

2018

Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Dicembre 2018



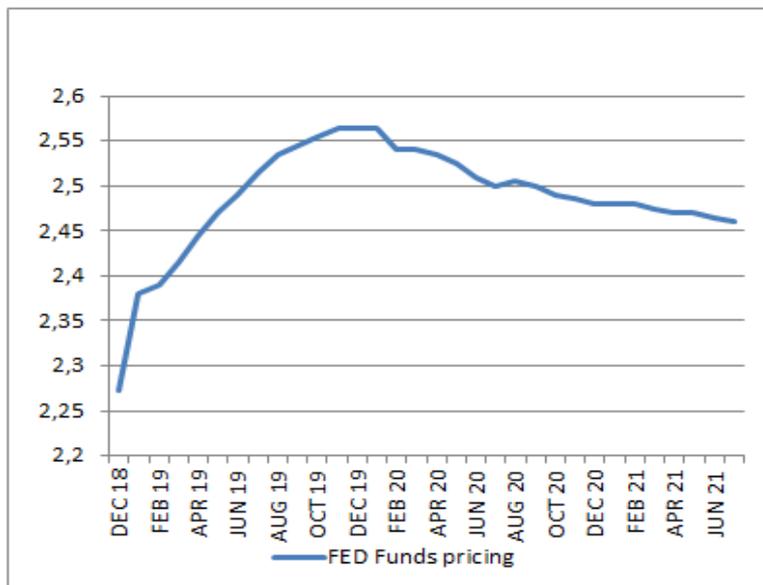
Anthilia sgr
Capital Partners



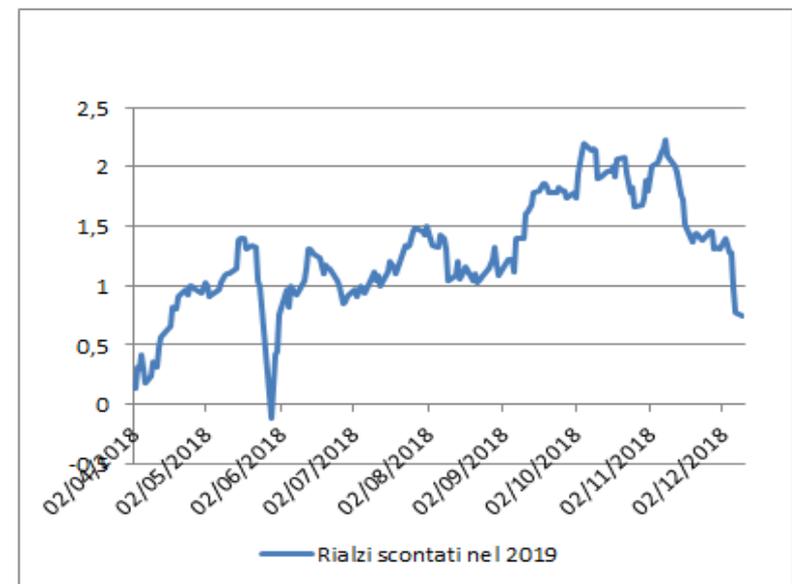
US: Si torna a parlare di Recessione...

- Nelle ultime settimane le attese degli investitori circa l'outlook macro US per il 2019 si sono ulteriormente deteriorate. La curva monetaria US prezza un ultimo rialzo dei Fed Funds a Dicembre, ma nel 2019 non prezza interamente un rialzo di 25 bps, a fronte degli oltre 2 scontati un mese fa, e dei 3 ancora indicati nella Dot Plot Fed.
- Invece i FED Funds scontano la fine della serie di rialzi entro il 2019, ed un taglio entro i 12 mesi successivi

FED Fund Pricing



Rialzi scontati nel 2019





L'inversione della curva e le aspettative

- Ad aumentare il nervosismo degli investitori, la curva dei tassi USA si è marginalmente invertita tra le scadenze 2 e 5 anni, un fenomeno che ha preceduto in passato l'inversione del 2-10, e ognuna delle ultime 5 recessioni.
- Vale peraltro la pena di osservare che il tempo intercorso tra questa inversione e le recessioni è stato sempre superiore a 18 mesi, e che le ultime 3 sono iniziate 19, 31 e 26 mesi dopo l'inversione. Lo spread 2-10, ad oggi, è ancora marginalmente positivo.

2-5 yr US Spread





L'inversione della curva e Wall Street

L'inversione della curva dei tassi

Inversion Date	SPX Peak Date	SPX % Chg	# of Months	Recession Start	# of Months
17/12/1965	29/11/1968	17,69%	35	31/12/1969	48
30/03/1973	11/01/1973	-	-2	30/11/1973	8
17/08/1978	30/01/1980	9,63%	17	31/01/1980	17
11/09/1980	28/11/1980	11,83%	2	31/07/1981	10
14/12/1988	16/07/1990	34,01%	19	31/07/1990	19
26/05/1998	24/03/2000	39,62%	22	31/03/2001	34
27/12/2005	09/10/2007	24,56%	22	31/12/2007	24
	Median	21,19%	18,5	Median	19,0

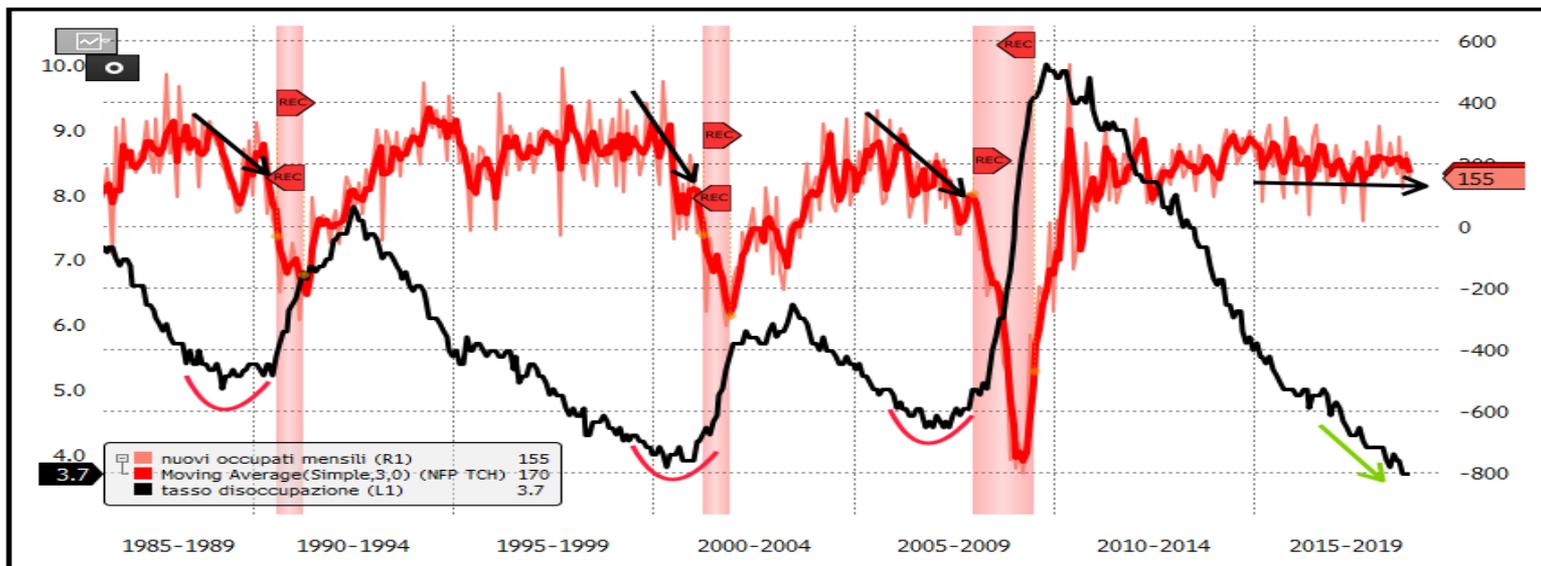
- Visto che solitamente l'azionario fa i massimi in anticipo rispetto a quello che si rivela poi l'inizio ufficiale della recessione, a contare veramente è l'intervallo che intercorre tra l'inversione e l'inizio del "bear market".
- Posto che lo spread 2-10 non si è ancora invertito, la statistica mostra che, dal 1964 in poi, il tempo medio intercorso tra l'inversione della curva e i massimi del mercato è stato di 16 mesi (la mediana 18.5). In media, l'S&P 500, tra l'inversione e il picco, ha guadagnato il 22.9% (mediana 21.13%), con un "win ratio" di 6 su 7.
- Negli ultimi 3 casi, la performance del mercato dopo l'inversione della curva è stata robusta.



Recession Alert 1: Labour market? X

- Prima di ogni recessione, il mercato del lavoro USA ha mostrato marcati deterioramenti. Al momento non si nota nulla del genere nei dati occupazionali USA. Il numero di nuovi occupati creati nel 2018 dovrebbe superare quello del 2016 e del 2017. La disoccupazione è ai minimi dagli anni 60.
- Recentemente si è notato un rimbalzo dei jobless claims dai livelli frizionali, che va monitorato, anche se può essere dovuto alla caduta anticipata del Ringraziamento. A ottobre i job openings hanno superato il numero dei disoccupati di quasi un milione di unità.

US Labour Market

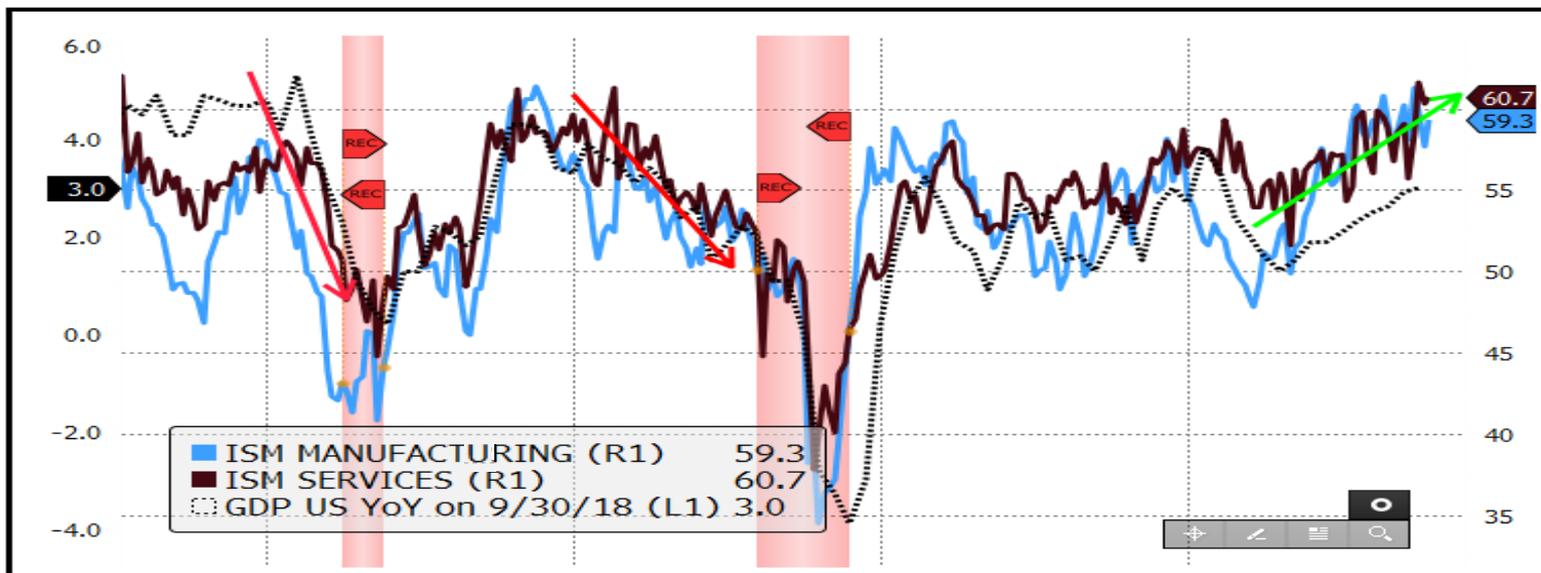




Recession alert 2: Economic activity? X

- La media dei 2 ISM a novembre si è collocata a 60, un valore superato solo altre 4 volte negli ultimi 20 anni.
- Entrambe le ultime recessioni sono state precedute da un marcato indebolimento delle survey. Un calo dell'ISM manufacturing ha anticipato ogni recessione dal dopoguerra (prima del '97 il dato non Manufacturing non veniva ancora rilevato).

US ISM Manufacturing and Services

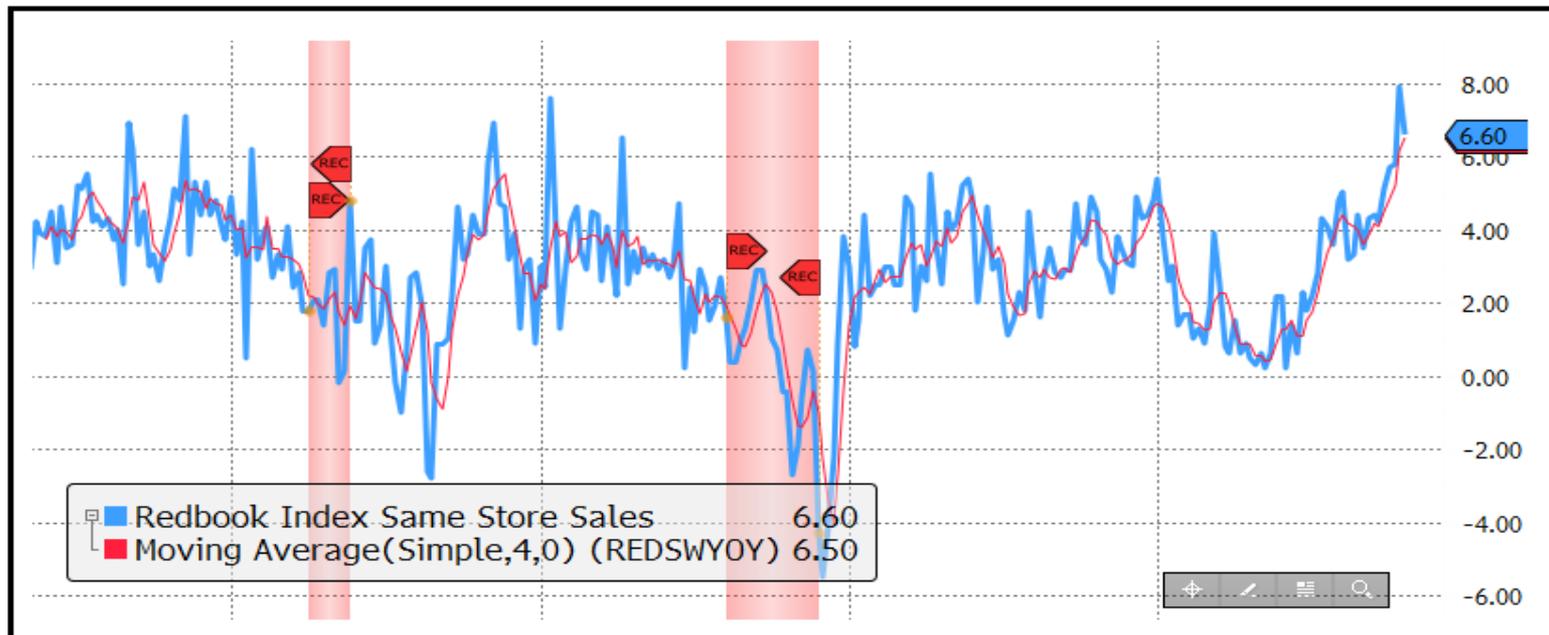




Recession alert 3: Consumption? X

- L'andamento dei consumi, al momento, non sembra coerente nemmeno con un rallentamento ciclico.
- Si può osservare che il ritmo di crescita sembra difficilmente sostenibile, nel breve, ed un ridimensionamento è da considerarsi fisiologico.

Redbook Index Same Store Sales e Media a 4 settimane





Recession alert 4: Real Estate? **V**

New and Existing Home Sales

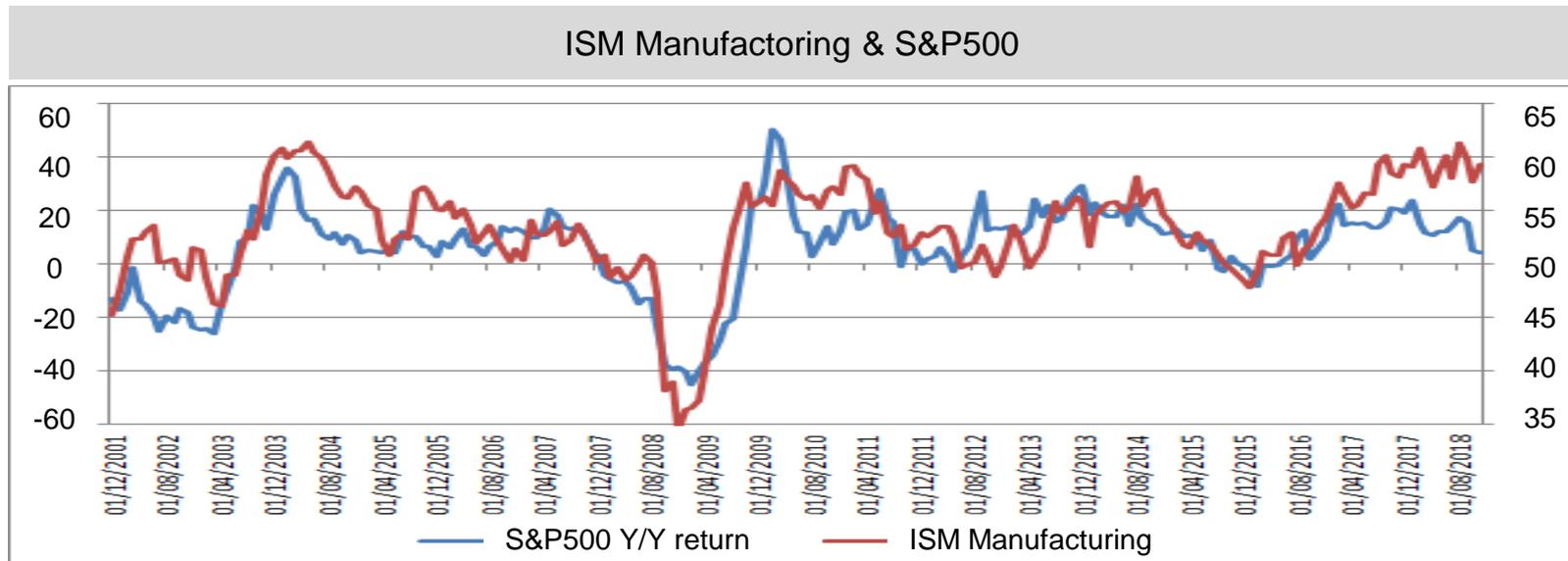


- L'immobiliare è l'unico settore che mostra un andamento coerente con un crescente rischio recessione. Il picco delle vendite è stato 12 mesi fa e recentemente il rallentamento si è fatto marcato, in seguito all'aumento dei tassi. Negli ultimi 50 anni, il minimo tempo intercorso tra il picco delle vendite e la recessione successiva è stato di 11 mesi.
- Peraltro, questo ciclo dell'immobiliare è particolare, perché segue la bolla del 2007. Il livello delle vendite resta su livelli storicamente bassi, e le vendite di nuove case non si sono mai riprese completamente, a causa dell'inventario di unità immobiliari in mano alle banche (le cosiddette "distressed sales")



Wall Street: Cosa c'è nei prezzi?

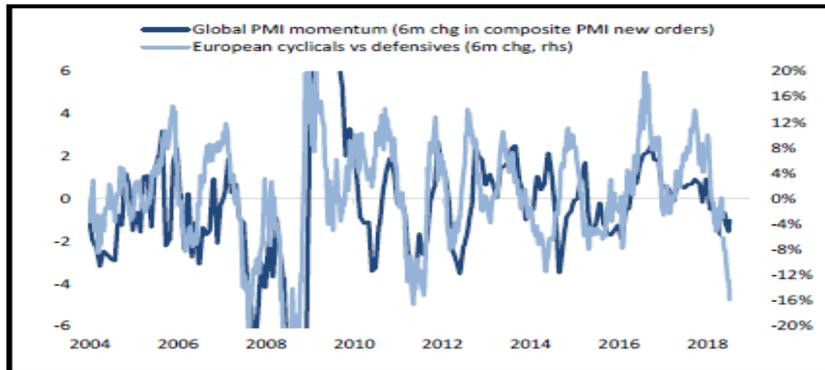
- In generale, azionario e cambi sembrano scontare uno scenario di significativo rallentamento macro nel 2019, che ancora non si intravede nei dati, ma è ipotizzato sulla base dell'impatto di fenomeni come la trade war, lo svanire degli effetti dello stimolo fiscale e il tightening FED.
- La divergenza tra indicatori dell'attività economica e livello degli asset si colloca su livelli estremamente elevati. Un confronto tra ISM Manufacturing e ritorno anno su anno dell'S&P 500 colloca il primo 8 punti sotto i livelli attuali, vicino alla soglia di stallo dell'attività. Il Modello di Deutsche Bank mostra un gap di performance negativo del 19% dell'S&P rispetto all'ISM.
- Stante il moderato cambio di stances al FOMC, il rischio di un eccessivo inasprimento della politica monetaria Fed risulta più contenuto





Eurozone: c'è un limite al pessimismo?

Global Momentum & Euro Cyclical/Defensive



EUR TWI & Euro PMI Momentum



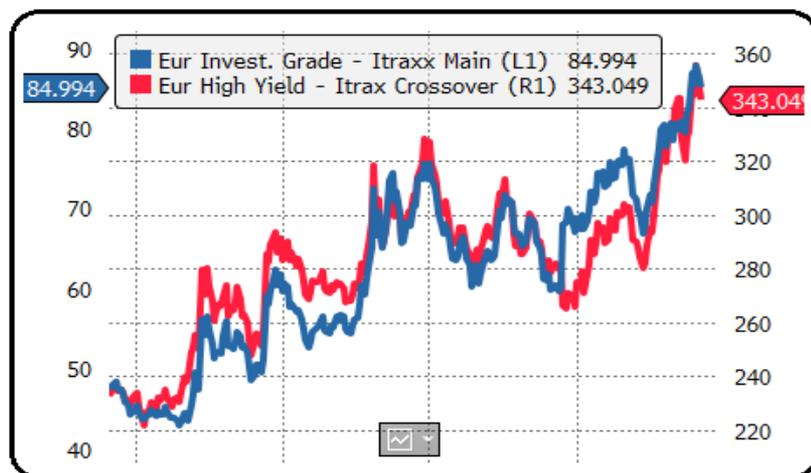
- La maggioranza degli asset europei mostra livelli coerenti con un marcato deterioramento del quadro macro: l'Eurostoxx 50 è tornato sui minimi pre elezione di Trump; i Forward PE dellp Stoxx 600 sono ai minimi da 5 anni, mentre quelli dell'Eurostoxx Banks hanno segnato i minimi dall'agosto 2012. Il ratio tra titoli ciclici e difensivi segna i minimi dal 2012 e si trova oltre un 10% sotto il livello al quale lo proietterebbe il Global PMI momentum.
- In realtà, le revisioni ai PMI europei hanno ridotto ad appena 0.3 il deterioramento del PMI Eurozone Composite a novembre. Nel frattempo, sul fronte global trade si intravedono segnali positivi, tra Italia ed EU sembra prevalere l'atteggiamento negoziale e la sentenza della Corte di Giustizia EU sembra ridurre alquanto il rischio di una "no deal Brexit".
- Nei prossimi mesi l'effetto del calo della divisa unica dovrebbe fare la sua comparsa nei livelli di attività, mentre anche dopo la fine del QE la politica monetaria ECB resterà alquanto espansiva. In altre parole, lo scenario prezzato dagli asset europei è troppo pessimistico.



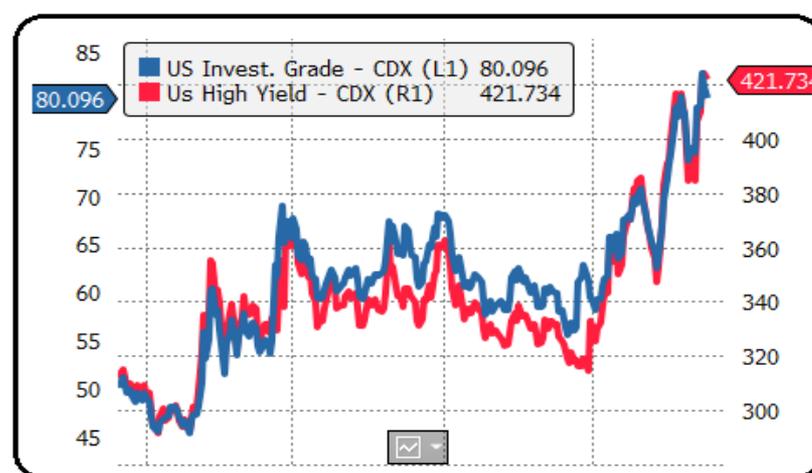
Credito: un anno difficile.

- Dopo aver mostrato una discreta resilienza per gran parte dell'anno, alla fine il debito corporate ha ceduto, nell'ultimo trimestre del 2018, alla crescente risk aversion.
- Vari fattori hanno congiurato contro gli spreads del credito Investment Grade e High Yield. In US abbiamo avuto il downgrade di General Electric e il brusco storno dell'oil che ha rimesso pressione al settore. In Eurozone, il deterioramento del quadro macro, le tensioni politiche, e l'imminente ritiro del QE
- Un parziale rientro della volatilità potrebbe fornire supporto al Corporate USA, i cui rendimenti sono tornati su livelli accettabili (6.5% per HY). Meno chiara la situazione in Eurozone, dove rendimenti assai più modesti (anche a causa dei tassi negativi sul governativo) si confrontano con il ritiro del supporto derivante dagli acquisti ECB.

EUR yields

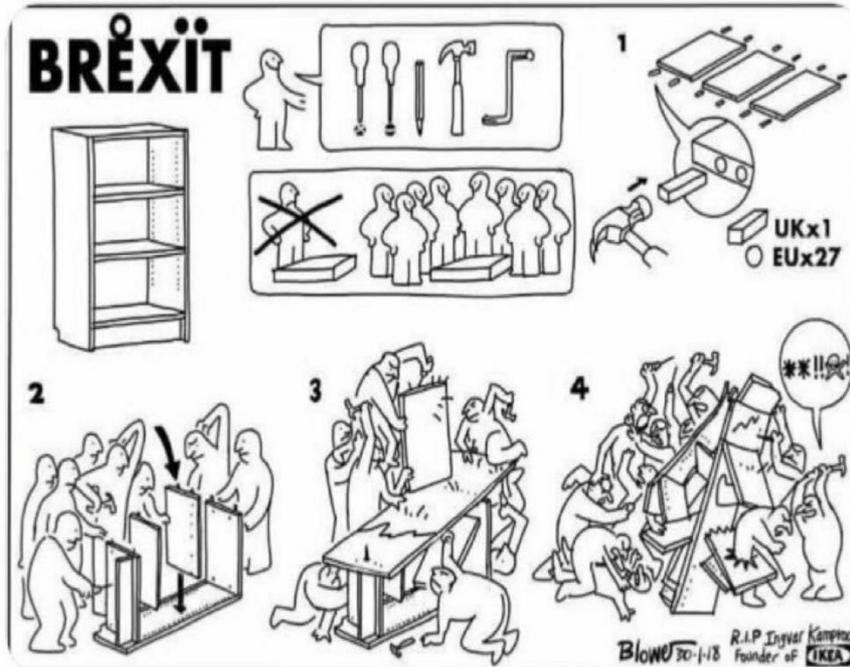


US yields





Brexit: Crunch Time?



- Il rinvio del voto sull'accordo UK–EU ha scatenato il caos a Westminster, e minato la posizione del Premier May, che ora affronta una mozione di sfiducia da parte del Partito Conservatore, ma potrebbe ottenerne una anche in Parlamento ad opera del Partito Laburista.
- Dovesse il Governo superare le mozioni, sembra comunque improbabile che la May ottenga dall'EU significative modifiche all'accordo, il che rende difficile ottenere un'approvazione parlamentare. Una nuova sconfitta rischia di porre comunque fine al Governo May
- Una caduta del Governo ha sostanzialmente 2 possibili risultati:
 - L'individuazione di un nuovo Premier tra i conservatori (possibilmente più radicale della May)
 - Nuove elezioni

- Esiste poi la possibilità di convocazione di un nuovo referendum
- La sentenza della Corte di Giustizia Europea sull'unilateralità del ritiro dell'articolo 50 ha come effetto una riduzione delle possibilità di una "no deal brexit"
- Al momento attribuiamo un 35% di probabilità ad un'approvazione di un accordo, un 35% a nuove elezioni e 30% a un nuovo referendum



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. Siamo costruttivi su questi livelli ma preferiamo esprimere in altre aree geografiche il sovrappeso di azionario. Manteniamo a **overweight l'azionario europeo**, ritenendo che prezzi uno scenario macro troppo pessimistico e che le attuali valutazioni siano attraenti. Portiamo a **overweight l'azionario UK** ritenendo che le valutazioni giustificano l'upgrade, e che la situazione sulla Brexit sia prossima ad un punto di svolta. 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 tregua stipulata al G-20 permette alle autorità di concentrarsi su politiche di supporto al ciclo. Manteniamo a **neutral l'azionario emergente**, ritenendo sufficiente in questa fase l'esposizione all'asset class derivante dal sovrappeso dell'azionario cinese. Assegnamo un **overweight all'azionario italiano**, ritenendo che le valutazioni siano attraenti e che nel breve possa avvantaggiarsi di un recupero di quello eurozone.
- 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. Portiamo a **underweight l'obbligazionario US**, nella convinzione che quanto prezzato dalla curva US in termini di rialzi sia troppo conservativo a fronte dello scenario macro. Manteniamo a **Overweight l'obbligazionario emergenti**, sia in local che in hard currency, in quanto riteniamo che ai livelli attuali si sia aperta una finestra di valore.
- Portiamo a **neutral il debito corporate US sia Investment grade che High Yield** con l'idea che gli spreads abbiano raggiunto livelli attraenti. Manteniamo **underweight quello EU**, nella convinzione che i rendimenti non compensino per il rischio, anche alla luce della probabile interruzione del QE. 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. Manteniamo a **neutral lo Yen**, ritenendo che una fase di risk appetite possa ridurre il supporto alla divisa giapponese. Portiamo a **overweight la Sterlina** nella convinzione che la situazione sulla Brexit sia prossima ad un punto di svolta. 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, manteniamo 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 metalli preziosi**, ritenendo che su questi livelli l'oro costituisca a sua volta un hedge efficiente contro esplosioni di volatilità.



Giudizi sintetici

Azionario

US	■	
Area euro	▲	
Italia	▲	
UK	▲	Upgrade
Giappone	▲	
Cina	▲	
Emergenti	■	

Valute

EUR/USD	▼	
EUR/GBP	▼	Downgrade
EUR/CHF	■	
USD/JPY	■	

Materie prime

Energetiche	▲	
Industriali	▲	
Agricole	■	
Metalli preziosi	▲	

Obbligazionario governativo

US	▼	Downgrade
Area euro core	▼	
Italia/Periferia	■	
UK	▼	
Giappone	▼	
Emergenti Local Currency	▲	
Emergenti Hard Currency	▲	
Inflation linked US	▲	
Inflation linked Area euro	▲	

Obbligazionario corporate

US investment grade	■	Upgrade
US high yield	■	Upgrade
Area euro investment grade	▼	
Area euro high yield	▼	
Area euro finanziari subordinati	▲	

▲ = 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.