

2024

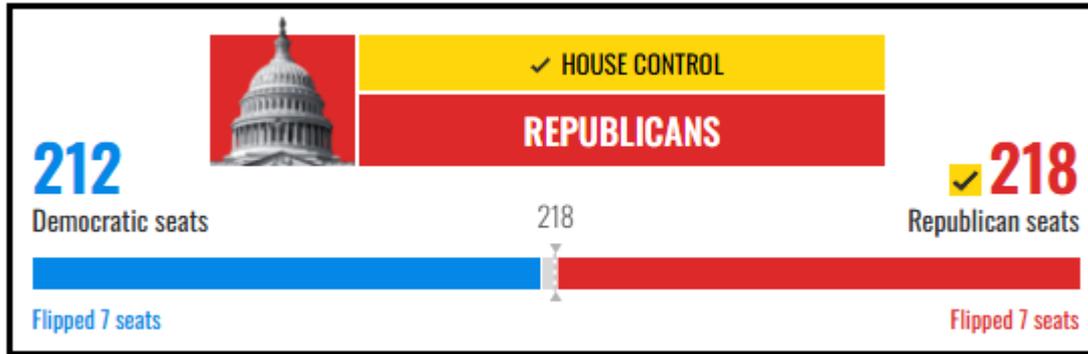
Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Novembre 2024



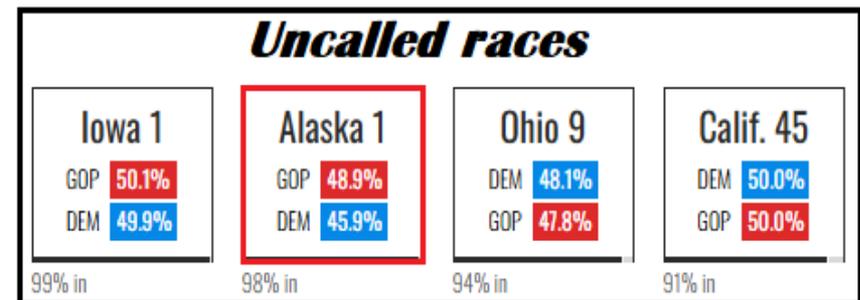


Clean Sweep, ma che controllo ha Trump del Congresso?



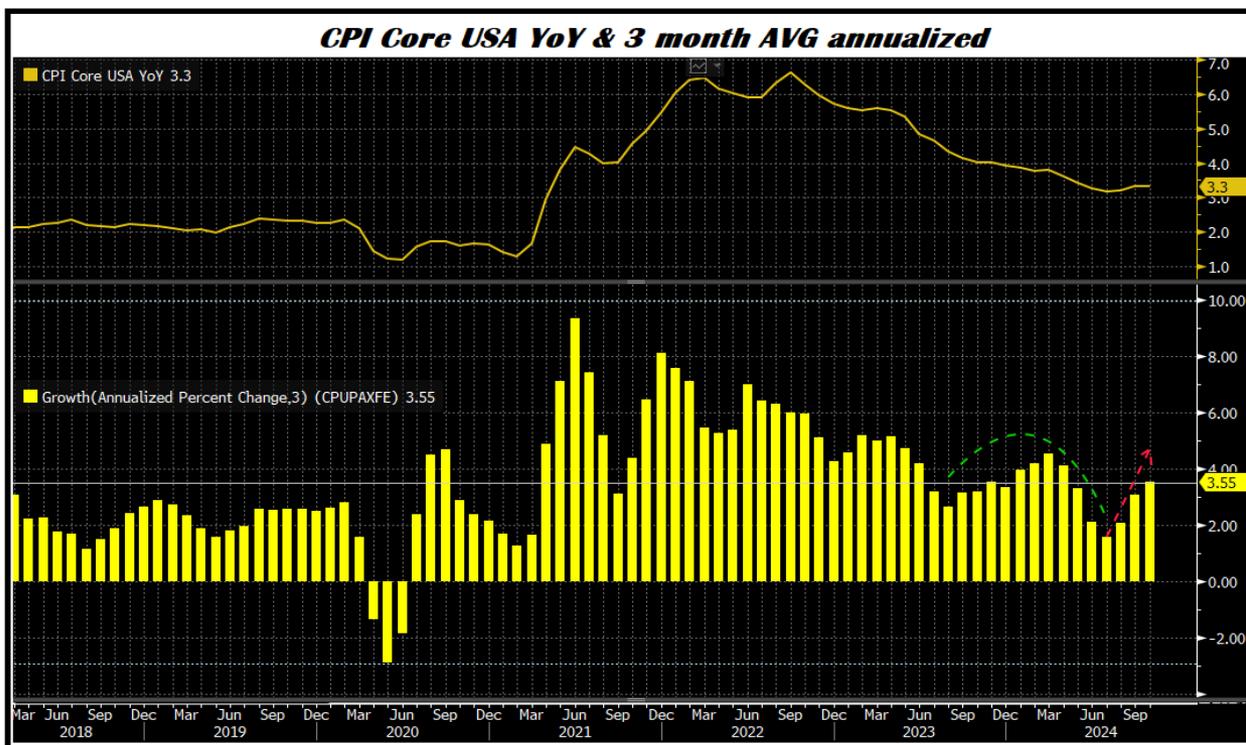
- **Trump ha ufficialmente ottenuto il *clean sweep*. Controlla il Senato**, con una maggioranza di 52 seggi a 47, e un seggio ancora in bilico, **ed anche la House of Representatives**, dove al momento ha il minimo indispensabile (218 seggi), ma ci sono ancora 4 seggi da assegnare. Di questi 4, uno con ogni probabilità gli verrà attribuito, ma i Repubblicani sono avanti anche in altri 2

- **La vittoria repubblicana, quindi, è andata ben oltre le attese:** nell'imminenza dell'apertura delle urne, la probabilità di un Congresso interamente Repubblicano non superava il 50%, e una vittoria nel voto popolare era giudicata improbabile.
- Concesso che il *clean sweep* attribuisce a Trump un margine di manovra assai superiore a quello che offriva una situazione di *split Congress*, è il caso di rilevare che **le attuali maggioranze alle camere non offrono ai Repubblicani tutto il margine desiderabile**. Con una maggioranza di 6 - 8 seggi, **alla House of Reprs qualsiasi provvedimento può essere affondato da una manciata di dissensi**.
- Stante l'**attuale livello di divisione** nel Partito Repubblicano, questo tipo di evenienza è **meno improbabile di quanto si creda**. Nel 2023, con una maggioranza maggiore alla Camera (222-213), sono occorse 15 votazioni per eleggere McCarthy a Speaker, e, quando questo è caduto, qualche mese dopo, sono occorsi 22 giorni per votare il suo successore, Johnson.
- E' possibile che il fatto di essere «al potere» renda il partito repubblicano più coeso, al fine di mostrare efficacia e intraprendenza.
- Detto questo, abbiamo visto di recente **vari episodi di dissenso** da parte di un discreto numero di Congressmen repubblicani, verso idee e politiche di Trump.
- Il fatto stesso che lui stia cercando strumenti per evitare un passaggio al Congresso delle sue (discusse) nomine è un chiaro segnale che è a conoscenza del tema





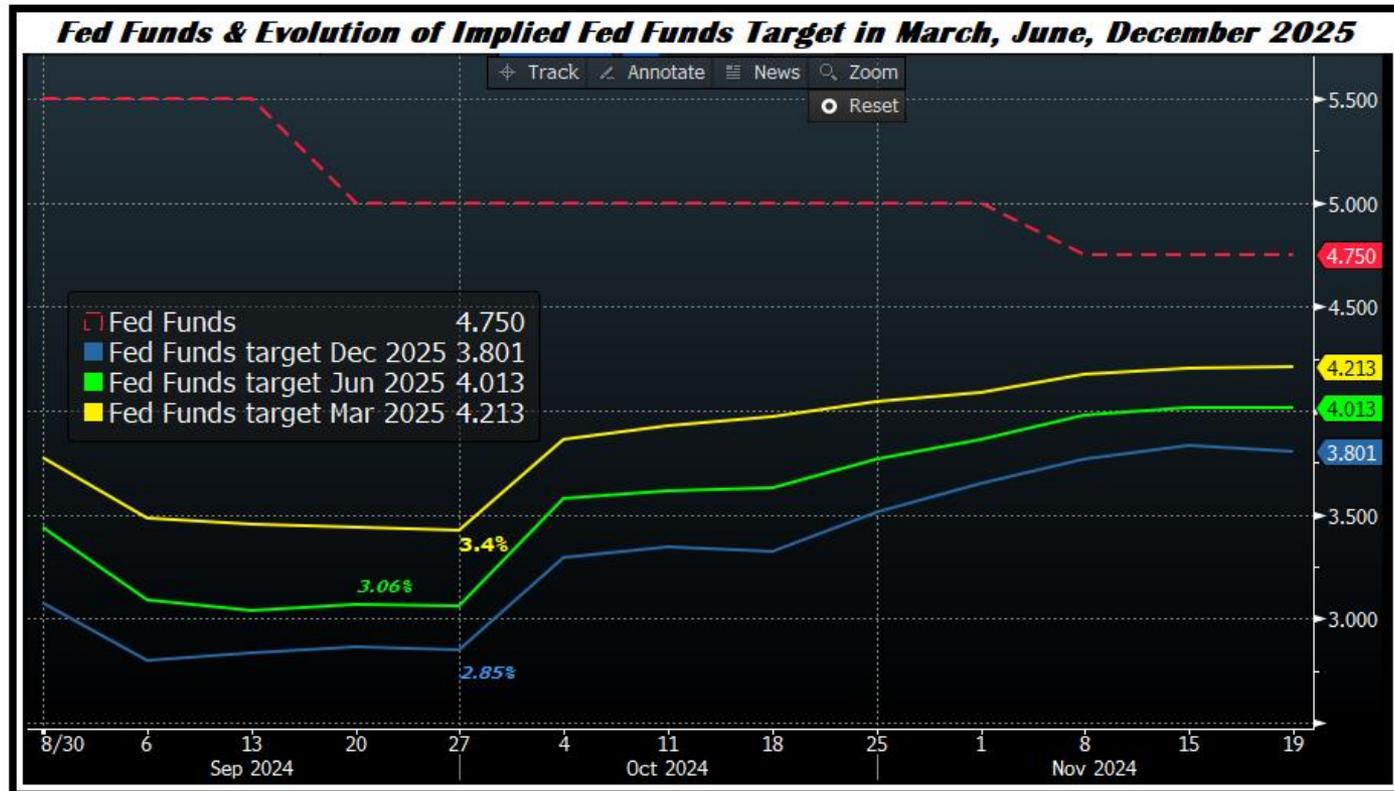
Inflazione USA: out of the confort zone?



- **Valutare le prospettive di crescita dell'economia Economia USA**, che già era in ripresa prima delle presidenziali, **senza un quadro anche sommario del programma economico di Trump è impresa ardua**. Trump è decisamente pro business e come tale dovrebbe essere positivo per l'economia, ma l'impatto di alcune misure (es. Dazi) può, nel breve, frenare i consumi
- Peraltro, è **sensato attendersi che l'impatto della nuova amministrazione sui prezzi sia al rialzo**: sia un incremento dello stimolo fiscale, che l'istituzione generalizzata di dazi alle importazioni sono, coeteris paribus, fattori inflattivi.
- Tra l'altro, gli ultimi report di CPI hanno progressivamente perso quella connotazione benigna che aveva caratterizzato la primavera. La media a 3 mesi annualizzata del CPI core è tornata al 3,55%



Fed Funds: un repricing aggressivo

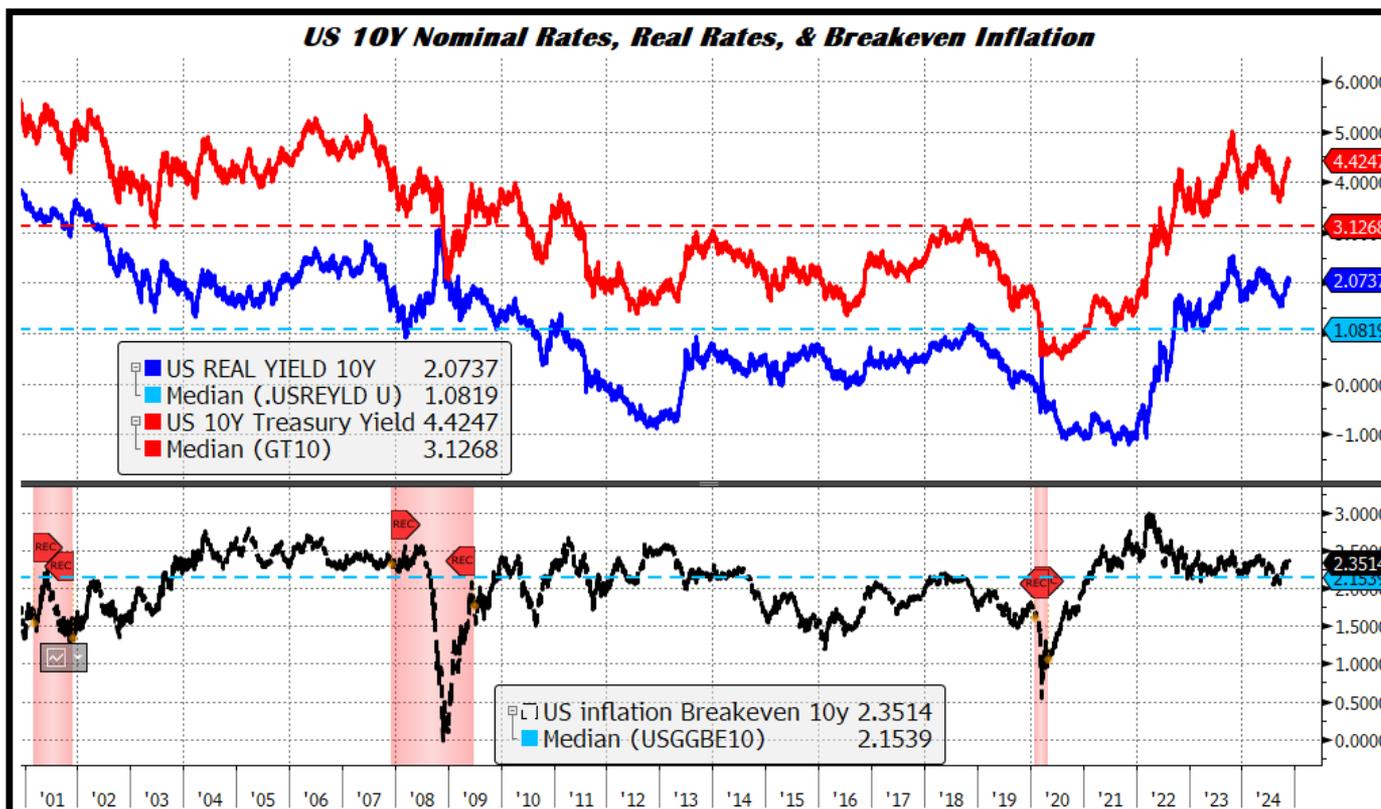


- L'impatto combinato del miglioramento dei dati macro USA in autunno, del deterioramento di quelli inflattivi, e della crescente percezione di una vittoria di Trump, risultata poi oltre le attese più rosee, ha prodotto **un robusto repricing delle aspettative di easing** da parte della Fed. L'ammontare di basis points di taglio dei Fed Funds scontati per il 2025 da parte della Fed si è praticamente dimezzato, da 190 bps complessivi indicati dalla Fed Funds Strip a fine settembre ai 95 bps attuali.

- Powell ha dichiarato che la Fed fattorizzerà le misure della nuova amministrazione solo quando queste saranno legge.



US Breakeven Inflation: un buon hedge contro il rischio dazi?



- L'accelerazione ciclica post covid, il robusto ricorso allo stimolo fiscale e il tightening Fed (rialzo dei tassi e riduzione bilancio) hanno spinto i tassi nominali e reali verso la parte alta del range degli ultimi 25 anni.
- I breakeven inflation sono rimasti nei pressi della mediana, quasi a sottolineare la credibilità della Fed come *inflation fighter*.
- Questo li rende un buon hedge contro eventuali impatti oltre attese delle politiche di Trump sul quadro inflattivo



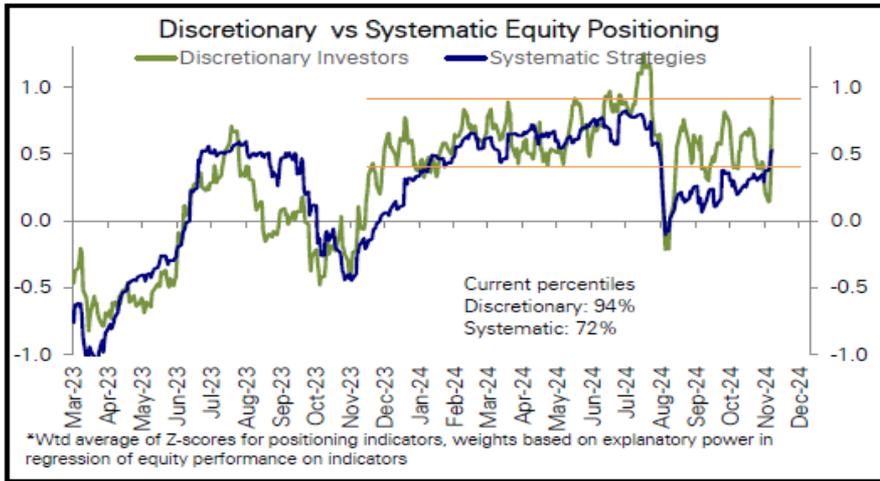
Le Presidenziali 2024 hanno rivoluzionato le attese degli investitori.

	Oct'24 FMS	Nov'24	Post US election	
Net % expecting stronger global economy	-10%	-4%	23%	↑↑
Net % expecting stronger US economy	-22%	-15%	28%	↑↑
Net % expecting higher global CPI	-44%	-16%	10%	↑↑
FMS cash balance %	3.9%	4.3%	4.0%	↓
Net % OW Equities	31%	34%	24%	↓
Net % OW US equities	10%	13%	29%	↑↑
Net % think small caps will outperform large caps	6%	3%	35%	↑↑
Net % think high yield will outperform high grade bonds	-3%	-1%	41%	↑↑

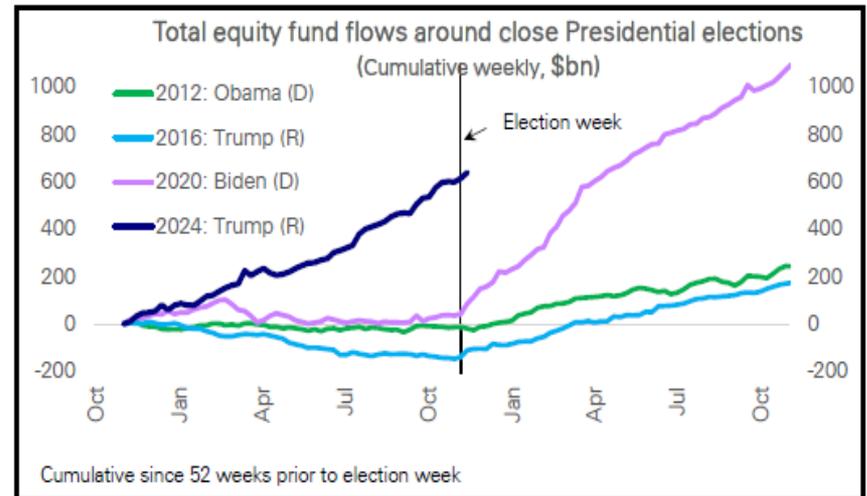
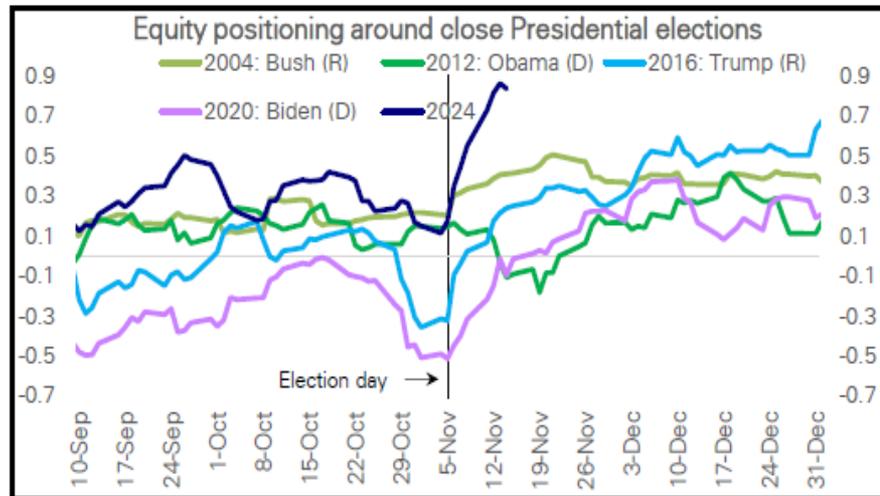
- L'ampio mandato ottenuto da Trump alle presidenziali ha prodotto **modifiche importanti nelle aspettative degli investitori**, come mostra in primis la Fund Manager Survey di Bank of America di Novembre. La parte di risposte alla survey pervenuta dopo la pubblicazione del risultato elettorale (il 21% del totale) presenta caratteristiche radicalmente diverse dalla media del mese.
 1. **Le aspettative di crescita sono diventate marcatamente positive**, sia per gli USA che per l'economia globale
 2. La maggioranza degli intervistati si attende ora **un'inflazione al rialzo** nei prossimi 12 mesi. Ad Ottobre dominava l'opinione che l'inflazione avrebbe proseguito il calo.
 3. La percentuale di investitori **overweight di azionario USA** è cresciuta parecchio. Il movimento è presumibilmente stato bilanciato da un calo di quella overweight Europa.
 4. Le **Small Caps** sono improvvisamente il **settore di gran lunga preferito**.
 5. E' esploso l'**ottimismo** nei confronti del **High Yield USA**.
 6. L'esposizione ai bonds, nonostante quanto osservato sul quadro inflattivo, è salita
- In generale abbiamo **un robusto aumento dell'ottimismo verso gli asset USA**, Dollaro compreso, se la performance è da considerare un indicatore.



Il positioning si è modificato di conseguenza

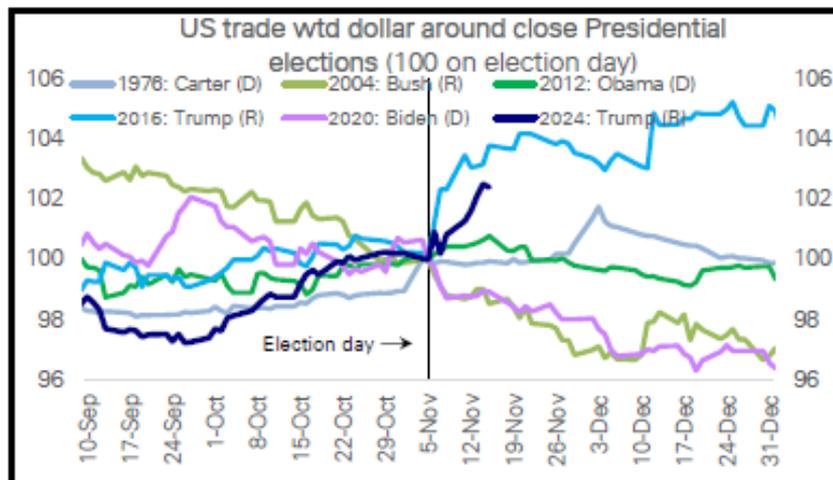
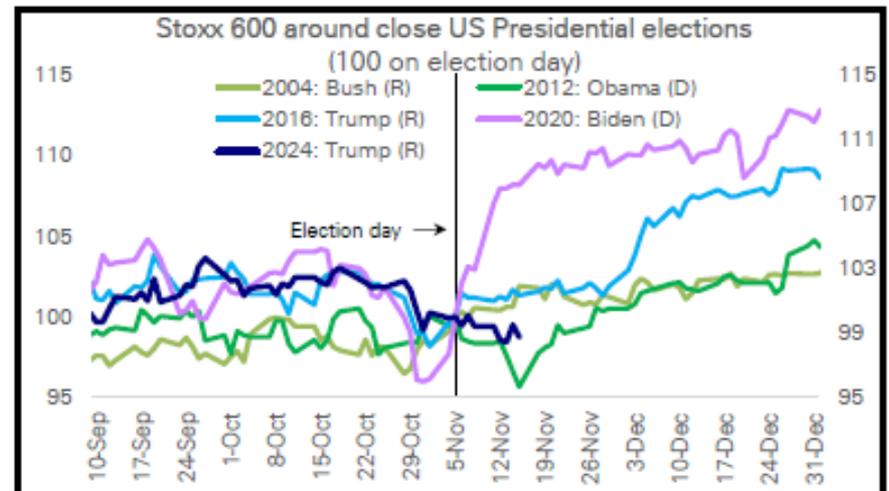
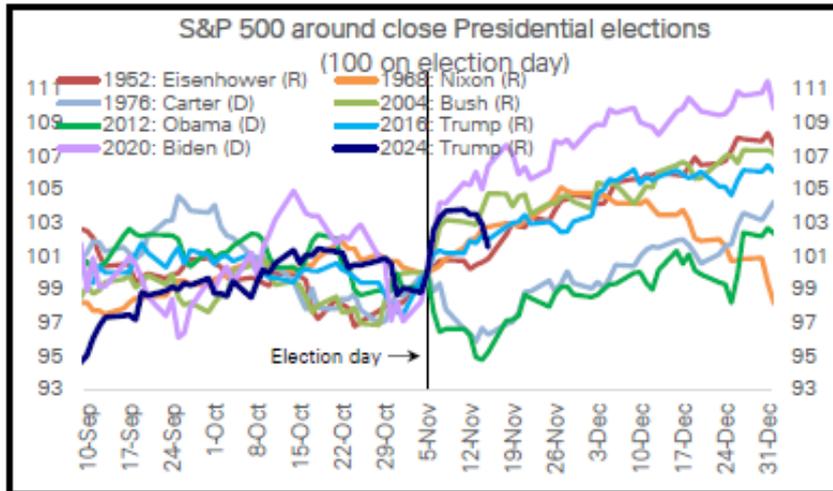


- Il **positioning sull'azionario** ha conseguentemente fatto un **balzo record**, rilevato da tutti i principali monitor. Il movimento è stato chiaramente **trainato dalle strategie discrezionali**, la cui asset allocation è determinata dalle aspettative in termini di ciclo, tassi e utili. La reazione dei veicoli con strategie quantitative è stata comprensibilmente più moderata e tardiva.
- La reazione in termini di allocazione sull'azionario è stata **simile a quanto osservato dopo la vittoria di Trump nel 2016** e quella di Biden nel 2020. Ma in entrambi i casi i gestori erano giunti all'appuntamento con un **positioning assai più cauto**.
- Anche il **quadro dei flussi** mostra chiaramente un sentiment assai differente nel run up verso le elezioni





Performance in linea col passato per l'azionario, il Dollaro outperforma



- Dopo l'iniziale euforia, **la performance dell'S&P 500 si è al momento confermata con la media del post elezioni «incerte».**
- Lo stesso vale per l'azionario Europeo. Il periodo dopo le presidenziali del 2020 (vittoria di Biden) è stato influenzato in modo determinante dall'annuncio della scoperta dei vaccini.
- Viceversa, il Dollaro ha seguito più un percorso «post Trump» al momento, andando a scontare **la differenza percepita di impatto delle sue scelte di politica fiscale, commerciale ed estera nelle 2 aree.**
- **La media delle performance azionarie USA ed € post elezioni incerte potrebbe costituire una buona roadmap di qui alla fine dell'anno.**



L'outperformance dell'azionario USA è tornata su livelli estremi



- La corsa del mercato a scontare interamente il *clean sweep* di Trump ha fatto esplodere nuovamente **la divergenza tra azionario USA ed Eurozone** (e a quello Emerging): il ratio S&P 500 VS Eurostoxx 50 è tornato su livelli estremi di ipercomprato. Difficile vedere un'ulteriore estensione nel breve, mentre la recente correzione può forse avere ancora un po' di spazio.



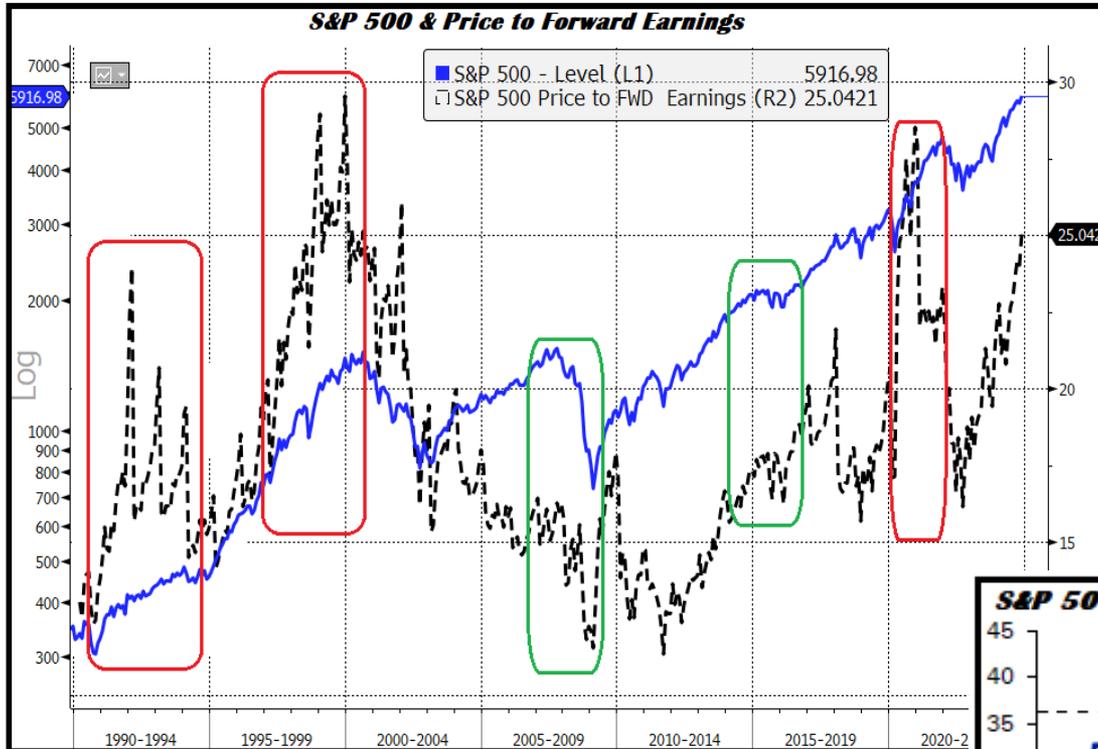
A medio termine è la direzione degli utili a determinare quella dell'azionario



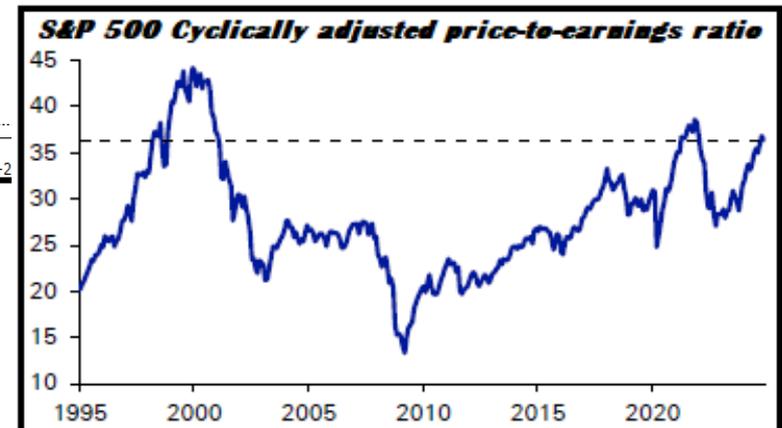
- Sul lungo periodo la direzione degli utili resta il principale driver dell'equity.
- Quando questi salgono, il trend è solitamente rialzista.
- Se si arrestano, abbiamo un consolidamento.
- Quando calano, abbiamo i bear market.
- Recentemente il quadro è stato un po' disturbato dal Covid, con la conseguente fiammata di inflazione e l'ondata di stimolo fiscale che ne sono seguiti
- Stante il probabile impatto delle politiche di Trump sui profitti aziendali di Corporate USA, **sembra improbabile che il trend rialzista a Wall Street si interrompa a breve.**



A medio termine è la direzione degli utili a determinare quella dell'azionario



- Un aspetto spesso rilevato di recente è che, dopo 2 anni di rally forsennato, **i multipli dell'S&P 500 sono arrivati su livelli assai elevati.**
- I Forward price earnings e i *Cyclically adjusted price-to-earnings* (Shiller PE) hanno visto questi valori solo post covid e durante la bolla tech.
- Peraltro, **il livello dei multipli spesso contribuisce a determinare l'estensione delle correzioni, ma risulta irrilevante per definirne il timing.**





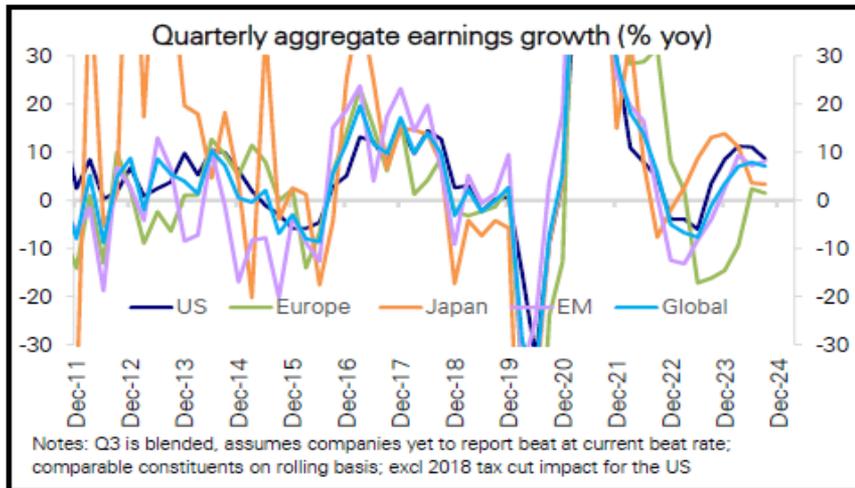
Il confronto tra earnings USA ed Eurozone spiega bene l' *US exceptionalism*



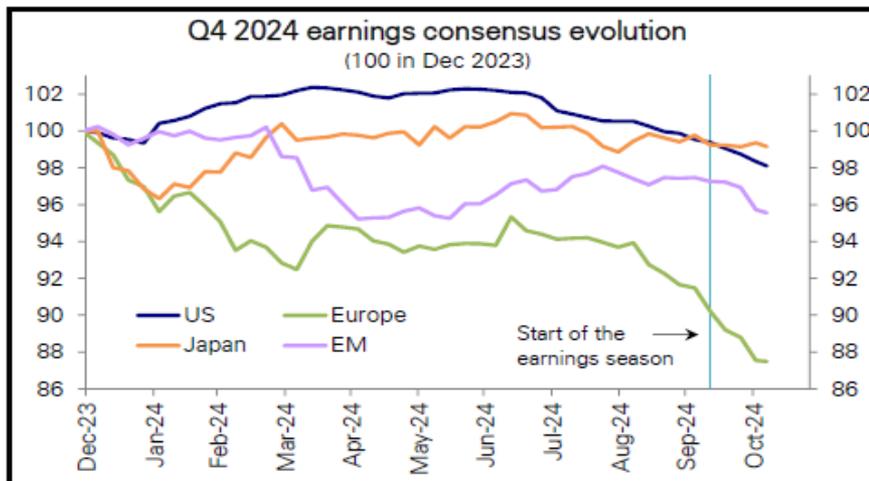
- Il confronto tra gli EPS USA ed Eurozone mostra bene il motivo per cui Wall Street outperforms stabilmente l'azionario EU (e globale) e gira su multipli stabilmente più alti. Gli EPS Europei sono sui livelli di 15 anni fa e, dopo una fase di catch up nel 2021-2023, con la significativa collaborazione di un'ondata di inflazione, sono recentemente tornati a muoversi lateralmente
- Con l'avvento dell'amministrazione Trump non vi è motivo di ritenere, che questa outperformance di redditività debba imminente cessare.



L'ultima earning season vede ancora gli USA in pole.

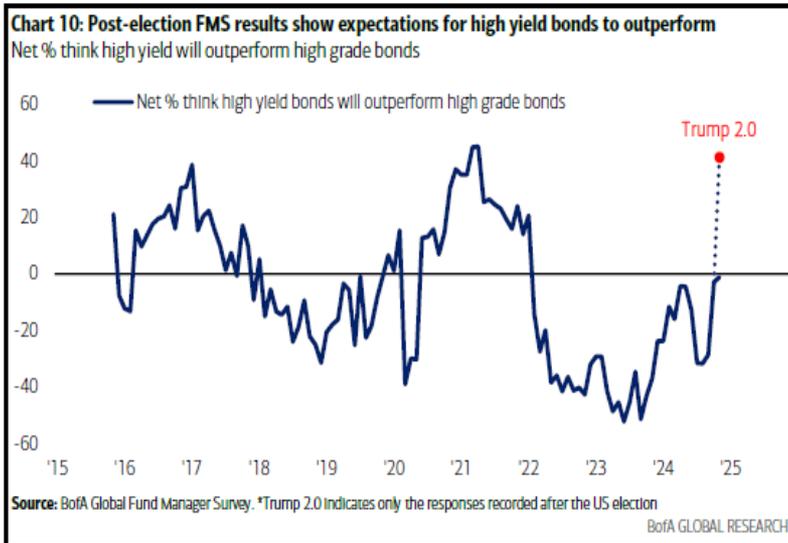


- A livello globale, l'earning season del terzo trimestre 2024 ha visto **un marginale rallentamento della crescita degli EPS**.
- Gli USA continuano a mostrare il quadro più brillante, con una crescita poco inferiore al 10% YoY. L'Europa non ha confermato il miglioramento degli ultimi trimestri, e mostra l'earning growth più bassa, con gli EPS che sono ancora sotto i livelli del 2022
- In termini di aspettative, è ancora l'EU a mostrare il maggior deterioramento del consenso per l'anno in corso, con una crescita marginalmente negativa a fronte di +10% circa USA Emerging e Giappone.
- Per il 2025 Europa ed Emerging hanno visto il ridimensionamento di stime più grosso



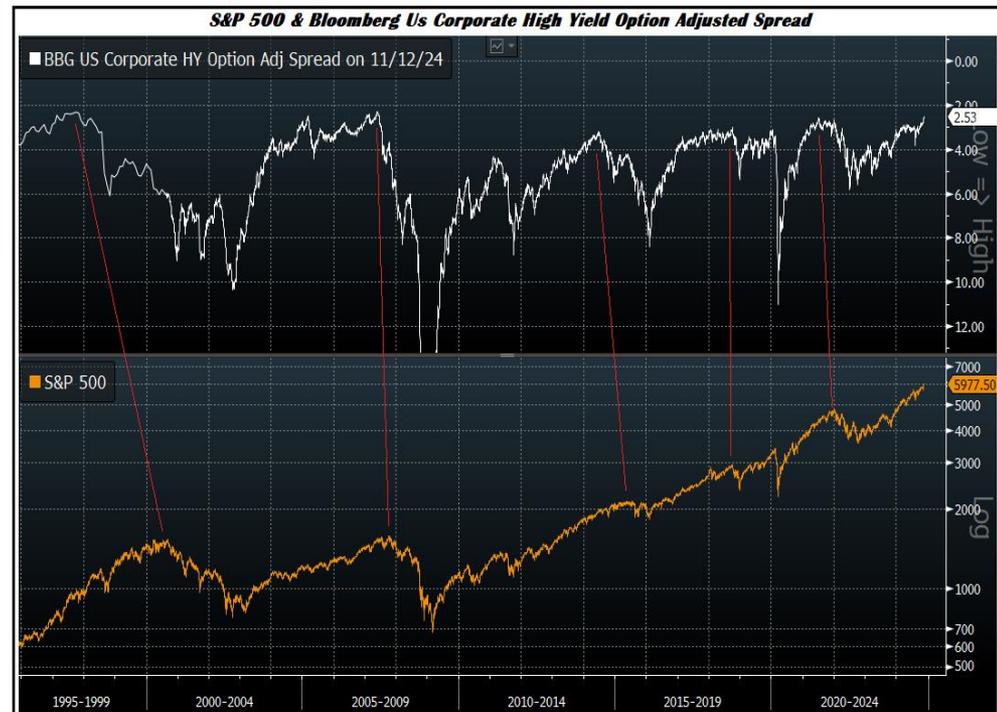


Credito: il Comparto High Yield EU sembra ignorare i fondamentali



- Posto che un ulteriore restringimento degli spread High Yield USA appare improbabile, ma non è certo impossibile, la **direzionalità futura degli spread del High Yield USA da questi livelli è da monitorare attentamente.**
- Di fatto, **minimi relativi dell' option adjusted asset swap spread hanno preceduto tutti i principali picchi dell'azionario USA negli ultimi 30 anni.**

- Sulla spinta dell'euforia prodotta dal risultato delle Presidenziali USA, gli spread del High Yield USA hanno fatto i minimi dal giugno 2007, alla vigilia della grande crisi finanziaria.
- A giudicare dai livelli raggiunti, nonché dalle aspettative risultanti dalle survey di posizionamento, sembra difficile che l'asset class possa produrre un ulteriore significativo apprezzamento.





In sintesi

- Portiamo a **overweight l'azionario US**. L'esito delle presidenziali conferisce a Trump un mandato di solidità superiore alle attese. Superata la fase di consolidamento in corso, riteniamo che l'azionario USA andrà progressivamente a prezzare, nei mesi che ci separano dal cambio di guardia alla Casa Bianca, uno scenario di crescita macroeconomica robusta, resa più brillante dalla pronta erogazione di uno stimolo fiscale più generoso, ed un'accelerazione dei profitti, grazie ad un taglio alla corporate tax ed a una significativa deregulation. Da febbraio in avanti, conteranno la percentuale di attuazione delle promesse elettorali, e la tempistica delle stesse. Vediamo maggiore valore nelle Small Caps, che sono più sensibili all'economia interna rispetto alle grosse aziende con business globali.
- Lasciamo a **neutral l'azionario europeo**. Riteniamo che il quadro, per l'azionario continentale, resti blandamente costruttivo, in virtù di multipli generalmente bassi, una distribuzione settoriale più incline al *value* e una politica monetaria espansiva da parte della Banca Centrale Europea. Crediamo però che il *clean sweep* repubblicano possa avere un impatto non trascurabile, su un ciclo macroeconomico EU già in condizioni di fragilità, a causa dell'adozione di politiche commerciali generalmente protezionistiche, di un progressivo disimpegno dal quadro geopolitico e della generazione di temporanee spinte inflattive. Questo potrebbe porre un freno ai mercati continentali nei prossimi trimestri. Con valutazioni analoghe, lasciamo a **neutral l'azionario italiano**.
- Lasciamo a **overweight l'azionario UK**. Riteniamo che Londra resti attraente in virtù di valutazioni più contenute, un'economia che sta mostrando una crescita superiore alle stime, e ulteriore easing da parte della Bank of England nel corso dell'autunno. Vediamo maggiore valore sul FTSE 250, per via di una composizione più dedicata ad aziende di dimensioni medio piccole, e business legati all'economia nazionale.
- Lasciamo a **neutral l'azionario giapponese**. Riteniamo il repricing occorso negli ultimi mesi, anche in relativo nei confronti degli altri indici, sufficiente a restituire valore al comparto. Lo Yen ha ripreso a scendere, messo sotto pressione dal permanere di un importante differenziale di rendimento con le altre principali divise, cosa che ha riportato in auge i carry trades.
- Lasciamo a **overweight l'azionario cinese**. Al momento l'attuazione della parte fiscale del nuovo piano di stimolo deciso a fine settembre va a rilento, cosa che ha alimentato dubbi circa la serietà dell'impegno di Pechino. Ciò detto, riteniamo che, per le Autorità cinesi, la posta in termini di credibilità sia troppo alta per rischiare un fallimento. Crediamo quindi che produrranno uno sforzo sufficiente ad ottenere un'accelerazione ciclica, in grado di riflettersi sugli utili aziendali. Nei dati macro di ottobre si comincia a notare un primo impatto delle misure di politica monetaria.



In sintesi

- Lasciamo a **overweight l'azionario Emergenti**. Il solido risultato elettorale ottenuto da Trump, insieme con il conseguente rally del Dollaro hanno frenato l'ottimismo nei confronti del comparto. Anche i dubbi sulla consistenza del pacchetto fiscale cinese hanno contribuito a causare un consolidamento dei corsi. Riteniamo la reazione esagerata e crediamo che le prospettive per l'asset class restino buone.
- Portiamo tatticamente a **overweight l'obbligazionario US**. Riteniamo che, nel breve, il repricing sia stato abbastanza aggressivo, e che il pessimismo che circonda l'obbligazionario USA sia assai elevato. Trump potrebbe voler utilizzare lo spauracchio dei dazi come strumento di negoziazione con i partner commerciali, finendo per fissarne meno di quanto annunciato. Ma anche se così non fosse, difficilmente i dazi vedranno la luce prima del 2025 inoltrato, mentre le misure fiscali, che potrebbero essere varate in tempi brevi, avranno comunque un effetto ritardato sui prezzi. Un rapido rialzo dell'inflazione slegato da questi temi resta comunque un rischio. Ma una posizione lunga di treasuries è comunque un buon hedge nel caso che i risk asset correggano a causa di un catalyst diverso da un rialzo dei tassi. Lasciamo a **overweight i treasuries inflation linked**. I breakeven inflation continuano a costituire un hedge efficace nel caso l'inflazione prosegua nel suo recente rimbalzo.
- Lasciamo a **neutral l'obbligazionario governativo core Eurozone**. L'economia Eurozone sta dando segnali di perdita di momentum, ma la stance ECB resta meno definita di quella Fed. La possibilità di una trade war con gli USA, dopo le Presidenziali, potrebbe impattare sulle aspettative di inflazione. Lasciamo a **neutral i bond periferici** con l'idea che gli attuali livelli di spread siano da considerarsi «fair» alla luce del quadro macro, delle aspettative di politica monetaria e della fase di discussione delle leggi di bilancio, che per il momento sembra mantenere un decorso tranquillo. Lasciamo a **overweight gli inflation link Eurozone**. Vediamo valore nei tassi reali, alla luce del ciclo di easing inaugurato dall'ECB a giugno. Continuiamo a vedere valore nei BTP Italia, alla luce dei breakeven inflation ben sotto l'1%.
- Lasciamo a **neutral l'obbligazionario governativo UK**. Il recente varo di un budget fiscale di autunno superiore alle attese ha prodotto un forte rimbalzo dei rendimenti. Riteniamo che i livelli raggiunti sulla parte medio lunga della curva prezzino a sufficienza il possibile deterioramento delle finanze pubbliche. Siamo compratori su ulteriore debolezza.
- Lasciamo a **overweight l'obbligazionario emergenti in valuta locale** ritenendo che possa progressivamente giovare dell'easing delle politiche monetarie da parte della Fed e delle altre principali banche centrali del globo. Per i medesimi motivi lasciamo a **overweight quello in valuta forte**.



In sintesi

- Lasciamo a **underweight il debito corporate US Investment Grade**. Vediamo poco valore nell'attuale livello di spread, su minimi decennali. Lasciamo a **underweight il credito High Yield** ritenendo gli spread offerti siano troppo bassi in relazione alle condizioni finanziarie in divenire. 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 non sconti adeguatamente il deterioramento dei fondamentali in atto.
- Riguardo il credito finanziario, lasciamo a **overweight** i subordinati Additional Tier 1 e **neutral** i Tier 2, ma portiamo a **neutral**, da overweight, i senior. Riteniamo che i fondamentali del credito finanziario europeo restino piuttosto buoni, ma, alla luce del restringimento degli spread occorso nelle ultime settimane, riteniamo che il valore nell'asset class si sia ridotto. Per questo motivo riduciamo marginalmente il livello di rischio, e raccomandiamo un'attenta selezione degli emittenti.
- Riguardo i cambi, lasciamo a **overweight il Dollaro**. I rendimenti USA permangono, e resteranno abbondantemente sopra quelli Eurozone. Il divario di crescita tra i due blocchi, Eurozone e USA, resta elevato. Il prevalere, a livello politico, in Francia e Germania, di schieramenti di destra e/o sovranisti rischia di compromettere la capacità dell'EU di portare avanti riforme in direzione di maggior mutualità e integrazione e la sua capacità di reagire alle crisi. Questo, potrebbe divenire un motivo di debolezza strutturale per la Divisa Unica, dai livelli attuali. Anche l'elezione di Trump potrebbe rivelarsi un fattore negativo per il cambio.
- Lasciamo a **overweight la Sterlina contro €**. Riteniamo che l'economia Eurozone sia più fragile di quella UK in questa fase, e maggiormente colpita dall'entrata di Trump alla Casa Bianca con un Congresso interamente in mano ai Repubblicani.
- Lasciamo a **underweight lo Yen contro €**. Riteniamo che il differenziale di rendimento continuerà a giocare contro la divisa nipponica, in particolare se, come sembra, il rialzo dei tassi procederà a ritmi lentissimi.



In sintesi

- Lasciamo a **overweight il Franco svizzero**. Come illustrato sopra riteniamo che l'esito delle elezioni europee, e il *clean sweep* repubblicano, possano costituire un fattore strutturale di debolezza per l'€. Inoltre riteniamo che il Biglietto verde sia un buon hedge contro possibili fiammate di risk aversion, anche di origine geopolitica
- Riguardo le Commodities, lasciamo a **neutral quelle energetiche**. 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. Ciò detto, al momento la domanda sembra ristagnare un po', l'offerta, nonostante le tensioni geopolitiche, resta abbondante, e sussiste un crescente rischio che l'Arabia Saudita cambi tattica, antepoendo la necessità di puntellare la quota di mercato a quella di preservare i livelli di prezzo. Ovviamente un escalation in Medio Oriente resta un fattore in grado di produrre fiammate nei prezzi.
- Lasciamo a **overweight quelle industriali**, in quanto riteniamo che lo stimolo monetario e fiscale in Cina e la tenuta del ciclo negli USA e negli emergenti offriranno supporto al comparto
- 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 continueranno a supportare i corsi a medio termine. Inoltre l'oro sta ritrovando appeal anche tra gli investitori occidentali, a giudicare dai flussi registrati recentemente sugli ETF. Riteniamo 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	▲ Upgrade	US	▲ Upgrade
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 € investment grade	▼
Energetiche	■	Area € high yield	▼
Industriali	▲	Area € finanziari Senior	■ downgrade
Agricole	■	Area € finanziari Subord. T2	■
Metalli preziosi	▲	Area € finanziari Subord. AT1	▲

▲ = Overweight

■ = Neutral

▼ = Underweight



Asset Allocation Strategica (modificata a Luglio 2024)

Azionario		Obbligazionario governativo	
US	■ Upgrade	▲	
Area euro	▲ Upgrade	▲	
Italia	▲ Upgrade	▲	
UK	▲ Upgrade	▲	upgrade
Giappone	■	▼	
Cina	▲	■	
Emergenti	■	■	
Valute vs Euro		Obbligazionario corporate	
USD	▲	US investment grade	▼
GBP	▲	US high yield	▼
CHF	▲	Area euro investment grade	▼
JPY	■	Area Euro high yield	▼
Materie prime		Area euro finanziari Senior	▲
Energetiche	■	Area euro finanziari Subord.	▲
Industriali	▲ upgrade		
Agricole	■		
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.