

2024

Anthilia  
Capital Partners  
SGR

Analisi di scenario  
Maggio 2024





## Economia USA: deterioramento dei dati in primavera

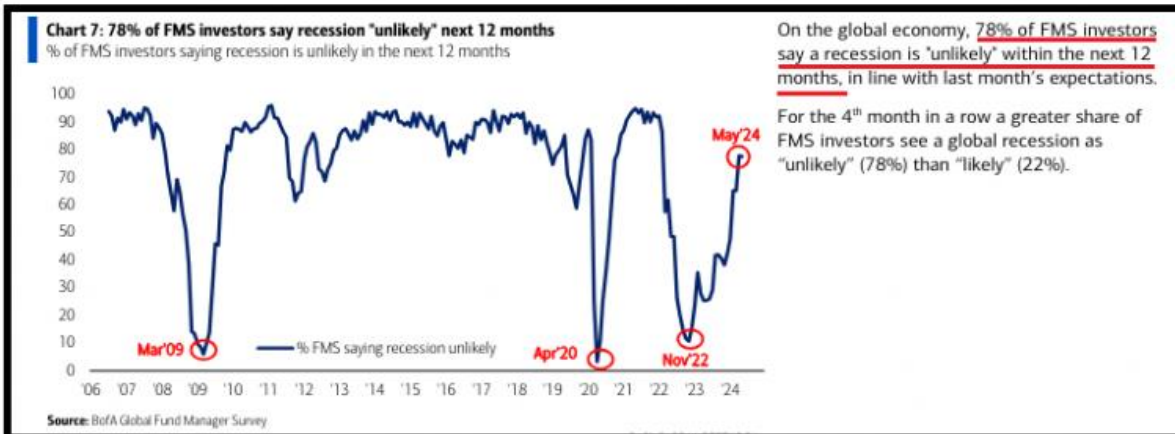
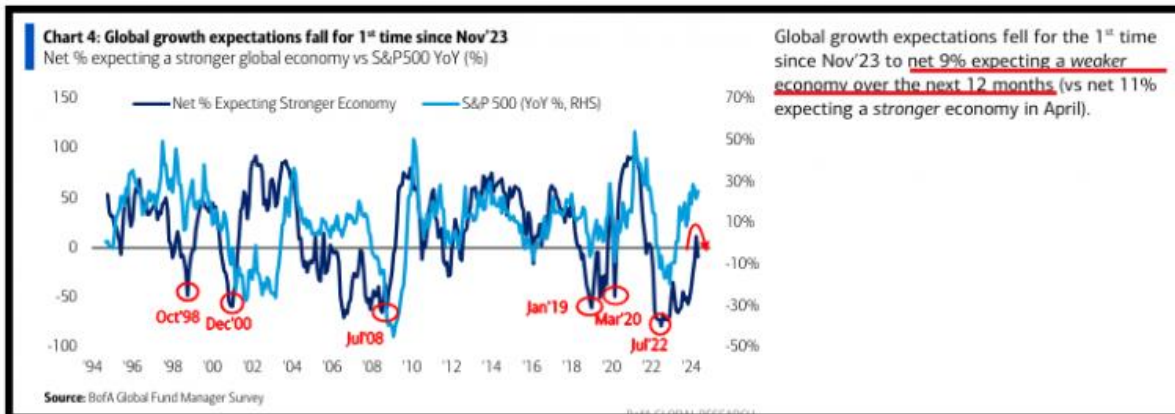


- Gli ultimi **dati macro in US** hanno mostrato, in aggregato, **un mercato indebolimento**, rispetto ai livelli robusti osservati nel periodo invernale.
  1. Gli **ISM** manifatturiero e servizi, hanno deluso (in particolare il secondo), tornando in territorio di contrazione
  2. Il **labour market report** di aprile ha mostrato un primo rallentamento nella creazione di posti di lavoro, e varie altre misure occupazionali si sono deteriorate.
  3. Le **retail sales** di Aprile sono calate e la forza dei numeri di Marzo è stata rivista al ribasso
  4. Le **consumer confidence** sono tornate a calare bruscamente

- Il quadro è ben rappresentato dal **rapido calo dei Surprise index**, che registrano lo scostamento dei dati dalle stime di consenso. Si può ipotizzare che dietro al deterioramento delle serie vi sia una componente di stagionalità.
- L'aspetto positivo è che questa perdita di momentum avviene da **livelli di attività robusti**: La crescita media USA negli ultimi 3 trimestri ammonta un 3% annualizzato, sia pure con una scivolata a Q1 2024 (+1,6%).
- Ciò detto, i report relativi al mese di aprile costituiscono **un primo campanello di allarme** sulla possibilità che – infine – l'inasprimento della politica monetaria Fed provochi un rallentamento del ciclo USA. Che è poi il motivo per cui la Fed sembra determinata a tagliare i tassi nel 2024, nonostante l'inflazione resti significativamente superiore al target.



## Da «bad is good» a «bad is bad»?

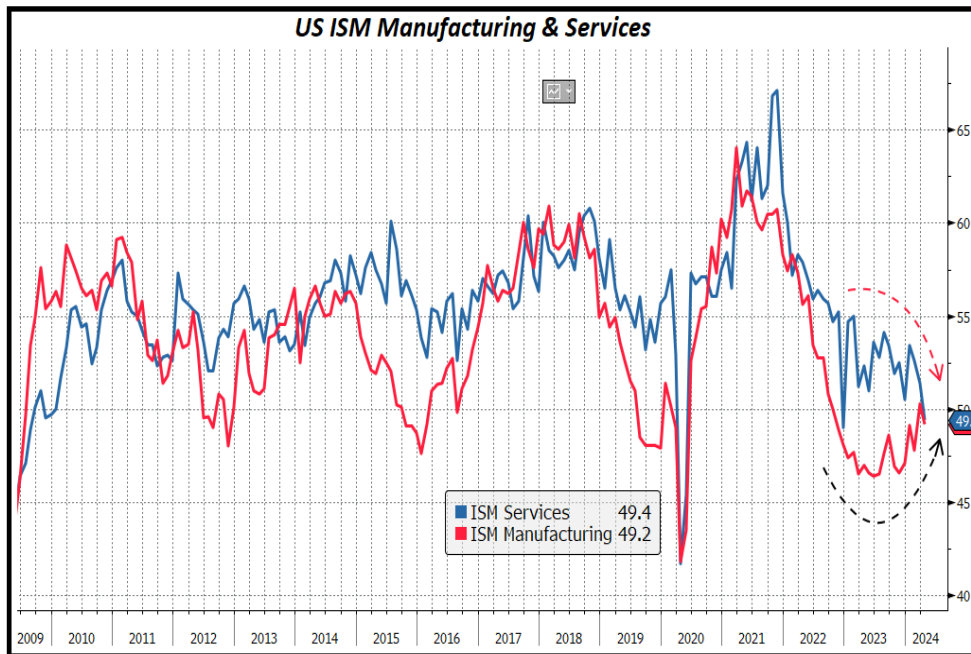


- Finora, i mercati azionari hanno accolto con favore l'indebolimento dei dati. **L'interpretazione dominante è che salgono le probabilità di un *soft landing* dell'economia USA**, rispetto al ***no landing*** in auge a fine Marzo, con **intuibili ripercussioni sulla politica monetaria Fed**.
- Non a caso, la Fund manager Survey di maggio ha mostrato ancora una maggioranza netta di intervistati che si attende un indebolimento netto dell'economia.
- Peraltro, la medesima survey indica **una larghissima maggioranza di intervistati che non ritiene probabile una recessione nei prossimi 12 mesi (78%)**.
- In altre parole, **un eventuale contrazione ciclica USA o globale prenderebbe alla sprovvista gli investitori**, diversamente da quanto sarebbe avvenuto appena 6 mesi fa.

- Anche escludendo una recessione, una prosecuzione della perdita di momentum nel ciclo potrebbe, ad un certo punto, indurre **una transizione della narrativa da *soft landing* a *hard landing***, generando una ***growth scare***. A quel punto dati macro mediocri comincerebbero ad aver impatti negativi sui risk asset.

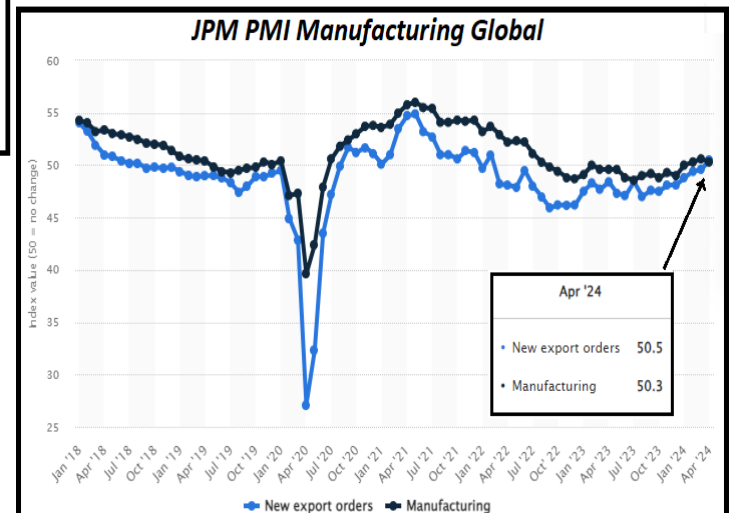


## Il quadro macro globale però non sembra indicare rischi significativi per il ciclo



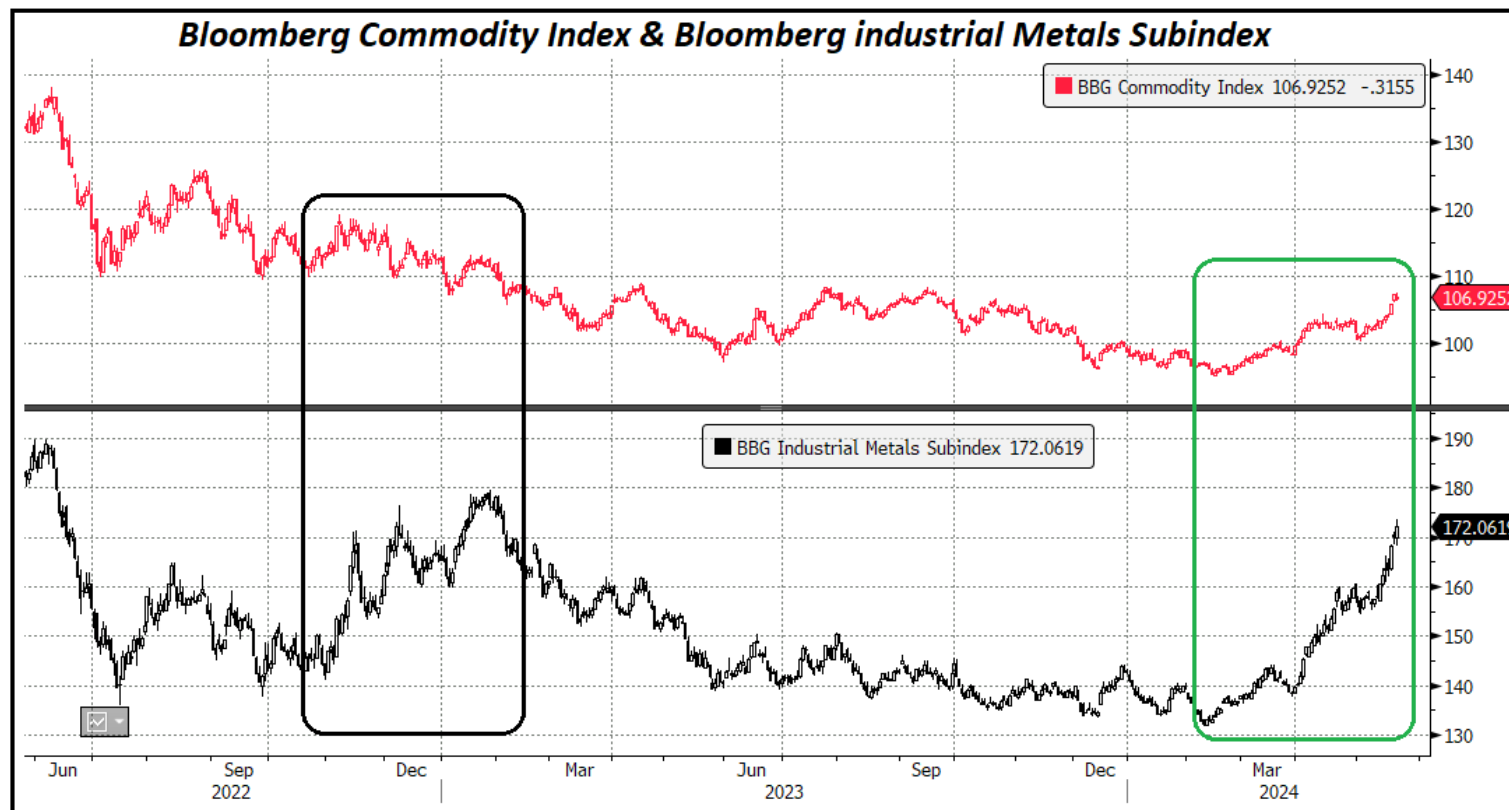
- Peraltro, il **quadro macro globale**, pur non brillante, **non sembra anticipare un significativo rallentamento ciclico** nei prossimi mesi.
- Il **ciclo manifatturiero** nelle principali aree geografiche, dopo aver attraversato una lunga fase di relativa debolezza dalla seconda metà del 2022 fino alla fine del 2023, **sta dando segnali di ripresa**
- Anche negli USA il manifatturiero sta dando i medesimi segnali di *bottoming* :la recente debolezza ha interessato soprattutto i servizi

- A livello globale, normalmente è il **settore manifatturiero a guidare il ciclo**. Anche negli USA il manifatturiero, pur essendo una frazione dell'economia (i servizi superano l'80% del totale) tende ad essere *leading*.
- Con lo stimolo fiscale che resta elevato, e la Fed e le altre banche centrali desiderose di rendere più accomodanti le stanche monetarie, **un downturn marcato non sembra probabile nei prossimi trimestri**.





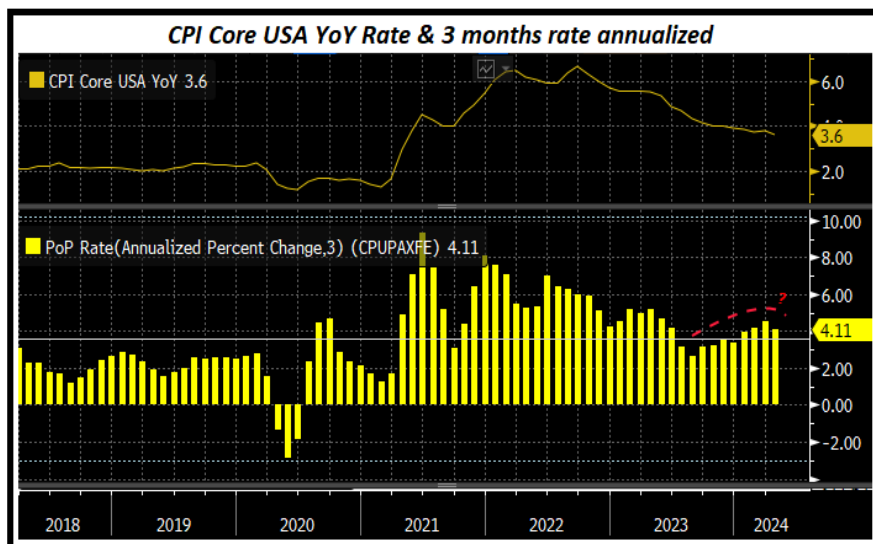
## Dalle commodities ulteriori segnali di un bottom del manifatturiero globale



- Prosegue nel secondo trimestre 2024 il rally delle commodities, con l'Indice Bloomberg che ha segnato i massimi da settembre 2023. Ancora meglio hanno fatto i metalli industriali, giunti ai massimi da 14 mesi dopo un progresso di oltre il 20% in un mese e mezzo. Il risveglio del comparto commodities, e l'outperformance da parte di uno dei suoi sottoindici più ciclici, sembra coerente con l'uscita del manifatturiero globale dalla lunga fase di stagnazione suggerito dalle più recenti survey di attività.

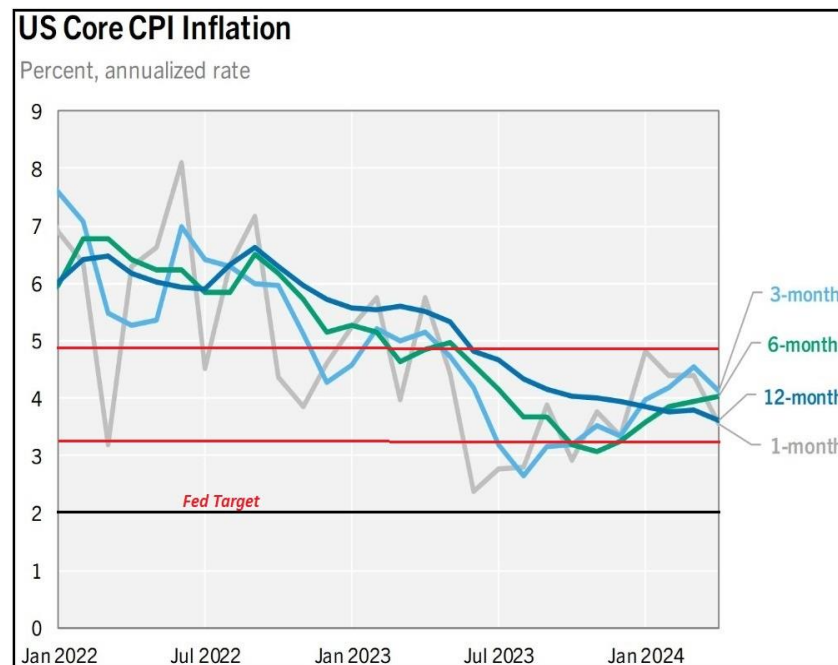


## CPI Usa ha smesso di accelerare, ma il target resta lontano.



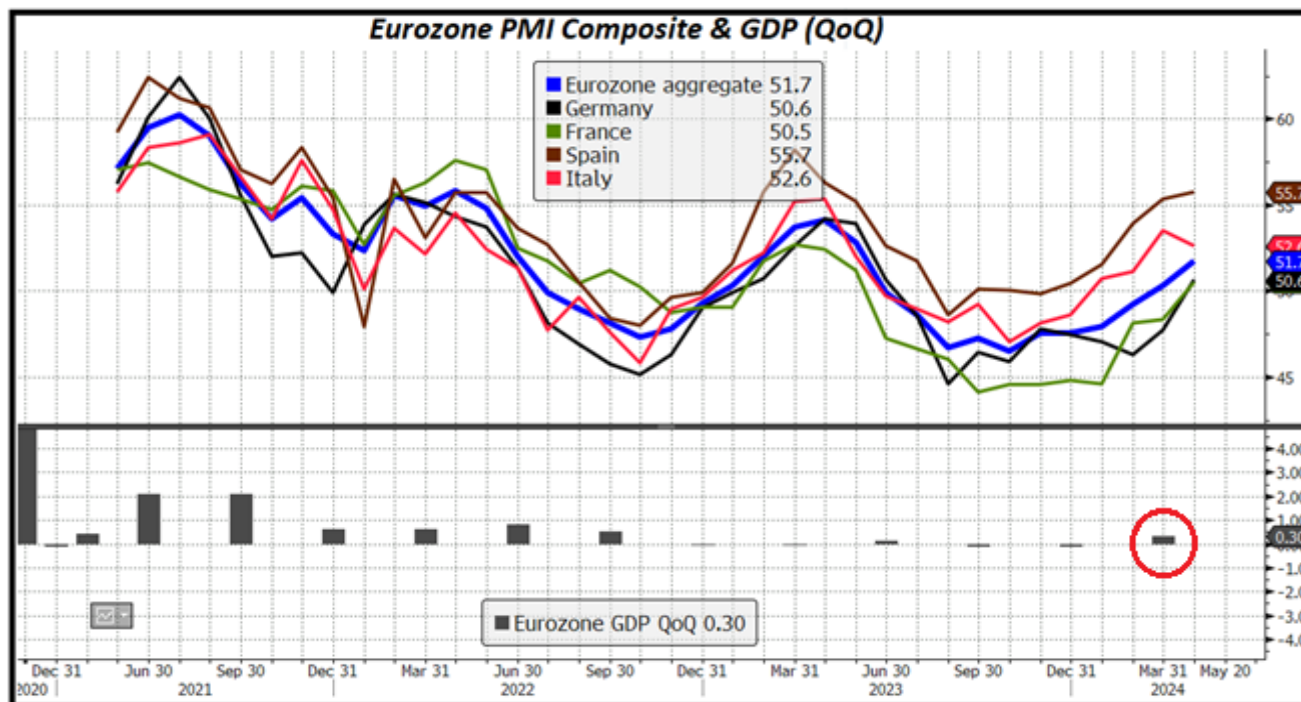
- Il quadro in termini di aspettative di politica monetaria viene ulteriormente complicato dalla **presenza delle elezioni presidenziali a novembre**. In teoria la Fed necessiterebbe di forti motivazioni per muoversi nel terzo trimestre.
- Nell'ultimo mese, lo scenario scontato dalla Fed Funds Strip si è assestato tra 1 e 2 tagli da 25 bps per il 2024, con una leggera preferenza per il secondo caso.
- Si tratta di **uno scenario abbastanza coerente con il contesto attuale**, composto di un quadro inflattivo ancora incerto, ma una Fed desiderosa di iniziare a riportare la politica monetaria verso la neutralità. Non a caso, la pubblicazione di un report di CPI di aprile benigno non ha avuto un impatto significativo sul pricing.

- Azionario e obbligazionario hanno tratto sollievo dal fatto **che l'ultimo dato di CPI USA non ha sorpreso al rialzo come i 3 precedenti**, e il trend di accelerazione mostrato dal tasso a 3 mesi annualizzato dalla seconda metà del 2023 ha mostrato una battuta d'arresto
- Peraltro, **il target della Fed del 2% è ancora abbastanza distante**, e il trend è troppo incerto ancora per offrire alla Fed la confidence che richiede per iniziare a tagliare.





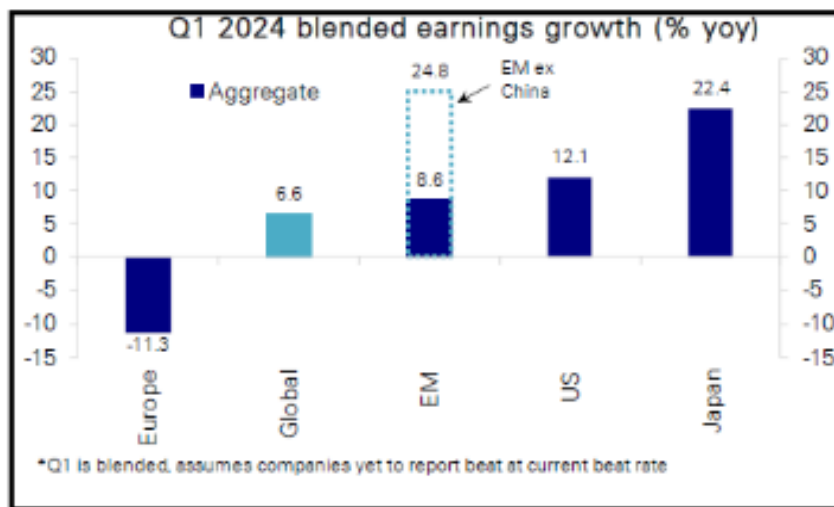
## Economia Eurozone: finalmente la crescita?



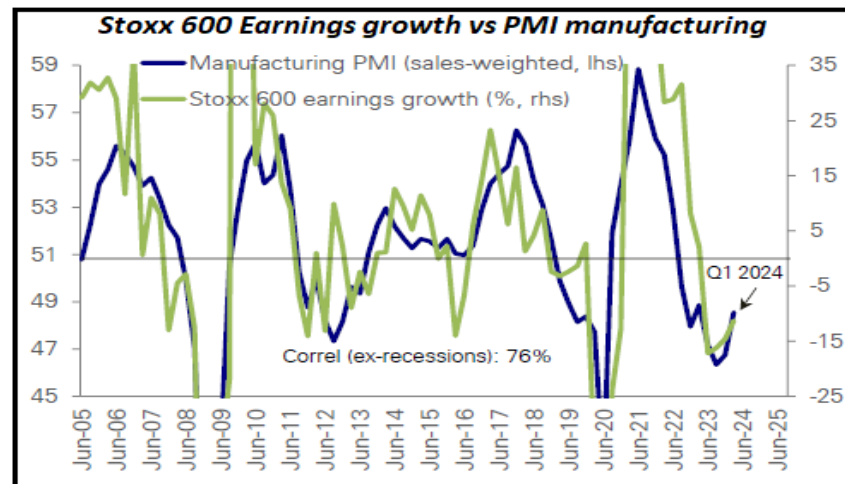
- Diversamente da quanto osservato nella prima metà del 2023, **la recente accelerazione segnalata dai PMI Eurozone sta facendo capolino negli *hard data***, con un primo accenno di crescita nel primo trimestre 2024, dopo 5 trimestri di sostanziale stagnazione.
- Due distinti driver spingono ad essere più fiduciosi riguardo una moderata accelerazione ciclica del Vecchio Continente:
  - I segnali di bottoming del ciclo manifatturiero globale, la cui stagnazione ha finora costituito un freno per l'economia europea
  - L'avvicinarsi dei tagli dei tassi da parte dell'ECB



## La crescita dei profitti aziendali tra i driver del rally.



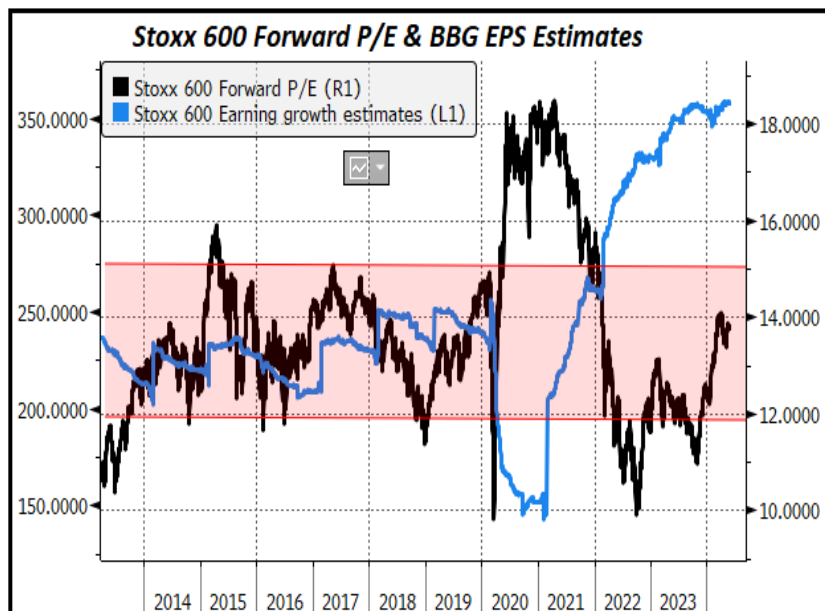
- **L'ultima earning season ha mostrato risultati brillanti in quasi tutte le giurisdizioni**, con un una sorpresa media sugli EPS elevata quasi ovunque. Solo la Cina ha mostrato earnings mediocri, e guidance deboli.
- **La crescita degli utili a livello globale ha superato il 5% anno su anno**, toccando il massimo da 7 trimestri. L'Europa è l'unico tra i principali blocchi ad avere ancora una crescita negativa degli utili anno su anno, pur avendo migliorato rispetto a Q4 2023.
- **La ripresa del manifatturiero globale dovrebbe favorire una continuazione del trend di recupero degli utili**, in particolare in Eurozona, che per vocazione e composizione degli indici mostra una correlazione maggiore con il settore.





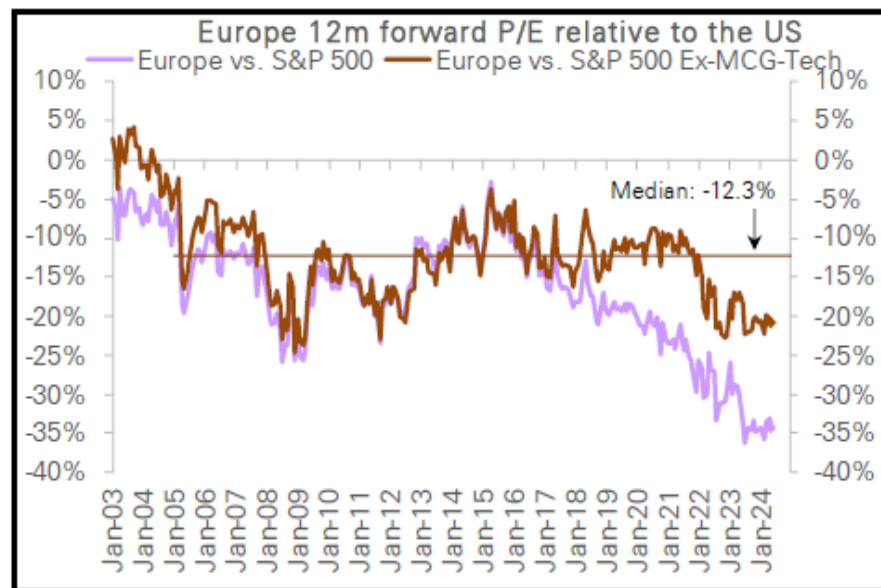


## Equity Europeo: è ancora giustificato il gap di multipli con gli USA?



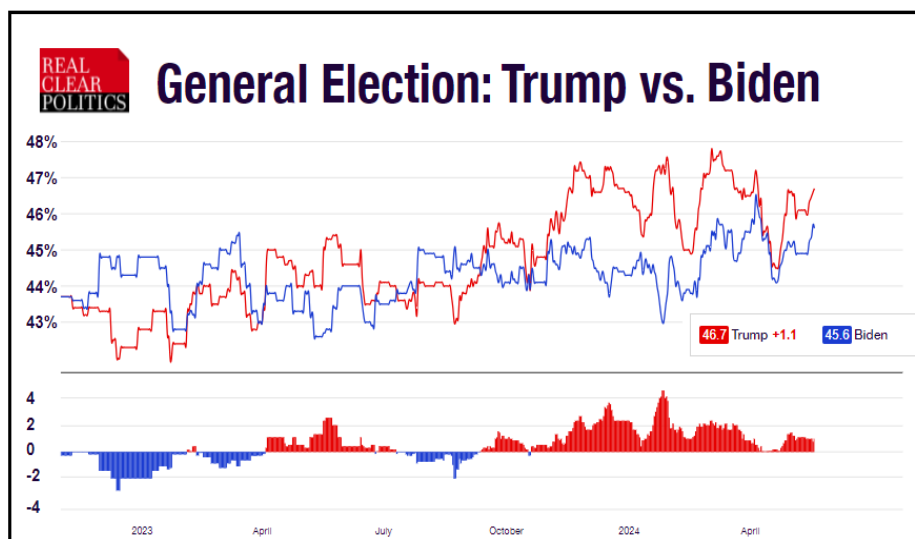
- Anche in relativo rispetto agli USA, l'azionario continentale ha raggiunto **livelli di cheapness senza precedenti**.
- Se escludiamo dal computo le Mega Cap del big tech, il ratio tra i forward PE Europei e quelli USA è tornato ai minimi dalla Grande Crisi Finanziaria.
- Con queste premesse, è lecito attendersi che, **in un contesto macroeconomico favorevole, l'Equity Europeo possa recuperare un po' della sottoperformance patita nell'ultimo quindicennio**

- L'azionario europeo è ben posizionato per beneficiare di un'accelerazione ciclica della regione, che si rifletta sui profitti aziendali.
- Infatti, complice la crescita degli utili post Covid, **i multipli dello Stoxx 600 sono rimasti relativamente bassi**, e girano ancora abbondantemente all'interno del range che li ha contenuti per gran parte dell'ultimi decennio, caratterizzato da una stagnazione dei profitti aziendali.
- **Un eventuale conferma del trend di crescita degli EPS inaugurato nel 2021 dovrebbe portare ad un re-rating**, che renda i multipli più coerenti con la nuova realtà.



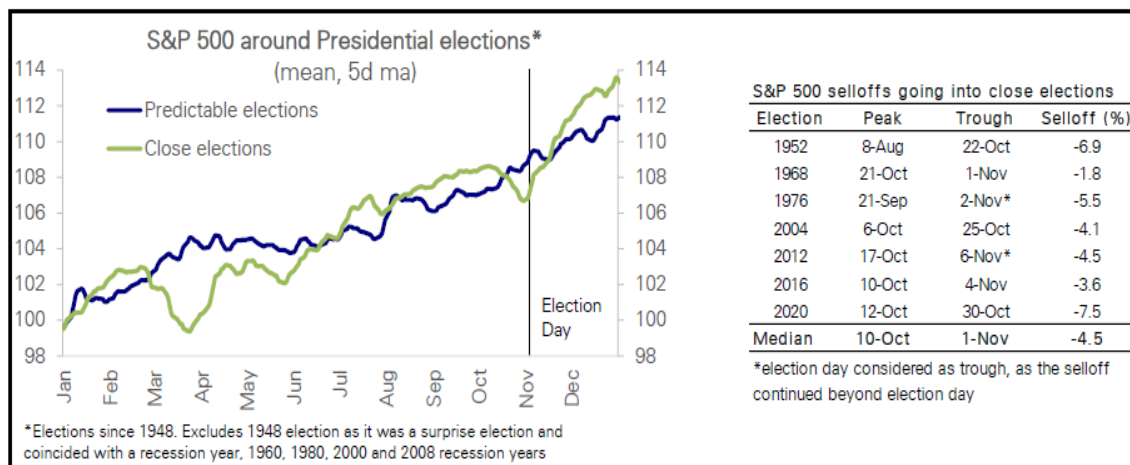


## Presidenziali 2024: incertezza fino alla fine?



- A poco più di 5 mesi dalle **Presidenziali USA**, domina l'**incertezza più assoluta sul risultato**: al momento Trump conserva un certo vantaggio nei sondaggi, che si conferma se consideriamo i cosiddetti «**battleground states**», ovvero quelli che, cambiando spesso parte da un'elezione all'altra, decidono solitamente l'esito delle elezioni (Wisconsin, Michigan, Pennsylvania, North Carolina, Florida e Arizona)
- Se una *Predictable Election* risulta essere un non event, una **close election non è di per se negativa per Wall Street**: l'analisi mostra una performance più volatile, e una fase di risk aversion nelle vicinanze delle urne, ma anche un sollievo più percettibile una volta decisa l'amministrazione vincente

- Difficile che le Presidenziali 2024 prendano una direzione precisa entro Novembre: come nelle ultime 6 consultazioni, **il risultato dovrebbe divenire noto solo a elezioni svolte**.
- Finora la stagionalità è stata grossomodo rispettata, con la tipica correzione di marzo però spostata su aprile. Su queste basi il consolidamento potrebbe durare fino all'inizio dell'estate.
- L'unico **outcome negativo** sarebbe un **esito indeterminato**, come nel 2000 tra Bush e Gore





## Il quadro tecnico resta coerente con un trend rialzista per l'equity globale



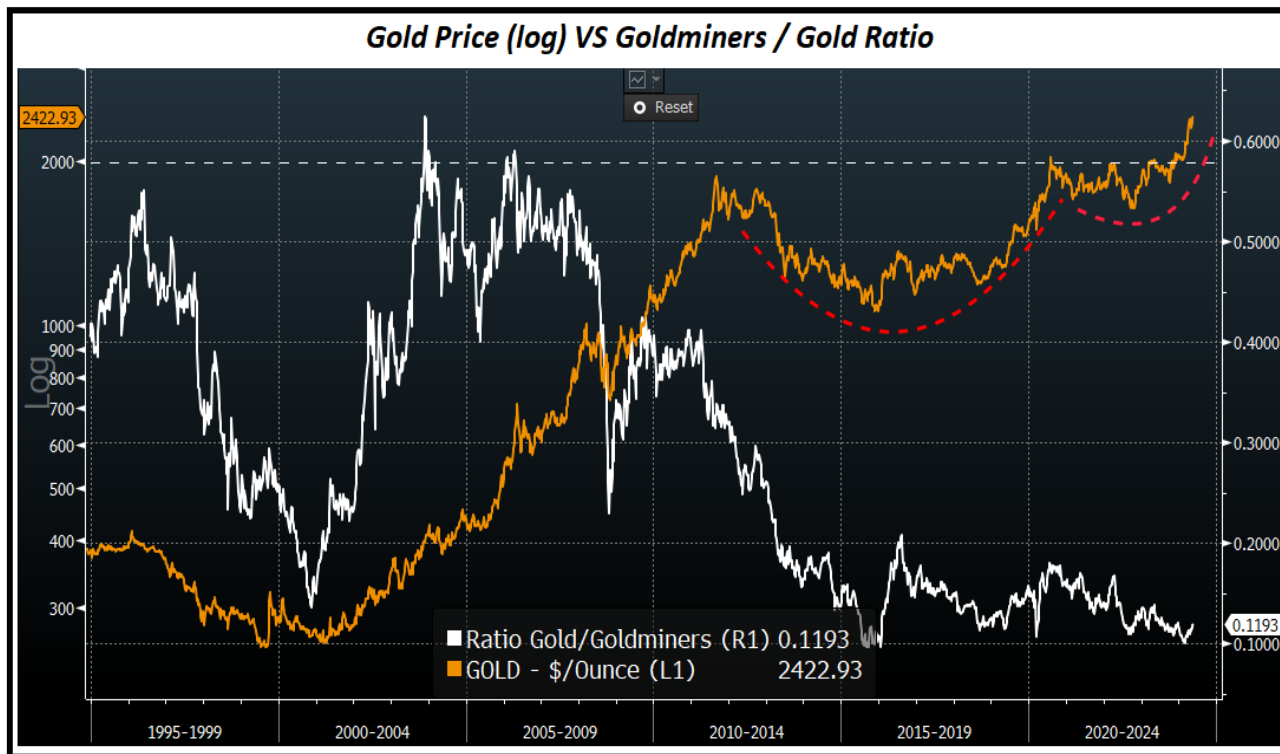
- A marzo avevamo osservato che la price action dell'azionario USA nel primo trimestre 2024 mostrava caratteristiche che raramente avevano caratterizzato un top in passato:

1. Performance di entità osservate solo fasi post recessione e durante la formazione di bolle
2. Serie positive di performance settimanali e mensili che successivamente hanno portato a nuovi massimi a 12 mesi nel 100% dei casi.

- Terminata la fase correttiva di aprile, anche il MSCI Emerging si è unito agli altri indici rappresentativi dei principali mercati azionari del globo nel fare nuovi massimi a più di 12 mesi.
- Una serie di massimi così corale, oltre a caratterizzarsi come un quadro tecnico costruttivo (higher highs and lows) costituisce un altro pattern difficilmente riscontrabile nei pressi di un top dell'azionario.



## I Goldminers restano il miglior modo di scommettere sui preziosi



- Incurante della mini capitulation della Fed e di aprile, con conseguente rientro delle aspettative di taglio dei tassi negli USA, e del temporaneo calo delle tensioni geopolitiche, **l'oro ha continuato a fare nuovi massimi in serie.**
- I driver del movimento continuano ad essere **l'accumulo di metallo da parte delle banche centrali e la crescita della domanda dall'area asiatica** (principalmente Cina e India).
- **Il quadro tecnico, con il superamento di quota 2,000 \$ l'oncia con una formazione «cup & Handle» resta, a medio termine, costruttivo**

- Detto questo, livello di euforia raggiunto sui preziosi nell'ultimo mese rende probabile **una fase di consolidamento.**
- Nonostante una buona performance nel secondo trimestre del 2024, **i Goldminers hanno recuperato ben poco nei confronti del metallo**, come mostra il ratio Gold / Goldminers, che staziona nei pressi dei minimi storici. **L'inevitabile effetto positivo sui margini delle aziende estrattive, non si è ancora riflesso sulle quotazioni in maniera adeguata.**
- A meno di corpose correzioni dell'oro, riteniamo che le possibilità di apprezzamento dei Goldminers restino buone, anche in presenza di un consolidamento, sui livelli attuali o poco sotto, dei metalli preziosi.



### In sintesi

- Lasciamo a **neutral l'azionario US**. Riteniamo che le prospettive di medio termine per Wall Street restino positive, grazie alla solidità dell'economia, alla resilienza dei profitti, al permanere di uno stimolo fiscale robusto e ad un probabile graduale easing della politica monetaria tra il quarto trimestre del 2024 e il 2025. Ciò detto, temiamo che una prosecuzione del deterioramento dei dati macro americani, a fronte di un consenso che ormai ha cancellato la recessione dai radar, possa causare una growth scare, e conseguentemente produrre una rinnovata fase correttiva. Per questo motivo adottiamo nel breve un approccio più cauto.
- Lasciamo a **neutral l'azionario europeo**. Riteniamo che il quadro, per l'azionario continentale sia in fase di miglioramento in virtù di un'economia in probabile accelerazione, e di segnali di ripresa degli utili aziendali, il tutto supportato da un inizio di easing da parte della Banca Centrale Europea, che però è già nei prezzi dell'equity. Prima di assumere un atteggiamento più costruttivo, attendiamo maggiori conferme che la fase di stagnazione che ha caratterizzato l'economia Eurozone nel 2022-2023 sia conclusa. Con intento analogo, lasciamo a **neutral l'azionario italiano**.
- Lasciamo a **neutral l'azionario UK**. Riteniamo che Londra, tra le piazze più deboli nel 2023, possa ben figurare nel corso del 2024 in virtù di valutazioni più contenute, un'economia più resiliente delle attese, e una politica monetaria più accomodante da parte della Bank of England. Nel breve l'azionario UK appare in ipercomprato.
- Lasciamo tatticamente a **underweight l'azionario giapponese**. Tokyo ha corso più degli altri indici nel primo trimestre 2024 e la fase correttiva non si è ancora conclusa. Gran parte dell'outperformance dell'azionario giapponese è legata all'espansività della politica monetaria amministrata dalla Bank of Japan, e al conseguente calo dello Yen. Recentemente però la debolezza della divisa ha cessato di essere un fattore a supporto, mentre il Ministero delle Finanze giapponese è sempre più preoccupato della sua instabilità. Un eventuale uscita della BOJ dalla sua stance ultra-espansiva potrebbe rimuovere temporaneamente uno dei principali fattori che hanno supportato i corsi azionari.
- Lasciamo a **overweight l'azionario cinese**. Dopo un inizio difficile, i mercati cinesi hanno messo in scena un robusto recupero, favorito da sentori di una stabilizzazione dell'economia, e dalle molteplici iniziative poste in essere dalle Autorità per tamponare la crisi immobiliare, e stimolare l'economia. Ci attendiamo che in tempi non troppo lunghi vengano adottate politiche per far crescere i redditi dei ceti medi, e aumentare di conseguenza i consumi.



### In sintesi

- Lasciamo a **overweight l'azionario Emergenti**. Recentemente anche il comparto emergenti si è unito alle borse occidentali nel segnare nuovi massimi di periodo. Il bottoming del manifatturiero globale, un probabile inizio dell'easing da parte della Fed nella seconda metà del 2024 e il rally delle commodity costituiscono fattori a supporto per un mercato che ha ancora dei multipli storicamente bassi.
- Lasciamo a **overweight l'obbligazionario US**. Riteniamo che il recente repricing abbia riportato le aspettative di politica monetaria su uno scenario più equilibrato. Continuiamo a ritenere che, nel breve il mercato sia più vulnerabile a notizie supportive dei bonds USA, quali sorprese negative su crescita e inflazione e fiammate di risk aversion. Lasciamo a **overweight i treasuries inflation linked**. Riteniamo che i rendimenti reali offerti mostrino ancora valore, a fronte di un potenziale futuro rallentamento del quadro macro. I breakeven inflation continuano a costituire un hedge nel caso l'inflazione dia ulteriori colpi di coda nel corso del 2024
- Lasciamo a **neutral l'obbligazionario governativo core Eurozone**. Diversamente dagli USA, in Eurozone il repricing del numero di tagli scontati dalla curva dei tassi e il rialzo dei rendimenti sono stati più moderati. L'ECB conserva l'intenzione di tagliare i tassi a Giugno, ma non prende alcun impegno per il prosieguo. Il ciclo Eurozone sta dando segnali di accelerazione e la forza delle commodity accentua il rischio di un'inflazione più forte delle attese. Lasciamo a **neutral i bond periferici** con l'idea che gli attuali livelli di spread siano da considerarsi «fair» alla luce del quadro macro e delle aspettative di politica monetaria. 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.
- Portiamo a **overweight gli inflation link Eurozone**. Riteniamo che la decisione dell'ECB di iniziare a tagliare i tassi, nonostante i segnali di bottoming dell'economia e il quadro inflattivo ancora incerto, possa offrire supporto ai breakeven, in particolare se l'inflazione dovesse dare dei colpi di coda, magari a causa del rally delle commodities. Continuiamo a vedere valore nei BTP Italia, alla luce dei breakeven inflation nei pressi del 1,2%.
- Lasciamo a **neutral l'obbligazionario governativo UK** per motivi analoghi a quelli illustrati per quello 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

- Lasciamo a **underweight il debito corporate US Investment Grade**. Vediamo poco valore nell'attuale livello di spread, ai vicini ai minimi post covid. 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. In generale riteniamo che nei prossimi trimestri assisteremo ad un graduale deterioramento dei fondamentali di credito del corporate non finanziario.
- Riguardo al credito europeo, lasciamo 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 dei fondamentali.
- L'earning season appena conclusa ha confermato la robustezza dei fondamentali del settore finanziario Eurozone. Anche gli istituti esposti al Commercial Real Estate hanno ben figurato nella sostanza, evitando l'emergere di qualsivoglia problema specifico. In questo contesto di tassi che restano su livelli elevati, quantomeno in relazione allo scorso decennio, il rendimento aggiustato per il rischio dei corporate finanziari rimane attraente. A questi livelli la parte senior resta la più interessante, mentre per i subordinati, alla luce degli spread nei pressi dei minimi di periodo, si rende necessaria una rigorosa selezione delle emissioni. Quindi rimaniamo **overweight su Senior** con una preferenza su Senior Preferred di banche "Special Situation", mentre confermiamo il **Neutral** sui **subordinati**.
- Riguardo ai cambi, lasciamo a **overweight il Dollaro**. Il recente deterioramento dei dati macro USA ha indotto un modesto repricing del Biglietto Verde. Peraltro, i rendimenti USA permangono, e resteranno abbondantemente sopra quelli Eurozone. Il divario di crescita tra i due blocchi, Eurozone e USA, resta elevato. 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)
- Portiamo a **neutral la Sterlina contro €**. L'economia Eurozone sta dando segnali di accelerazione. Anche la Bank of England si appresta a tagliare i tassi nella seconda metà del 2024.
- Lasciamo a **overweight lo Yen contro €**. Le autorità giapponesi difficilmente accetteranno ulteriori materiali svalutazioni senza reagire. Lo status di divisa di finanziamento dei carry trade della moneta giapponese rende possibili rapidi apprezzamenti in caso di pronunciate fasi di risk aversion, o improvvisi flussi di rimpatrio dei capitali da parte di risparmiatori e aziende nazionali.
- Lasciamo a **overweight il Franco svizzero** con come hedge contro possibili fiammate di risk aversion, anche di origine geopolitica



### 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. A medio termine, il fabbisogno energetico dei data center e in generale dell'industria dell'AI è destinato ad avere un impatto assai accrescitivo sulla domanda globale di energia. Lasciamo a **overweight quelle industriali**, in quanto riteniamo che l'accelerazione del manifatturiero e la spesa per infrastrutture in Cina, negli Usa e quella globale supporteranno la domanda nei prossimi trimestri. Lasciamo a **neutral le commodity agricole** ritenendole correttamente valutate in questo quadro incerto. Lasciamo a **neutral i metalli preziosi**. L'impressione è la domanda da parte delle banche Centrali e quella proveniente dall'Asia continueranno a supportare i corsi a medio termine, ma nel breve un consolidamento è nelle carte. Riteniamo però che i Goldminers non abbiano ancora scontato appieno l'impatto su utili e multipli del recente rialzo, e continuiamo a raccomandare un sovrappeso.





## Giudizi tattici

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

▲ = Overweight

■ = Neutral

▼ = Underweight



## Asset Allocation Strategica

Azionario		Obbligazionario governativo	
US	▼	US	▲
Area euro	▼	Area euro core	▲
Italia	▼	Italia/Periferia	▲
UK	■	UK	■
Giappone	■	Giappone	▼
Cina	▲	Emergenti Local Currency	■
Emergenti	■	Emergenti Hard Currency	■
Valute 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.