easing da parte della Fed, i rendimenti USA resteranno abbondantemente sopra quelli Eurozone. Inoltre attribuiamo alla circostanza che l'ECB si muova prima della Fed una probabilità maggiore rispetto al mercato dei tassi. Infine l'incertezza relativa alle elezioni USA, con la possibilità che Trump faccia ritorno alla Casa Bianca, potrebbe favorire il biglietto verde nel corso dell'anno, in virtù dell'impatto su politica fiscale, e degli effetti negativi sul global trade, sulla stabilità geopolitica su Europa (istituzione di dazi, calo del supporto all'Ucraina)
- Portiamo a **overweight la Sterlina contro €**. ritenendo al momento le economie si equivalgano, mentre la borsa UK ha fondamentali più attraenti, e la bilancia commerciale britannica ha mostrato un trend in miglioramento.
- 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.
- 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. Portiamo a **neutral le commodity agricole** ritenendole correttamente valutate in questo quadro incerto. 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	■ Upgrade	UK	■
Giappone	■	Giappone	▼
Cina	▲	Emergenti Local Currency	▼
Emergenti	■	Emergenti Hard Currency	■
Valute vs Euro		Inflation linked US	▲
USD	▲	Inflation linked Area euro	■
GBP	▲ Upgrade	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	■ downgrade	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 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

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.