

2019

Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Gennaio 2019



Anthilia^{sgr}
Capital Partners



Il «grande panico» di fine 2018



- La price action sull'azionario globale ha vissuto a Dicembre fasi di vero e proprio «panic selling»
- Il risultato è stato una liquidazione di dimensioni superiori a quanto osservato all'interno di bear market o recessioni passate
- Una larga maggioranza degli indicatori di sentiment e/o positioning ha raggiunto letture estreme



Il motivo? Sostanzialmente una «growth scare»

Investors on the Macro

Exhibit 23: How do you think the global real economy will develop over the next 12 months?

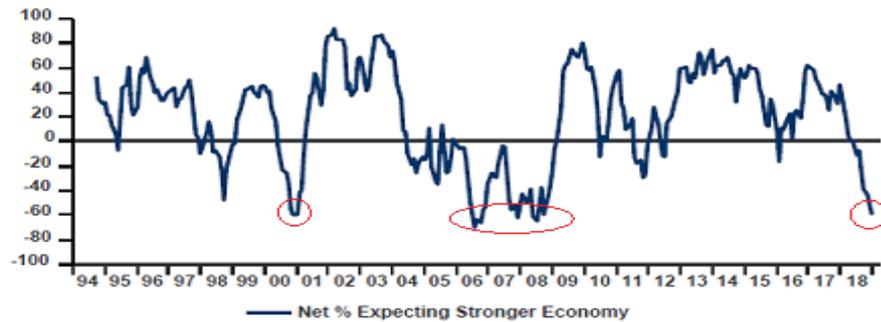
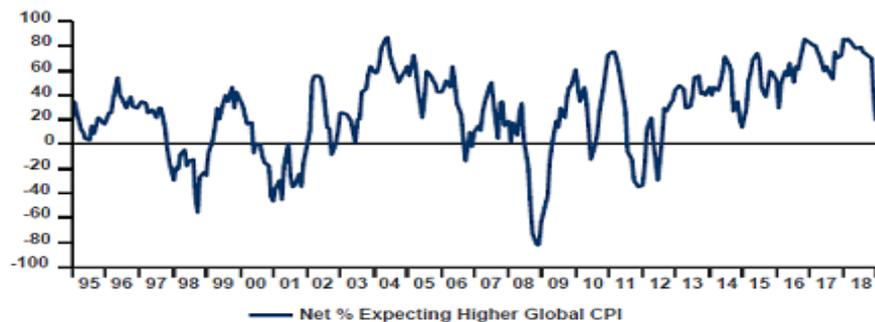


Exhibit 25: Inflation expectations

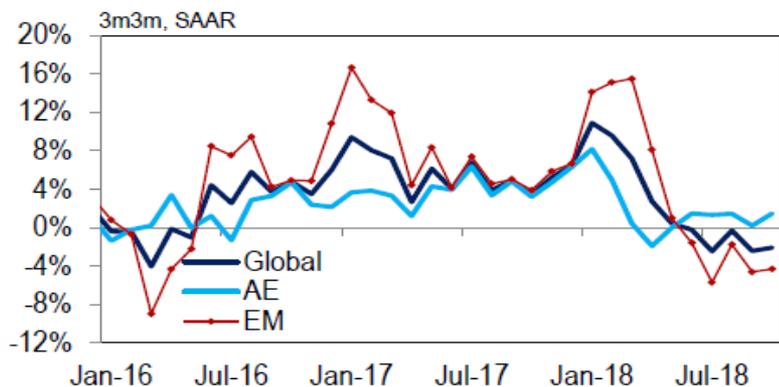


- A causare l'avvitamento dei mercati, un rapido e marcato deterioramento delle attese di crescita, approdate su livelli osservati, in passato, prima delle ultime recessioni
- L'effetto sul sentiment è stato esaltato dalla percezione che la Fed fosse diretta verso un (presunto) errore di policy.
- Non a caso, si è assistito anche ad un violento ritracciamento delle aspettative di inflazione, scese ai livelli di 4 anni fa
- La modesta inversione della curva dei rendimenti Treasury, osservata sul segmento 2-5 anni ha accentuato il nervosismo degli investitori



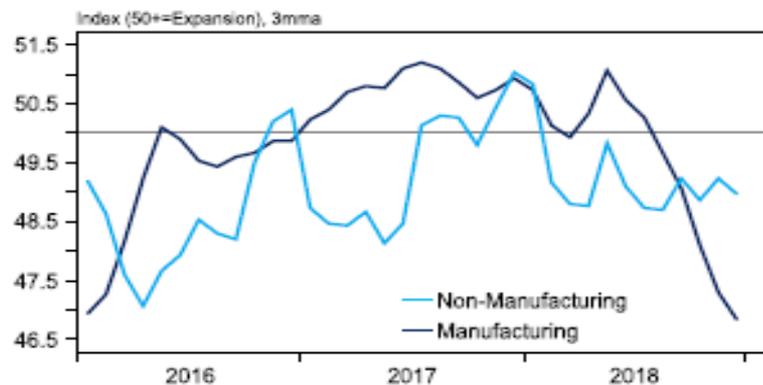
La trade war e il rallentamento cinese hanno gravato sul manifatturiero globale

Total Trade, 3m/3m %

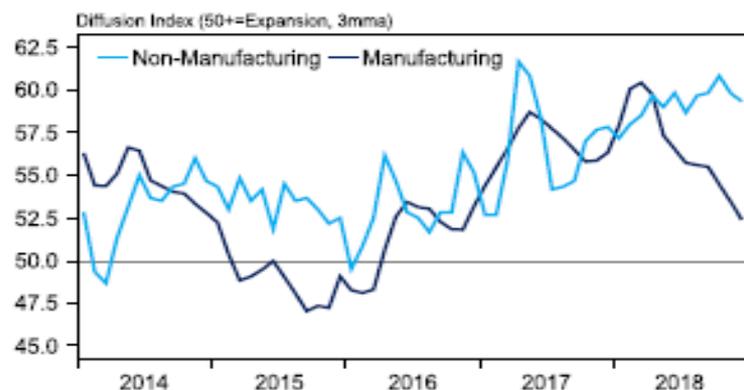


- Effettivamente, i segnali di un rallentamento ciclico si sono accentuati, nel corso del IV trimestre del 2018.
- L'effetto della guerra commerciale tra USA e Cina ha cominciato a farsi più evidente sul global trade, con ricadute sul settore manifatturiero globale
- Il doppio impatto delle politiche di controllo del credito e dei dazi doganali ha prodotto un marcato deterioramento del ciclo economico cinese
- Recentemente anche il manifatturiero USA ha iniziato ad avvertire gli effetti del calo della domanda globale

China : PMI New Export orders 3m Mov. Avg.



US PMI New Export orders 3m Mov. Avg.





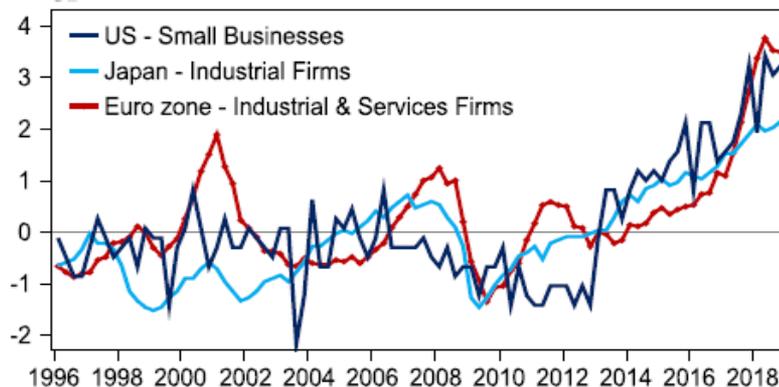
Ma i fondamentali macro restano buoni nelle principali economie industrializzate

Advanced econ. Unemployment rate%

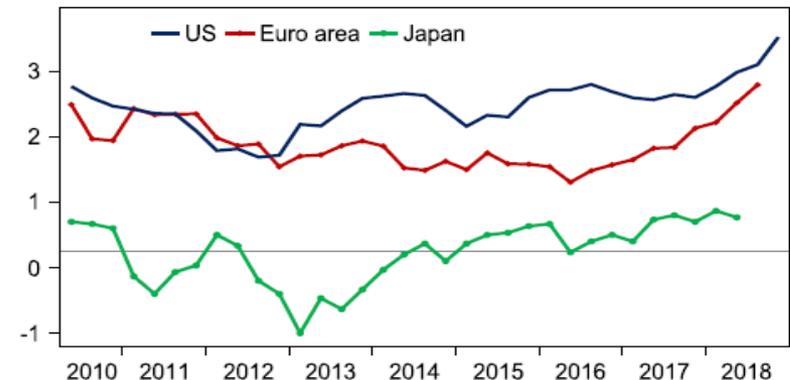


- Le condizioni del mercato del lavoro restano robuste nelle principali aree del globo
- In aggregato il tasso di disoccupazione è tornato ai livelli pre crisi, e i salari stanno accelerando in US e Eurozone.
- Si tratta di condizioni che rendono improbabile un significativo rallentamento dei consumi nel breve.
- La domanda interna dovrebbe restare supportata

Labour market shortage surveys - SD

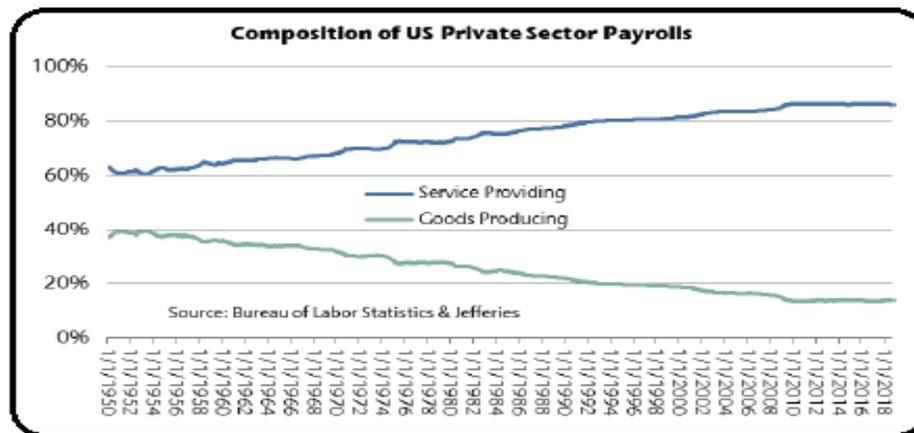
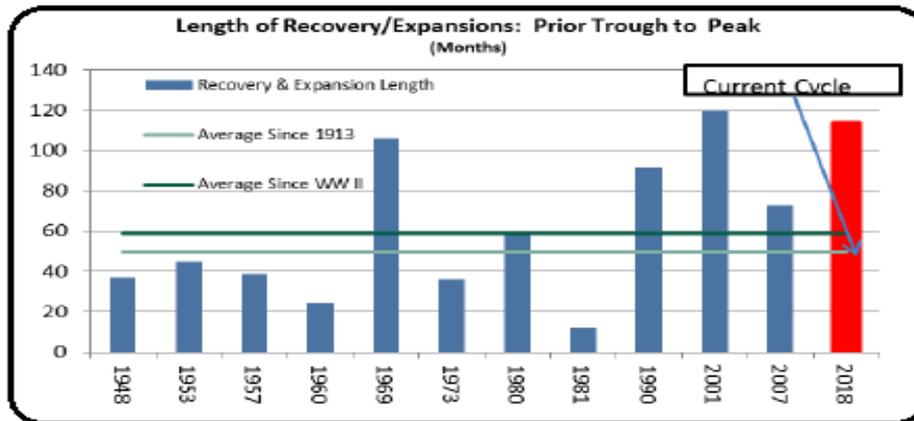


Wage Growth % YoY





Il ciclo US è maturo ma non al termine.

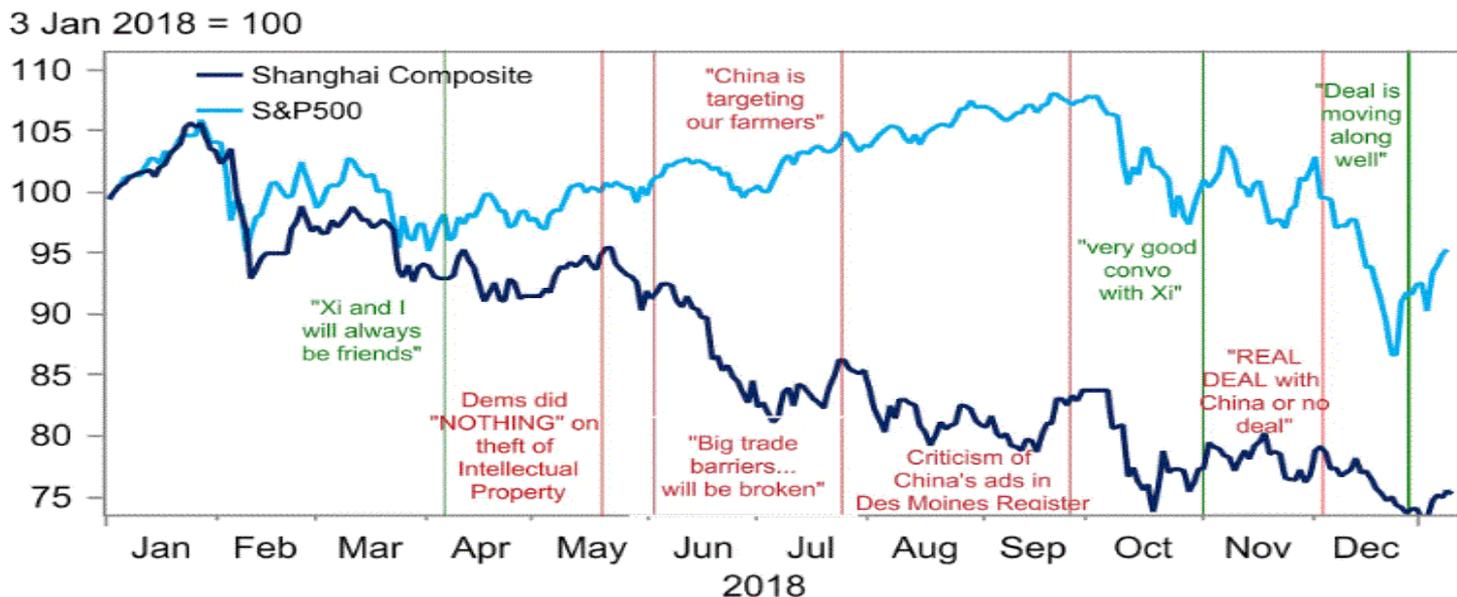


- Tra i motivi di nervosismo, (oltre alla già discussa inversione della curva) vi è che l'attuale ciclo USA dura da 10 anni, il che alimenta aspettative che, entro breve, possa «morire di vecchiaia»
- Peraltro, è evidente che la durata media dei cicli americani si sta allungando.
- Tra i motivi, presumibilmente, vi è che il peso del settore manifatturiero, il più ciclico e volatile, si è contratto, fino a scendere sotto il 15% del totale. Oltre l'85% dell'economia US è costituita dal settore servizi, assai più stabile ed endogeno in natura, e come tale meno sensibile alle variazioni della domanda globale
- Una conseguenza del calo del peso del manifatturiero è l'aumento del deficit commerciale, circostanza che contribuisce a isolare ulteriormente il ciclo Usa da quello internazionale



Trade War: più che «l'accordo», il primo di una serie di accordi

La performance dell' S&P 500 e i Tweets di Trump sulla trade War

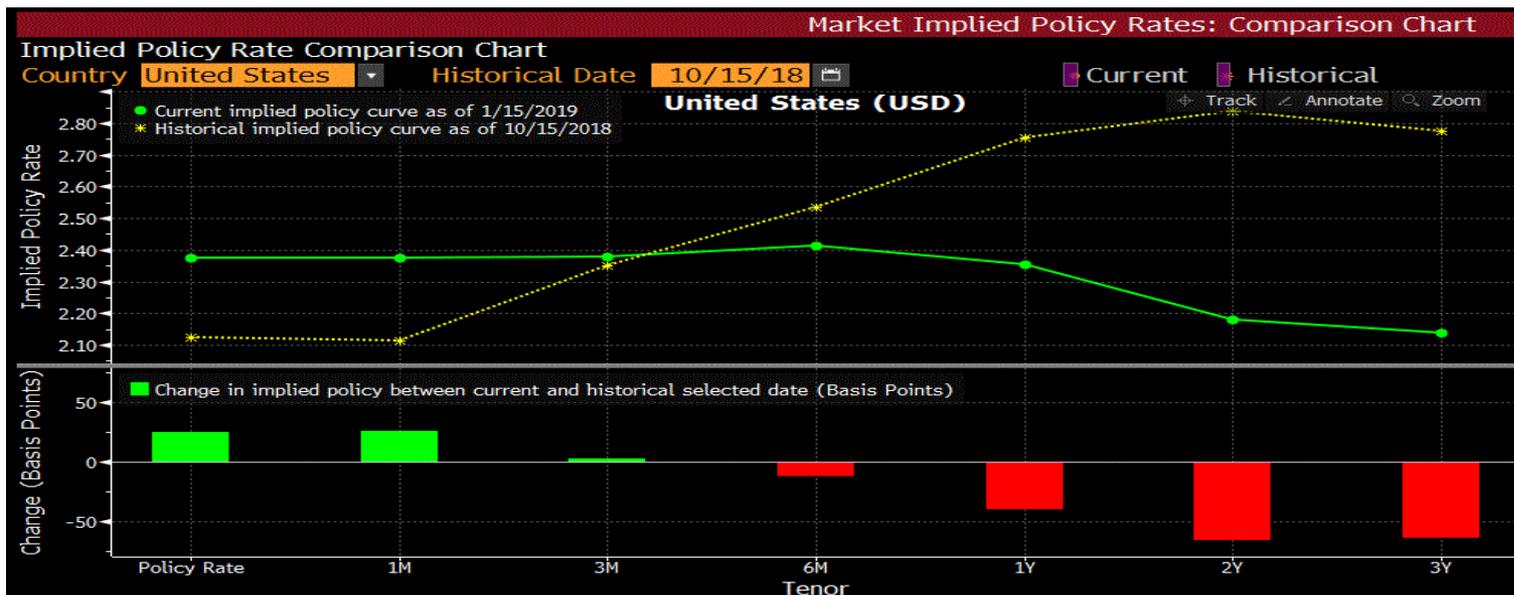


- Uno sguardo alla correlazione tra la performance relativa dei mercati azionari e le diverse fasi dell'atteggiamento della Casa Bianca nei confronti della Cina lascia intendere l'esistenza di una «Trump put».
- A meno di 2 anni dalle elezioni presidenziali, Trump cercherà in ogni modo di evitare di facilitare la campagna elettorale dei Democratici servendogli un rallentamento dell'economia USA come argomentazione. Una tregua serve quindi ad entrambi i paesi.
- Vista la complessità della questione, la soluzione finale richiederà diversi step.



FED: «Market dependant»

Percorso di rialzi prezzato dalla Fed – 15/10/ 2018 vs 15/1/2019

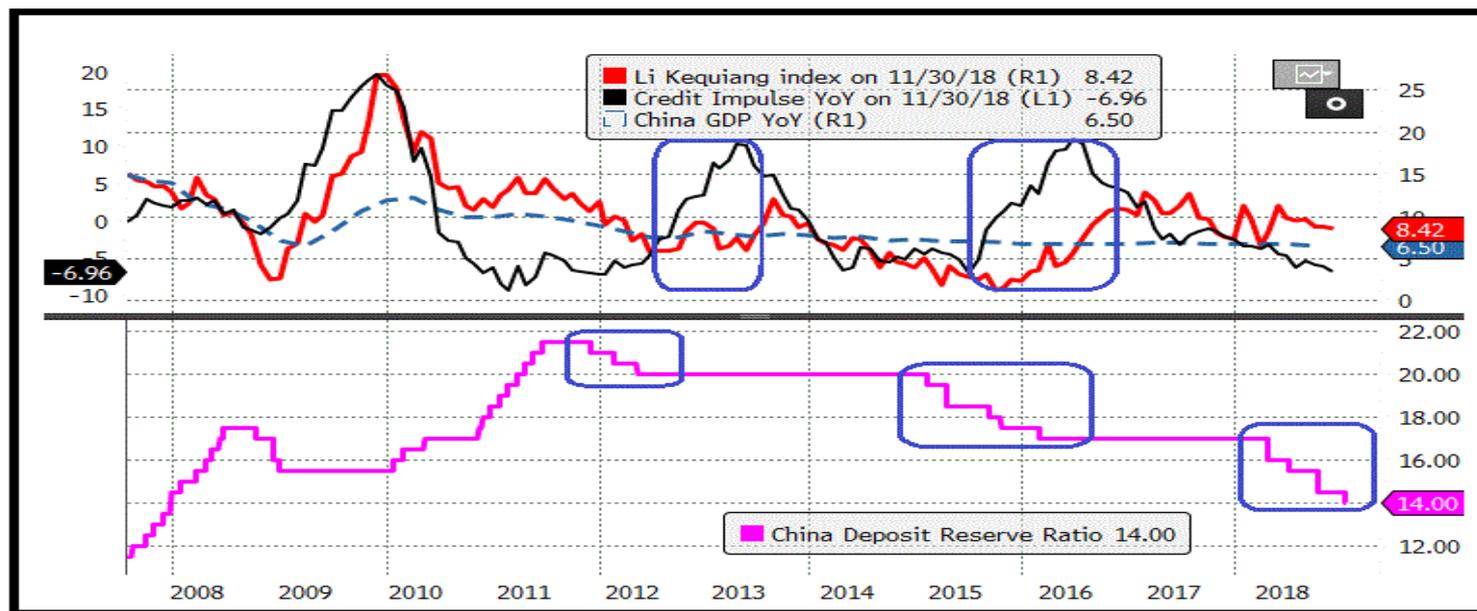


- L'ondata di risk aversion sui mercati ha avuto il consueto impatto sulla retorica del FOMC. I membri si sono affrettati a prendere atto delle preoccupazioni degli investitori e ad annunciare una stance più prudente.
- Ciò detto, considerati i fondamentali dell'economia USA, l'attuale pricing implicito nella curva US (tassi invariati nel 2019 e un taglio nel 2020) è troppo conservativo.
- In assenza di mercati deterioramento del quadro, nel 2019 ha senso attendersi ancora 1 o 2 rialzi dei tassi



Cina : «We aim to have a good start of the economy in the first quarter» *

Easing Monetario, Credit Impulse e Crescita cinesi



- Tra i principali driver della perdita di momentum del ciclo globale osservata nel corso del 2018 vi è il rallentamento dell'economia cinese. Due le principali cause: i) le le frizioni commerciali con gli USA e ii) l'inasprimento delle condizioni finanziarie seguito alle politiche di contenimento del credito e in particolare dello shadow banking system
- Le autorità sono corse ai ripari negli ultimi 6 mesi con misure di politiche monetaria e fiscale di intensità crescente.
- Nel 2012-13 e nel 2015-16 tale approccio ha avuto efficacia nel produrre un rimbalzo congiunturale

* Premier Li Keqiang, State Council Meeting, 14/1/19, NRDC 15/1/19
23/01/2019



Cina: primi segnali di un recupero ciclico?

China Property price YoY%



BCA China Growth Indicator

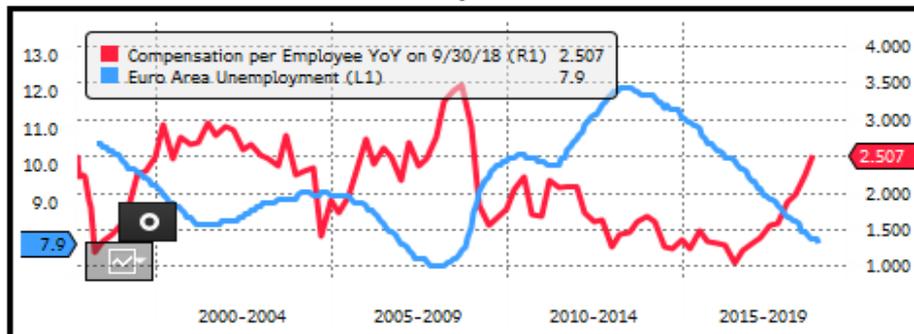


- Le successive erogazioni di stimolo monetario sembrano avere impatti decrescenti sul ciclo cinese, un po' a causa della minore intensità, un po' per la minore recettività dell'economia
- Ciò detto le autorità hanno ancora margini di manovra sia sul fronte monetario che fiscale, e gli effetti di quanto realizzato ed in corso di realizzazione non dovrebbero tardare.
- Un eventuale accordo parziale con gli USA costituirebbe un ulteriore fattore a supporto.
- Sui mercati si iniziano ad intravedere i primi segnali di una stabilizzazione del ciclo.

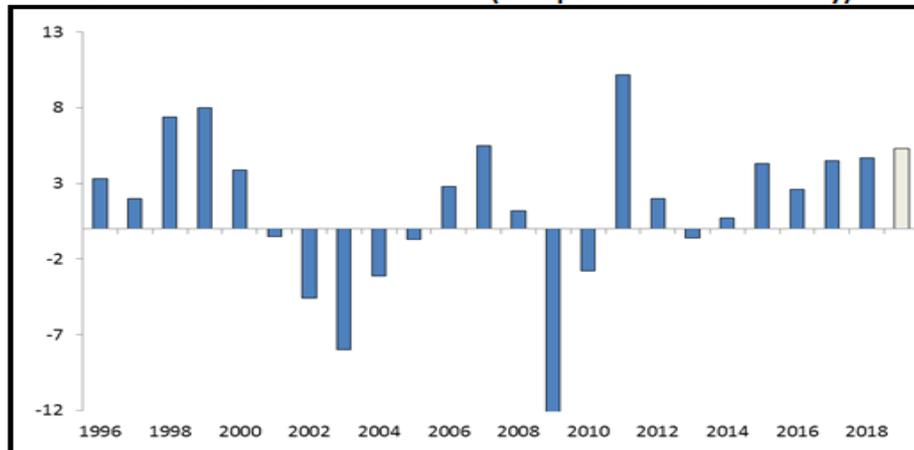


Eurozone : non è tutto da buttar via

Eurozona: Disoccupazione e salari



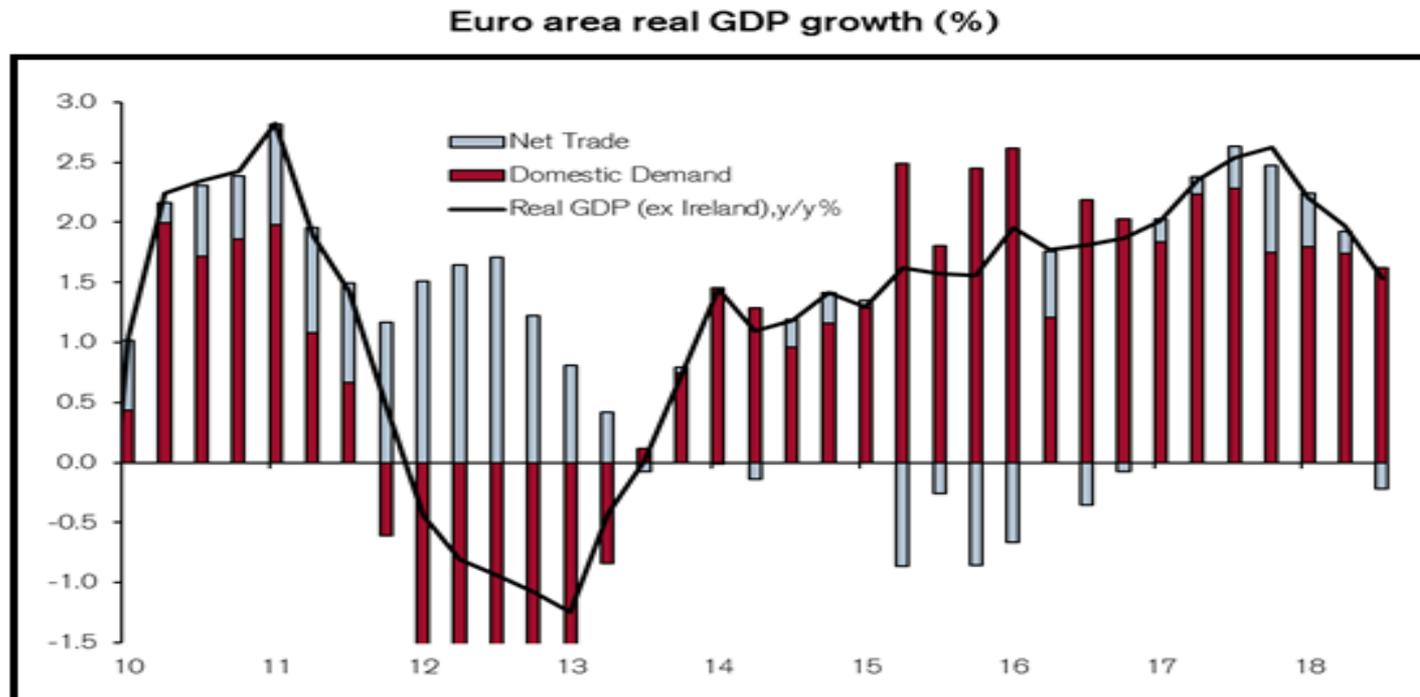
Euro Area Investment Intentions (Europea Commission Survey)



- Alcune caratteristiche peculiari dell'economia Eurozone la hanno resa assai vulnerabile al calo della domanda globale:
 - ❖ Apertura
 - ❖ Dimensioni del surplus commerciale
 - ❖ Dimensioni del settore manifatturiero
 - ❖ Tensioni politiche di vario genere
- Peraltro, permangono alcuni aspetti positivi della ripresa iniziata 4 anni fa:
 - ❖ Il mercato del lavoro resta in buone condizioni. La disoccupazione è quasi tornata ai livelli pre crisi.
 - ❖ I salari stanno salendo a ritmi anche superiori a quelli americani
 - ❖ Le intenzioni di investimento delle aziende sembrano tenere



Eurozone : In attesa del recupero della domanda globale

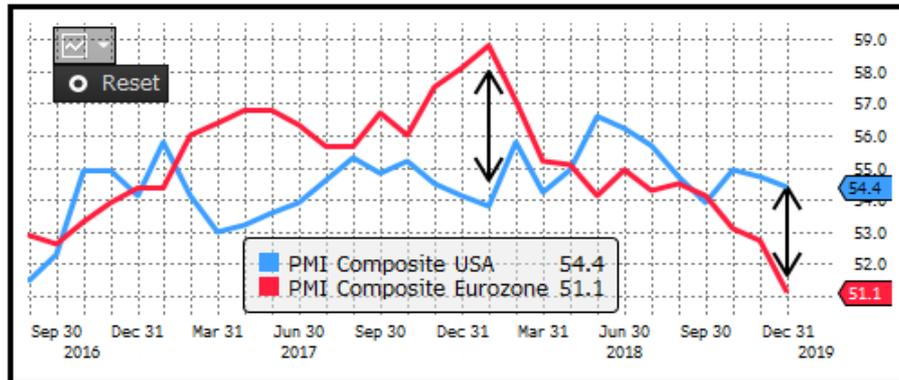


- Occupazione, consumi e investimenti hanno sostenuto la domanda interna. A venire a mancare è stato il supporto del canale estero. Un' eventuale ripresa del global trade offrirebbe un buon supporto al ciclo Eurozone
- Anche le politiche fiscali risulteranno supportive nell'area nei prossimi mesi, in particolare in Germania dove il recente rallentamento sta alimentando il dibattito sull'opportunità di impiegare in stimolo fiscale parte del surplus di bilancio.

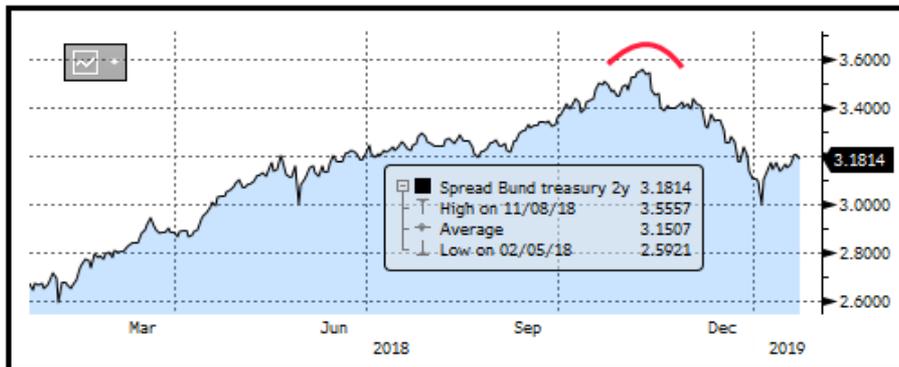


Dollaro: Inflection point? 1/2

PMI Composite - USA VS Eurozone



Spread Bund Treasury - 2y bucket

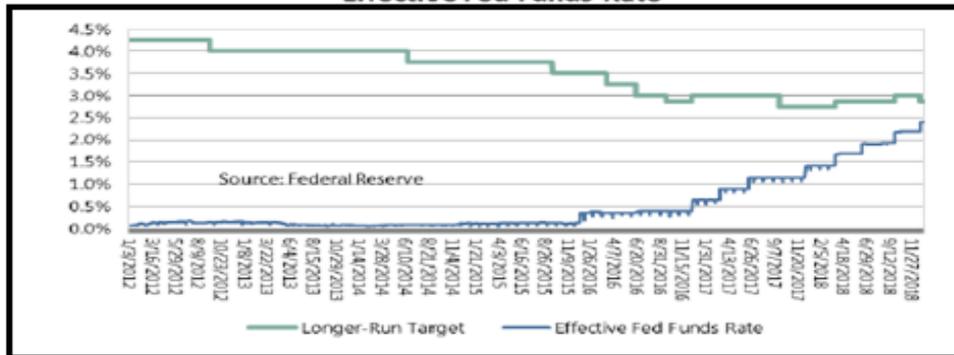


- Diversi fattori hanno giocato a favore del Dollaro nel 2018:
 - ❖ La forza dell'economia USA rispetto al quelle delle altre aree del globo
 - ❖ La divergenza delle politiche monetarie (Balance sheet reduction vs QE)
 - ❖ Il rimpatrio degli utili grazie a incentivi fiscali
 - ❖ Fattori politici specifici (Brexit, Scontro Italia EU, etc)
- Il quadro potrebbe cambiare nel 2019.
 - ❖ Il ciclo USA difficilmente tornerà sui livelli di crescita dei 2 trimestri centrali del 2018.
 - ❖ La Fed ha dichiarato che la politica monetaria US ha raggiunto il livello di neutralità
 - ❖ L'ECB ha interrotto il QE e potrebbe dover alzare i tassi prima di quanto scontato dalla curva (ovvero inizio 2020)



Dollaro: inflection point? 2/2

Longer-Run Fed Funds Rate Projection vs Effective Fed Funds Rate

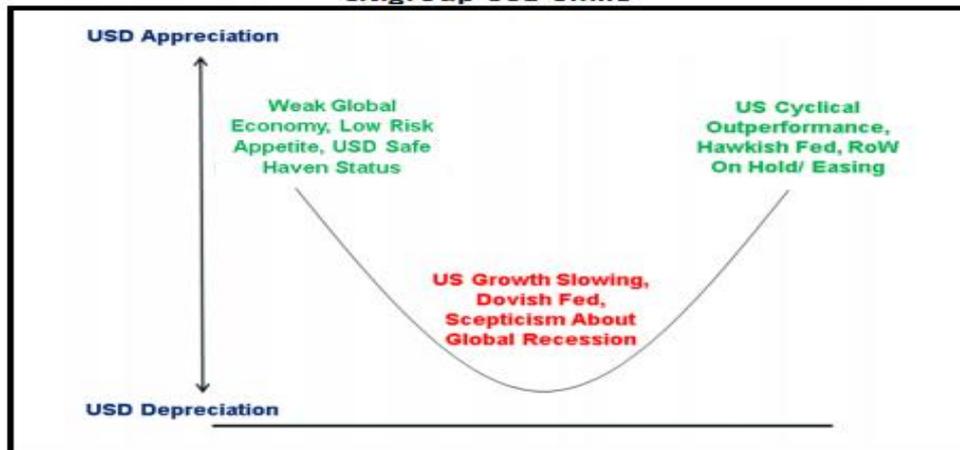


Twin deficits : In un contesto caratterizzato da un attenuazione dei differenziali di crescita USA e le altre economie, e delle divergenze tra rispettive politiche monetarie, la necessità per gli USA di dover finanziare un grosso trade deficit, ed un crescente deficit fiscale potrebbe riprendere ad influenzare la divisa

Profit repatriation: Ad un anno dal varo degli incentivi al rimpatrio degli utili, il grosso di questi flussi potrebbe aver fatto il suo corso

- **Politics** : Con i Democratici tornati in possesso della House of Representatives, nuove inchieste verranno lanciate e quelle esistenti verranno rafforzate. L'attacco a Trump potrebbe anche prendere la forma di una minaccia di impeachment.
- **Global macro** : Un quadro in cui l'economia globale recupera terreno è solitamente sfavorevole al Dollaro, in quanto i capitali USA espatriano a caccia di rendimenti, mentre i flussi derivanti da ricerca di «safe heaven» scompaiono

Citigroup USD Smile





L'anno inizia con un mood opposto a quello dell'anno scorso

Exhibit 30: Profit expectations

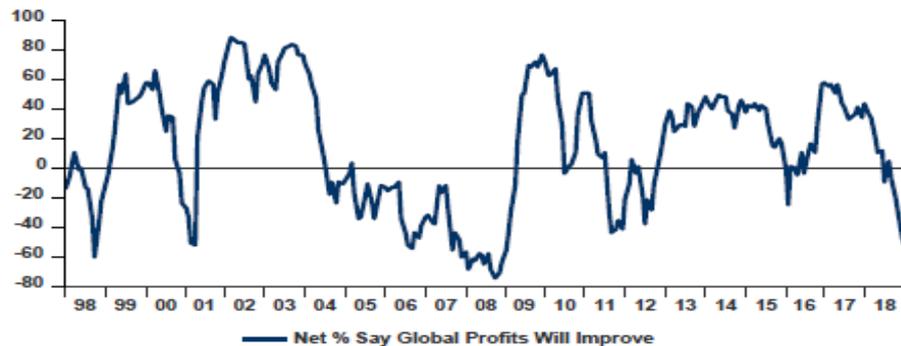
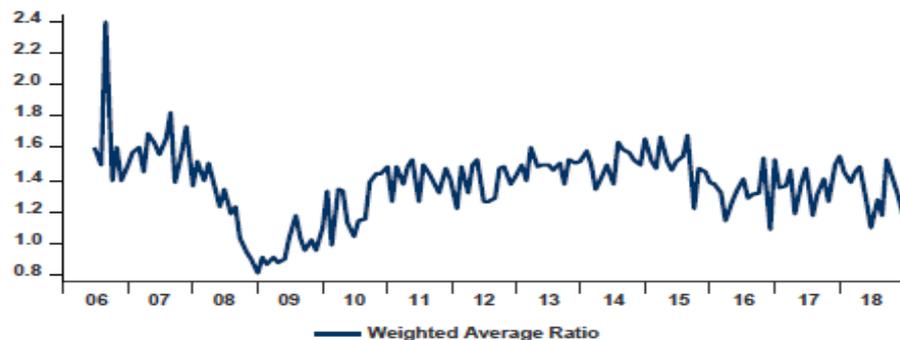


Exhibit 11: Hedge Fund ratio of gross assets vs. capital at 8-year lows

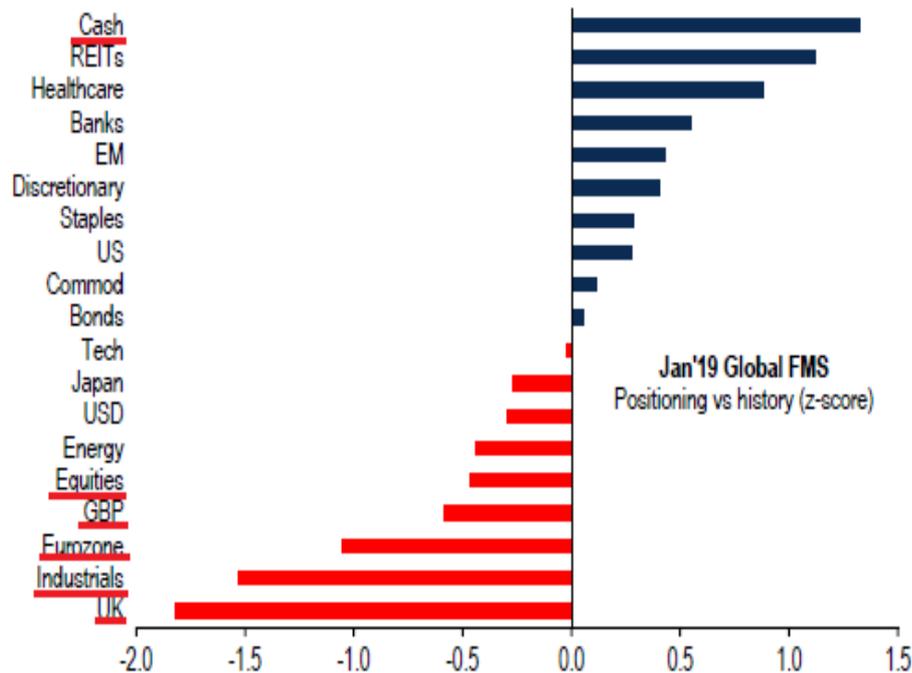


- I dati macro e la price action dell'ultimo trimestre del 2018 hanno impattato pesantemente sul consenso degli investitori.
- La percentuale di investitori che si aspetta un deterioramento dei profitti (sia pure da livelli elevati) è al 52%, ai massimi dall'ultima recessione, in base alla survey più recente condotta da Bank of America
- Parimenti, l'esposizione degli Hedge Funds ai risk assets mostra una leva inferiore all'1, per la prima volta dal 2010.
- In generale vi sono parecchi indizi di un posizionamento abbastanza difensivo degli investitori all'inizio del 2019



Eurozone, UK e ciclici i settori più evitati

Exhibit 8: The Longs & Shorts, relative to Global FMS history*



- La difensività si riflette anche nell'asset allocation, con una decisa preferenza per il cash e gli asset più difensivi.
- L'esposizione all'azionario Eurozone è stata ridotta costantemente nell'ultimo anno, e il sottopeso è ai massimi da agosto 2012
- L'azionario UK continua a essere l'area più evitata. L'allocato attuale è 1,8 standard deviations sotto la media di lungo periodo
- Completano il quadro mercati sottopesi sugli industriali, e nei cambi, sulla Sterlina.
- Recentemente gli investitori sono tornati a sovrappesare gli emergenti.



In sintesi

- Manteniamo a **neutral l'azionario US**. Il quadro macro è solido e le valutazioni restano su livelli accettabili. Ma la recente volatilità necessita di qualche tempo prima di essere riassorbita e le valutazioni in altri mercati risultano più attraenti. Manteniamo a **overweight l'azionario europeo**, ritenendo che le attuali valutazioni siano troppo basse e il consenso sul quadro macro Eurozone sia troppo pessimistico. Manteniamo **overweight l'azionario cinese**, nella convinzione che 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. Portiamo a **neutral l'azionario giapponese** ritenendo che eventuali fiammate di volatilità ci garantiscano livelli di ingresso più favorevoli. Manteniamo **overweight l'azionario UK** nella convinzione che la Brexit evolverà verso un accordo «soft» oppure verrà evitata, e in base a considerazioni di valutazione e positioning
- 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 **neutral i 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 **underweight l'obbligazionario US**, nella convinzione che la curva prezzi troppo poco in termini di rialzi dei tassi Fed. Manteniamo a **overweight l'obbligazionario emergenti** sia in hard che in local currency ritenendo che il cambio di stance FED levi pressione al comparto e che le valutazioni siano attraenti
- Manteniamo **neutral il debito corporate US sia Investment grade che High Yield** nella convinzione che la recente volatilità abbia riportato valore nel comparto. Manteniamo **underweight il debito corporate EU** ma portiamo a neutral il **debito High Yield EU**, nella convinzione che ai livelli attuali sia tornato un po' di valore. 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, portiamo a **underweight il \$**, nella convinzione la convergenza dei tassi di crescita e delle politiche monetarie globali, insieme ad altri fattori, pongano le condizioni per un moderato indebolimento. Torniamo **sovrappesati su Yen**, ritenendo, nel corso del 2019, probabile una modifica della stance monetaria da parte della Bank of Japan. Inoltre lo vediamo come un hedge efficiente nel caso di fiammate di risk aversion. Manteniamo a **overweight la Sterlina** nella convinzione che la Brexit evolverà verso un accordo «soft» oppure verrà evitata. 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 **neutral le energetiche**, con l'idea che l'attuale recupero lasci spazio ad un breve consolidamento. 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

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

Valute

EUR vs USD	▲	Upgrade
EUR vs GBP	▼	
EUR vs CHF	■	
USD vs JPY	▼	Downgrade

Materie prime

Energetiche	■	Downgrade
Industriali	▲	
Agricole	■	
Metalli preziosi	▲	

Obbligazionario governativo

US	▼
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	■	
US high yield	■	
Area euro investment grade	▼	
Area Euro high yield	■	Upgrade
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.