

2019

Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Febbraio 2019



Anthilia^{sgl}
Capital Partners



Primo trimestre 2019 : Central bank capitulation

➤ **FED:**

- Ha rimosso la guidance sui tassi segnalando rischi simmetrici sui prossimi movimenti
- Ha dichiarato che sarà paziente nel valutare i prossimi sviluppi
- Ha segnalato che la normalizzazione del bilancio potrebbe interrompersi prima del previsto

➤ **ECB:**

- Ha spostato al ribasso il bilancio dei rischi macroeconomici
- Draghi ha avallato quanto scontato dai mercati monetari (primo rialzo autunno 2020)

➤ **PBOC:**

- Ha tagliato di 100 bps la riserva obbligatoria bancaria
- Ha varato numerosi schemi per facilitare la ricapitalizzazione del sistema bancario
- Sta incentivando l'erogazione del credito alla piccola e media impresa

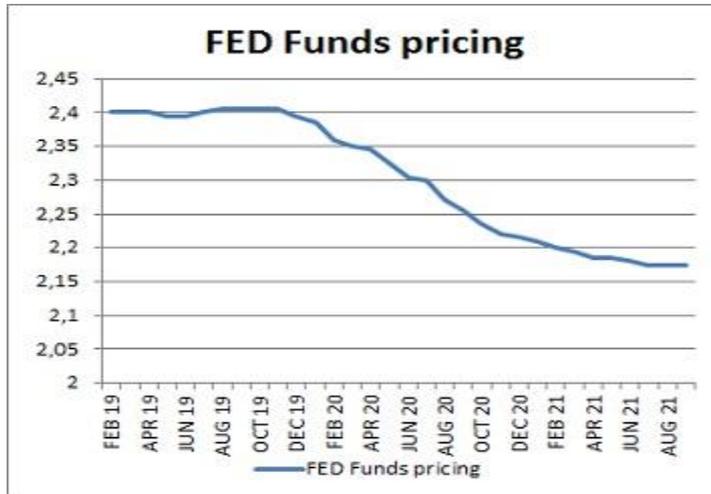
➤ **Reserve Bank of India:** Taglio dei tassi di 25 bps il 7 Febbraio

➤ **Reserve Bank of Australia** : Stance da tightening a neutral il 5 Febbraio





Fed & ECB: significativo cambio di stance



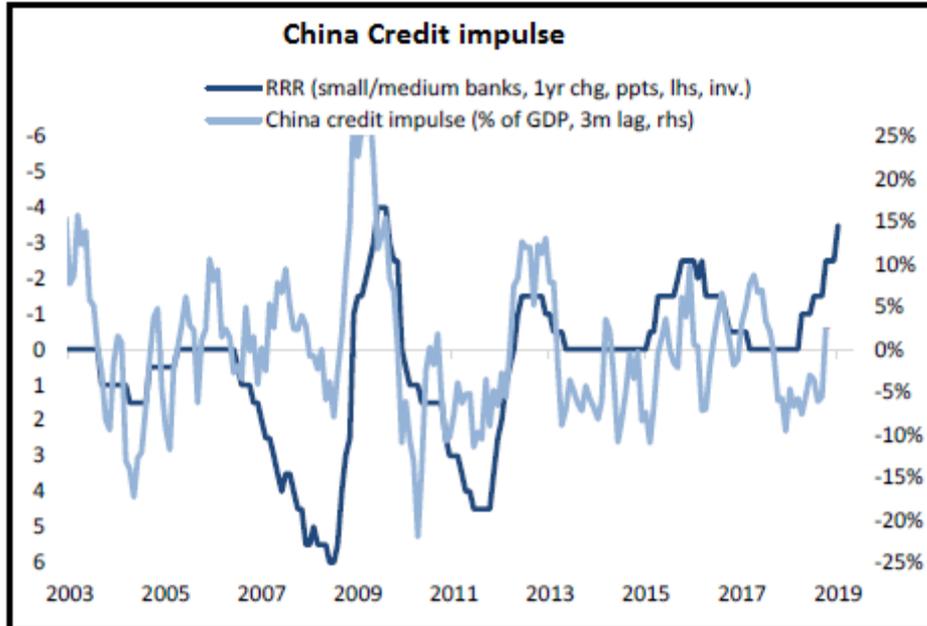
- Avendo adottato una stance neutrale e un atteggiamento «paziente», difficilmente la **FED** prenderà in considerazione la ripresa dei rialzi prima di giugno
- In ogni caso, avendo il FOMC definito «tenui» le pressioni inflazionistiche, una sostanziale ripresa del CPI è condizione per modificare nuovamente la stance
- Il mercato è però andato oltre, e prezza un'evoluzione verso una easing stance a fine anno, ed taglio dei tassi con probabilità 100% entro la fine dell'anno prossimo

- L'**ECB** è stata colta alla sprovvista dal deterioramento del quadro macro Eurozone a fine 2018
- Per effetto della modifica del bilancio dei rischi il mercato ha rinviato il primo rialzo del depo rate nella seconda metà del 2020
- Il repricing è stato avallato da Draghi, e con ogni probabilità a marzo avremo rinnovo TLTRO





Cina: mix di vecchi trucchi e nuove soluzioni

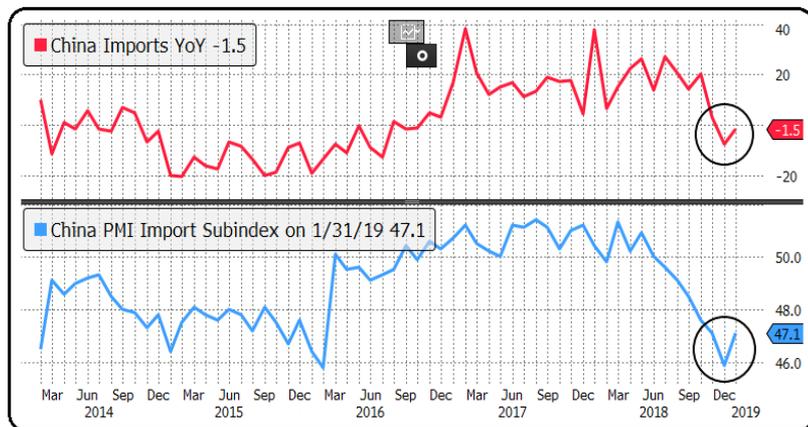


- A inizio 2019 la People Bank of China ha dato nuovo impulso al credit easing
- La riserva obbligatoria è stata abbassata di altri 100 Bps complessivi
- Sono stati varati vari schemi volti a facilitare la ricapitalizzazione bancaria, tra cui:
 - ❖ L'ammissione dei perpetual come collaterale alle operazioni di rifinanziamento
 - ❖ La possibilità di swapparli con T-Bill della Banca Centrale
 - ❖ Incentivi agli investitori a sottoscriverli
- Le banche così ricapitalizzate vengono invitate a privilegiare la piccola e media impresa privata nelle nuove erogazioni di credito

- A gennaio, l'erogazione di Total Social Financing ha superato le attese di 1.3 trilioni di yuan (4,6 vs 3,3 attesi). Le misure varate dovrebbero produrre un'ulteriore accelerazione dell'erogazione nei prossimi mesi.
- Accanto al credit easing, le Autorità hanno varato un significativo stimolo fiscale, sotto forma di taglio delle aliquote e delle commissioni, e incentivi ai consumi di beni e servizi
- Infine, la National Development and Reform Commission ha approvato tra Dicembre e Gennaio 16 nuovi progetti infrastrutturali per totali 163 bln \$. Nello stesso periodo dell'anno scorso i progetti approvati furono 7 per totali 16 bln \$.

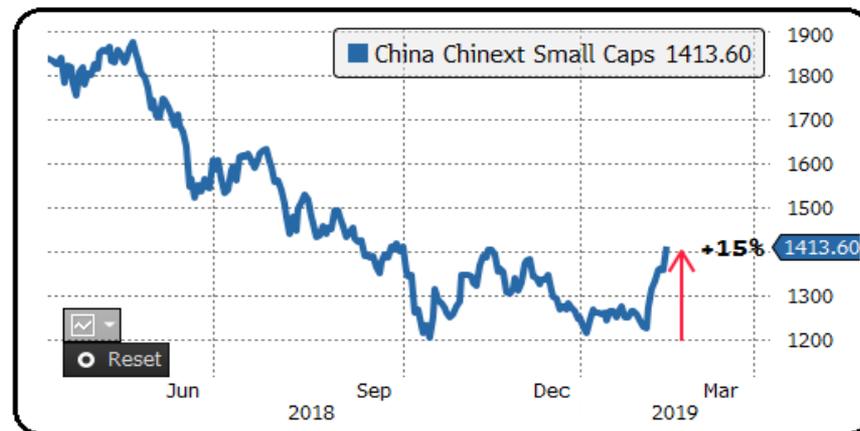


China: Segnali di risveglio della domanda interna?



- Gli asset cinesi hanno iniziato l'anno molto bene, con i principali indici azionari che scambiano ai massimi da 4 mesi e lo yuan sui livelli di luglio scorso
- Nelle ultime settimane anche l'indice delle Small Cap, che era rimasto indietro, ha mostrato un forte recupero. Questo settore era stato il più impattato dalle misure di contenimento del leverage e repressione dello shadow banking system, visto il ridotto accesso ai mercati dei capitali
- Anche le commodity industriali come il Rame stanno mostrando segnali di domanda in crescita

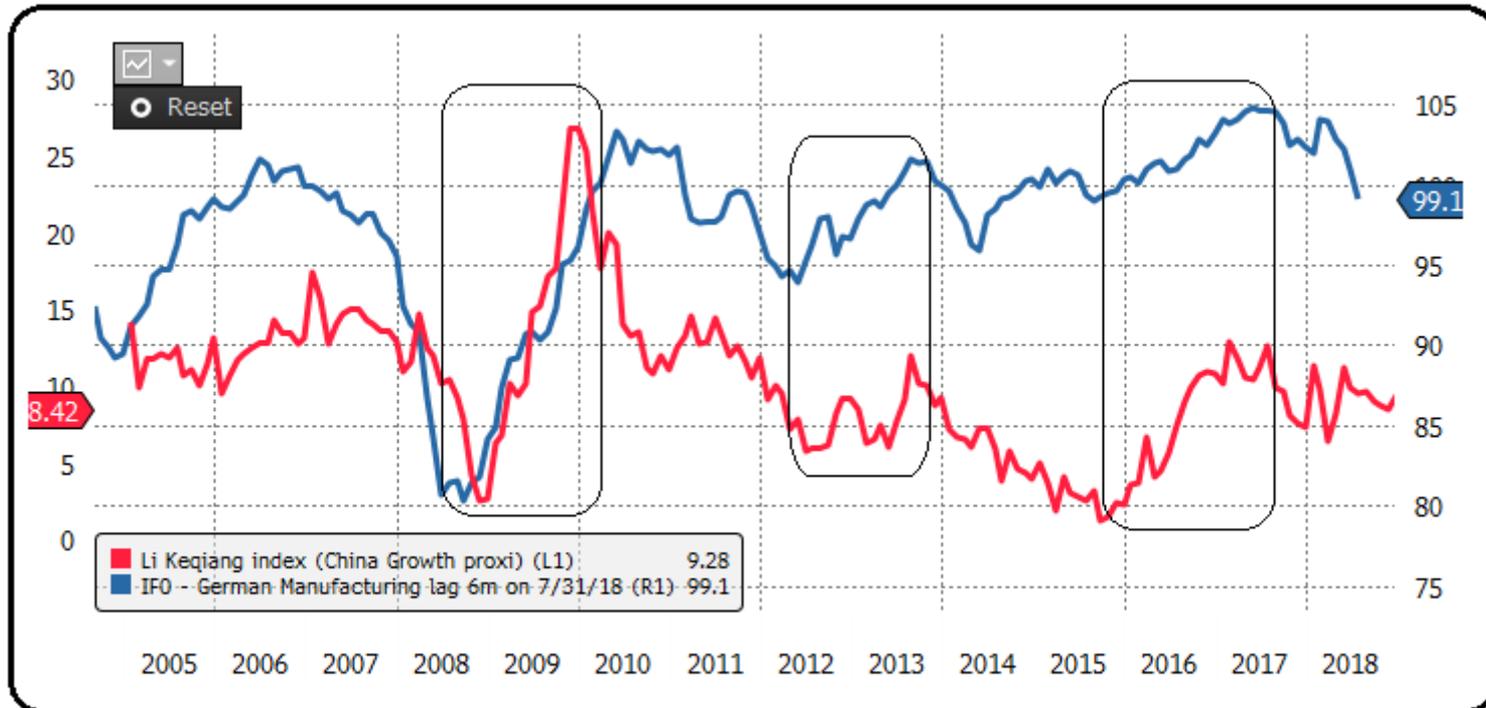
- Al momento, l'unico indizio di un rimbalzo congiunturale cinese è costituito dalla bilancia commerciale di gennaio, dove le importazioni, tradizionalmente meno impattate dalla festività del Capodanno cinese, hanno dato un significativo segnale di inversione di tendenza.
- Il recupero era stato correttamente anticipato dal sottoindice relativo nel PMI manifatturiero
- Dal lato dei mercati, i segnali sono più incoraggianti.





«As China goes, so goes global demand»

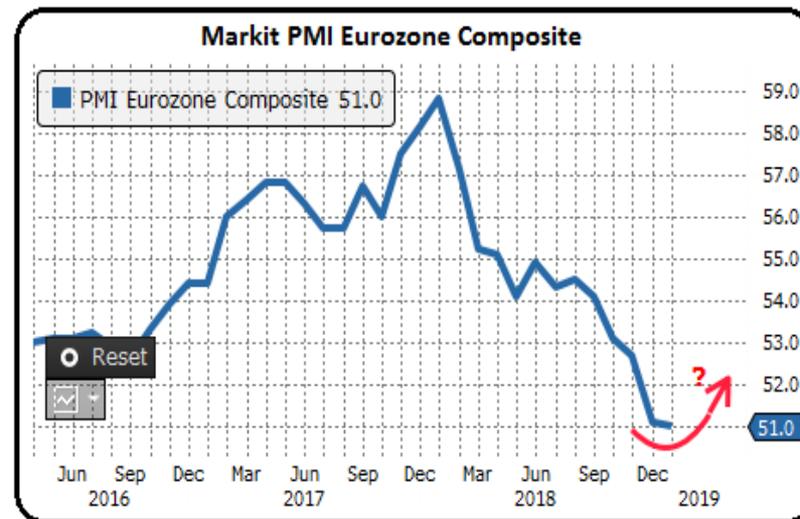
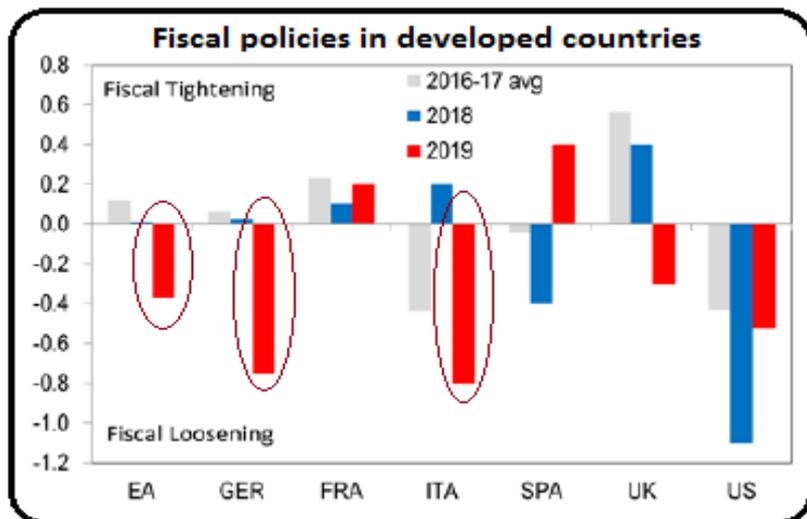
Li Keqiang index & IFO Manufacturing



- Come in passato, un rimbalzo congiunturale cinese costituirebbe un temporaneo toccasana per la domanda globale, recentemente depressa, oltre che dalle frizioni commerciali USA –Cina, proprio dal rallentamento del colosso asiatico
- A beneficiarne maggiormente sarebbero le economie più aperte, come quella Eurozone



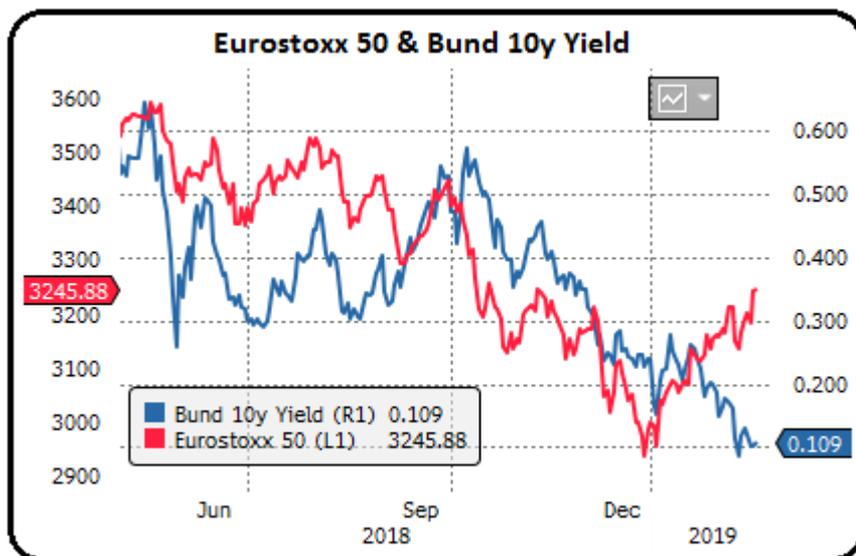
Eurozone, una speranza dallo stimolo fiscale?



- L'economia Eurozone ha chiuso il 2018 sull'orlo della stagnazione. Al citato rallentamento della domanda globale si sono aggiunti fattori specifici nella seconda metà del 2018 (tensioni politiche in Italia e Francia, Brexit, nuove regolamentazioni settore auto in Germania)
- L'effetto di alcuni di questi focolai potrebbe attenuarsi nei prossimi mesi. La questione Brexit potrebbe vedere una soluzione o una proroga entro il prossimo mese, il settore auto tedesco va verso una normalizzazione e in Francia le proteste dei Gilet Gialli si stanno attenuando.
- In attesa di un recupero del canale estero, un po' di supporto potrebbe venire da politiche fiscali più espansive, in particolare in Germania dove la stagnazione sta alimentando il dibattito su un possibile aumento dello stimolo fiscale



Tassi europei core: quanto è nei prezzi?



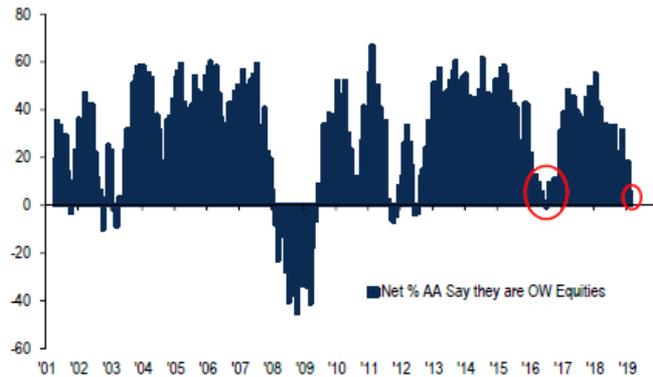
- Il marcato deterioramento del quadro macro Eurozone è stato ampiamente riflesso nel calo dei rendimenti tedeschi, giunti ai minimi da ottobre 2016.
- Il successivo repricing occorso sull'azionario non trova riscontro nei tassi, con il rendimento del bund ulteriormente sceso da inizio anno. I tassi sulla carta tedesca risultano negativi fino alla scadenza 8 anni.
- Riguardo le aspettative di inflazione, il repricing dell'inflation swap 10 anni è andato ben oltre quello che è stato il calo effettivo del CPI Eurozone.
- Lo stop al QE da inizio anno comporta che per la prima volta da anni le emissioni nette di governativi tedeschi dovrebbero essere marginalmente positive
- Dovesse fare la sua comparsa qualche segnale di stabilizzazione della congiuntura europea, la carta tedesca su questi livelli è vulnerabile



Azionario 2019: Un rally per pochi

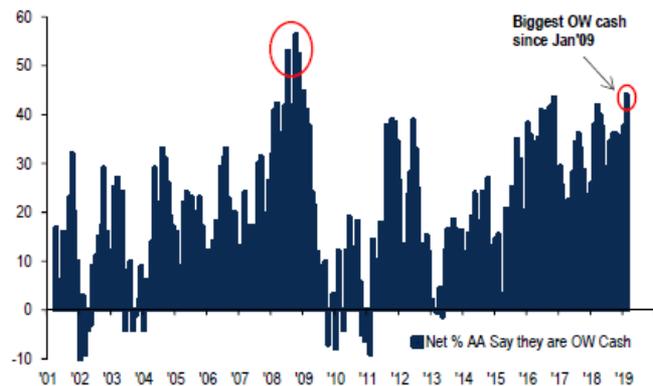
Charts of the Month

Exhibit 2: Smallest overweight in FMS global equity allocation since Sept'16



FMS global equities allocation slumps 12ppt to just 6% overweight, the lowest since Sept'16, despite global equities rising 7% from Jan 4th (start of Jan 2019 FMS survey period) to Feb 7th (end of Feb 2019 FMS survey period).

Exhibit 3: Rotation into cash takes allocation to highest since Jan'09

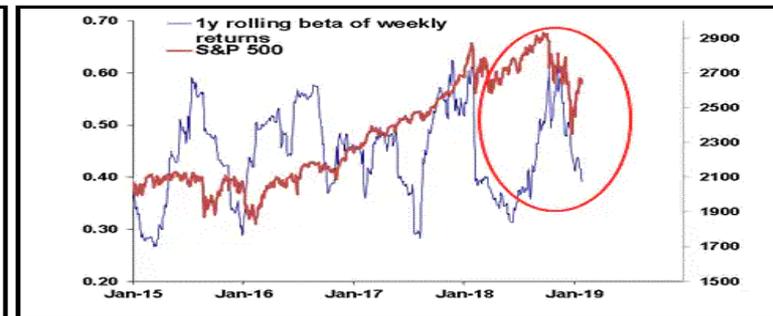
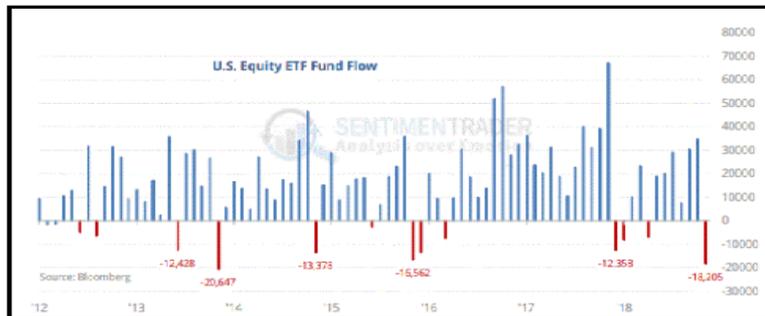
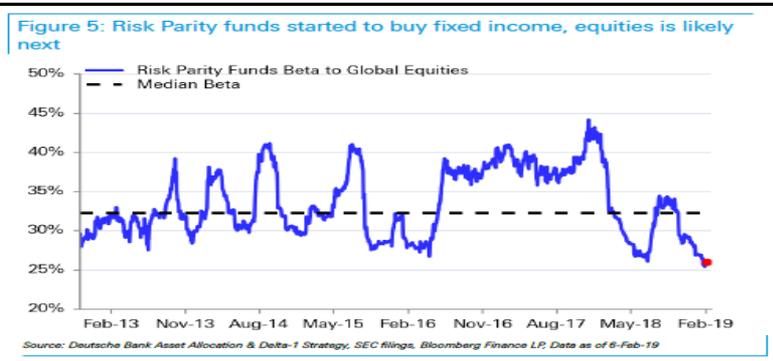
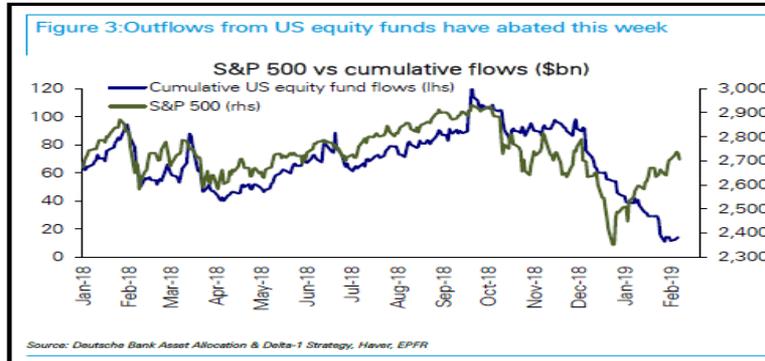


FMS investors rotated into cash this month, taking the net cash allocation to 44%, up 6ppt MoM, the biggest overweight since the deaths of the Global Financial Crisis in Jan'09.

- Uno sguardo alle principali survey di positioning mostra che il rally azionario partito alla fine del 2018 ha avuto un tasso di partecipazione modesto da parte degli investitori
- Nell'ultimo mese l'allocazione all'azionario globale è addirittura scesa, e si colloca ai minimi da 2 anni e mezzo, in base alle risultanze della Survey di Merrill Lynch
- I livelli di cash in portafoglio, per contro, si collocano ai massimi dal 2009
- Geograficamente, UK e Eurozone sono le aree meno detenute, mentre l'unica area davvero sovrappesata sono gli emergenti.



Gli investitori hanno venduto il rimbalzo



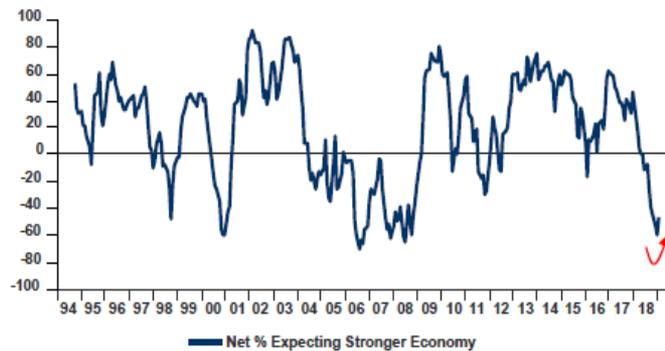
- Diverse altre statistiche mostrano che gli investitori hanno utilizzato il rimbalzo per alleggerire le posizioni.
- Flussi su fondi attivi ed ETF sono stati generalmente negativi e il beta di varie categorie di veicoli di investimento nei confronti dell'azionario è sceso



Prevale ancora lo scetticismo su ciclo e profitti aziendali

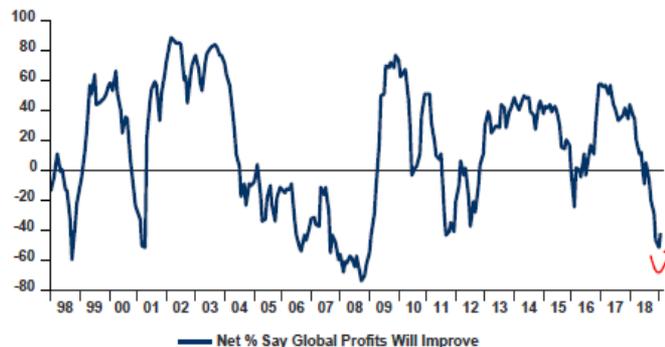
Investors on the Macro

Exhibit 21: How do you think the global real economy will develop over the next 12 months?



Net 46% of FMS investors expect global growth to weaken over the next 12 months, up 14ppt from 60% in Dec'18 (which was consistent with 2000/01 & 2008/09 recessions), but still very low vs. FMS history & note gross 64% still expect weaker growth.

Exhibit 28: Profit expectations

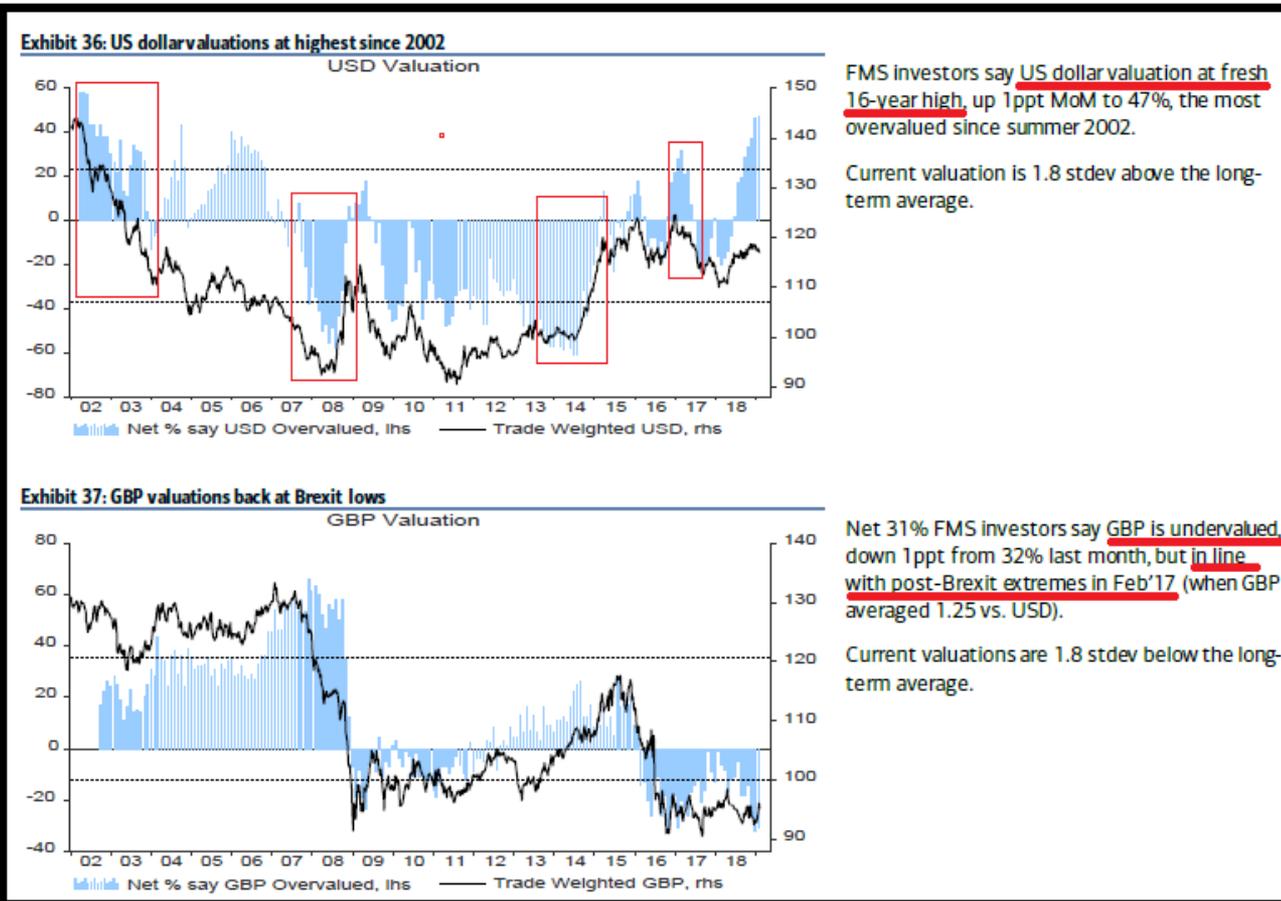


Net 42% think global profits will deteriorate in the next 12 months, a 10ppt improvement MoM; note Jan'19 was the worst profits outlook since Dec'08 & still a major reversal from 37% saying profits would improve 12 months ago.

- Il recupero dei mercati ha fatto poco per modificare il sentiment depresso degli investitori nei confronti di economia e business conditions.
- A Febbraio, la percentuale netta di scettici sul ciclo globale e sugli utili aziendali resta ai livelli della grande recessione, con miglioramento solo marginali rispetto a Gennaio.
- Un sentiment particolarmente vulnerabile a fronte anche ad un modesto miglioramento dei dati macro globali



Dollaro e Sterlina agli antipodi nella considerazione degli investitori



- Dalla Survey ML emerge che il Dollaro è considerato dagli intervistati ai massimi livelli di sopravvalutazione da oltre 16 anni
- Come si nota dal grafico, il track record della survey a medio termine è buono nel determinare la direzione del biglietto verde.
- La Sterlina per contro è considerata significativamente sottovalutata. Qui il track record è meno univoco.



Positioning bonds

Bond Sentiment & positioning

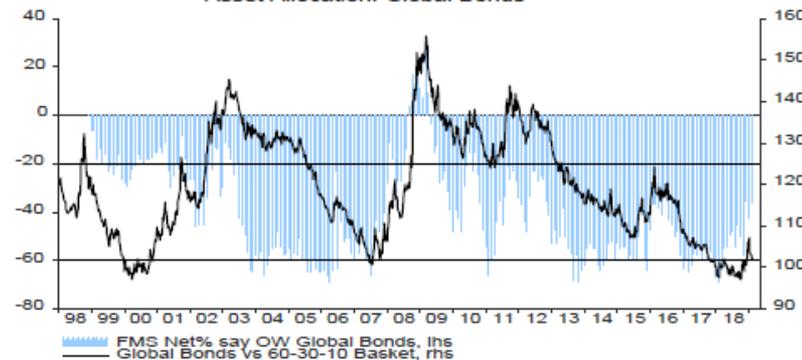
Exhibit 23: Inflation expectations



This month saw a tiny uptick in inflation expectations, +2ppt MoM, to 21% expecting higher global CPI in the next 12 months. Note last month saw the 2nd biggest 2-month collapse in inflation expectations on record (#1 Aug-Oct 2008), down 51ppt to just net 19%.

Exhibit 31: Net % AA Say they are overweight Bonds

Asset Allocation: Global Bonds



Allocation to bonds climbed 6ppt to net 36% underweight, 1ppt off Dec'18 reading of 35% (the highest allocation since the Brexit vote in Jun'16).

Current allocation is 0.4 stdev above its long-term average.

- La percentuale netta di investitori che si attende un aumento dell'Inflazione nei prossimi 12 mesi si trova nei pressi dei minimi da 5 anni
- Il mercato resta strutturalmente sottopesato di bonds.
- Ciò detto, il sottopeso si colloca ai minimi da metà 2016.
- Il risk reward di una posizione lunga di obbligazionario dei paesi industrializzati sembra modesto
- Diversamente, gli emergenti potrebbero beneficiare di un ritorno in voga dei carry trade



In sintesi

- Manteniamo a **neutral l'azionario US**. Il quadro macro resta positivo e le valutazioni sono su livelli accettabili (16x fwd PE). Ma il recupero dai minimi messo a segno nell'ultimo mese e mezzo è di entità tale da rendere probabile una fase di consolidamento dei corsi. Downgradiamo a **neutral l'azionario europeo**. Le valutazioni sono attraenti (13x fwd PE) e il comparto dovrebbe beneficiare di un recupero ciclico dell'area, ma anche qui un consolidamento è da attendersi, dopo il recupero da inizio anno. Manteniamo **overweight l'azionario cinese**, nella convinzione che stiano facendo la loro comparsa i primi segnali di un impatto sull'economia dello stimolo fiscale e monetario erogato. Un accordo tra Cina e USA sul trade potrebbe offrire ulteriore supporto al sentiment. Eleviamo a **overweight l'azionario emergente**, ritenendo che una ripresa del ciclo cinese e una distensione sul fronte delle dispute sul trade possano favorire un recupero del comparto, che tratta su multipli attraenti (12x fwd PE, 3.1 div yield)
- Restiamo **negativi sull'obbligazionario governativo core Eurozone**. Il mercato dei tassi europeo prezza troppo poco in termini di crescita e inflazione, e non ha minimamente reagito al recupero del risk appetite. Con la chiusura del QE lo scarcity premium del bund è meno giustificato. Manteniamo a **neutral i bond periferici**, con l'idea che un'attenuazione dei timori sulla crescita Eurozone offra supporto agli spreads. Manteniamo a **underweight l'obbligazionario US**, ritenendo i rendimenti troppo contenuti a fronte del recupero del sentiment. Inoltre il cambio di stanche FED può indurre la curva a prezzare un'inflazione più elevata a medio termine. Manteniamo a **overweight l'obbligazionario emergenti** ritenendo che alla luce della nuova stanche FED possa attirare flussi alla ricerca di carry.
- 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 il calo della volatilità sull'azionario europeo possa favorire un rientro degli spread nei prossimi mesi.
- Riguardo i cambi, manteniamo **underweight il \$**, nella convinzione che il cambio di stanche FED e un minor differenziale di crescita tra l'area USA e il resto del mondo possano favorire un moderato indebolimento. Restiamo **sovrappesati su Yen**, ritenendo, nel corso del 2018, inevitabile una modifica della stanche 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, manteniamo **neutral le energetiche**, con l'idea che il recente recupero renda probabile una fase di 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, e contro un'accelerazione sopra attese dell'inflazione.



Giudizi sintetici

Azionario		Obbligazionario governativo	
US	■	US	▼
Area euro	■ downgrade	Area euro core	▼
Italia	■ downgrade	Italia/Periferia	■
UK	▲	UK	▼
Giappone	■	Giappone	▼
Cina	▲	Emergenti Local Currency	▲
Emergenti	▲ upgrade	Emergenti Hard Currency	▲
Valute		Inflation linked US	▲
EUR/USD	▲	Inflation linked Area euro	▲
EUR/GBP	▼	Obbligazionario corporate	
EUR/CHF	■	US investment grade	■
USD/JPY	▼	US high yield	■
Materie prime		Area euro investment grade	▼
Energetiche	■	Area Euro high yield	■
Industriali	▲	Area euro finanziari subordinati	▲
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.