

2024

Anthilia
Capital Partners
SGR

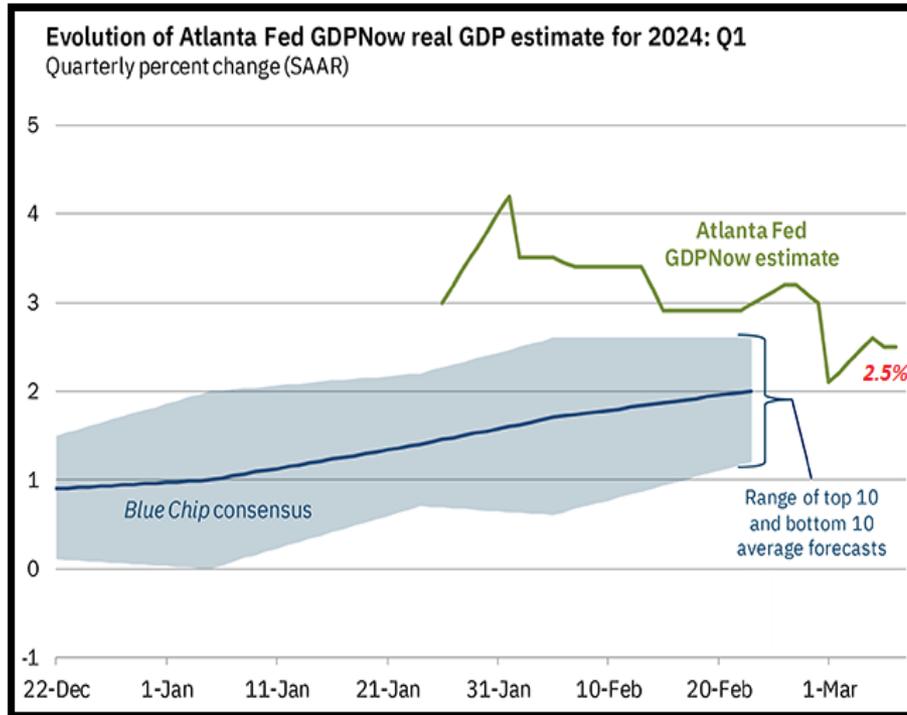
Analisi di scenario
Marzo 2024



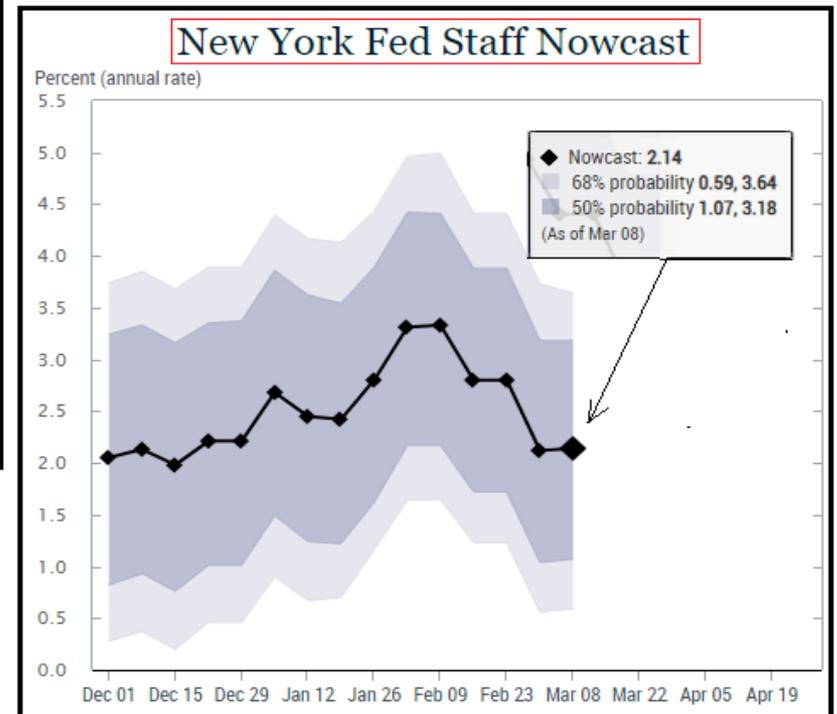
Anthilia^{sgr}
Capital Partners



Crescita USA: lieve assestamento a Q1?

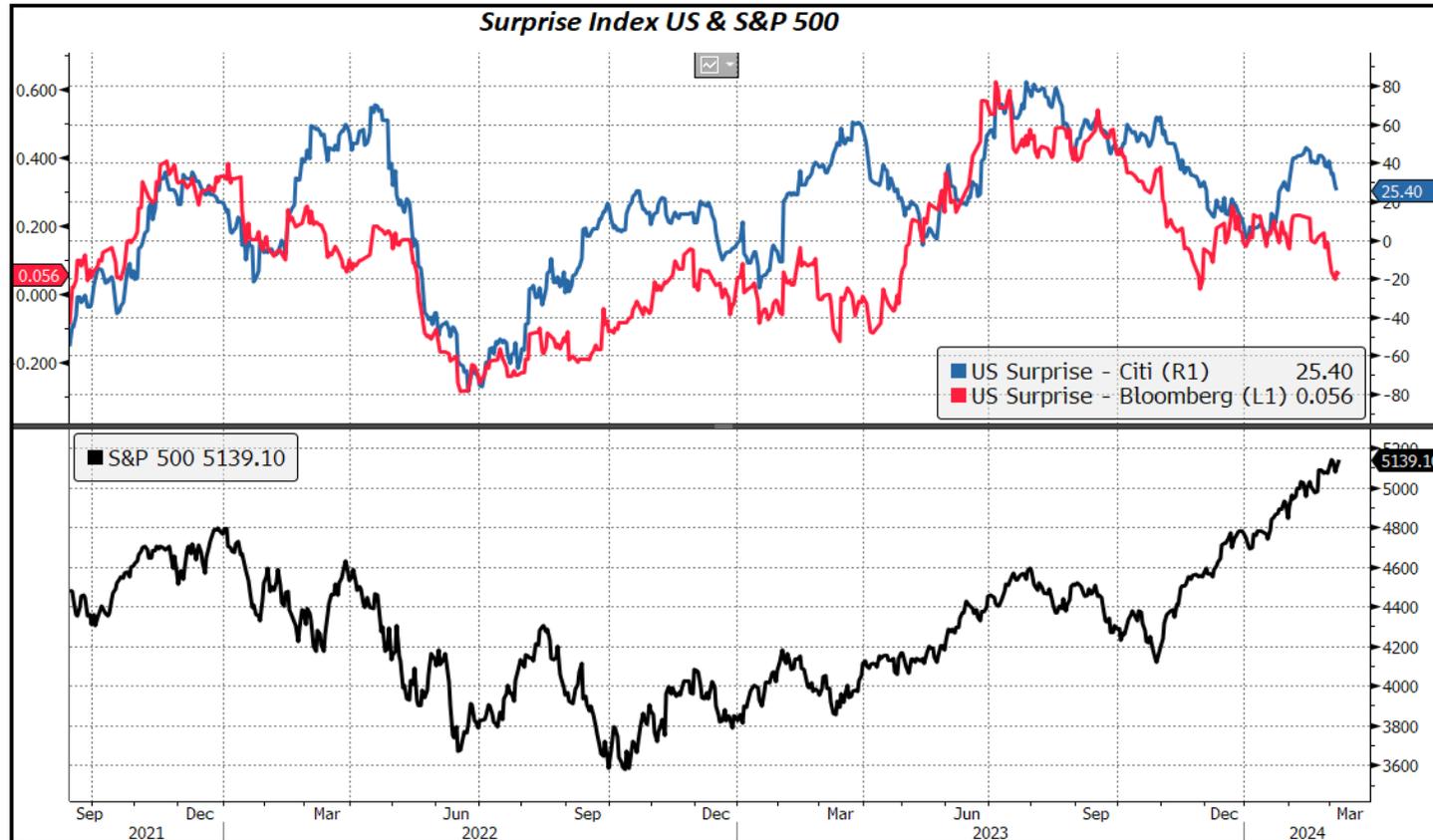


- I principali modelli econometrici stanno mostrando **un lieve assestamento della crescita USA nel primo trimestre del 2024.**
- Sia il modello della Fed di Atlanta (GDP Now) che quello della Fed di New York (Nowcast) proiettano, in base agli ultimi dati macro, un GDP a +2-2,5%, dal 3% abbondante indicato a inizio Febbraio.





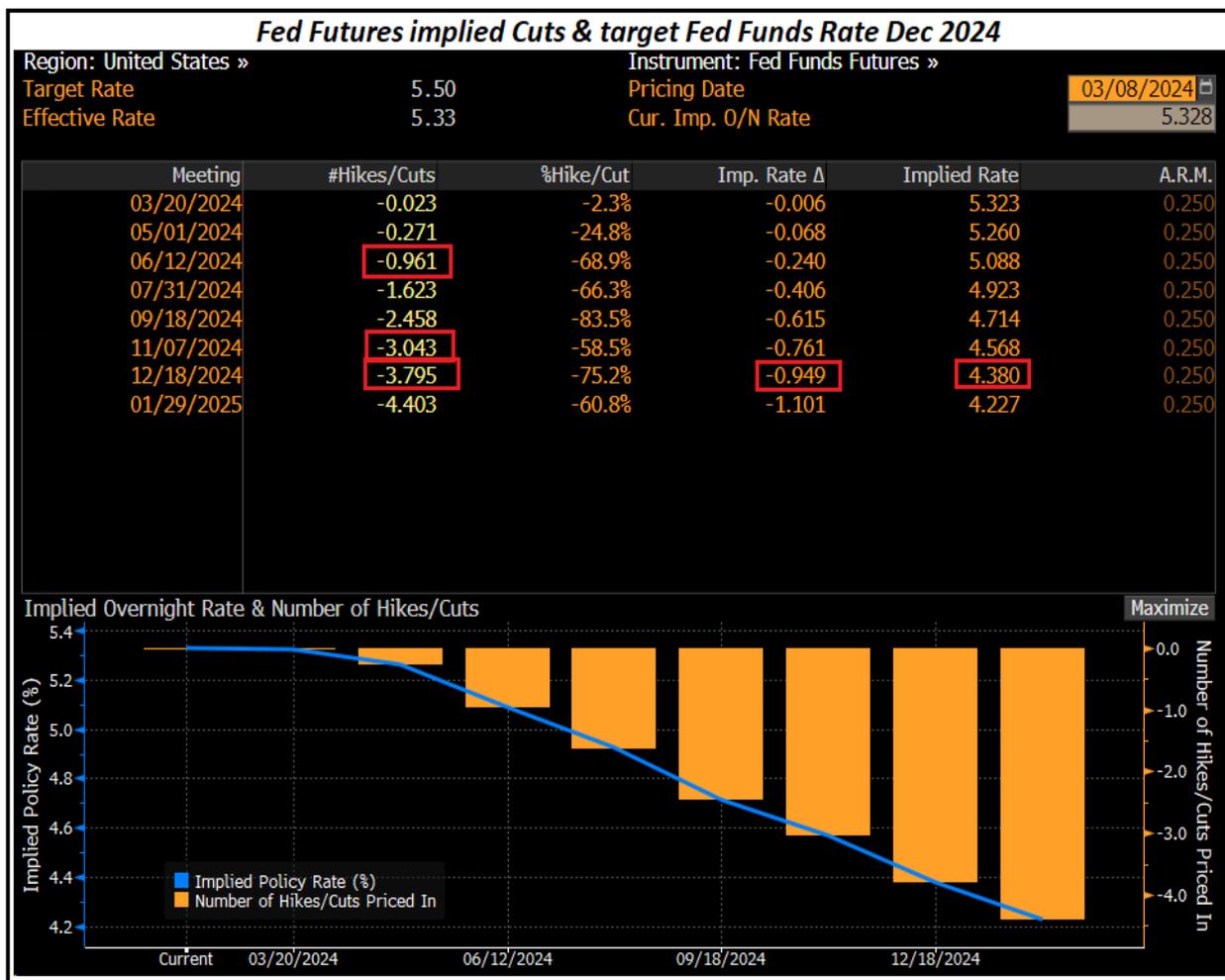
I Surprise index mostrano una lieve perdita di momentum



- Anche i Surprise Index sull'economia USA calcolati da Citigroup e Bloomberg mostrano che gli ultimi report hanno, in media, deluso il consenso.
- Questi indici in passato hanno mostrato una discreta correlazione con l'S&P 500, ma ora si nota un iniziale divergenza.



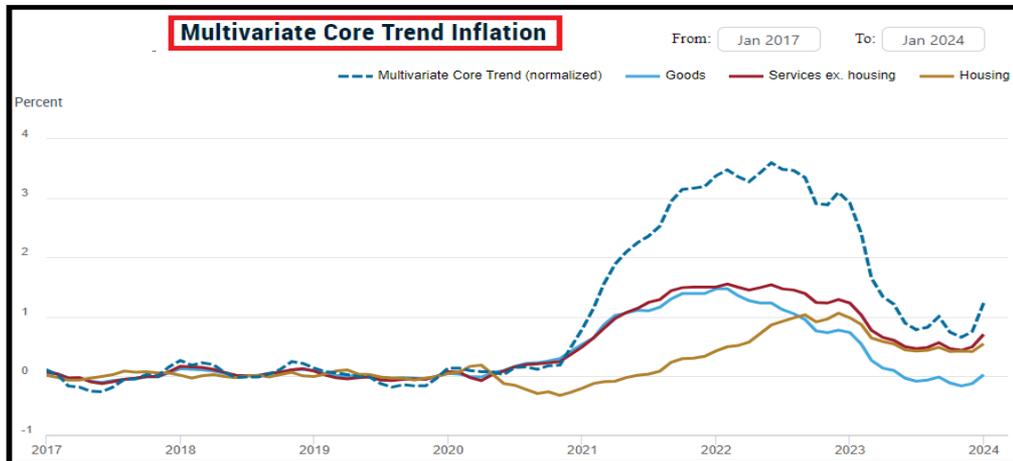
Le aspettative di politica monetaria infine in linea con la view Fed



- Dopo una lunga fase di deciso ottimismo, il mercato obbligazionario ha finito con il convergere su quella che al momento sembra la view di consenso al FOMC: **un primo taglio dei Fed Funds a giugno, e un elevato probabilità di vedere 4 tagli da 25 bps nel 2024** (in linea con la Dot Plot Fed).
- Peraltro, questo scenario prevede che, **da giugno in avanti, la Fed tagli i tassi in 4 dei restanti FOMC del 2024.**
- Si tratta di un ritmo abbastanza elevato, compatibile con un'economia in rallentamento moderato e/o un'inflazione in rientro al target.
- **Difficile vedere un simile easing con un'economia che tiene e un boom di investimenti in semiconduttori e AI**



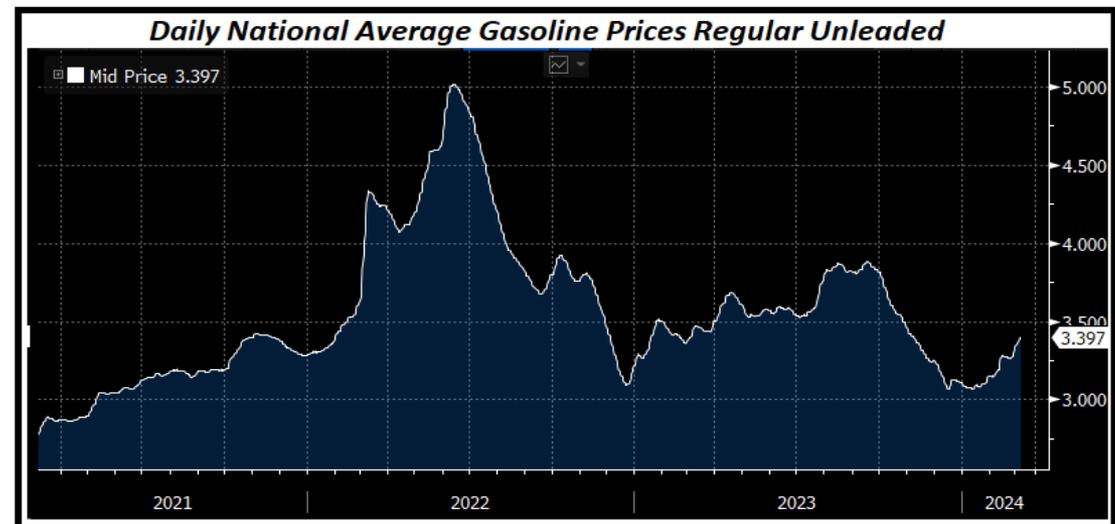
Ma l'inflazione rispetterà le attese di rientro?



- I segnali offerti dai vari indici di inflazione all'inizio del 2024 **non sembrano indicare un rientro docile dell'inflazione USA al target:**

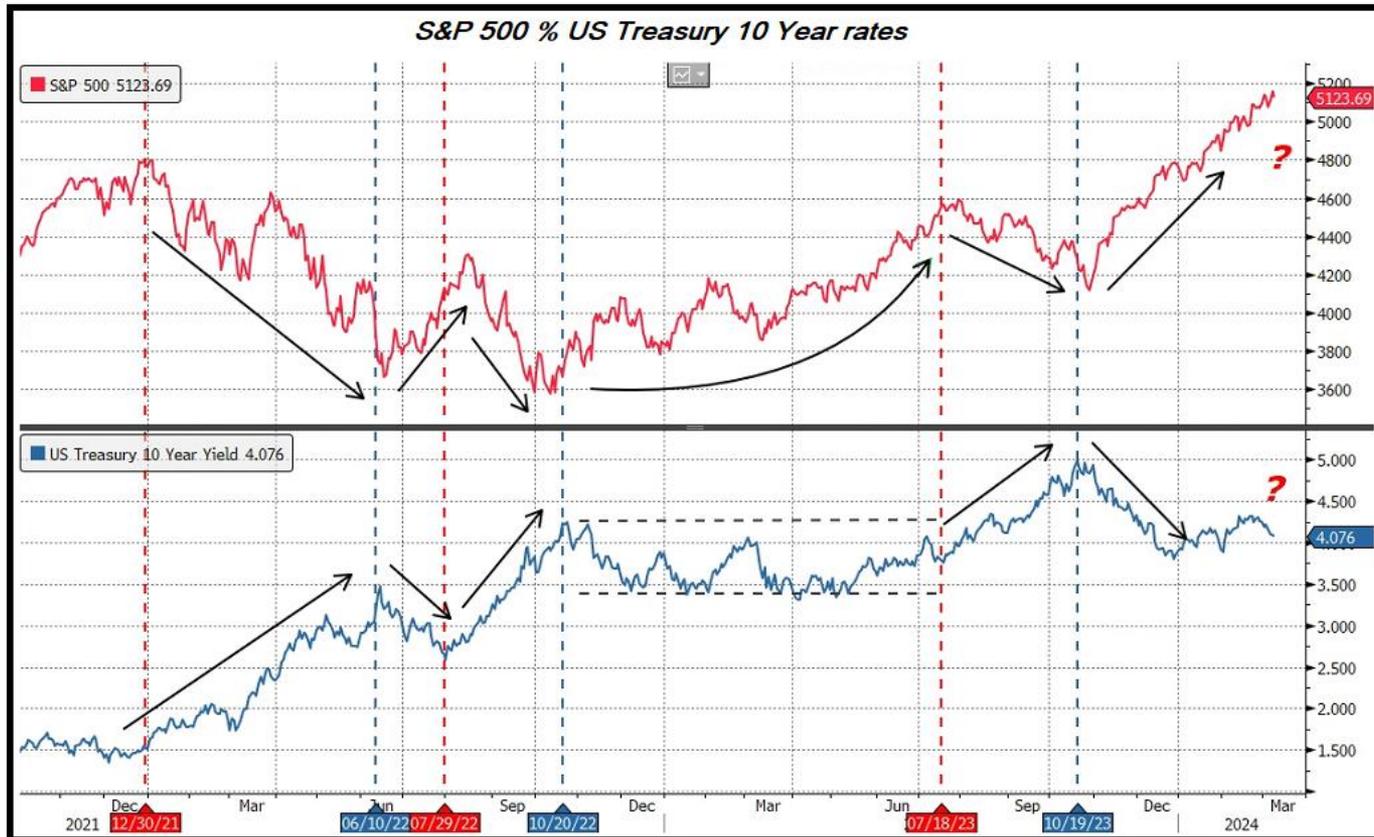
1. CPI, PPI e PCE hanno sorpreso al rialzo (Il PCE è risultato in linea con un consenso rivisto al rialzo in seguito ai 2 report precedenti)
2. Le componenti Servizi Ex Shelter hanno accelerato di recente
3. Il costo del carburante alla pompa ha ripreso a salire nel 2024.

- Il Multivariate Core Trend calcolato dalla Fed di NY sta mostrando **una tendenza al rimbalzo, trainata dal settore servizi**, i cui prezzi non sono mai scesi al target Fed dopo il rialzo 2021





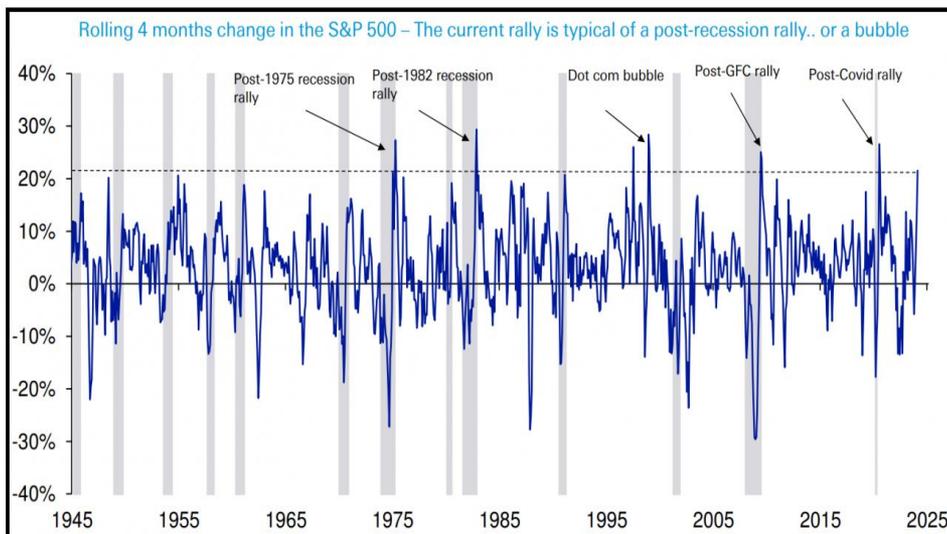
Inizio di decoupling tra Bonds e Azionario?



- Da fine 2021 in avanti la correlazione negativa tra tassi ed azionario USA è stata piuttosto precisa, con una buona corrispondenza tra periodi di rialzo dei rendimenti e correzioni dell'equity. Recentemente questa correlazione si è appannata, anche perché i rendimenti hanno mostrato una direzionalità ridotta.



Il momentum dell'azionario non è coerente con un «top» a breve 1/2

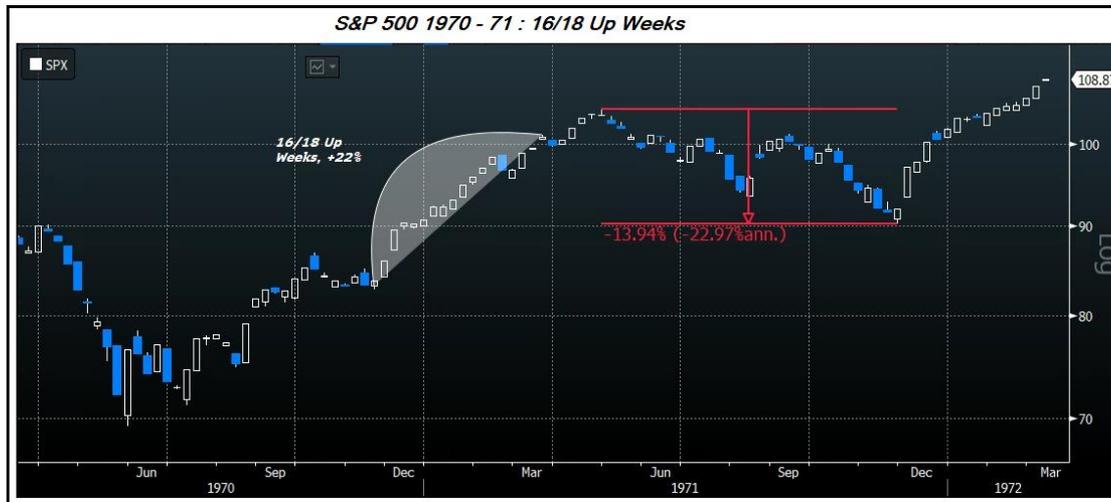


- La corsa forsennata dell'azionario USA da fine ottobre rende probabile un **consolidamento/correzione a breve.**
- **Ma manifestazioni di momentum così estreme non sono affatto tipiche dei top di mercato**
- Per fare solo 2 esempi:
 1. Performance del 20% in 4 mesi si sono viste, negli ultimi 80 anni, solo nelle riprese post recessione, e nel '98, durante la formazione della bolla *dotcom* (NB: in questo caso non usciamo da una recessione)
 2. Dal 1950 in poi, l'S&P 500 ha visto mesi positivi consecutivamente da novembre a febbraio 14 volte. In tutti i casi l'indice era più alto 12 mesi dopo.

#	Month End	SPX Close	SPX Higher Nov-Feb?	SPX % Close Below ATH Monthly Case	SPX ROC(4)	SPX FWD 1 Month Return	SPX FWD 2 Month Return	SPX FWD 3 Month Return	SPX FWD 4 Month Return	SPX FWD 5 Month Return	SPX FWD 6 Month Return	SPX FWD 7 Month Return	SPX FWD 8 Month Return	SPX FWD 9 Month Return	SPX FWD 10 Month Return	SPX FWD 11 Month Return	SPX FWD 12 Month Return	SPX Max FWD 12 Month Drawdown *Close	SPX Max FWD 12 Month Drawup *Close	SPX Max FWD 12 Month Drawup *Close		
1	Feb-24	5082.26	Yes	5.09%	21.42%	?	?	?	?	?	?	?	?	?	?	?	?	?	?	?	?	
2	Feb-17	2363.64	Yes	3.72%	11.17%	-0.04%	0.87%	2.04%	2.53%	4.51%	4.57%	6.59%	8.95%	12.01%	13.11%	19.47%	14.82%	-1.75%	-0.04%	21.54%	19.47%	
3	Feb-13	1514.68	Yes	-2.24%	7.26%	3.60%	5.47%	7.66%	6.05%	11.29%	7.81%	11.02%	15.97%	19.22%	22.03%	17.69%	22.76%	-0.87%	3.60%	23.32%	22.76%	
4	Feb-04	1144.94	Yes	-24.56%	8.97%	-1.64%	-3.29%	-2.12%	-0.36%	-3.77%	-3.55%	-2.65%	-1.29%	2.52%	5.85%	3.17%	5.12%	-7.36%	-3.77%	6.36%	5.85%	
5	Feb-98	1049.34	Yes	7.04%	14.73%	4.99%	5.95%	3.95%	8.05%	6.80%	-8.77%	-3.08%	4.70%	10.89%	17.14%	21.95%	18.01%	-12.01%	-8.77%	22.35%	21.95%	
6	Feb-96	640.43	Yes	0.69%	10.13%	0.79%	2.15%	4.48%	4.72%	-0.07%	1.81%	7.32%	10.12%	18.20%	15.66%	22.76%	23.48%	-5.39%	-0.07%	27.68%	23.48%	
7	Feb-93	443.38	Yes	1.05%	5.90%	1.87%	-0.72%	1.54%	1.61%	1.07%	4.55%	3.51%	5.51%	4.15%	5.20%	8.62%	5.36%	-2.50%	-0.72%	8.90%	8.62%	
8	Feb-91	367.07	Yes	1.62%	20.75%	2.22%	2.25%	6.20%	1.11%	5.65%	7.73%	5.66%	6.91%	2.22%	13.63%	11.36%	12.43%	-0.91%	1.11%	14.74%	13.63%	
9	Feb-86	226.92	Yes	7.15%	19.54%	5.28%	3.79%	9.00%	10.54%	4.05%	11.46%	1.94%	7.52%	9.83%	6.72%	20.78%	25.24%	-2.09%	1.94%	26.72%	25.24%	
10	Feb-83	148.06	Yes	1.90%	10.72%	3.31%	11.06%	9.68%	13.22%	9.79%	11.04%	12.16%	10.46%	12.39%	11.39%	10.37%	6.08%	0.01%	3.31%	16.61%	13.22%	
11	Feb-71	96.75	Yes	-10.72%	16.22%	3.68%	7.44%	2.98%	2.02%	-1.21%	2.36%	1.64%	-2.60%	-2.85%	5.52%	7.43%	10.15%	-7.66%	-2.85%	10.76%	10.15%	
12	Feb-61	63.44	Yes	2.69%	18.82%	2.55%	2.95%	4.92%	1.89%	5.23%	7.30%	5.19%	8.17%	12.42%	12.78%	8.53%	10.28%	-0.09%	1.89%	14.50%	12.78%	
13	Feb-55	36.76	Yes	0.35%	16.04%	-0.49%	3.26%	3.13%	11.62%	18.39%	17.46%	18.80%	15.18%	23.80%	23.72%	19.21%	23.34%	-4.90%	-0.49%	26.25%	23.80%	
14	Feb-54	26.15	Yes	-1.58%	6.56%	3.02%	8.07%	11.63%	11.70%	18.09%	14.07%	23.56%	21.15%	30.94%	37.59%	40.08%	40.57%	0.38%	3.02%	42.07%	40.57%	
						Average:	2.24%	3.79%	5.01%	5.75%	6.14%	5.99%	7.05%	8.52%	11.98%	14.64%	16.26%	16.74%	-3.47%	-0.14%	20.14%	18.58%
						Median:	2.55%	3.26%	4.48%	4.72%	5.23%	7.30%	5.66%	8.17%	12.01%	13.11%	17.69%	14.82%	-2.09%	-0.04%	21.54%	19.47%
						Min:	-1.64%	-3.29%	-2.12%	-0.36%	-3.77%	-8.77%	-3.08%	-2.60%	-2.85%	5.20%	3.17%	5.12%	-12.01%	-8.77%	6.36%	5.85%
						Max:	5.28%	11.06%	11.63%	13.22%	18.39%	17.46%	23.56%	21.15%	30.94%	37.59%	40.08%	40.57%	0.38%	3.60%	42.07%	40.57%
						% Higher:	76.92%	84.62%	92.31%	92.31%	76.92%	84.62%	84.62%	84.62%	92.31%	100.00%	100.00%	100.00%	15.38%	46.15%	100.00%	100.00%

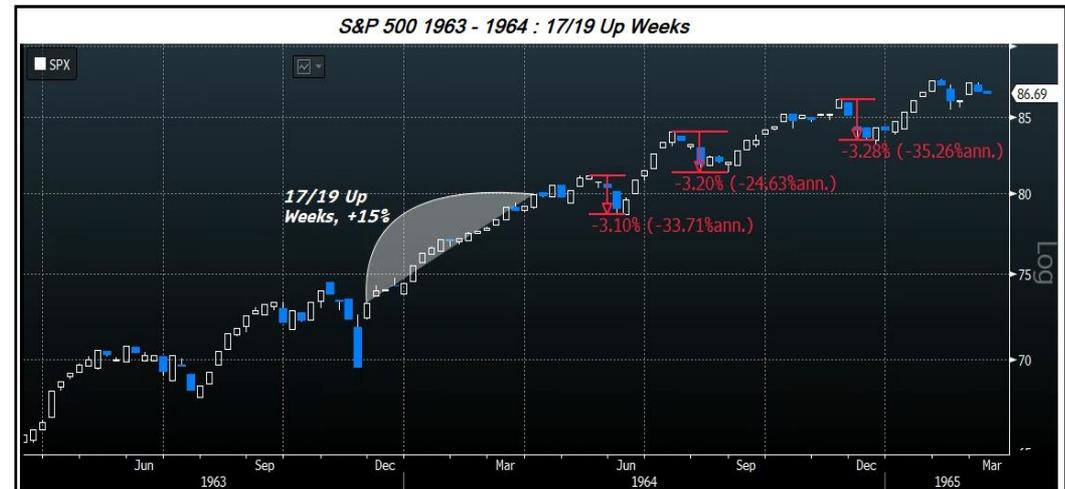


Il momentum dell'azionario non è coerente con un «top» a breve 2/2



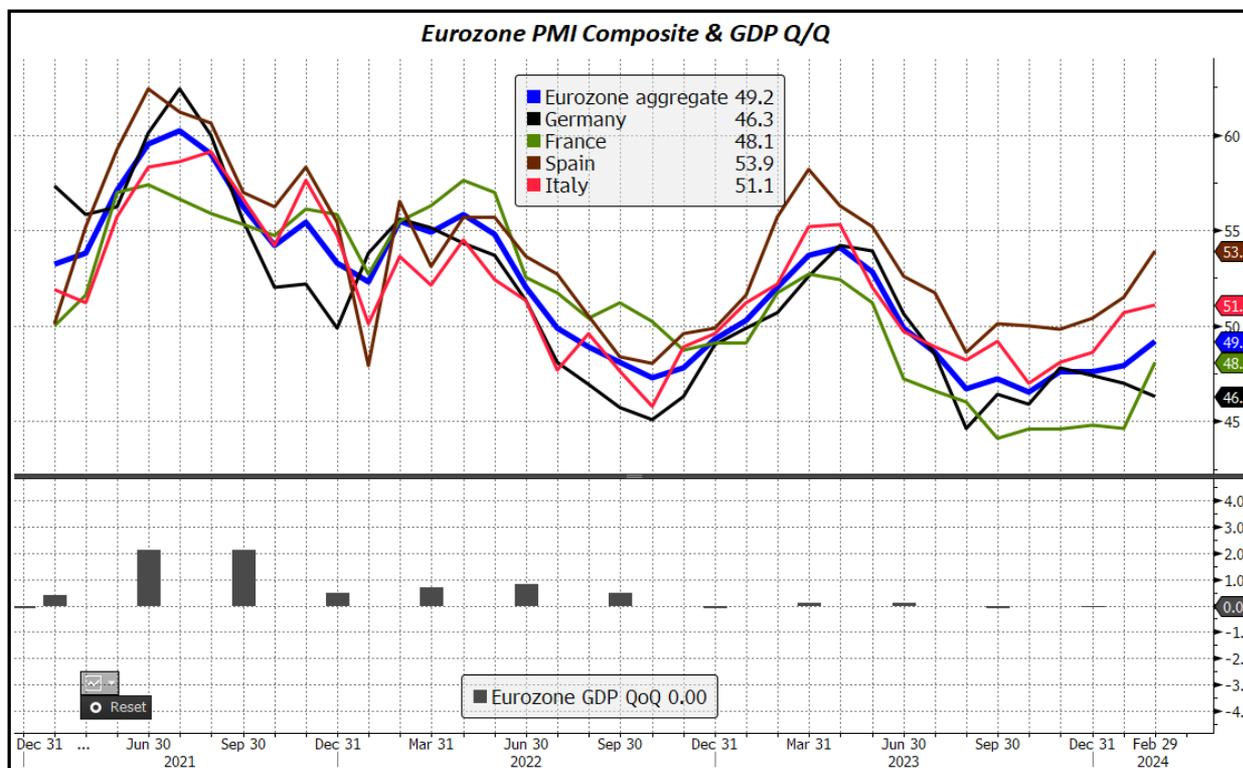
- Per trovare una serie di performance settimanali positive analoga a quella appena chiusasi (16 su 18), bisogna tornare al 1971. La precedente (17 su 19) è avvenuta nel 1964.
- Nel primo caso il mercato è salito di un ulteriore 4% e poi ha ceduto il 14% nei 7 mesi successivi
- Nel secondo il trend al rialzo è proseguito, non senza alcune correzioni del 3%
- **In nessuno dei 2 casi si è trattato di un Top del mercato**

- **Questa casistica non ci offre alcuna garanzia che il picco del mercato sia ancora distante nel tempo, ma costituisce una robusta evidenza empirica a favore della tesi che l'azionario USA presenti ancora prospettive di medio termine positive.**
- **La recente price action, ove l'azionario i) mantiene un elevato livello di ipercomprato e ii) impiega 3 mesi per perdere il 10% e recupera un 20% nei 3 mesi successivi, è un chiaro segnale che il trend è robusto.**
- **Nella stragrande maggioranza dei casi, i trend, prima di invertirsi, si indeboliscono**





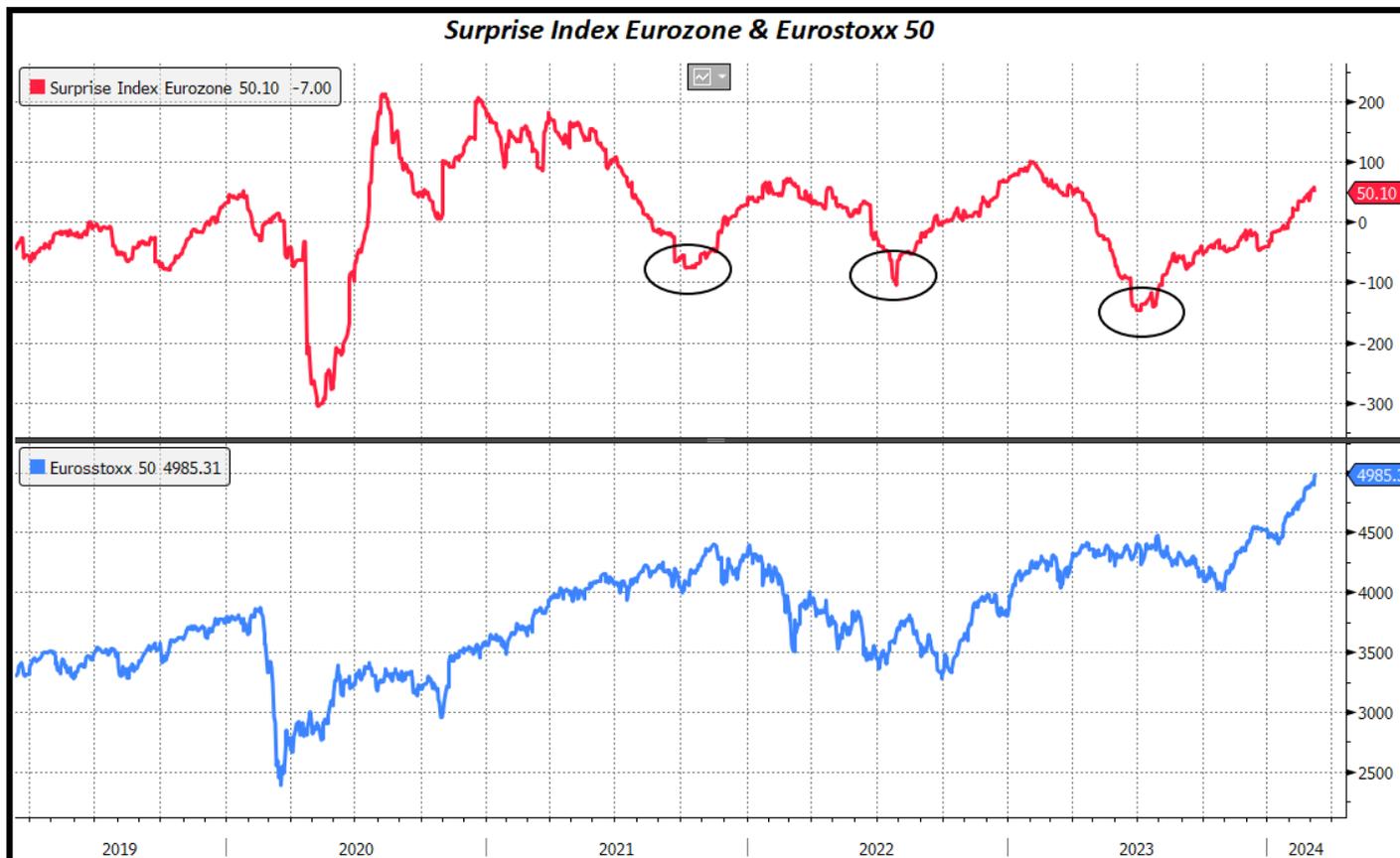
Segnali di ripresa dai PMI Eurozone. Dobbiamo credergli?



- Dopo una fase debole nella seconda metà del 2023, **i PMI Eurozone stanno dando segnali più convincenti di una ripresa dell'attività nell'area in quest'inizio del 2024.**
- L'accelerazione osservata nell'economia USA, dalla metà del 2023 in poi, offre supporto a questa tesi. Storicamente le accelerazioni cicliche statunitensi riverberano in Europa con un ritardo di 2/3 trimestri.
- Alla luce della divergenza tra PMI e GDP osservata nel 2023, permane un dubbio se l'indicazione data dai PMI troverà riscontro nei dati di contabilità nazionale, o resterà confinata alle survey.



Il Surprise Index Eurozone è in ripresa, ma si intravede una stagionalità

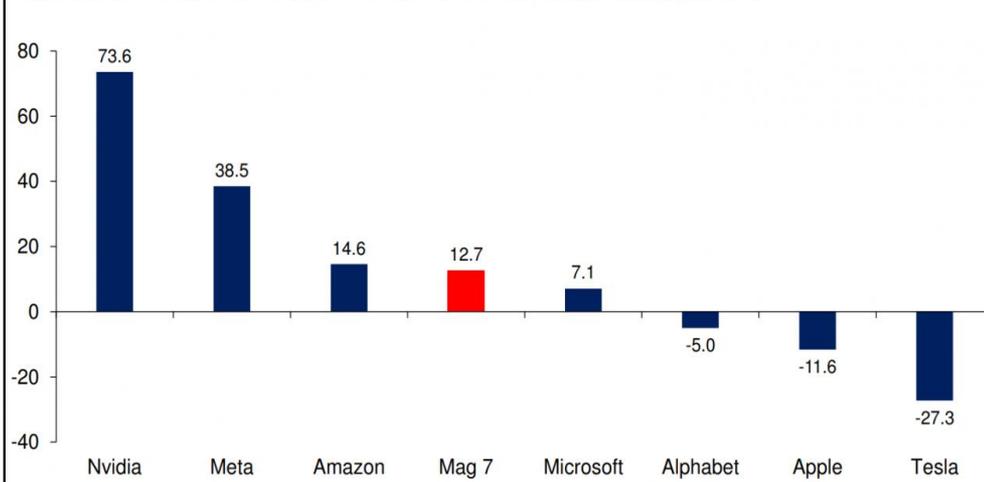


- Il Citi surprise Index Eurozone risulta coerente con i segnali di ripresa rilevati dai PMI. E' però da rilevare che nell'ultimo biennio questo indice ha mostrato una sorta di stagionalità, ad indicare la tendenza del consenso a rimanere deluso nel corso dell'anno, quando alle premesse poste dai PMI non è seguita la realtà dei dati macro.



Azionario Europa : «The magnificent 5»

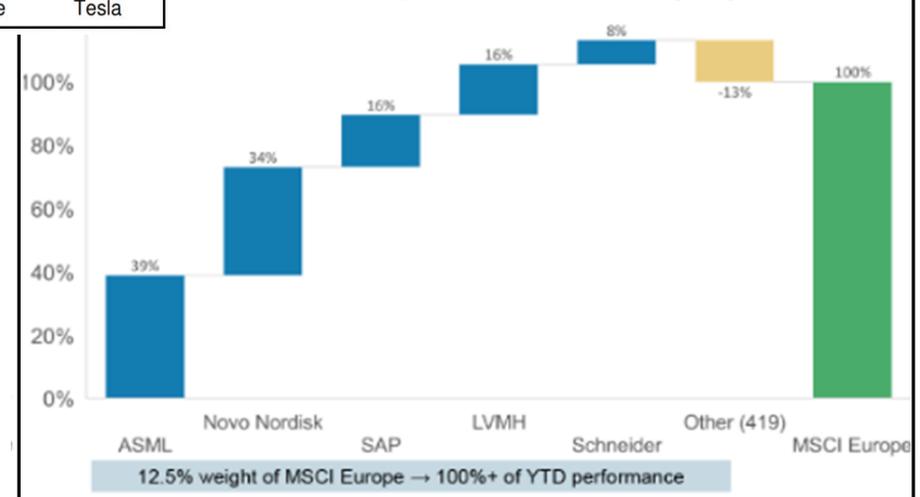
Figure 1: YTD price move in the individual Mag-7 stocks (%)



- Come noto, il rally dell'azionario USA è stato guidato dalle Magnificent 7, ovvero le più grandi capitalizzazioni del settore tech.
- Questa dominanza è stato il principale fattore della scarsa partecipazione al rally registrata negli ultimi mesi.
- Peraltro, di recente, anche **all'interno del gruppo si notano divergenze**, con 4 nomi che contribuiscono positivamente alla performance e 3 che risultano negativi da inizio anno.

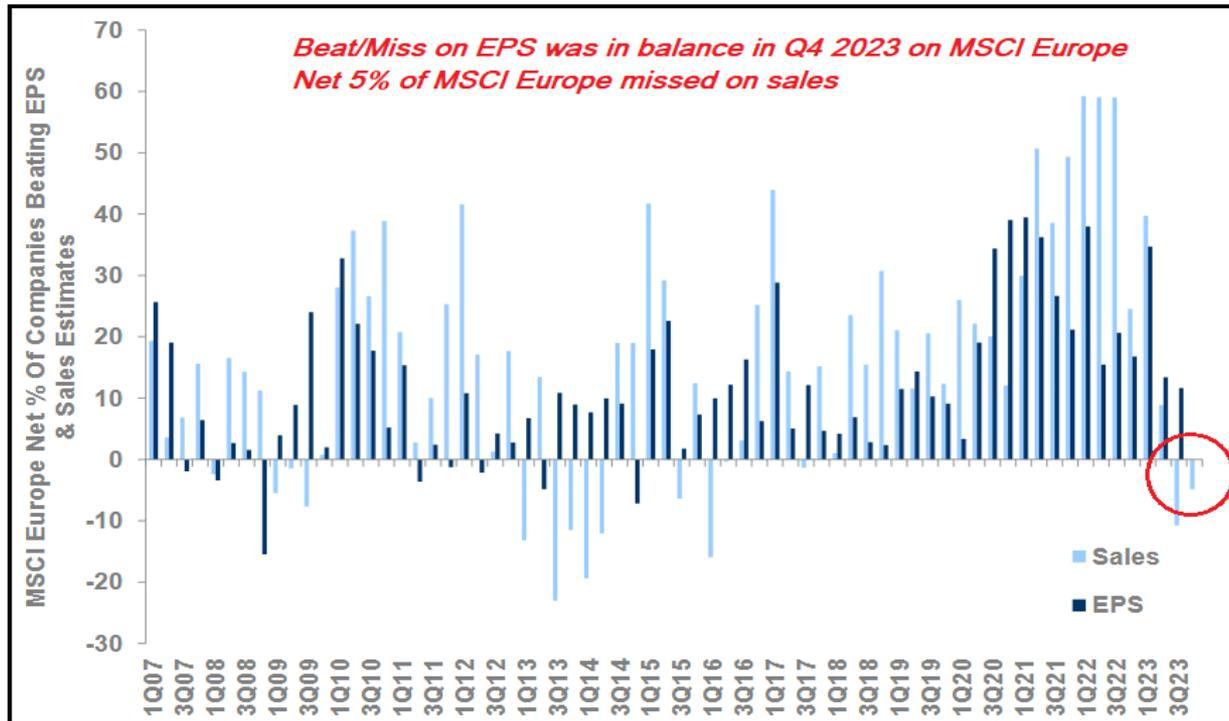
- Potrebbe trattarsi di un segnale che questa **dominanza delle Big Cap è destinata ad attenuarsi**, nel breve, favorendo un consolidamento del mercato
- Anche in Europa si è presentato un fenomeno analogo. Da inizio anno la performance del MSCI Europe si divide tra 5 big cap, con il resto del mercato che contribuisce negativamente.
- In altre parole, **anche nell'azionario europeo esiste una questione di partecipazione al rally, nonché un tema di sostenibilità dei rialzi da parte dei titoli che hanno trainato il movimento**

MSCI Europe: YTD performance contribution (USD)





Earning Season europea: non esattamente brillante.



- Con l'earning season europea giunta ormai ad uno stadio avanzato, possiamo confermare il quadro illustrato un mese fa:
 1. La breadth delle trimestrali si è ulteriormente deteriorata, con una percentuale di aziende che ha deluso le stime di EPS di consenso pari quella di aziende che lo ha battuto. La percentuale di aziende che ha deluso le stime di fatturato supera del 5% la percentuale di aziende che lo ha battuto (Dati Morgan Stanley su MSCI Europe).
 2. La sorpresa media su EPS è negativa del 3%, nonostante il contributo delle big cap, che hanno elevato la media ponderata. Quella sul fatturato è risultata negativa dello 0,5% (dati Bloomberg su Stoxx 600).
 3. La crescita degli utili, a differenza degli USA, risulta ancora negativa (EPS -14% rispetto a 12 mesi fa, fatturato -6%)



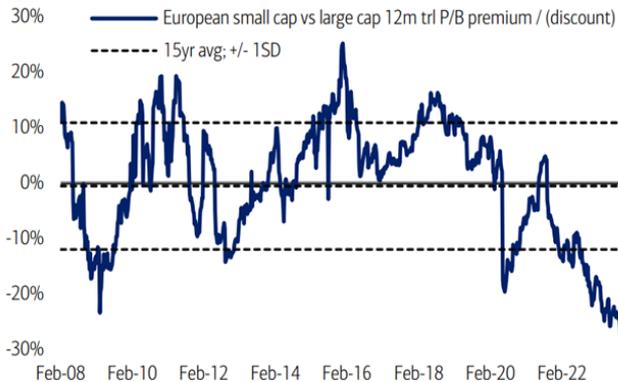
Small Caps Eurozone: Why so unloved? 1/2

Small caps' 12-month forward P/E is trading at a discount to large caps' peers for the first time since 2008



Source: BofA Global Research, Datastream

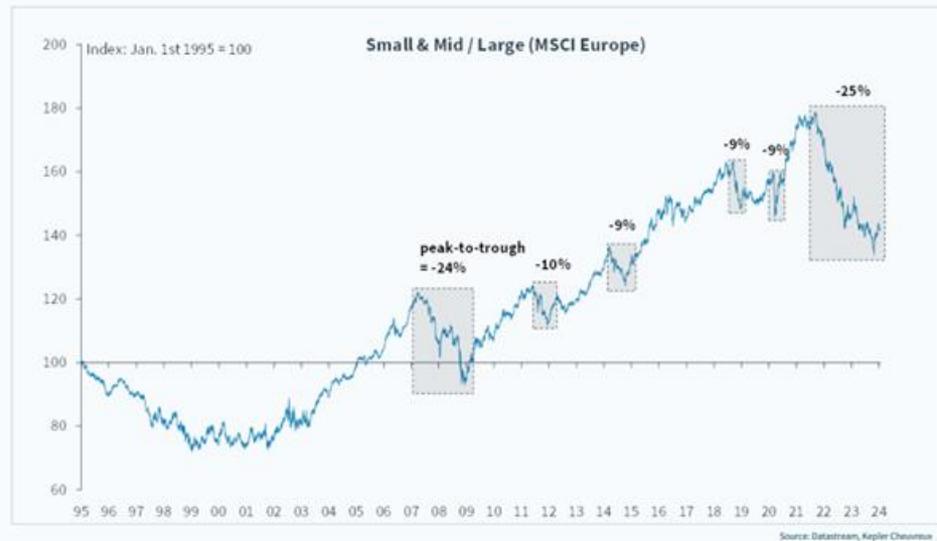
Small caps' 12-month trailing price-to-book is trading on a 30% discount relative to large caps, the lowest level since at least 2008



Source: BofA Global Research, Datastream

- Analogamente a quello USA, **il comparto delle small cap europee ha mostrato una underperformance assai significativa negli ultimi 2 anni**, paragonabile a quanto osservato durante la Grande Crisi Finanziaria.
- Questa price action ha spinto le principali misure di valutazione sui livelli minimi osservati 15 anni fa, o anche sotto.
- Si tratta di livelli di entrata storicamente assai attraenti.

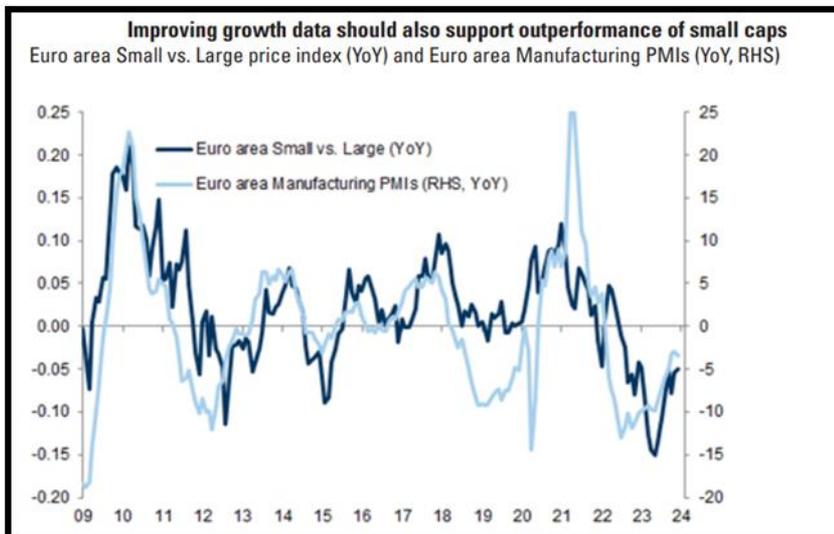
#3: European small caps already experienced a severe underperformance vs. large caps, comparable to 2008





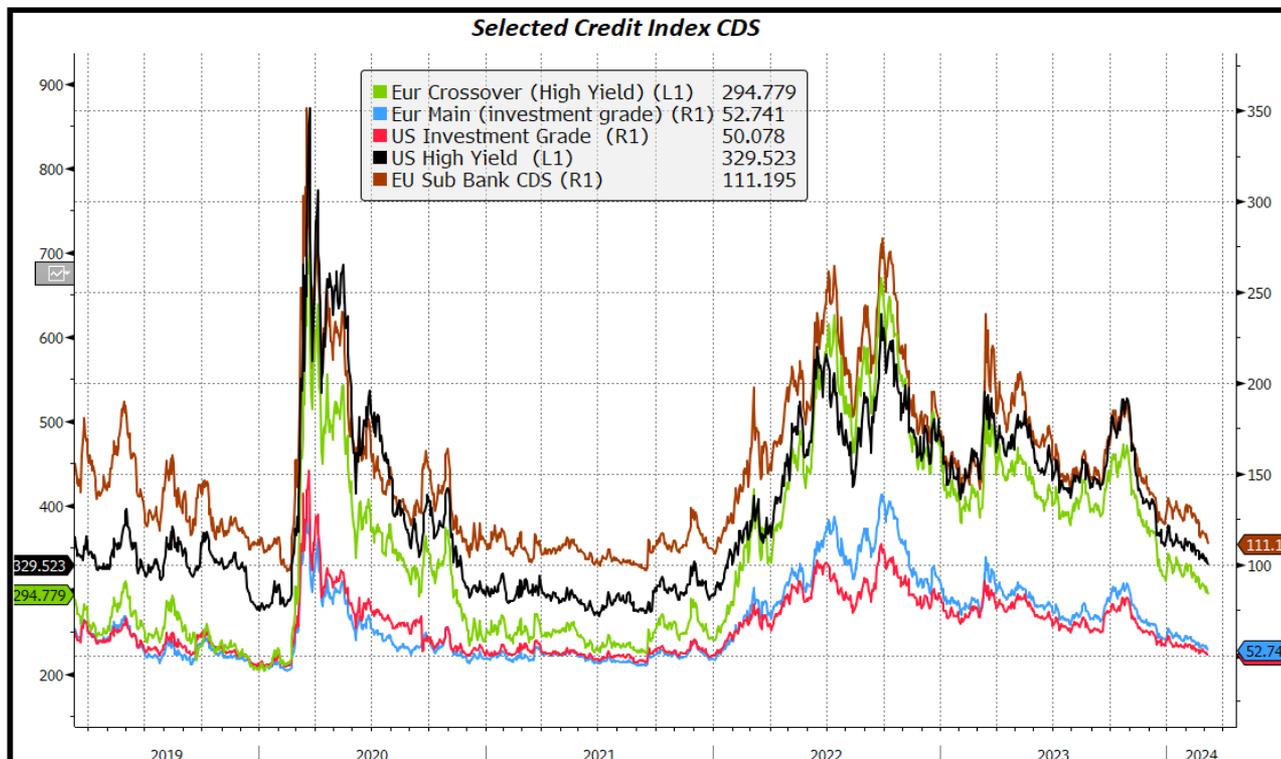
Small Caps Eurozone: Why so unloved? 2/2

- Un eventuale accelerazione dell'attività manifatturiera Europea e Globale dovrebbe favorire un recupero in relativo delle small caps, come mostra la correlazione tra i PMI manifatturieri e il ratio Small/large caps.
- Anche la recente divergenza tra il ratio ciclici/difensivi e quello small/large caps lascia intendere che sia possibile un catch up.
- Recentemente i flussi in ingresso stanno dando qualche segnale di stabilizzazione. dopo i robusti decrementi di 2022 e 2023
- Un eventuale consolidamento delle Big Caps potrebbe riportare interesse sul comparto delle small.





Il mercato del credito in euforia. Ma c'è upside?



- Parallelamente al rally dell'azionario, **anche il credito ha messo a segno una performance stellare negli ultimi 4 mesi.**
- Si può parlare tranquillamente di euforia, con **gli spread nel complesso giunti ai minimi da 2 anni**, e il mercato in grado di **assorbire un ammontare record di emissioni.**
- Nel dettaglio, si nota come **gli spread dei comparti investment grade USA ed Euro sono giunti ai minimi visti nel 2021 e anche pre Covid.**
- I comparti High Yield distano ancora un po' da quei livelli

- E' il caso di osservare che **i precedenti record di tightness sono stati raggiunti, e mantenuti, quando la crescita era esplosiva, e, soprattutto, i tassi erano a zero/negativi, mentre le banche centrali erano impegnate in robusti programmi di acquisto.**
- Su queste basi, **sembra difficile giustificare ulteriori restringimenti degli spread Corporate nei prossimi mesi, a meno di un robusto calo dei rendimenti, che non sia però connesso con una fase di debolezza macroeconomica.**



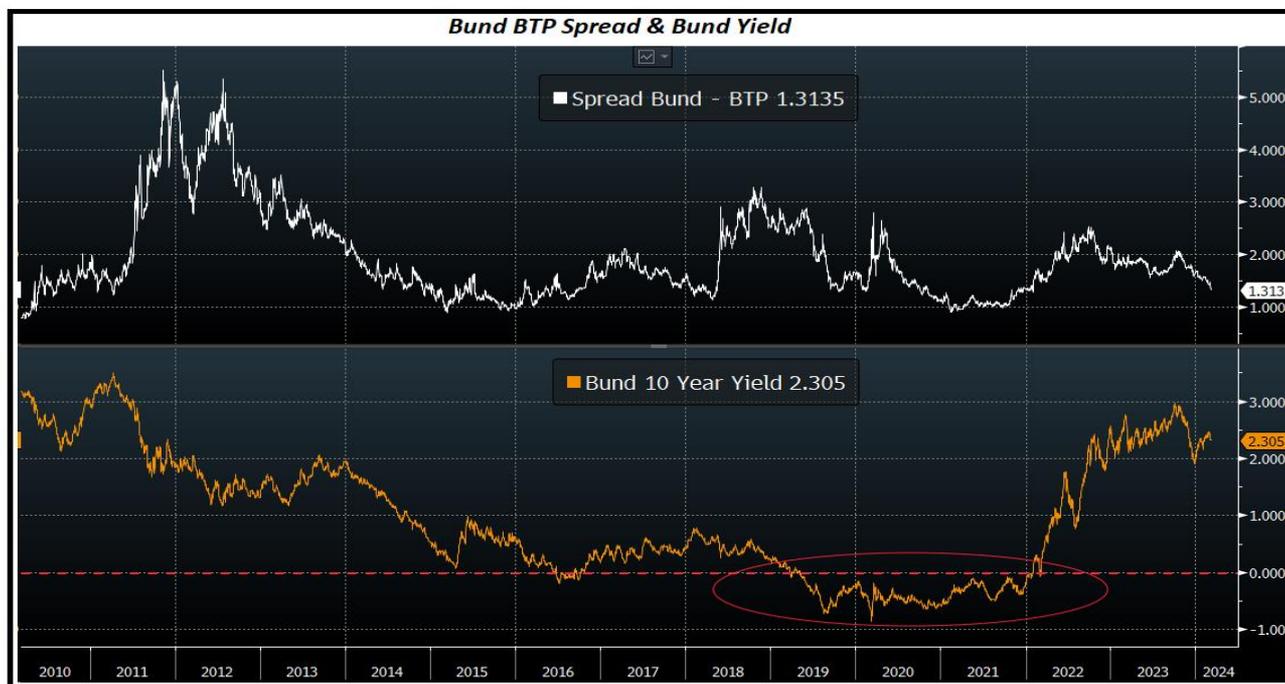
Durante la formazione di una bolla l'azionario vola ma il credito allarga



- Ipotizzando che l'euforia e l'eccezionale momentum esibiti dal mercato azionario USA rappresentino i prodromi della formazione di una bolla su investimenti in semiconduttori e AI, vale la pena di osservare che **nella fase di formazione della bolla tech di fine anni 90**, a fronte di un azionario in forte salita, **il credito ha visto gli spread allargare**, a causa del progressivo deterioramento dei fondamentali di credito delle aziende.



Spread BTP: a 30 bps dai minimi del decennio.

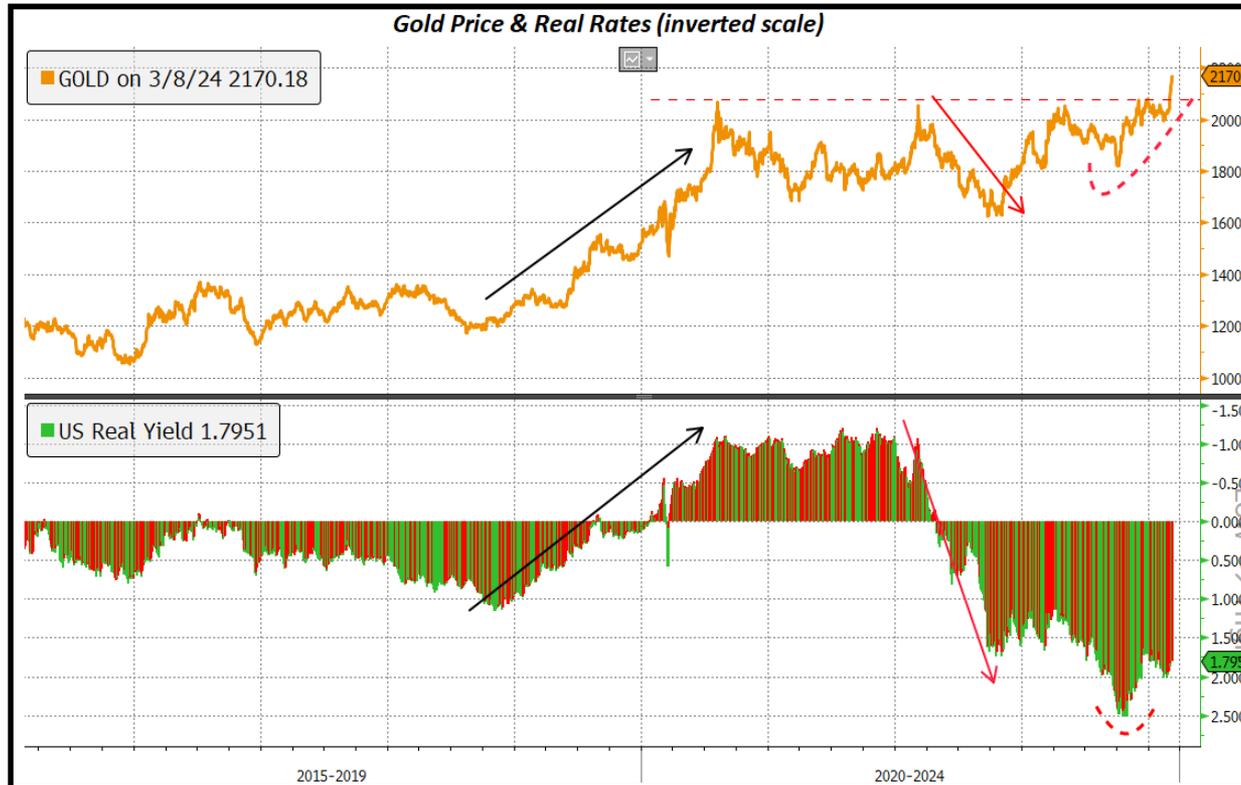


- Analogamente al credito, anche il BTP ha visto lo spread calare rapidamente sui minimi da inizio 2022, quando l'aumento vertiginoso dell'inflazione iniziò a impattare sui tassi.
- Nemmeno il rimbalzo del rendimento del Bund ha fermato il movimento, i cui driver sono stati chiaramente il risk appetite generale e il collasso degli spread del credito.
- Anche in questo caso i precedenti minimi di spread risalgono al 2021, e prima al 2015, con il varo del primo programma di acquisti ECB

- In questo contesto euforico, lo sfioramento di 2 punti del deficit dell'Italia nel 2023, al 7.2%, è stato totalmente ignorato. Si tratta però di una questione possibilmente spinosa, ancorchè di impatto non immediato:
 1. Lo sfioramento è in larghissima parte dovuto al bonus fiscale del 110%, una misura il cui costo è andato molto oltre le attese, e i cui effetti economici sono destinati a scemare rapidamente, ma che impatterà sul fabbisogno nei prossimi anni, via via che i crediti verranno usati per pagare le tasse.
 2. Lo sfioramento comporterà con ogni probabilità una procedura di infrazione da parte dell'EU
- Su queste basi, il livello di 100 bps, minimo post Covid, mai rotto significativamente negli ultimi 15 anni, sembra un target ambizioso



Oro: una forza sorprendente per il periodo



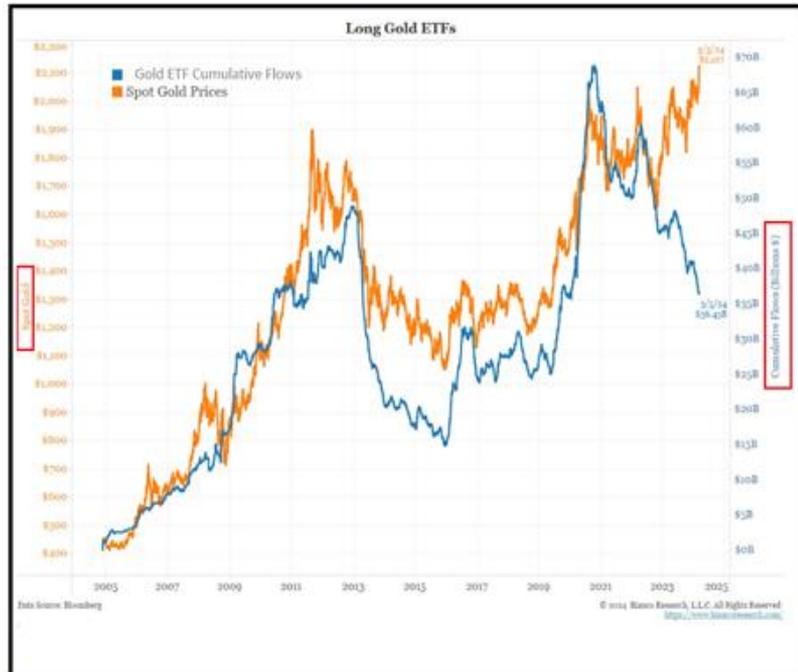
- I nuovi massimi dell'oro hanno colto gli investitori di sorpresa: con i rendimenti reali positivi e ai massimi del ventennio, un'inflazione in rientro e un risk appetite roboante, in pochi si aspettavano questo exploit dal metallo giallo.
- In verità però **uno sguardo alla price action degli ultimi 5 anni mostra una forza relativa notevole da parte dell'oro** : se il calo dei tassi reali del 2020-2021 ne ha favorito il robusto rally, **il successivo rialzo non ha prodotto che correzioni di entità decrescente.**

- Lo stallo nel rialzo dei tassi reali osservato negli ultimi mesi ha quindi favorito **la rottura al rialzo di un range che durava da metà 2020, oltre 3 anni.**
- Uno dei driver del rally potrebbe essere costituito da **crescenti aspettative di calo dei tassi reali, alimentate dal pivot delle principali banche centrali.** Un possibile corollario di questo scenario - sempre favorevole per l'oro - potrebbe essere **un conseguente rialzo delle attese di inflazione**



Oro: Banche Centrali, e Asia in supporto alla domanda?

- Il calo dei flussi in entrata sugli ETF e delle loro posizioni sul metallo osservato nell'ultimo anno e mezzo spinge a chiedersi **da dove sia venuta la domanda che ha bilanciato il calo di interesse degli investitori occidentali**
- Le prime indiziate sono **alcune banche centrali che hanno aumentato gli acquisti**, eventualmente per rafforzare le riserve e/o diversificare da strumenti di investimento considerati meno appetibili, anche per motivi politici (US Treasury, Dollari)
- In secondo luogo **sono incrementati gli acquisti di oro fisico** da parte di:
 1. **Cina.** La crisi immobiliare, e le difficoltà della borsa hanno limitato l'appetibilità di 2 dei principali approdi del risparmio ai cittadini cinesi, un popolo contraddistinto da un saving rate tra i più elevati al mondo.
 2. **India.** Da sempre attratti dall'investimento in oro e gioielli, ora gli Indiani dispongono, grazie alla robusta crescita economica di maggiori risorse da destinarvi.





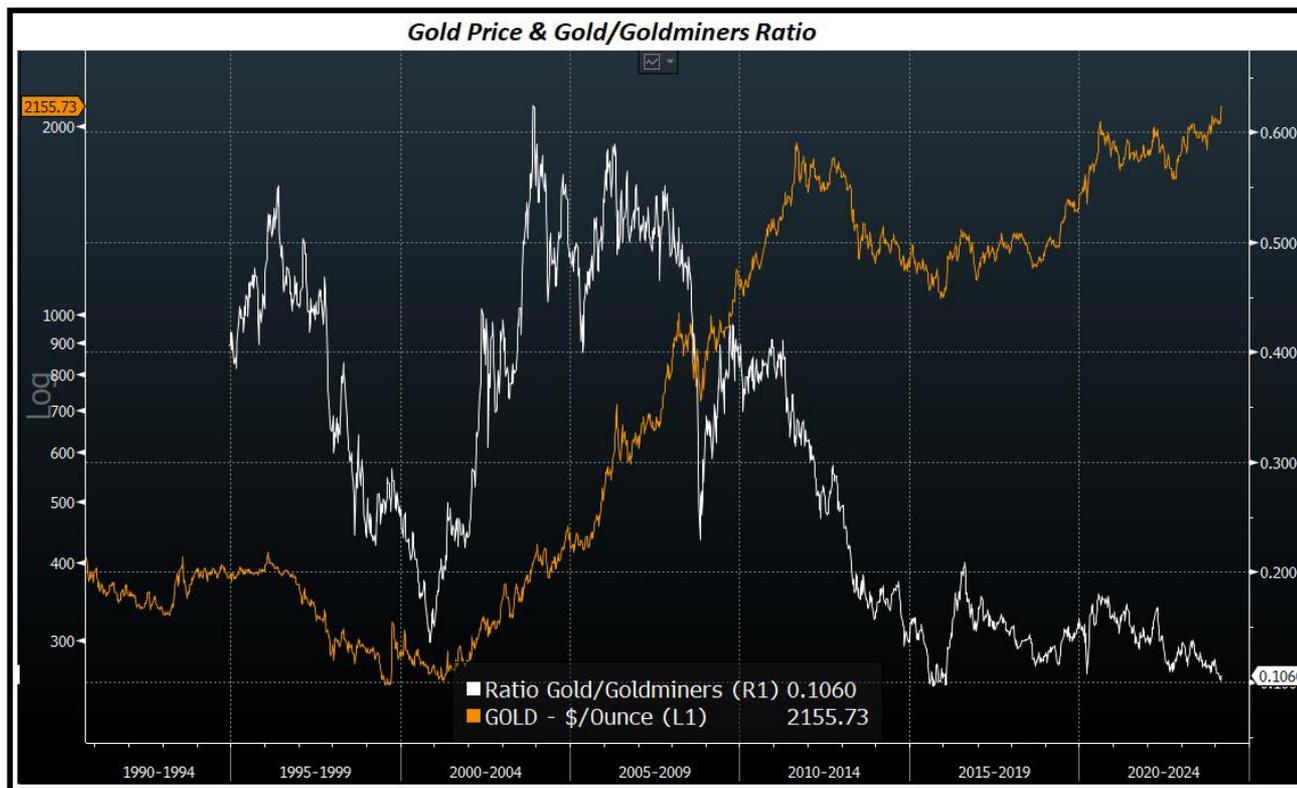
Argento: il quadro tecnico lascia intendere direzionalità a breve.



- L'Argento è da tempo impegnato in un movimento laterale con volatilità in calo. **Il quadro tecnico lascia intendere un esplosione di direzionalità in tempi non troppo lunghi.**
- Con un valore nettamente più basso, e una maggiore rilevanza degli utilizzi industriali, **l'Argento** risulta meno efficace dell'oro come riserva di valore o strumento di risparmio. Ciò detto **condivide con l'Oro alcuni driver come la domanda per gioielleria e quella per risparmio proveniente dai ceti medio bassi in Asia.**



Goldminers: ai minimi storici rispetto all'oro.



- Dopo essere esploso in seguito al rally dell'oro iniziato nel 2001, il ratio tra Goldminers e metallo è crollato, toccando i minimi insieme all'oro a fine 2016, quando questo si è portato a ridosso dei 1.000 Dollari l'oncia. Successivamente l'oro ha recuperato a tratti quota 2.000 \$, ma, dopo una fase di ripresa, il ratio Goldminers/oro si è riportato sui minimi storici
- Chiaramente **le quotazioni delle aziende aurifere alla fine del primo decennio degli anni 2.000 erano da bolla, ma quelle attuali sembrano scontare l'insostenibilità di questo movimento rialzista.**



Goldminers, perché così poca confidence?



- Per la prima volta, da quando l'oro ha iniziato ad apprezzarsi a fine '99, a fronte di un discreto movimento di rialzo (+30% in 18 mesi) l'Indice Goldminers è salito di meno.
- Costi di estrazione in crescita, staticità del trend degli utili, economics opachi e l'affermarsi della filosofia di investimento ESG sono tra i principali motivi della crescente disaffezione degli investitori per questo settore.
- **Se però l'Oro si stabilizzasse sopra 2,000 \$, permettendo ai principali produttori di aumentare stabilmente i margini e ai più speculativi di andare a breakeven, l'interesse per il settore potrebbe aumentare drasticamente.**



In sintesi

- Riportiamo a **neutral l'azionario US**. Restiamo convinti che, dopo la recente corsa, Wall Street debba necessariamente concedersi una fase di consolidamento o correzione. Riteniamo però che difficilmente questo rialzo costituirà quello definitivo del trend. Intendiamo quindi utilizzare una fase di temporanea debolezza per portare il peso a benchmark.
- Lasciamo a **underweight l'azionario europeo**, ritenendo che, ai livelli attuali, incorpori uno scenario macroeconomico e geopolitico troppo benigno. L'earning season del quarto trimestre del 2023 si è rivelata, nella migliore delle ipotesi, di qualità mista. L'economia continentale resta fragile, e riteniamo che il tightening operato dalla Banca Centrale non abbia ancora esercitato appieno i suoi effetti. Anche nell'azionario europeo notiamo nella recente price action vari fattori che solitamente precedono l'arrivo di una correzione. 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 **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 tatticamente a **underweight l'azionario giapponese**. Nel breve, gli indici sono iperestesi, e un eventuale fase di volatilità sui mercati internazionali produrrebbe anche qui una correzione. L'abbandono dei tassi negativi da parte della Bank of Japan sembra imminente, e questo potrebbe favorire un rimbalzo dello Yen, alimentando pressioni su Tokyo.
- Lasciamo a **overweight l'azionario cinese**: le autorità sono tornate a spingere forte sullo stimolo fiscale e sembrano determinate a stabilizzare le borse. Gli indicatori economici ad alta frequenza stanno migliorando. Il recente rimbalzo sta riportando interesse verso l'azionario cinese, dopo un lungo periodo in cui gli investitori internazionali hanno ritirato capitali dalle borse locali.
- Portiamo a **overweight l'azionario Emergenti**. Recentemente snobbato dall'ondata di euforia che ha investito le borse dei paesi industrializzati, il comparto potrebbe giovare di una tenuta della crescita USA. Inoltre, dovesse la Fed portare a termine l'easing che ha in programma nella seconda metà del 2024, questo costituirebbe un ulteriore fattore a supporto.



In sintesi

- Lasciamo a **neutral l'obbligazionario US**. Il recente rafforzamento del quadro macro USA ha prodotto un sostanziale allineamento tra la view della Fed e quanto scontato dai Fed Funds Futures, in termini di tagli dei tassi nel 2024. Noi riteniamo che una tenuta del quadro macro USA sui livelli attuali renderebbe difficile per il FOMC di tagliare i Fed Funds in 4 dei 5 meeting previsti per la seconda metà del 2024. Detto questo, sussiste il rischio che un eventuale fase di risk aversion possa intervenire a comprimere i rendimenti sulla parte medio lunga della curva, e il rischio che un eventuale recrudescenza della crisi delle banche regionali possa produrre un flight to quality verso i treasury. Per questo motivo evitiamo di assumere una posizione tatticamente underweight.
- Lasciamo a **overweight i treasuries inflation linked**. Riteniamo che i rendimenti reali offerti mostrino ancora valore, a fronte di un futuro indebolimento del quadro macro. I breakeven inflation costituiscono un hedge nel caso l'inflazione dia ulteriori colpi di coda nei primi mesi del 2024
- Lasciamo a **neutral l'obbligazionario governativo core Eurozone**. Come per gli USA, si è assistito ad un repricing del numero di tagli scontati dalla curva dei tassi e ad un generale rialzo dei rendimenti. Questo movimento trova meno giustificazione nei fondamentali economici dell'Eurozona, ma il quadro inflattivo e la lentezza dell'ECB a reagire agli stimoli macroeconomici lasciano intendere che il comportamento dell'obbligazionario europeo potrebbe essere simile a quello dei tassi USA. 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. Ciò detto, intravediamo una possibile fase di volatilità nella seconda parte del 2024, legata a possibile apertura di procedure di infrazione sul deficit da parte dell'EU, seguite da tensioni in occasione dell'inizio dell'elaborazione della legge di bilancio in autunno.
- Lasciamo a **neutral gli inflation link Eurozone**. Vediamo valore nei BTP Italia, alla luce dei breakeven inflation nei pressi del 1,1%.
- 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, sui livelli attuali, sconti ancora un easing eccessivo da parte della Fed. Lasciamo a **neutral quello in valuta forte** con l'idea che anche i rendimenti assoluti si muoveranno in sintonia con quelli USA.



In sintesi

- Portiamo a **underweight il debito corporate US Investment Grade**. Vediamo poco valore nell'attuale livello di spread, ai minimi post covid (vedi slide 14). 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, portiamo a **underweight quello Investment Grade. Come per quello USA**, non vediamo valore sui livelli attuali, ai minimi post Covid. Lasciamo a **underweight l'High Yield europeo** ritenendo che il comparto sia vulnerabile ad un deterioramento del quadro macroeconomico.
- Anche se il Commercial Real Estate continua a pesare sugli istituti più coinvolti, i fondamentali del settore finanziario europeo restano, nel complesso, robusti. Recentemente, la pubblicazione dei risultati di Deutsche Pfandbriefe ha offerto supporto alla teoria che non si tratta di un problema di solidità patrimoniale, ma solo di redditività. In questo contesto, ci attendiamo una fase di consolidamento nel settore, favorito dalla solidità dei bilanci degli istituti aggreganti, che dovrebbe evitare significativi impatti sui ratio di capitale. In considerazione di quanto sopra illustrato, rimaniamo **neutral sui Subordinati finanziari** e **"Selectively" Overweight sui Senior**, preferendo i senior Preferred di Emittenti Special Situation.
- 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. 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, e sulla stabilità geopolitica su Europa (istituzione di dazi, calo del supporto all'Ucraina)
- Lasciamo 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 contro €**. La Bank of Japan sembra vicina a porre fine ai tassi negativi, circostanza che dovrebbe offrire supporto alla divisa locale.
- Lasciamo a **overweight il Franco svizzero** con come hedge contro possibili fiammate di risk aversion, anche di origine geopolitico



In sintesi

- Riguardo le Commodities, lasciamo a **overweight quelle energetiche**. La tenuta dell'economia globale e 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 questo scenario macro. Lasciamo a **neutral le commodity agricole** ritenendole correttamente valutate in questo quadro incerto. Lasciamo a **overweight i metalli preziosi**. L'impressione è la domanda da parte delle banche Centrali e quella proveniente dall'Asia possono produrre un ulteriore rialzo (vedi slide 17-22)



Giudizi tattici

Azionario		Obbligazionario governativo	
US	■ Upgrade	US	■
Area euro	▼	Area euro core	■
Italia	▼	Italia/Periferia	■
UK	■	UK	■
Giappone	▼	Giappone	▼
Cina	▲	Emergenti Local Currency	▼
Emergenti	▲ Upgrade	Emergenti Hard Currency	■
Valute vs Euro		Inflation linked US	▲
USD	▲	Inflation linked Area euro	■
GBP	▲	Obbligazionario corporate	
CHF	▲	US investment grade	▼ Downgrade
JPY	▲	US high yield	▼
Materie prime		Area euro investment grade	▼ Downgrade
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 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.