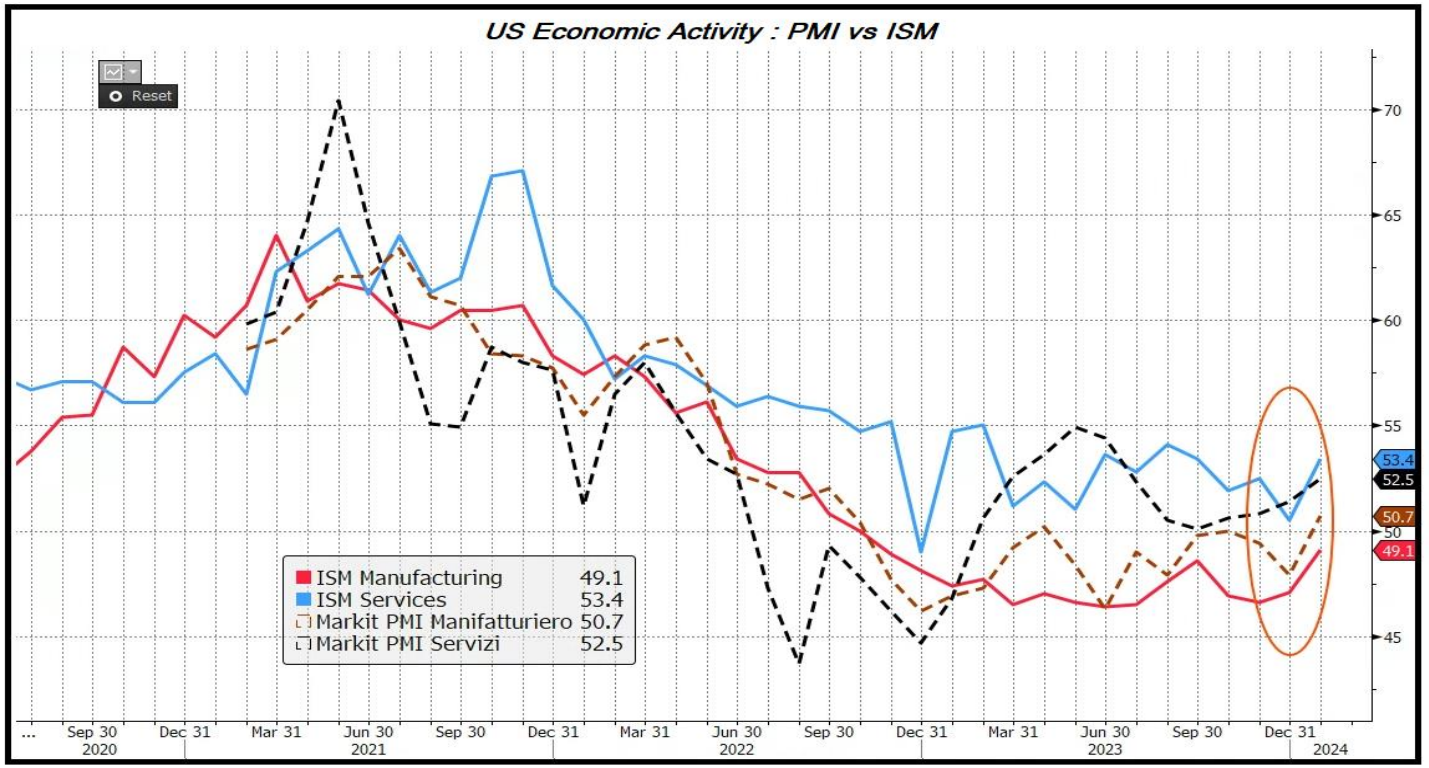
2024

Anthilia Capital Partners SGR

Analisi di scenario
Febbraio 2024

Anthilia sgr
Capital Partners

L'economia USA accelera il passo?

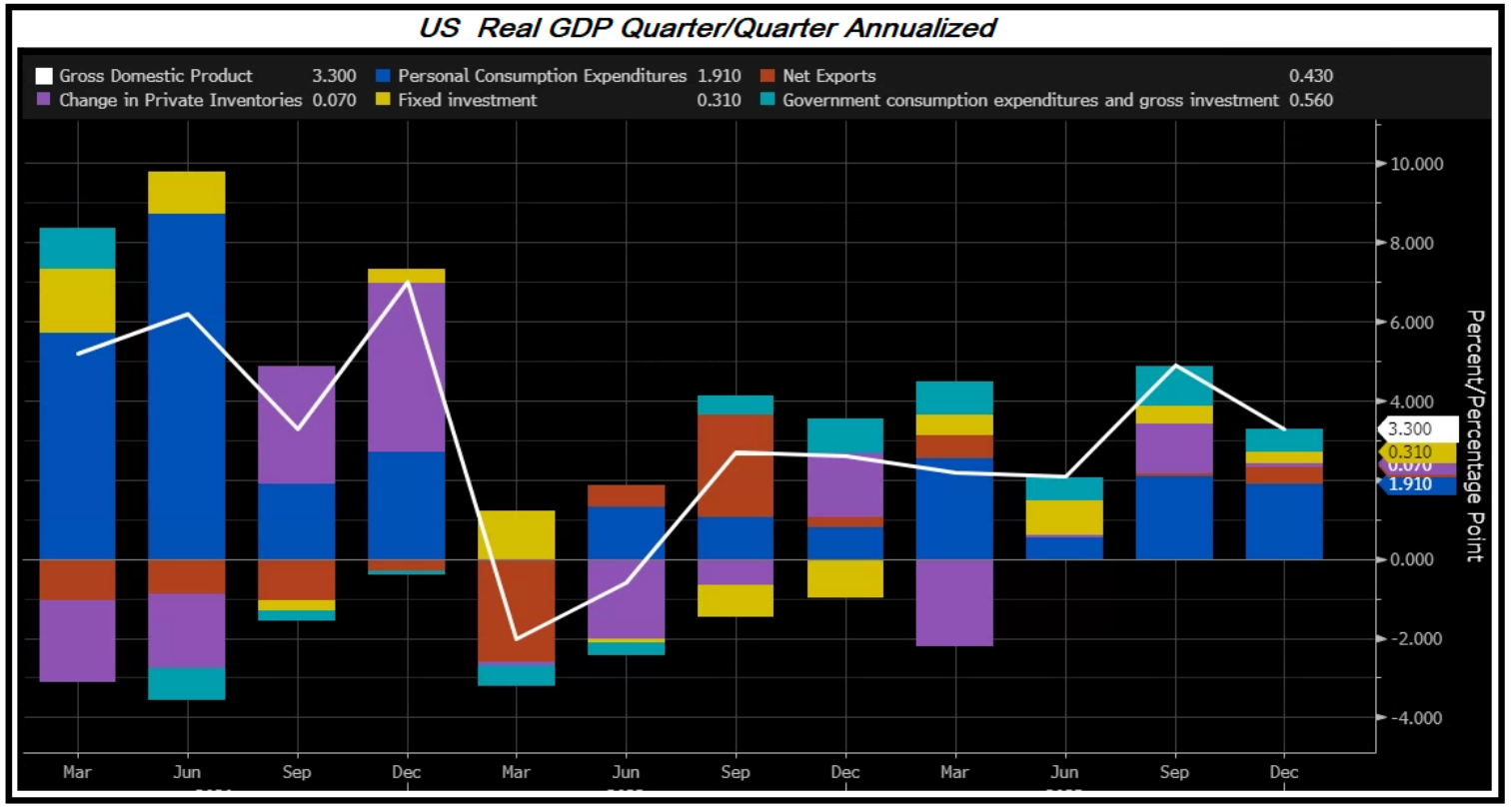


- **L'economia USA** ha chiuso il 2023 con **un ritmo di crescita sopra il 3% annualizzato**, e i principali indicatori di crescita mostrano un livello di **attività in accelerazione nel primo trimestre del 2024**, alimentato da un recupero del manifatturiero, dopo 15 mesi di contrazione consecutivi (ISM).
  Le indicazioni dei PMI e ISM sono state imprecise (e in contrasto con survey regionali e altre serie) ma ad inizio 2024 mostrano direzione univoca ed infine coerente con quanto indicato dai principali modelli econometrici.
- Il caveat è che già a Q3 2023 avevano dato segnali simili, anche se meno univoci, e che comunque **l'attività indicata dalle survey resta più bassa rispetto a quella registrata dai dati di contabilità nazionale**.

Fonte : Bloomberg

Analisi di scenario

La crescita USA sopra il potenziale nella seconda metà del 2023.

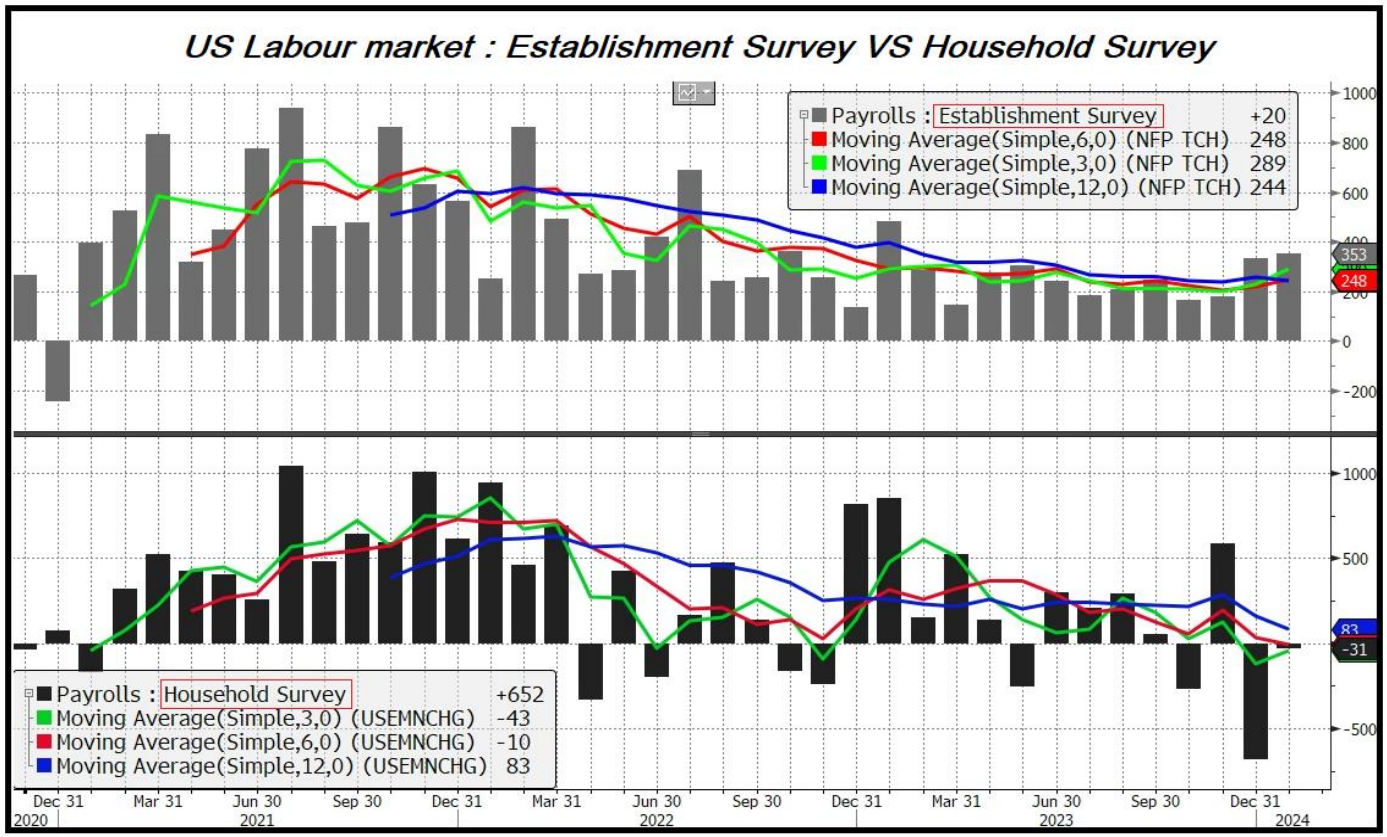


- Il GDP USA ha tenuto un livello di crescita negli ultimi 2 trimestri pari al 4,1% annualizzato, ovvero **quasi il doppio del potenziale.**
- Il principale driver sono **i consumi**, che restano assai robusti nonostante l'inasprimento delle condizioni finanziarie, e un inizio di aumento delle delinquencies sulle varie categorie del consumer credit.
- Anche **la spesa fiscale** resta un contributo rilevante. Trattandosi di un anno elettorale è difficile che cali in maniera significativa a breve.

Fonte : Bloomberg

Analisi di scenario

Il mercato del lavoro USA resta tonico, ma è difficile dire quanto….



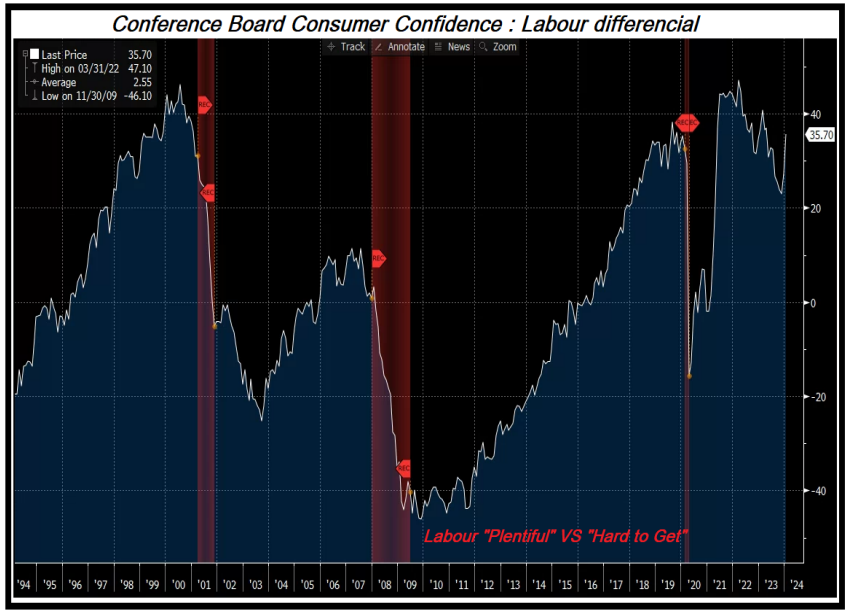
- Il labour market report Usa tra Dicembre e Gennaio ha mostrato un'accelerazione significativa della creazione di posti di lavoro, su livelli massimi da dodici mesi.
- Altri indicatori, come ad esempio la Household Survey, ma anche i sottoindici employment delle survey di attività, l'ADP e il Beige Book Fed, mostrano un quadro meno positivo, sia pure in un contesto di dispersione delle letture
- A inizio anno le destagionalizzazioni creano qualche distorsione nelle serie, come mostrano anche i payrolls di gennaio 2023

Fonte : Bloomberg

Analisi di scenario

… anche se si registra un miglioramento della percezione del pubblico.

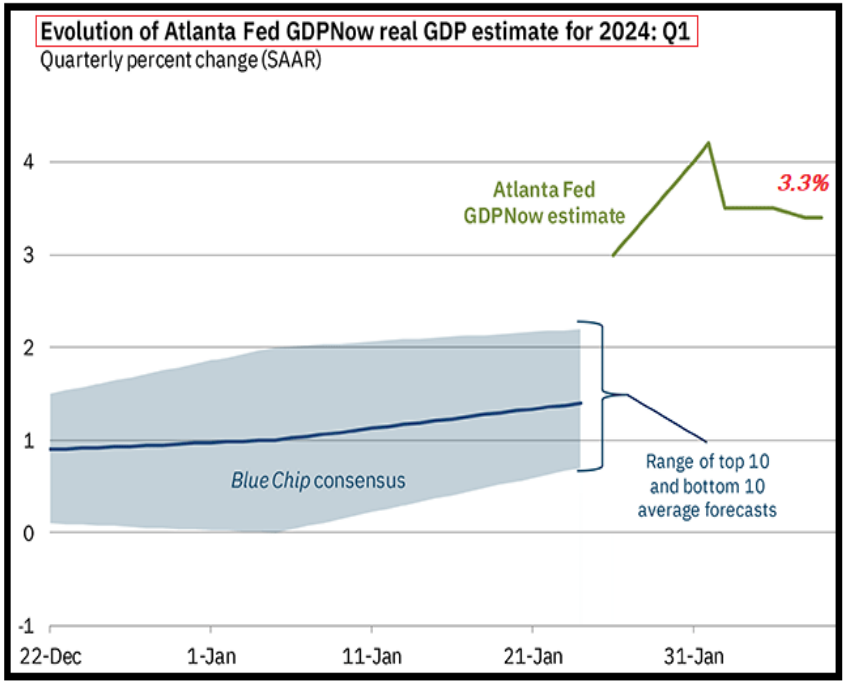
- Nonostante i fasti recenti dei payrolls, il *Kansas City Fed Labor Market Conditions Level of Activity Indicator* ha continuato a mostrare deterioramento del mercato del lavoro USA.
- Questo è una media ponderata di 24 indicatori, aggregati per determinare una misura del livello di attività e una di momentum, calcolati come numero di deviazioni standard dal livello medio di lungo periodo.
- Come media ponderata, questi indicatori sono meno soggetti al rumore insito nelle singole serie di dati



- Peraltro, a Gennaio l'indicatore di percezione delle condizioni del mercato del lavoro USA nella Consumer Confidence calcolata dal Conference Board ha fatto un balzo: la percentuale netta di intervistati che giudica la domanda di lavoro «plentiful» rispetto a «hard to get» è salita di un 8,4% netto al 35,7%.
- Su queste basi sembra che comunque **un eventuale aumento della disoccupazione non sia imminente.**
- La resilienza superiore alle stime del mercato del lavoro USA nel quarto trimestre 2023 ha probabilmente alimentato la forza dei consumi, un fenomeno che potrebbe continuare nel primo trimestre 2024

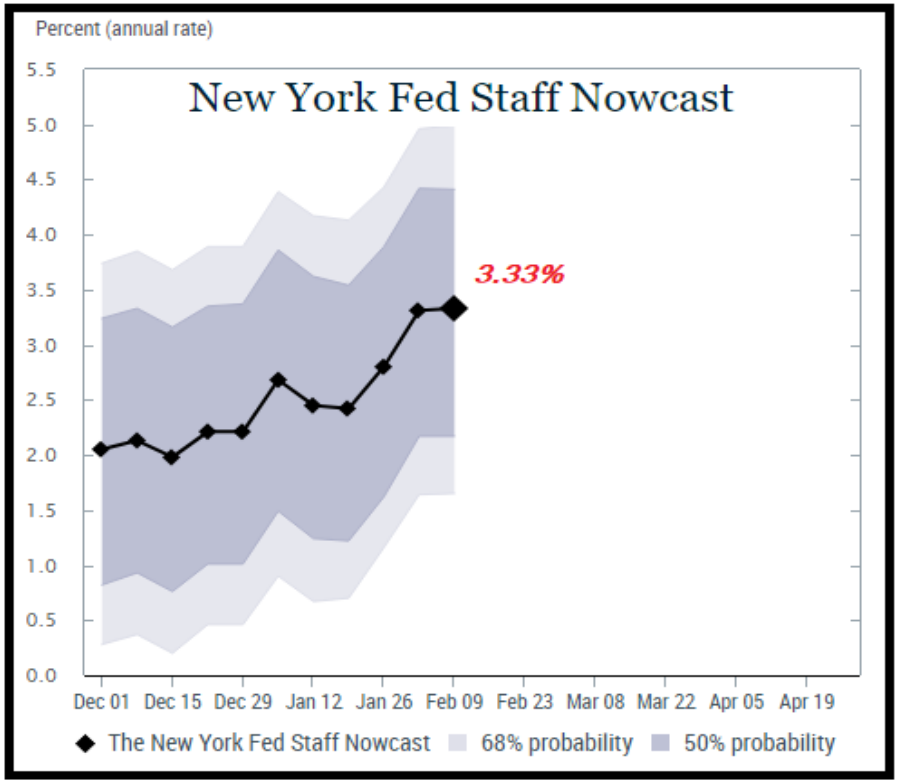
Fonte : Bloomberg

Gli USA sono entrati nel 2024 ad un ritmo di crescita ancora elevato



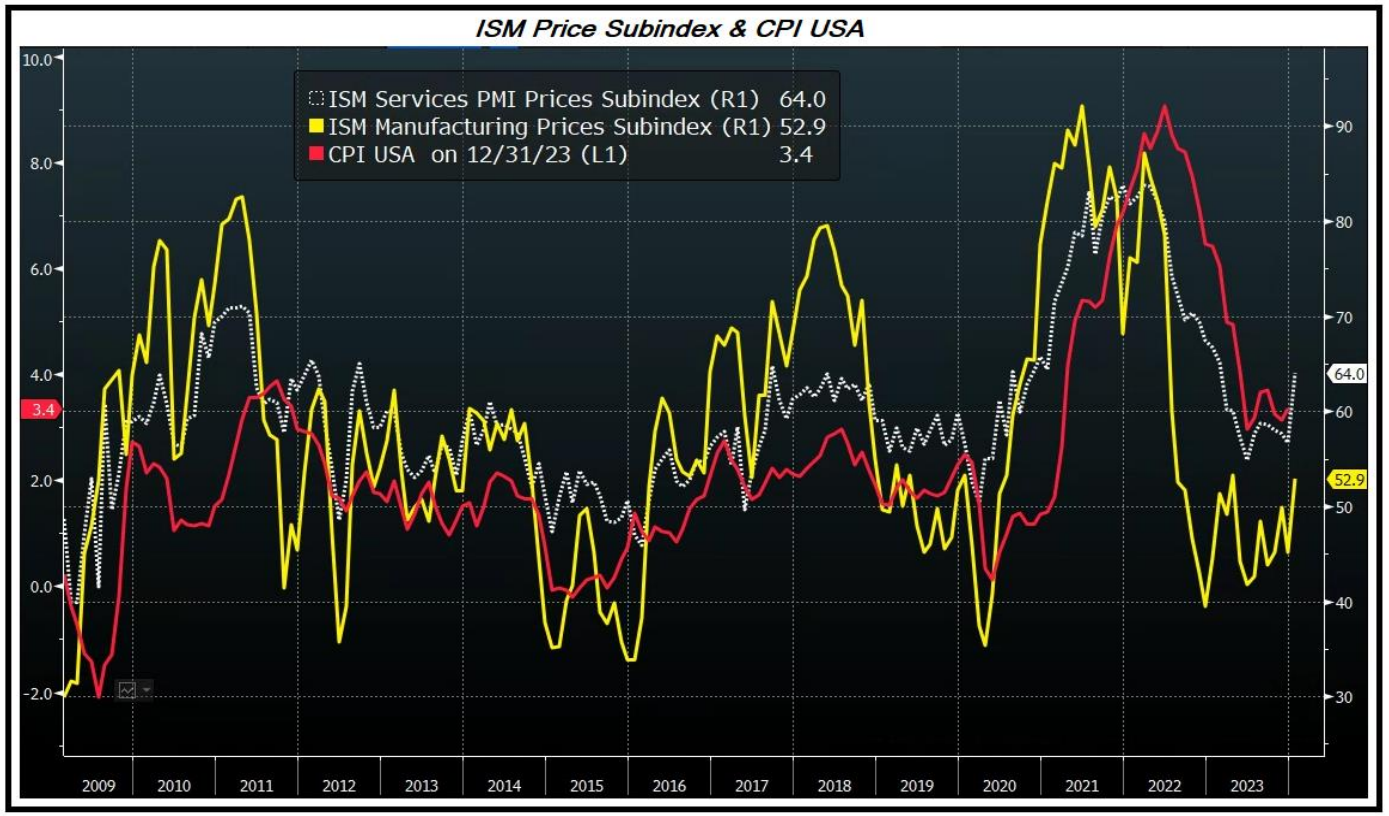
- Le indicazioni iniziali per il primo trimestre di questi modelli mostrano **un economia USA nell'atto di crescere sopra il 3%,** in altre parole ben sopra il proprio potenziale per il terzo trimestre consecutivo.
- La domanda è: **come si coniuga questa crescita sopra il potenziale con un inflazione USA che rientra senza scosse, e una Fed che va a tagliare i tassi rapidamente**?

- Dopo una lunga fase di difficoltà legata principalmente all'impatto del Covid, e relativo stimolo, sui dati macro, **i modelli econometrici negli ultimi trimestri stanno vivendo una nuova giovinezza.**
- Infatti hanno fotografato la crescita USA molto meglio di survey di attività economica ed analisti.



Fonte : Atlanta Fed, NY Fed

Rischi al rialzo sullo scenario inflattivo 2024



- I sottoindici dei prezzi degli ISM Manufacturing e Services hanno mostrato comunque una buona correlazione con **l'inflazione USA** in particolare post Covid.
- Al momento questi indici (in particolare quello dei servizi) stanno mostrando **un iniziale tendenza al rimbalzo**
- Questo scenario sembra coerente con un economia che da 2 trimestri cresce sopra il potenziale e con rischi al rialzo imposti dall'impatto del blocco parziale del canale di Suez a causa degli attacchi degli Houthi.

Fonte : Bloomberg

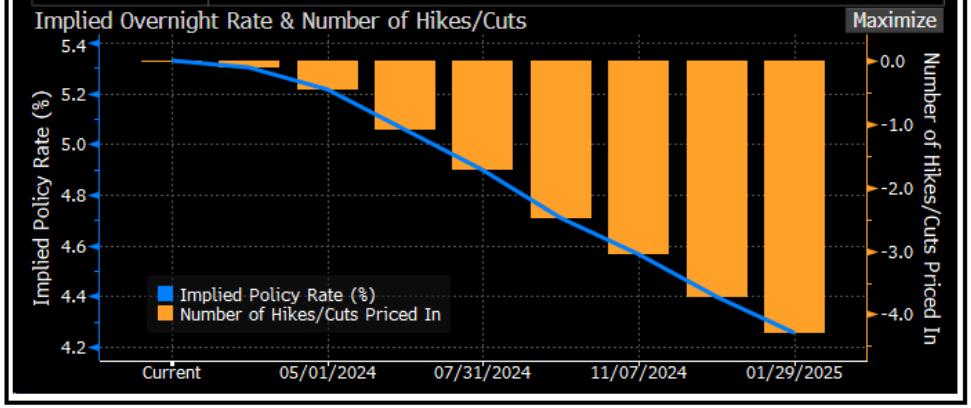
L'easing implicito è rientrato, ma è ancora troppo

Fed Funds Futures implied cuts & target rate

Region: United States »
Target Rate 5.50
Effective Rate 5.33

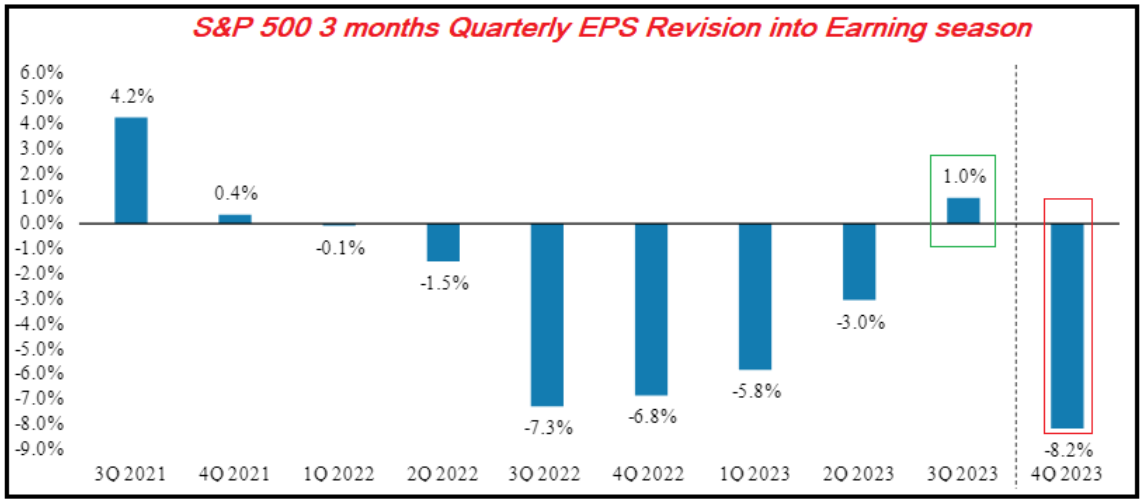
Instrument: Fed Funds Futures »
Pricing Date 02/14/2024
Cur. Imp. O/N Rate 5.329

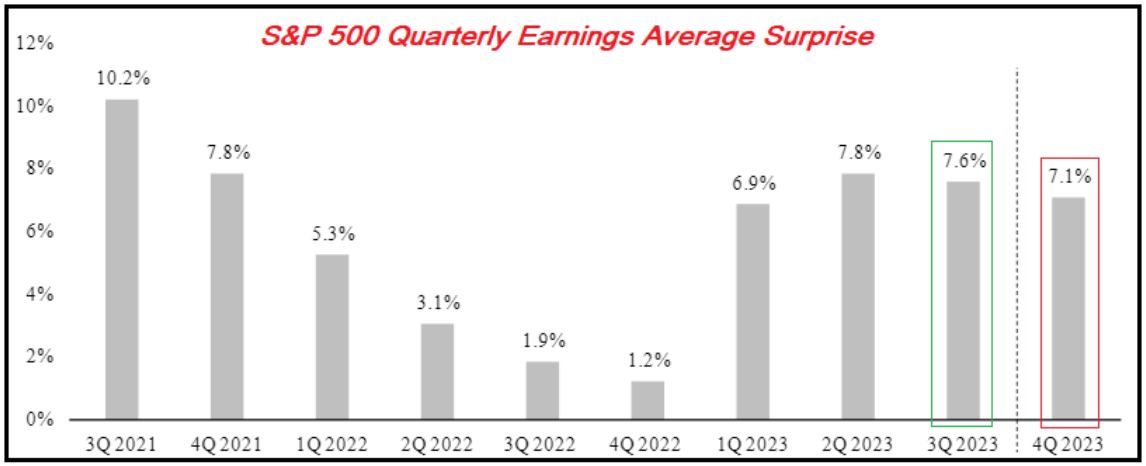
Meeting	#Hikes/Cuts	%Hike/Cut	Imp. Rate Δ	Implied Rate	A.R.M.
03/20/2024	-0.116	-11.6%	-0.029	5.300	0.250
05/01/2024	-0.456	-34.0%	-0.114	5.215	0.250
06/12/2024	-1.086	-63.0%	-0.272	5.057	0.250
07/31/2024	-1.725	-63.9%	-0.431	4.898	0.250
09/18/2024	-2.493	-76.8%	-0.623	4.706	0.250
11/07/2024	-3.046	-55.3%	-0.761	4.567	0.250
12/18/2024	-3.732	-68.6%	-0.933	4.396	0.250
01/29/2025	-4.295	-56.3%	-1.074	4.255	0.250



- La forza dei dati macro americani, e la sorpresa al rialzo sul CPI USA di Gennaio hanno indotto **la Fed Funds Strip a ridurre l'ammontare di easing scontato:**
  - La probabilità di un taglio a marzo è passata, in un mese, da 75% a 10%
  - Il FOMC di maggio è passato a scontare quasi 2 tagli da 25 bps a metà gennaio, a meno del 50% di probabilità di un taglio attualmente
  - Giugno è passato a scontare tre tagli un mese fa, a uno solo attualmente
  - A fine anno ora la curva sconta meno di 4 tagli, dagli oltre 6 di un mese fa.
- Questo scenario è assai meno estremo di quello scontato a inizio 2024. Detto questo, **in assenza di un deterioramento dei dati USA, è possibile assistere ad un rinvio dei tagli scontati dalla curva nella seconda metà dell'anno**. Il repricing potrebbe riverberare sulla parte medio lunga della curva
- Il caveat a questo scenario di ulteriore rialzo dei rendimenti treasury potrebbe essere una marcata fase di risk aversion, accoppiata ad una recrudescenza di tensioni sulle banche regionali USA.

Earning season USA: Gli EPS hanno stracciato un consenso assai ridimensionato

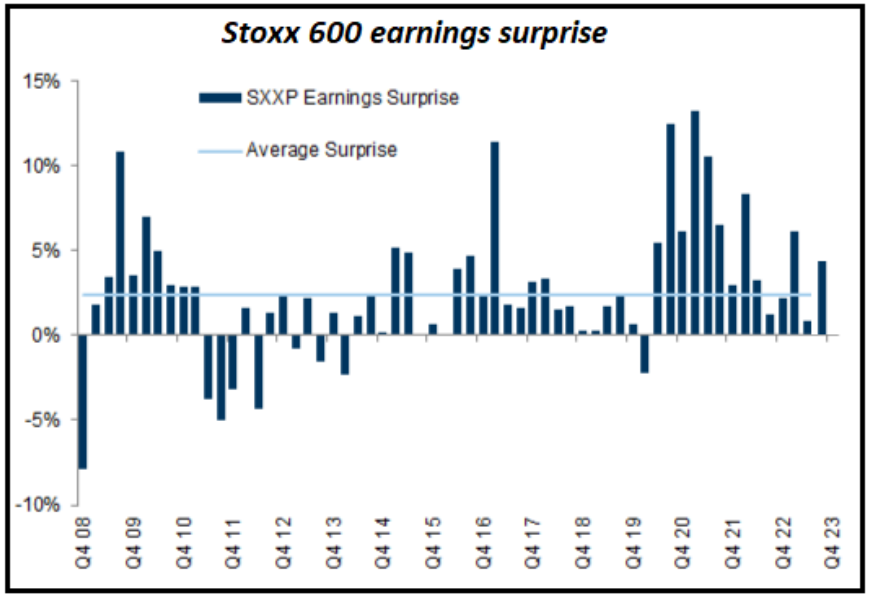




- Con 340 aziende dell'S&P 500 che hanno **riportato i risultati dell'Earning season Q4 2023 sono buoni:**
  - **Il 79% delle aziende ha battuto le stime di EPS, di un 7,4% in aggregato**. Un margine quasi doppio rispetto alla media, reso possibile anche da un ridimensionamento delle stime dell'8% nei 3 mesi precedenti la season
  - **Il 55% delle aziende ha battuto le stime di fatturato**, di un 1,32% in aggregato
  - **La crescita degli EPS è positiva del 5% anno su anno**.
  - **Trimestre su trimestre, una volta aggiustato per gli effetti stagionali, abbiamo un calo del 2%**
- In sostanza, **le aziende USA stanno battendo, di un margine assai elevato, un consenso assai pessimista che scontava un ritorno a calare dei profitto sui 12 mesi.**

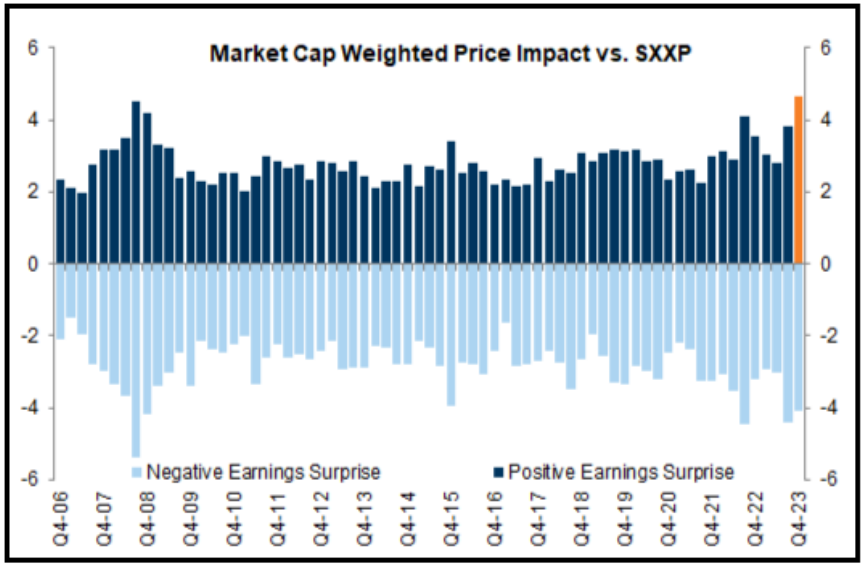
Fonte : Morgan Stanley

Earning Season Europa : bene le big caps, meno il resto.



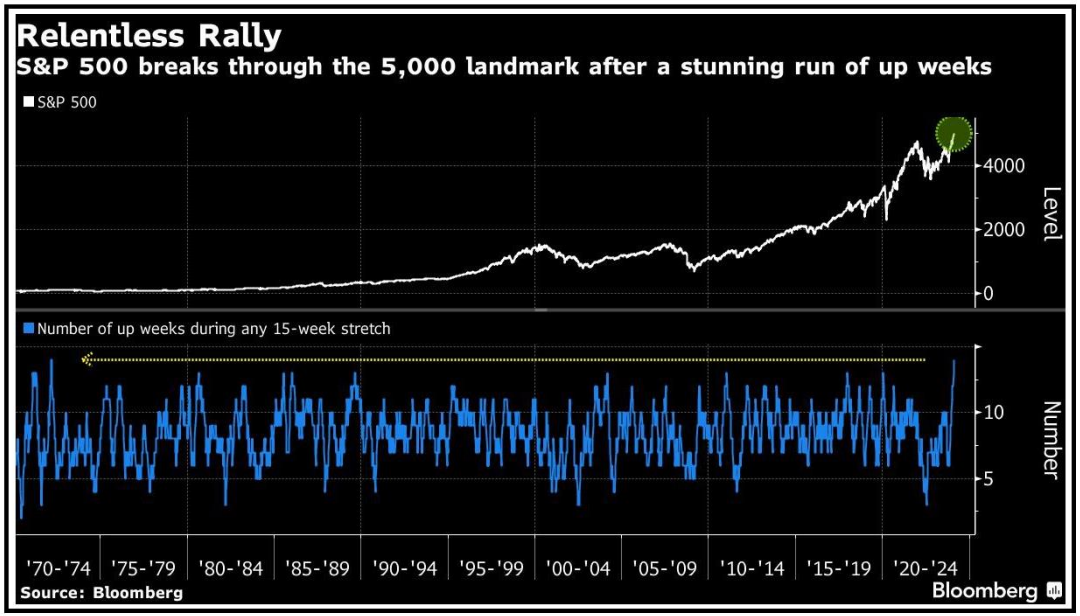
- La prevalenza dei maggiori «beat» sulle grosse capitalizzazioni ha prodotto una reazione positiva in aggregato sui mercati.
- Ma **anche in Europa la breadth, ovvero la partecipazione al rally, è decaduta significativamente nelle ultime settimane,** in risposta ad una earning breadth bassa.
- **Il tono delle guidance è in aggregato negativo**, nel senso che le revisioni al ribasso dei target superano quelle al rialzo.
- In sostanza un earning season positiva, ma con elementi di debolezza nella breadth e nelle guidance.

- Con 168 aziende dell'S&P 500 che hanno riportato **i risultati dell'Earning season Q4 2023 sono misti:**
  - Il 50% delle aziende ha battuto la stima di EPS finora. **La sorpresa media è positiva, ma solo perché a riportare bene sono state le capitalizzazioni più grosse.**
  - Solo il 40% delle aziende ha battuto le stime di fatturato, ancora con una sorpresa media positiva del 1,6%.
  - La crescita degli EPS rispetto a 12 mesi fa è ancora significativamente negativa vs , a -11%. Fatturato a -7% vs 12 mesi fa



Fonte : Goldman Sachs

Correction warning 1: Ipercomprato.



- **L'S&P 500 ha mostrato un ritmo di salita eccezionale negli ultimi mesi**:
  1. per la prima volta dal 1972 abbiamo avuto 14 settimane positive su 15
  2. La performance su 15 settimane ha superato il 20% solo per la sesta volta in 50 anni.
- Il campione è assai ridotto, per trarne delle considerazioni statistiche di valore. Resta il fatto che **i pochi precedenti in cui il mercato azionario USA ha mostrato questo tipo di momentum sono stati seguiti da consolidamenti nelle 3 o 4 settimane successive**, che hanno offerto livelli di entrata più attraenti per ripristinare sovrappesi (vedi schema sotto)

- In generale, **un momentum di questa intensità non è compatibile con un *main top* del mercato**: i trend, prima di invertirsi, si indeboliscono. Così è stato, in tempi recenti, nel 2018 (correzione a febbraio, e nuovo massimo a settembre) e nel 2021 (progressiva perdita di momentum nella seconda metà dell'anno)
- Peraltro, le correzioni da questi livelli di ipercomprato possono essere abbastanza violente (vedi primo trimestre 2018).

#	Week Ending	SPX Close	SPX ROC(15)	SPX % Close Above/Below ATH Weekly Close	SPX FWD 1 Week Return	SPX FWD 2 Week Return	SPX FWD 3 Week Return	SPX FWD 4 Week Return	SPX FWD 6 Week Return	SPX FWD 12 Week Return
1	2/9/2024	5026.61	22.08%	1.37%	?	?	?	?	?	?
2	2/12/2021	3934.83	20.33%	1.23%	-0.71%	-3.14%	-2.36%	0.22%	1.01%	7.57%
3	8/28/2020	3508.01	22.50%	3.26%	-2.31%	-4.76%	-5.37%	-5.97%	-0.88%	1.41%
4	4/3/1987	300.41	20.29%	0.75%	-2.64%	-4.49%	-6.29%	-4.12%	-4.32%	2.25%
5	1/14/1983	146.65	20.23%	1.01%	-1.91%	-1.46%	-0.35%	0.68%	2.11%	4.23%
6	8/22/1980	126.02	20.34%	0.24%	-2.89%	-0.90%	-0.38%	2.56%	2.63%	8.83%
				Average:	-2.09%	-2.95%	-2.95%	-1.33%	0.11%	4.86%
				Median:	-2.31%	-3.14%	-2.36%	0.22%	1.01%	4.23%
				Min:	-2.89%	-4.76%	-6.29%	-5.97%	-4.32%	1.41%
				Max:	-0.71%	-0.90%	-0.35%	2.56%	2.63%	8.83%
				% Higher:	0.00%	0.00%	0.00%	60.00%	60.00%	100.00%

S&P 500 15 weeks trailing returns >20% & All Time Higs: Subsequent performance

Analisi di scenario

Correction Warning 2 : Breadth.

- Non è un segreto che **la partecipazione al rialzo da parte delle azioni che compongono gli indici USA è stata sempre più modesta nell'ultimo periodo**, con la performance trainata da un piccolo gruppo di titoli a grossa capitalizzazione.
- Dall'inizio dell'anno il fenomeno è diventato così pronunciato da far **scattare una serie di segnali** dai nomi pittoreschi ma **dal track record notevole**:
    1. Hindemburgh Omen, ovvero la coesistenza di i) media mobile a 10 settimane inclinata positivamente ii) numero di nuovi massimi e di nuovi minimi superiore entrambi superiori al 2.8% del totale dei titoli e iii) McClellan oscillator negativo
    2. Titanic Syndrome, ovvero coesistenza di nuovi massimi nelle ultime 7 sedute, e ii) minimi a 12 mesi che superano in numero i massimi.
- In entrambi i casi si tratta di **rilevare una condizione di forte divergenza,** con il rally guidato da poche blue chips e il momentum del resto dell'indice che si deteriora.

- **L'accumularsi di questi segnali in un breve periodo di tempo è solitamente foriero di performance significativamente sotto la media**.
- Questo tipo di segnali si è presentato sul principalmente sul Nasdaq ma anche sull'S&P 500.
- Normalmente tende ad intensificarsi nei pressi dei periodi di inversione di tendenza

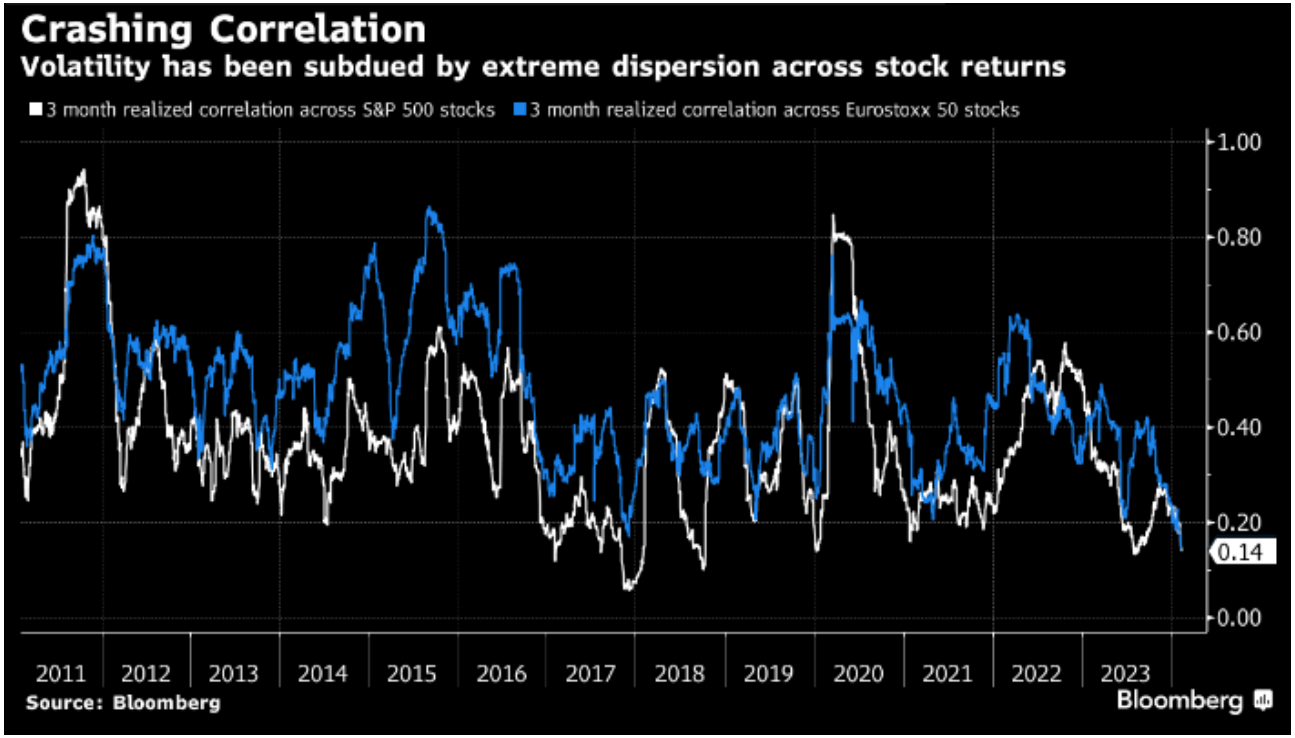
Nasdaq Composite after combined technical warnings cycles from 0 to 8

22 Signals since 1986	1 Week Later (%)	2 Weeks Later (%)	1 Month Later (%)	2 Months Later (%)	3 Months Later (%)	6 Months Later (%)	12 Months Later (%)
Mean	0.2	0.4	-0.1	-0.8	-1.3	-3.1	1.8
Median	-0.9	0.4	1.4	1.0	1.4	-3.0	1.4
% Positive	36%	59%	59%	59%	59%	50%	55%
Avg Max Loss	-1.5	-3.1	-4.4	-6.9	-8.9	-13.8	-19.9
Avg Max Gain	1.3	2.3	3.5	5.5	7.4	9.8	19.1
Z-Score	-1.9	-0.1	0.2	-0.5	-0.7	-3.7	-2.1

© SENTIMENTRADER Numbers are % return after signal; Risk = avg max loss; Reward = avg max gain; Z-Score +/- 2 suggests significance.

Fonte : Sentimentrader.com

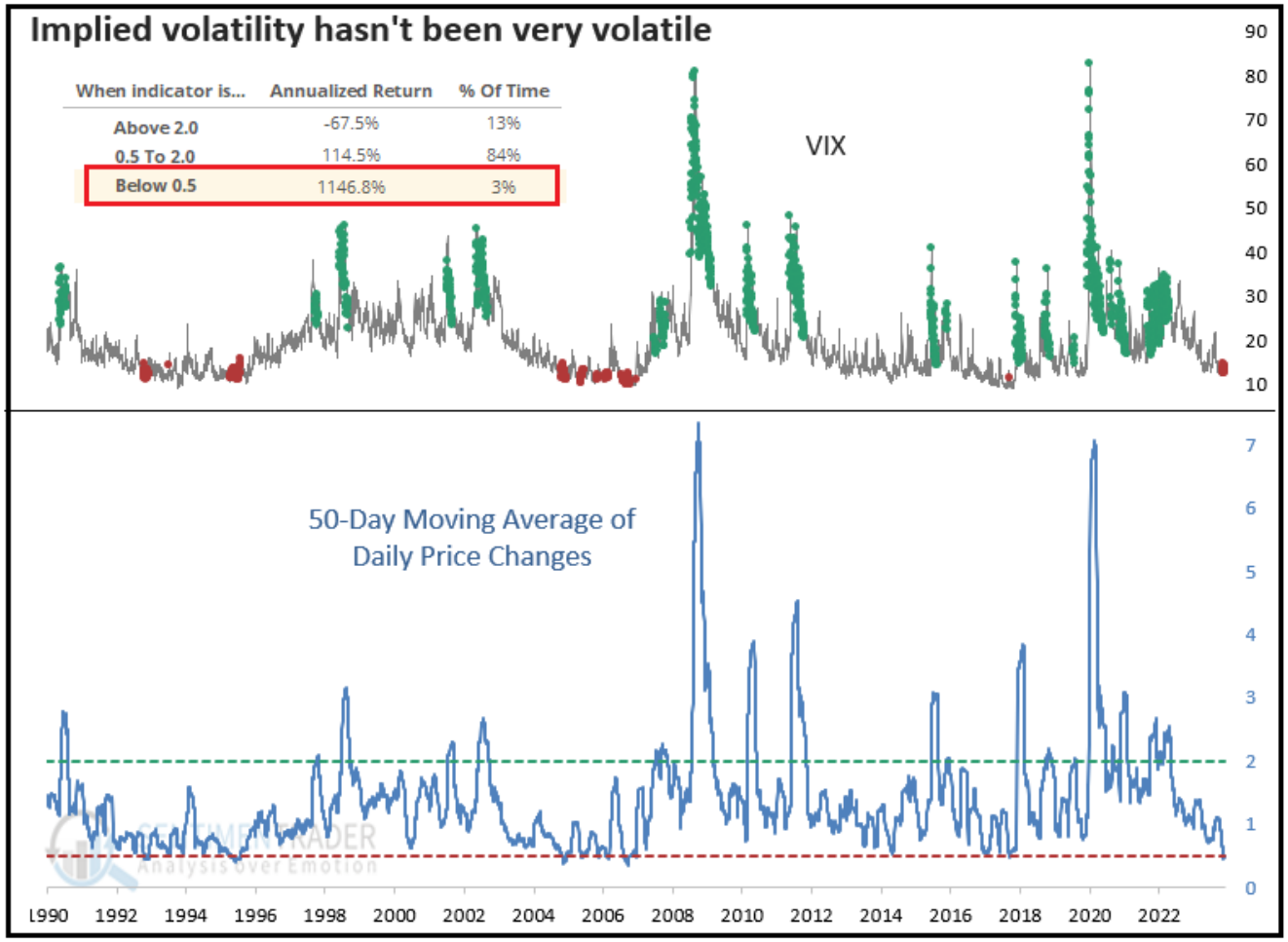
Correction Warning 3 : Dispersione



- Come noto **vi è una relazione diretta tra la volatilità di un indice e la correlazione tra i suoi titol**i: quando la volatilità è alta le azioni tendono a muoversi tutte insieme a causa della liquidazione indiscriminata di posizioni. Quando questa è bassa aumenta la dispersione, perché gli investitori sono poco preoccupati della direzione del mercato, e impegnati a selezionare i titoli.
- **Quanto la correlazione scende sotto certi livelli, è sintomo di complacency:** il mercato sottovaluta il rischio di una correzione.

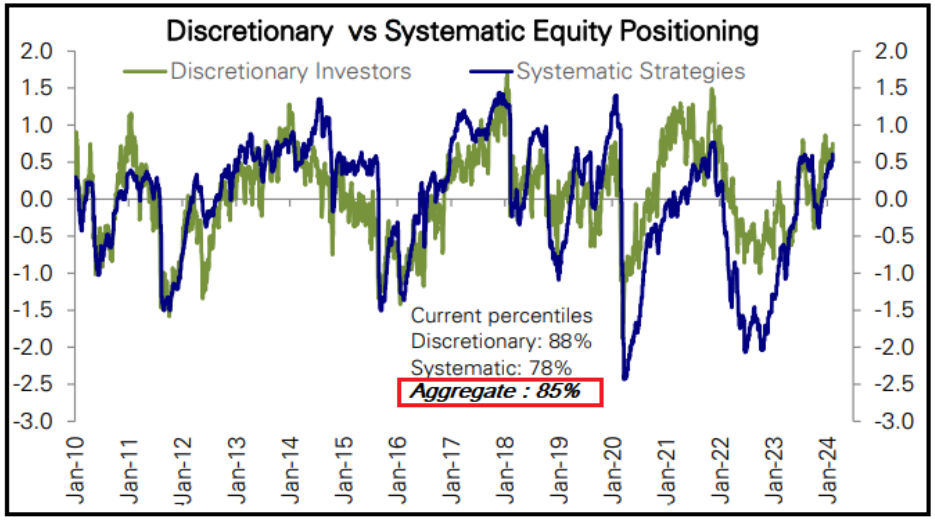
- Uno studio di Bloomberg ha evidenziato che quando la correlazione tra i titoli dell'S&P 500 scende sotto 0,15, i ritorni dei 3 mesi successivi, annualizzati, sono molto sotto la media.
- Il backtest comprende gli ultimi 13 anni di storia, e mostra che i ritorni a 3 mesi forward che seguono a questo tipo di letture della correlazione tra azioni sono negativi, con la media a -3,43% e la mediana a -2,77%, a fronte di +3% e +3,67% eliminando la condizione del test.
- Livelli simili a quello attuale sono stati segnati, nel passato recente, a metà 2023, nel terzo trimestre del 2018, e a fine del 2017.

Correction warning 4: Volatilità.



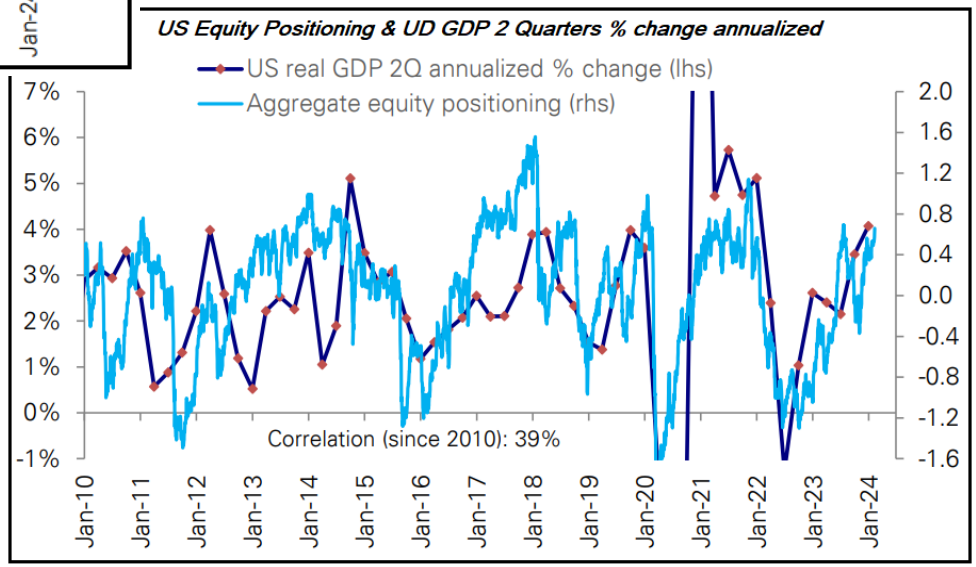
- Il Vix, indice della volatilità implicita delle azioni dell'S&P 500, è rimasto su livelli storicamente bassi per un discreto periodo di tempo.
- Ha inoltre mostrato movimenti marginali da un giorno all'altro: la volatilità della volatilità implicita si è assestata a sua volta su livelli molto bassi.
- Sentimentrader.com ha evidenziato che **quando la deviazione standard a 50 giorni del Vix è calata sotto 0,50, il Vix ha mostrato un elevata tendenza a rimbalzare** nei 2/3 mesi successivi.
- Anche i ritorni dell'S&P 500 sono stati mediocri in particolare nelle prime 4 settimane.

Positioning: elevato, ma in linea con il quadro macro.

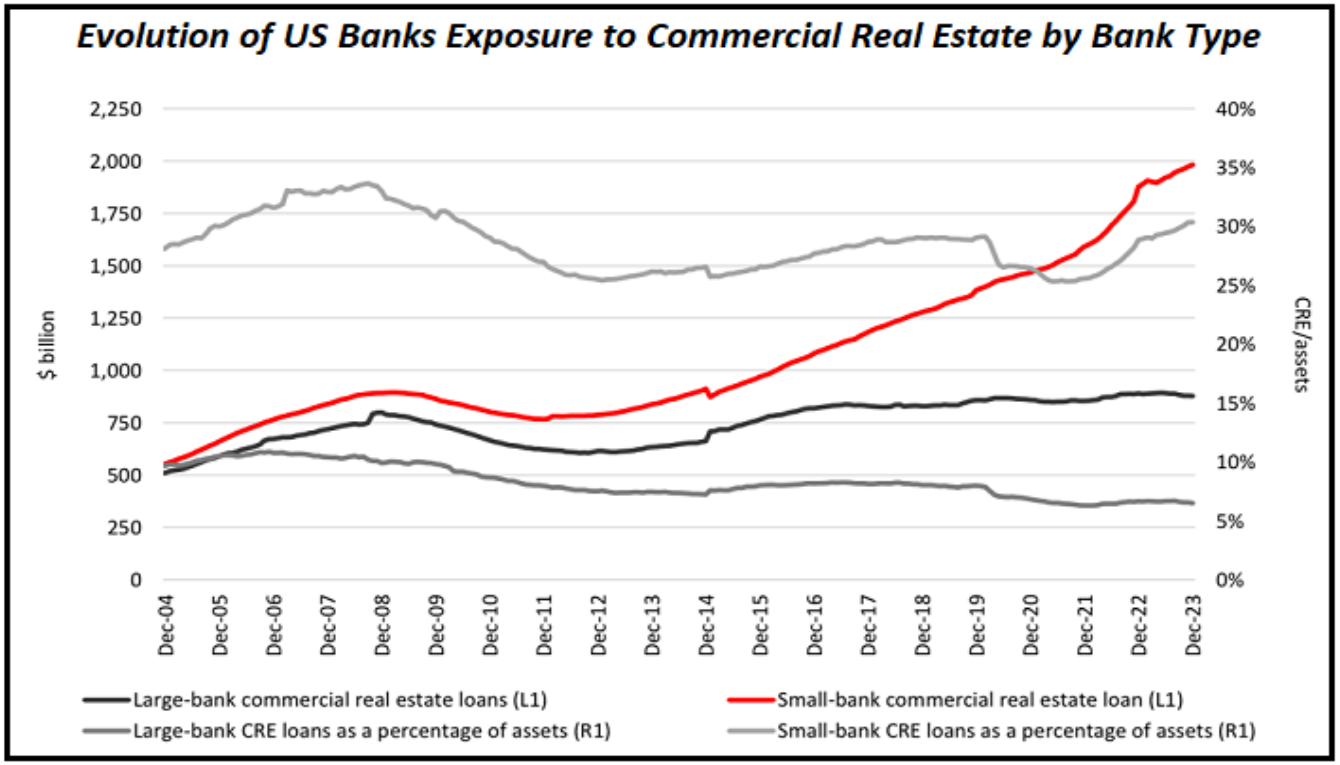


- Con l'ultima rilevazione, il positioning sull'azionario è entrato nel primo quintile (85' percentile). La salita è guidata dagli investitori discrezionali (88'), ma anche le strategie quantitative mostrano un positioning elevato (78').
- Si tratta di un esposizione elevata, ma non ancora estrema come a Dicembre 2021, o a Gennaio 2018
- Riguardo gli investitori discrezionali, spicca il 90' percentile sulle Megacap del Tech. Questa lettura risulta in quasi tutti i monitori di positioning.
- Tra le strategie quantitative abbiamo 76' percentile per le CTA negli USA e 91' per quelle in Europa. Le strategie vol control sono nel 70' percentile

- La crescita del peso di azionario negli investitori istituzionali sembra riflettere almeno in parte l'accelerazione ciclica registrata nell' economia USA negli ultimi 2 trimestri.
- Su queste basi, un eventuale ritorno verso la media di lungo periodo presuppone un deterioramento del quadro che al momento non si intravede. Detto ciò, vale la pena di osservare che il GDP sta crescendo da 6 mesi ben oltre il potenziale.
- Il positioning iper esteso sul tech a grossa capitalizzazione costituisce un rischio di breve per la performance del settore.



Commercial Real Estate: un Cigno nero per il settore bancario USA?

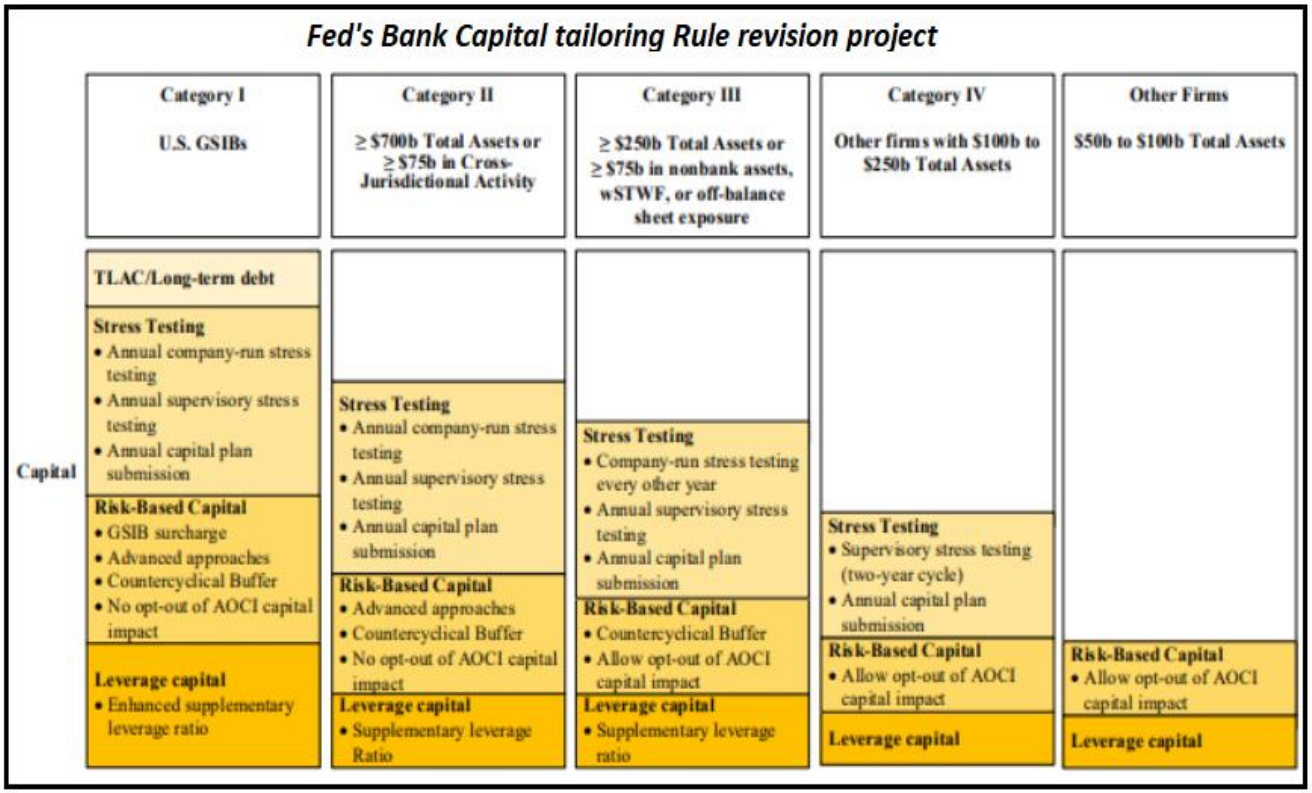


- Negli Stati Uniti, le 25 banche più importanti detengono il 30% dell'esposizione totale al CRE mentre il restante 70% è in mano a più di 4000 banche banche regionali di piccole dimensioni
- Relativamente al peso sul portafoglio complessivo di loans, per le grandi istituzioni si tratta di poco più del 10%
- Per le banche regionali saliamo ad un 35% (vedi grafico)

- **Ne consegue che la volatilità emersa la scorsa settimana in seguito a quanto pubblicato da New York Community Bancorp è legata a un fatto già noto, e rimane un problema a dimensione regionale.**
- Anche il commento del Segretario al Tesoro Janet Yellen sposa questa lettura*: "Commercial Real Estate is an area we've long been aware could create financial staibility risks or losses in the banking system, and this is something that requires careful supervisory attention… I believe it's manageable, although there may be some institutions that are quite stressed by this problem"*

Analisi di scenario

CRE USA: La regolamentazione peggiora il quadro.

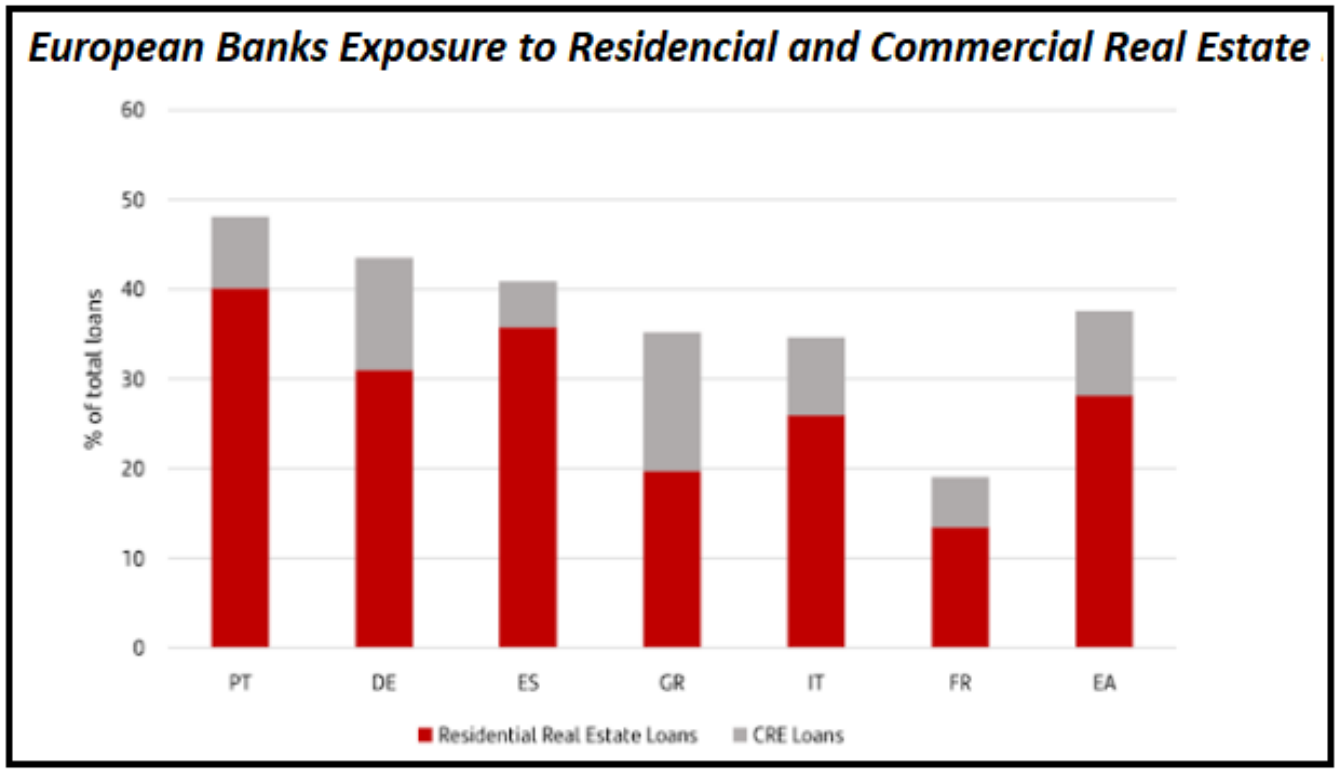


- In base alla normativa attuale, sono le banche considerate sistemiche, a godere della migliore capitalizzazione
- Esclusi questi istituti di dimensioni primarie, si rileva che le banche con maggiore esposizione al CRE sono anche quelle che hanno fatto maggiori accantonamenti per perdite
- È allo studio l'imposizione di **regole più stringenti per le banche regionali**, con asset compresi tra 100 miliardi a 700 miliardi, attraverso l'allineamento alle restrizioni normative previste per le grandi banche sistemiche (T-LAC Capital).

- Uno dei temi allo studio è **l'inclusione obbligatoria di utili o perdite non realizzati su titoli nelle riserve di patrimonio netto** (other comprehensive income) **in modo tale che vadano a incidere di fatto sul CET1** (per evitare quanto successo con SVB l'anno scorso).
- In secondo luogo, si progetta l'introduzione di requisiti di capitale, e soprattutto di liquidità più stringenti, (LCR non è attualmente applicabile alle banche di categoria IV).

Fonte : Santander

CRE Europe: un esposizione gestibile



- Il CRE rappresenta in media il 5% dei total loan sul bilancio delle banche dell'Eurozona.
- In alcuni casi il CRE può arrivare a totalizzare il 15% dei loans. Si tratta per lo più di istituzioni finanziarie non quotate e/o regionali.
- Dal punto di vista geografico le maggiori esposizioni si riscontrano in Irlanda, Germania, Austria, mentre le banche spagnole risultano le meno esposte.

- Entrando nel dettaglio del Real Estate, la componente Office, che è quella più a rischio, rappresenta circa il 25%-30% dell'esposizione totale al CRE delle banche europee.
- Riguardo le Insurance Companies Europee, la cui esposizione agli Illiquid Assets è cresciuta negli ultimi 5/7 anni in risposta al contesto di tassi bassi, il livello di CRE in bilancio risulta comunque gestibile, grazie all'elevato solvency ratio medio (circa il 220% a fine 2022).

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.