

2018

Anthilia
Capital Partners
SGR

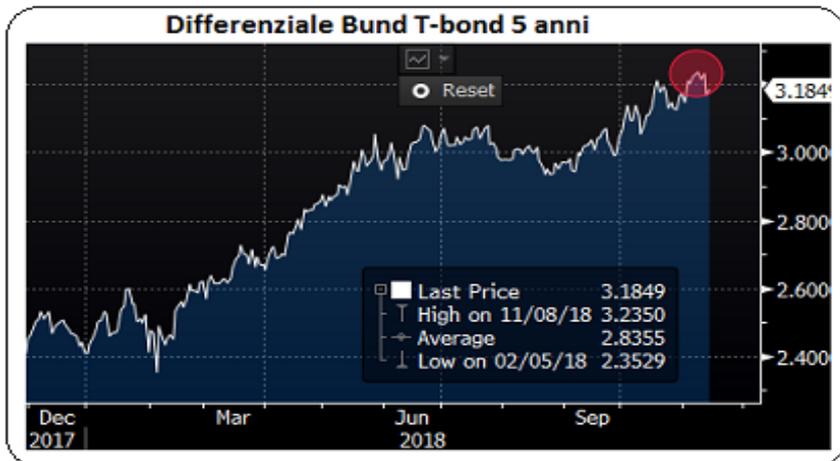
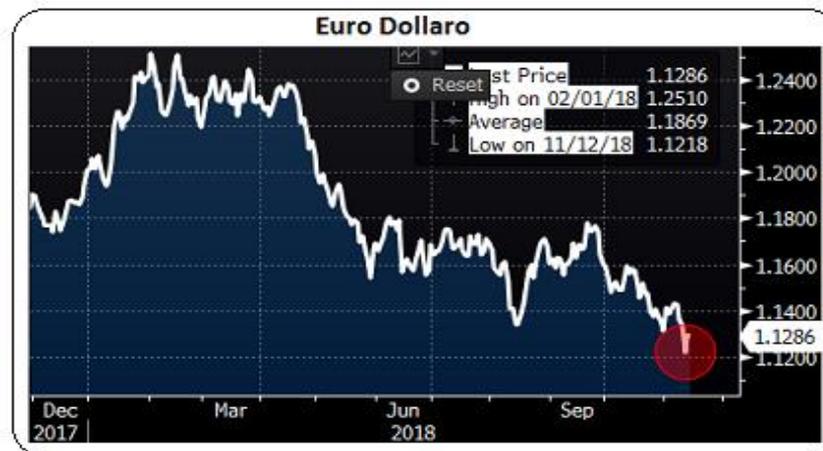
Analisi di scenario
Novembre 2018



Anthilia^{sgl}
Capital Partners



Eurodepression

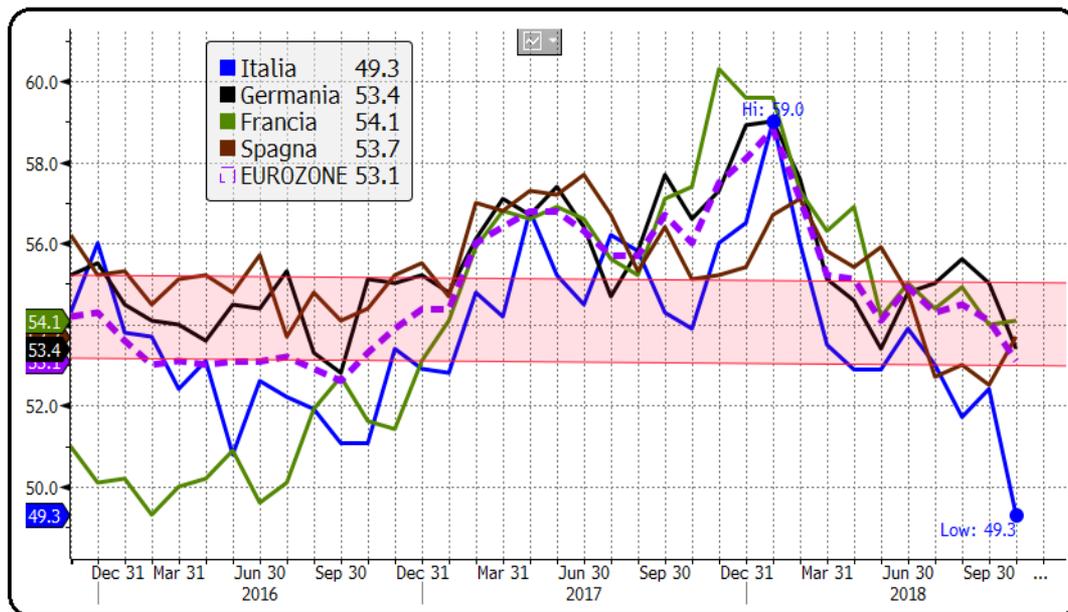


- Uno sguardo agli asset europei sottolinea il recente avvitamento delle attese di crescita
- Il P/E ratio dello Stoxx 600 gira ai minimi da 5 anni
- L'€ ha segnato i minimi da giugno 2017
- Il differenziale tassi tra USA e Germania sulla scadenza dei 5 anni è sui massimi storici ed è salito di 20 bps nell'ultimo mese.



Germania e Italia dietro la lavagna

PMI Composite - Eurozone



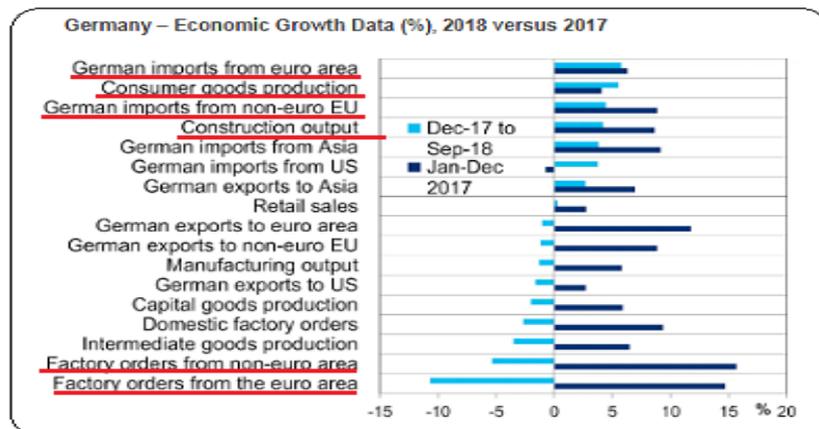
- Il PMI Eurozone, dopo una fase di stabilizzazione, ha ripreso il deterioramento ad ottobre, pur restando su livelli coerenti con una crescita moderata (0.2% trim)
- A pesare maggiormente sul dato aggregato sono stati i mercati caldi registrati in Germania e Italia, mentre l'attività economica è risultata stabile in Francia, e addirittura in accelerazione in Spagna.
- A livello settoriale è continuato il rallentamento del manifatturiero, ma anche il settore servizi ha mostrato un rilassamento localizzato



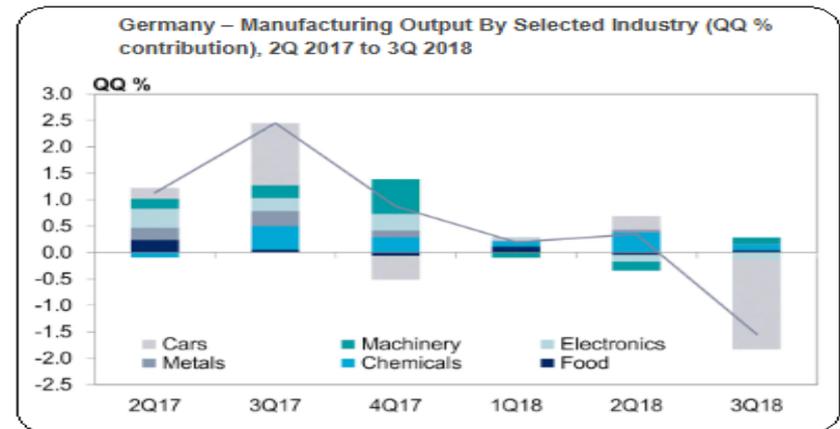
Germania: brutto trimestre, ma domanda interna solida

- La Germania ha pagato un conto salato al calo del global trade. Il PMI manifatturiero ha perso nel 2018 oltre 11 punti, passando dal 63.3 di dicembre all'attuale 52.2.
- Il rallentamento è principalmente dovuto al calo della domanda estera. Gli ordinativi dall'estero mostrano le contrazioni più violente, mentre i dati relativi alla domanda interna (consumi, importazioni) hanno mostrato forza, contribuendo a supportare il ciclo europeo.
- Il GDP del terzo trimestre (-0.2% QoQ) è stato impattato dall'introduzione di nuovi standard sulle emissioni (WLTP) sul settore auto (-0.2/-0.3%), ma l'effetto dovrebbe riassorbirsi nei prossimi trimestri.
- La revisione al rialzo di 1.1% del PMI servizi di ottobre, e il recente miglioramento dei "hard data" lasciano ben sperare per il quarto trimestre.

Economic Growth Data (%) - 2017 vs 2018



Manufacturing Output by Sector QoQ (%)

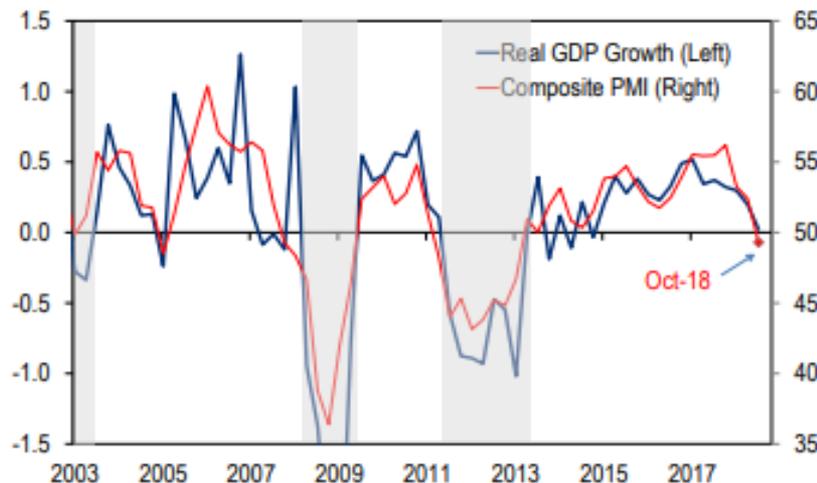




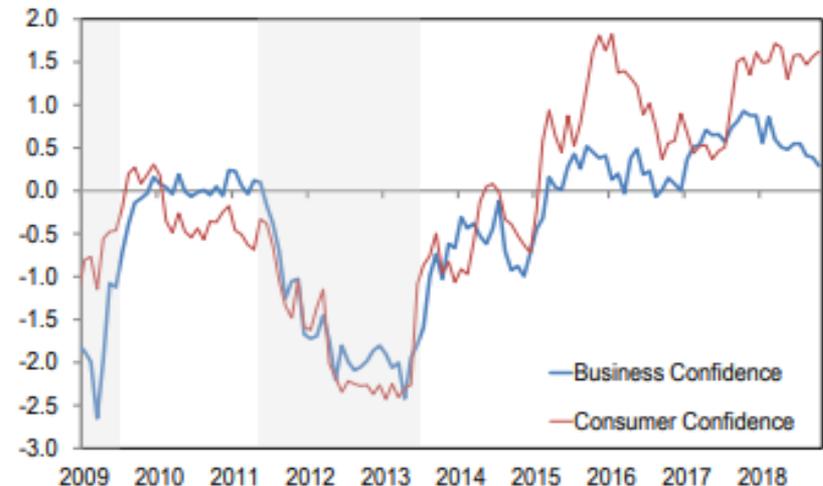
Italia : Emotività e rischio recessione

- Il brusco calo del PMI composite italiano ad ottobre depone decisamente male per il GDP italiano del quarto trimestre. La crescita era già andata in stallo nel terzo trimestre, e la contrazione di 4 punti del PMI servizi lascia trasparire un rischio elevato di una contrazione nel quarto, ed una discreta probabilità di una recessione tecnica.
- L'accendersi dello scontro con l'EU in autunno, con connesse turbolenze sullo spread, può aver prodotto un'elevata componente emotiva nelle risposte delle aziende alla survey, inducendola a sottostimare il livello di attività economica.
- Sembra però difficile che il business sentiment possa mostrare significativi recuperi nei prossimi mesi, stante lo scontro tra Roma e Bruxelles e le ricadute sulle finanze pubbliche.

Real GDP Growth (QoQ) and Composite PMI



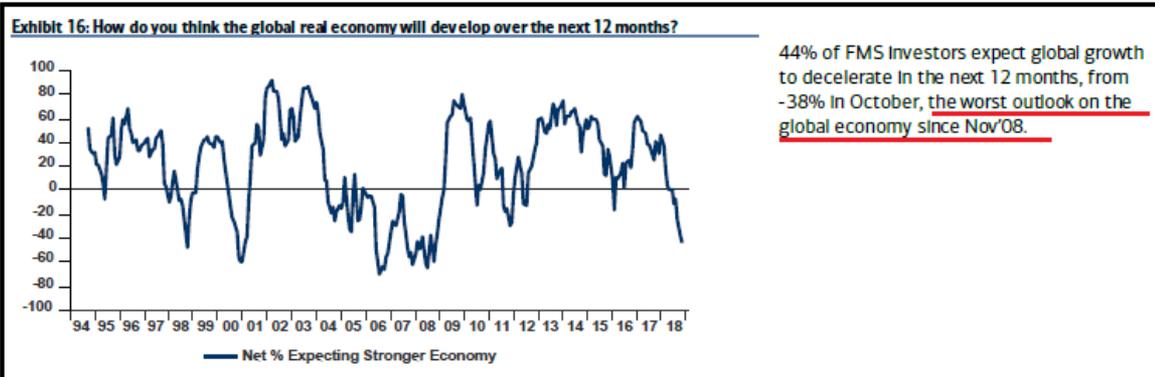
Business and Consumer Confidence 2009-18





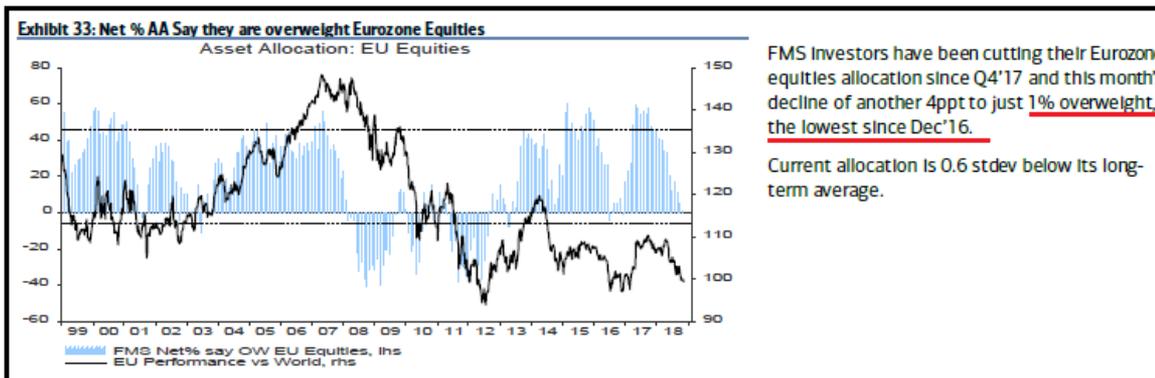
Azionario Eurozone: Out of favour

How do you think the global real economy will develop?



- L'appello dell'azionario continentale ha gradualmente risentito del citato deterioramento delle aspettative di crescita macroeconomica europea e globale
- Nel corso del 2018 i Real Money hanno costantemente ridotto l'esposizione all'Europa fino a portarla ai minimi dal Dicembre 2016
- Su questi livelli l'azionario Eurozone sembra apprezzare uno scenario alquanto conservativo.

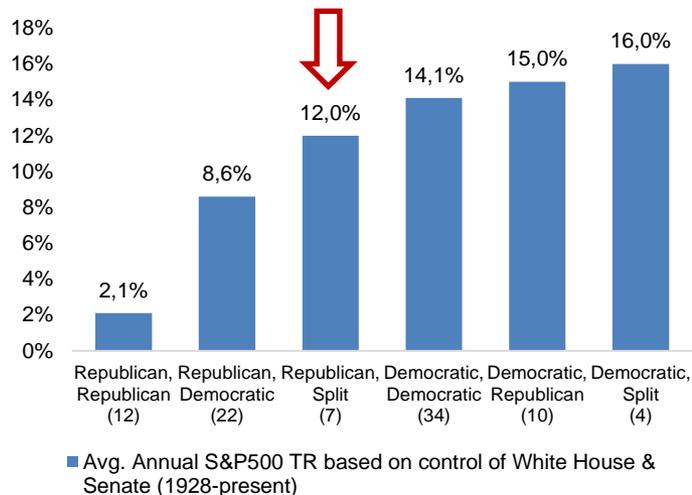
Asset Allocation - % overweight on Eurozone Equities





USA Midterms: come da copione

S&P500 Average Annual Return

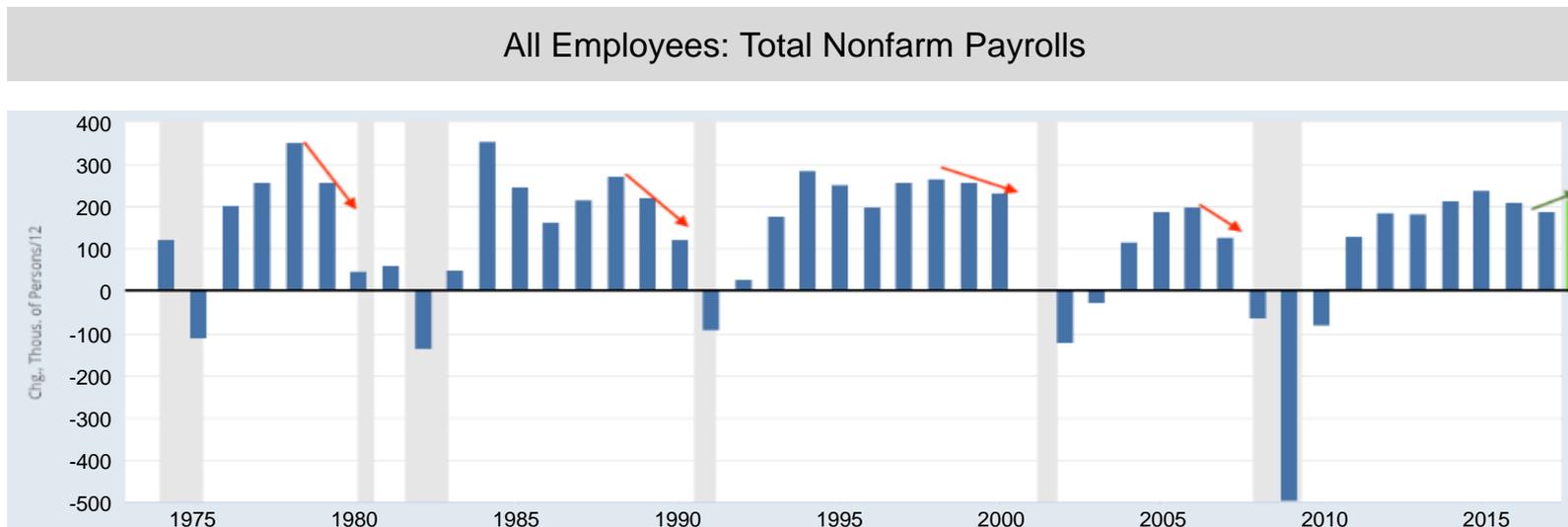


- Le Midterm Elections US hanno prodotto il risultato atteso. La conquista della Camera da parte dei Democratici costituirà un serio ostacolo per l'attività congressuale nel biennio che precede le Presidenziali del 2020.
- **Fiscaltà:** Svanisce la possibilità di un ulteriore taglio alle tasse, ma i Democratici non hanno acquisito abbastanza peso da minacciare lo status quo. Potrebbe vedere la luce un progetto bipartisan sulle infrastrutture, ma il reperimento delle risorse è un problema, visti i vincoli di bilancio e la divergenza di vedute tra le 2 parti.
- **Global Trade:** Il Congresso diviso dovrebbe avere un impatto modesto sulle politiche commerciali US, che restano saldamente in mano al Presidente, in base alla legislazione vigente. Inoltre anche i Democratici si sono persuasi dell'utilità di contenere il potere economico della Cina, e al momento hanno altre priorità.

- **Regulation:** è probabile che l'attività perda impulso
- **Shutdown & Debt Ceiling:** un Congresso diviso rende più probabili dei "muro contro muro" in corrispondenza delle scadenze dei budget e del raggiungimento del Debt Ceiling. Il rischio aumenterà con l'avvicinarsi delle elezioni presidenziali del 2020
- **Inchieste & impeachment:** E' probabile che dalla House arrivi nuovo impulso alle inchieste che coinvolgono il Presidente (Russiagate, problemi fiscali etc) ma un impeachment resta praticamente impossibile perché la necessaria maggioranza al Senato per dichiararlo è irraggiungibile



Economia USA: Nothing new

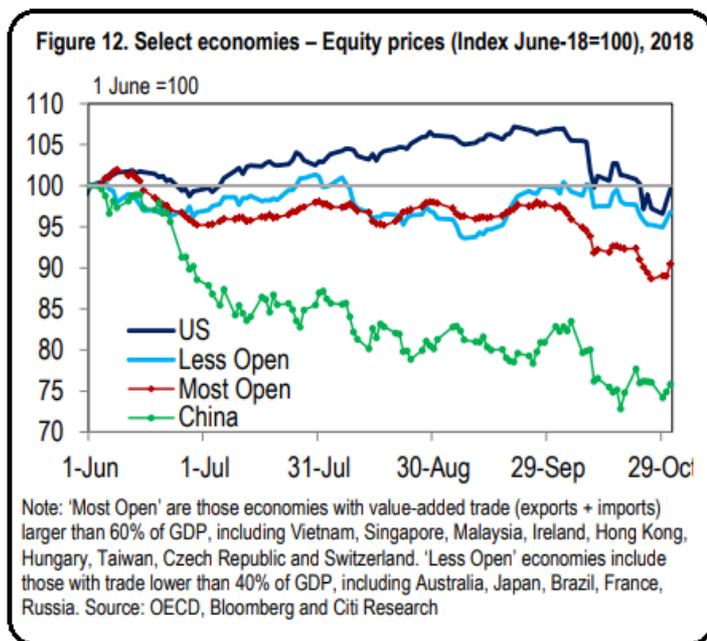


- L'economia americana continua a mostrare un quadro robusto:
 - Occupazione: 213.000 payrolls medi mensili nel 2018, il terzo miglior livello dal 2000 (Pre recessione i payrolls rallentano). Sussidi ai minimi dal 1969. Crescita salari orari ai massimi dal 2009.
 - Consumi: Retail sales +3% YoY nel terzo trimestre, massimi da 3 anni.
 - Durable goods orders (ex defense & transportation) +2.9% YoY in settembre
 - Produzione industriale: +5.1% YoY a settembre. Produzione Manifatturiera +3.9% YoY.
 - Immobiliare: Attività in calo nel 2018 sia sul fronte residenziale che commerciale: Principale freno l'aumento dei tassi che ostacola l'erogazione e il rifinanziamento dei mutui



Cina-USA: Tregua o escalation?

Equity Prices (Jun 2018 = 100)



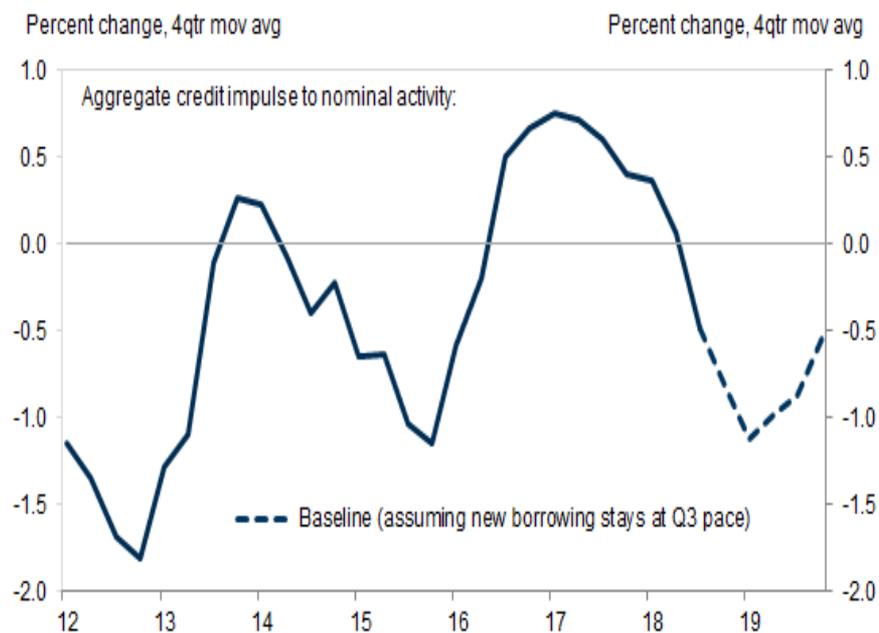
- Negli ultimi giorni sono ripresi i colloqui in vista dell'incontro tra Trump ed il Presidente cinese Xi Jinping fissato per il 29 novembre a latere del G-20 in Argentina.
- Un eventuale ripresa ufficiale delle trattative potrebbe per lo meno fermare l'aumento dei dazi da 10% a 25% su 200 bln di importazioni cinesi in US, nonché evitare l'inizio del processo sui restanti 267 bln. Viceversa un fallimento aprirà la strada ad un'ulteriore escalation.
- Fino a qualche settimana fa il bilancio costi benefici delle pressioni è stato assai favorevole agli USA, rimasti isolati dal deterioramento delle aspettative che ha afflitto altri mercati. Ma recentemente la volatilità si è propagata anche agli asset americani, e diverse aziende hanno rilevato che i loro margini iniziano a risentire dell'aumento dei costi legato ai dazi. Tali effetti sono destinati a crescere in maniera più che proporzionale in caso di elevazione di dazi anche sulle restanti importazioni cinesi. Inoltre, un aumento della risk aversion potrebbe condurre ad un'ulteriore apprezzamento del \$, un outcome contrario ai desiderata della Casa Bianca.

- Dal lato cinese, vista la precaria situazione macroeconomica, vi è un discreto interesse ad un compromesso che riduca il rischio di un'ulteriore rallentamento del ciclo.
- **Il raggiungimento di un accordo definitivo sembra fuori portata del Summit. Ma la probabilità che si giunga ad una tregua per consentire la ripresa ufficiale delle trattative è superiore al 50%.**



Cina: Cambio di stance verso un moderato releverage?

Aggregate Credit Impulse to Nominal Activity

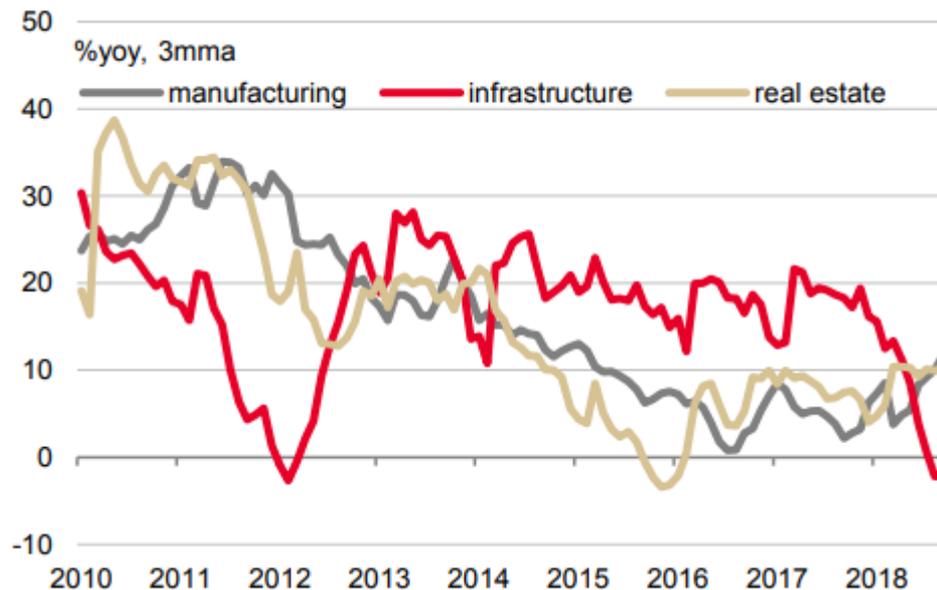


- Tra i driver del recente rallentamento congiunturale cinese vi è sicuramente lo sforzo di deleverage e di regolamentazione dello shadow banking system operato negli ultimi trimestri
- In un meeting con gli imprenditori cinesi avvenuto il 1mo Novembre, il Presidente Xi Jinping ha indicato, tra i principali obiettivi, la necessità di gestire il problema delle difficoltà e degli alti costi di finanziamento delle aziende. Il Governatore della People Bank of China Yi Gang, raccogliendo l'invito, ha appena annunciato un piano per il supporto del finanziamento alla piccola e media impresa cinese articolato su 3 moduli
 1. promozione dell'afflusso di capitale alle aziende.
 2. espansione del programma per facilitare le aziende nell'emissione di prestiti obbligazionari.
 3. modifica del macro prudential assessment per incoraggiare l'erogazione dei prestiti, e relativo aumento del finanziamento a lungo termine per le istituzioni finanziarie
- La stance sul credito dovrebbe tornare significativamente supportiva nei prossimi mesi



Cina: Altro stimolo fiscale in arrivo

Fixed asset investment growth by sector

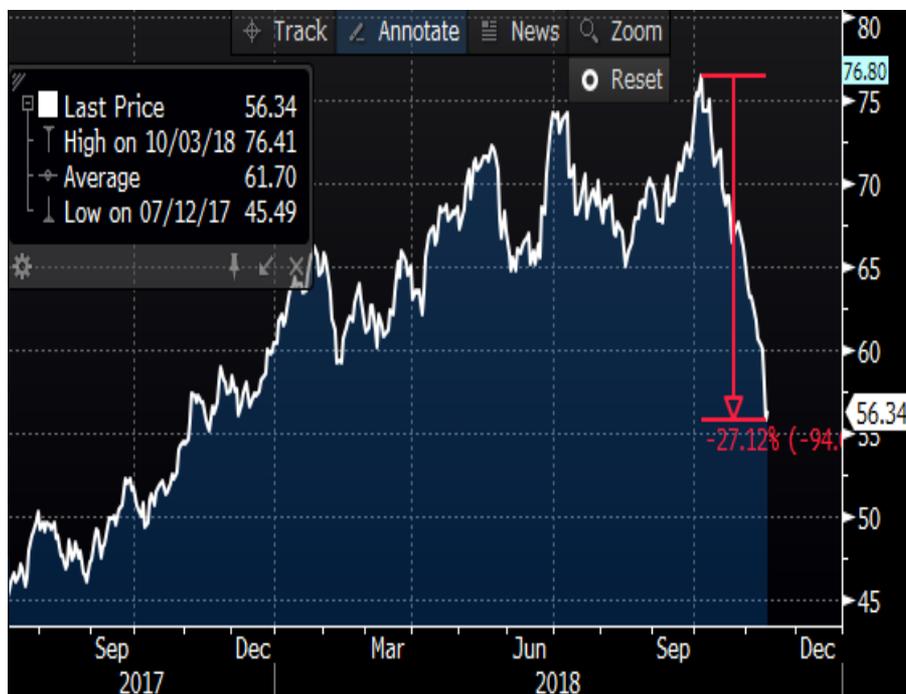


- Nel meeting citato nella slide precedente, il presidente Xi ha anche sottolineato la necessità di ridurre la pressione fiscale sulle aziende e sui consumatori.
- Coerentemente, il Ministro delle Finanze Liu Kun ha annunciato l'intenzione di ampliare il recente taglio delle aliquote fiscali, e di ridurre la pressione fiscale sulle aziende.
- La riaccelerazione delle emissioni di bonds da parte dei Governi Locali lascia intendere un aumento della spesa fiscale nei prossimi trimestri. L'investimento in infrastrutture dovrebbe tornare a offrire un rilevante supporto al ciclo.



Oil: Tempesta perfetta (1/3)

WTI Crude Oil

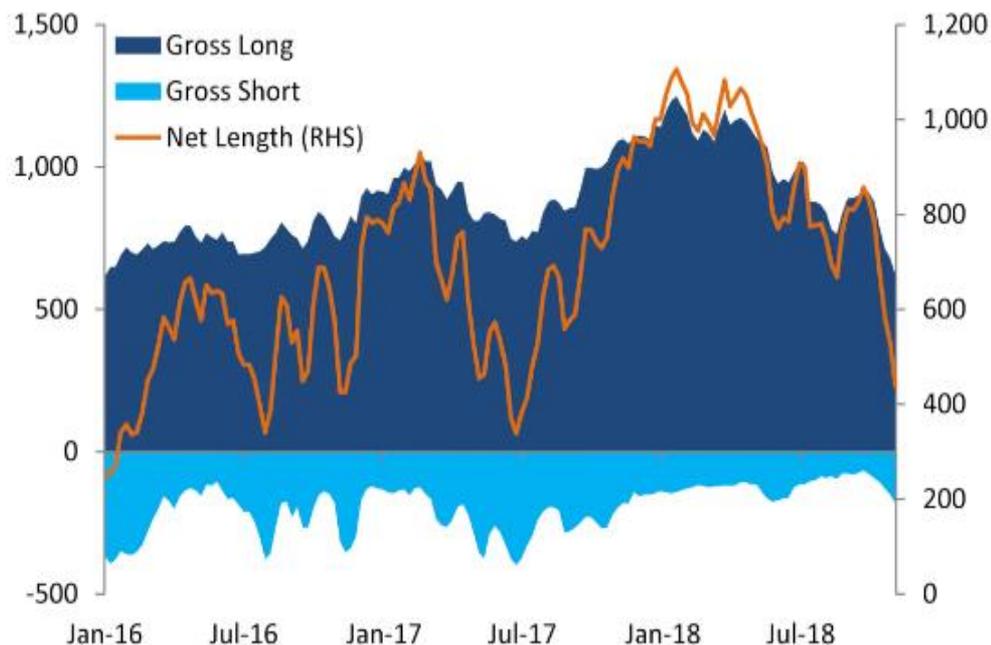


- Il Petrolio ha subito uno dei crash più violenti della sua storia, perdendo il 27% nello spazio di 29 sedute. Tra i record segnati dal movimento, il numero di sedute negative di seguito (12) e il massimo storico di ipervenduto di breve (13 di RSI)
- Una concatenazione di fattori ha causato il violentissimo storno:
 - a) Dopo aver minacciato le “sanzioni più pesanti di sempre” sull’Iran, la Casa Bianca ha usato moderazione annunciando deroghe per gli altri paesi. L’Opec aveva regolato la sua produzione su un mercato calo delle esportazioni iraniane, che superano al momento le previsioni di 500.000 barili al giorno.
 - b) Trump ha accentuato la pressione sull’OPEC, esortandola più volte ad aumentare la produzione e ad evitare manovre a supporto del prezzo
 - c) La produzione shale USA è incrementata di oltre 1 mln di barili/g nel 2018.
 - d) il rallentamento macro cinese e globale ha alimentati timori di calo della domanda.



Oil: Tempesta perfetta (2/3)

WTI & Brent Combined Managed Money Positioning



- La correzione, nel breve, sembra esagerata. L'OPEC ha già annunciato l'intenzione di intervenire sull'offerta. Approcciamo un periodo favorevole, visto l'incombere della stagione invernale nell'emisfero Nord. Il clima rigido in US sta già producendo effetti sulla domanda di gas naturale.
- Sul fronte positioning, già i dati della scorsa settimana segnalavano una robusta liquidazione da parte degli investitori, ed un considerevole aumento dei corti. Il positioning netto è sceso al 15% dell'open interest nella prima settimana di settembre (che quindi non comprende l'ultimo 10% di liquidazione).
- Le ultime sedute hanno decisamente le caratteristiche di una capitulation. La volatilità implicita (Oil VIX) ha superato 55 per la prima volta da 2 anni.



Oil: Tempesta perfetta (3/3)

Crude oil after fastest 25% declines from a 52-week high (1983-2018)

Signals	# Days	1 Week	2 Weeks	1 Month	2 Months	3 Months	6 Months	1 Year
1990-10-22	8	14.0	5.1	-2.5	-7.9	-15.7	-13.1	1.1
2000-04-07	24	2.1	10.2	21.3	25.6	35.0	58.9	62.7
2003-03-21	8	12.1	6.4	11.2	18.8	26.1	18.1	70.6
2018-11-13	30							
Median	16	12.1	6.4	11.2	18.8	26.1	18.1	62.7
% Positive		100%	100%	67%	67%	67%	67%	100%
Risk		-3.4	-3.4	-3.4	-4.7	-4.7	-4.7	-4.7
Reward		12.9	15.4	16.8	18.8	32.4	41.9	83.1
Z-Score		3.2	3.8	1.5	1.7	1.5	0.6	2.3

Crude oil after lowest RSI readings (1983-2018)

Signals	RSI	1 Week	2 Weeks	1 Month	2 Months	3 Months	6 Months	1 Year
Median	18.2	3.7	3.8	2.4	2.2	0.4	2.3	16.8
% Positive		81%	76%	67%	57%	52%	57%	76%
Risk		0.0	0.0	-3.3	-4.9	-6.3	-9.4	-14.7
Reward		4.0	6.0	7.1	11.6	11.6	18.8	22.8
Z-Score		2.2	2.2	0.8	0.1	-0.6	-0.7	0.4

Crude oil after its VIX > 55 (2007-2018)

	1 Week Later (%)	2 Weeks Later (%)	1 Month Later (%)	2 Months Later (%)	3 Months Later (%)	6 Months Later (%)	1 Year Later (%)
Average Returns	1.00%	2.51%	3.63%	10.43%	18.60%	5.96%	-4.86%
Win Rate	57%	60%	58%	80%	93%	63%	58%

- La mediana delle performance riscontrate all'indomani di precedenti simili mostra un buon risk reward.
- Un crollo del 25% in un mese, da un massimo a 52 settimane, si è verificato solo altre 3 volte negli ultimi 35 anni: le prospettive di breve sono buone.
- Nel medesimo lasso di tempo l'RSI è sceso sotto 20/21 volte, con una mediana di 18. La performance è risultata positiva nelle 2 settimane successive tra il 75 e l'80% dei casi.
- L'esplosione della volatilità ha causato in media buoni ritorni a 2/3 mesi



In sintesi

- Manteniamo a **neutral l'azionario US**. Il quadro macro è solido e le valutazioni hanno recentemente corretto. Le stime sugli utili si sono leggermente ridimensionate, anche se il tasso di earnings growth resta eccellente. La recente volatilità necessita di qualche tempo prima di essere riassorbita. Manteniamo a **overweight l'azionario europeo**, ritenendo che le attuali valutazioni siano attraenti e che l'earning season abbia confermato un tasso di crescita degli utili apprezzabile. **Portiamo a neutral l'azionario UK** ritenendo che le valutazioni giustifichino l'upgrade, e che la Sterlina potrebbe indebolirsi nel breve, dovesse apparire evidente che il parlamento inglese boccherà la bozza di accordo con l'EU. Manteniamo **overweight l'azionario cinese**, nella convinzione che, sui livelli attuali, prezzi a sufficienza i rischi imposti dalle frizioni commerciali con gli USA. Inoltre la ripresa dei colloqui USA-Cina potrebbe condurre ad una tregua tale da bloccare l'aumento dei dazi. Gli effetti dell'easing monetario e fiscale erogato dovrebbero manifestarsi sul ciclo in tempi non troppo lunghi. Manteniamo a **neutral l'azionario emergente**, ritenendo sufficiente in questa fase l'esposizione all'asset class derivante dal sovrappeso dell'azionario cinese.
- Restiamo **negativi sull'obbligazionario governativo core Eurozone**. Il mercato dei tassi europeo prezza troppo poco in termini di crescita e inflazione, e la riduzione degli acquisti ECB potrebbe produrre un calo dello "scarcity premium" sui bonds tedeschi. Manteniamo a **neutrali bond periferici**, nella convinzione che il repricing occorso in seguito alle vicende politiche italiane abbia riportato gli spreads su livelli adeguati al quadro di riferimento. Manteniamo a **neutral l'obbligazionario US**, nella convinzione eventuali ulteriori fasi di volatilità potrebbero portare a significative ricoperture. Inoltre il calo del petrolio diminuirà nel breve le pressioni inflazionistiche. Manteniamo a **overweight l'obbligazionario emergenti** in quanto riteniamo che ai livelli attuali si sia aperta una finestra di valore.
- Manteniamo in **sottopeso il debito corporate US ed EU, sia Investment grade che High Yield**, nella convinzione che gli spreads non compensino per il rischio. Manteniamo in **sovrappeso i subordinati finanziari europei**, in quanto riteniamo che un calo della volatilità sull'azionario europeo possa favorire un rientro degli spread nei prossimi mesi.
- Riguardo i cambi, **manteniamo overweight il \$**, nella convinzione che il quadro macro USA più solido, i flussi di rimpatrio degli utili e l'effetto sulla liquidità in Dollari della balance sheet reduction Fed possano supportarne il corso nei prossimi mesi. **Portiamo a neutral lo Yen**, ritenendo che una fase di risk appetite possa ridurre il supporto alla divisa giapponese. **Portiamo a underweight la Sterlina** nella convinzione che il mercato stia sovrastimando la probabilità che il Parlamento UK approvi la bozza di accordo con l'EU. Manteniamo a **neutral il Franco Svizzero** con l'idea che ai livelli attuali la sua funzione di hedge contro esplosioni di volatilità sia ridotta.
- Riguardo le Commodities, **portiamo a overweight le energetiche**, con l'idea che la recente correzione abbia aperto un'opportunità di trading sul petrolio. Manteniamo a **overweight le commodities industriali**, nella convinzione che la domanda da Cina e USA possa sostenerne i corsi nei prossimi mesi. Manteniamo a **overweight i metalli preziosi**, ritenendo che su questi livelli l'oro costituisca a sua volta un hedge efficiente contro esplosioni di volatilità.



Giudizi sintetici

Azionario		Obbligazionario governativo	
US	■	US	■
Area euro	▲	Area euro core	▼
UK	■ Upgrade	Area euro periferia	■
Giappone	▲	UK	▼
Cina	▲	Giappone	▼
Emergenti	■	Emergenti	▲
Obbligazionario corporate		Inflation linked US	▲
US investment grade	▼	Inflation linked Area euro	▲
US high yield	▼	Valute	
Area euro investment grade	▼	EUR/USD	▼
Area euro high yield	▼	EUR/GBP	▲ Upgrade
Area euro finanziari subordinati	▲	EUR/CHF	■
Materie prime		USD/JPY	■ Upgrade
Energetiche	▲ Upgrade	▲ = Overweight ■ = Neutral ▼ = Underweight	
Industriali	▲		
Agricole	■		
Metalli preziosi	▲		

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.