

2019

Anthilia
Capital Partners
SGR

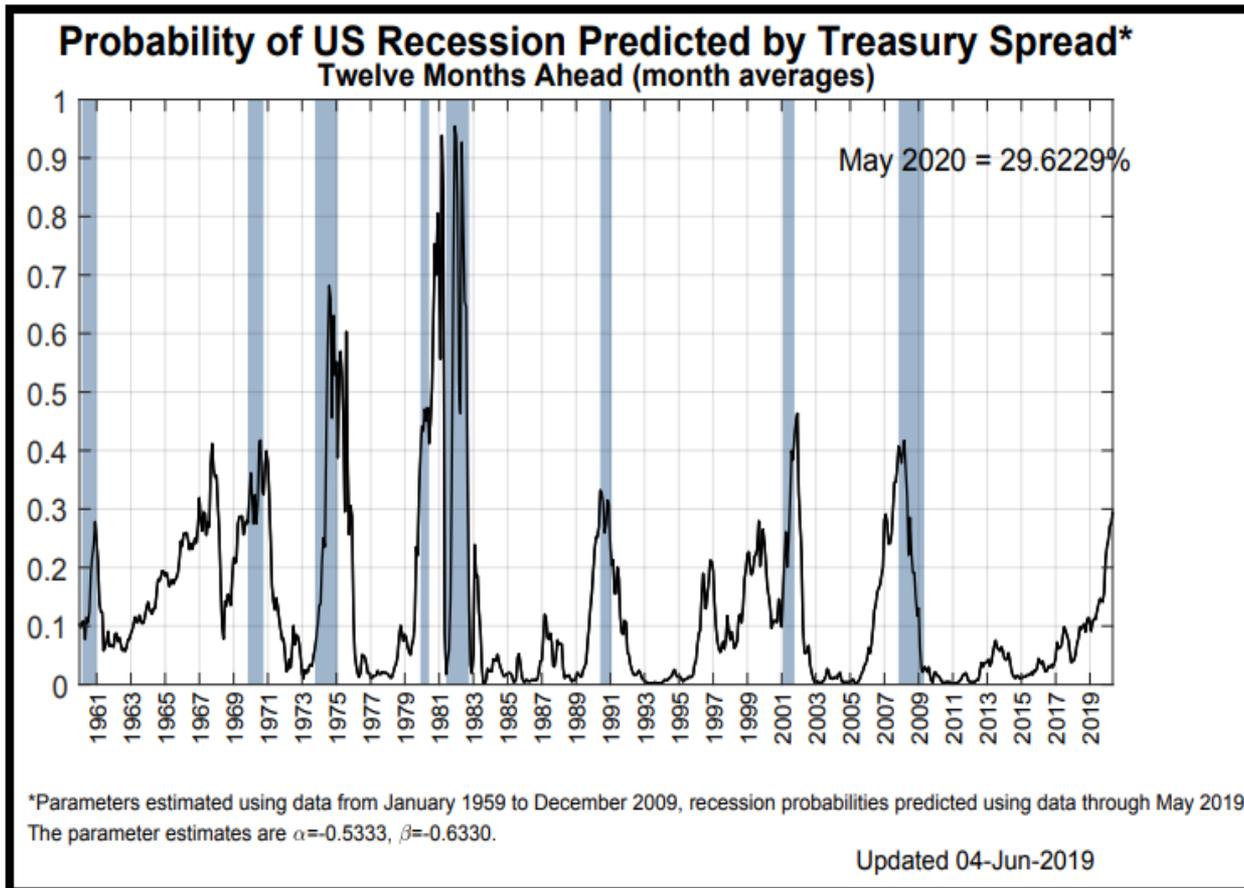
Analisi di scenario
Giugno 2019



Anthilia^{sgl}
Capital Partners



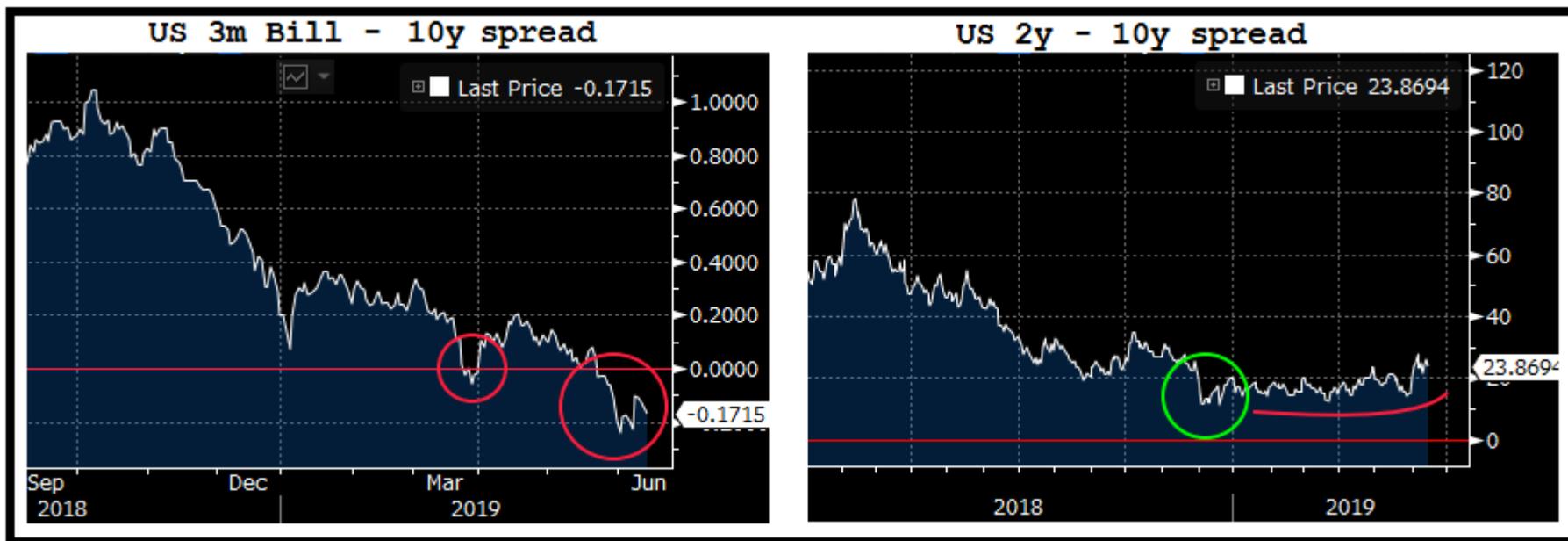
Si ricomincia a parlare di recessione imminente in US.....



- L'incessante rally dei tassi globali ha riportato in auge negli USA il dibattito sulla possibilità che la curva dei rendimenti treasury stia segnalando l'incombere di una recessione in America.
- Il modello previsivo della Fed di NY, che si basa sull'inversione tra il tasso del Tbill a 3 mesi e il 10 anni, ha proiettato a maggio un 29%, in livello che ha quasi sempre preluso ad una recessione.
- Poiché il modello usa i tassi medi mensili, è probabile che a Giugno indichi una probabilità superiore al 30%, essendo al momento la curva invertita di 15/20 bps (il livello medio di maggio è stato prossimo allo zero)



Curva dei tassi USA: quale inversione guardare?



- In realtà, l'inversione di curva più osservata dagli operatori è il segmento 2 – 10 anni. Questo tratto ha segnato un minimo attorno ai 10 bps a dicembre scorso, ma non si è mai invertito e successivamente ha recuperato quota 20 bps. Su queste basi si può osservare che il segnale non è mai scattato.
- Peraltro, la mancata inversione del 2 – 10 si deve principalmente a 2 motivi :
 - Il 2 anni treasury è collassato di 110 Bps da novembre scorso e di 60 da inizio anno, a causa del brusco cambio di stanche della FED
 - I rendimenti treasury si collocano su livelli storicamente assai bassi, cosa che in presenza di un tasso di inflazione che si mantiene attorno al target, rende difficili significative compressioni sulla parte lunga
- In questo caso, l'inversione più rilevante ci sembra quella del 3m – 10 anni, verificatasi la prima volta a Marzo



Inversione e picco dell'equity

Nr mesi e perf. tra inversione 2/10 e picco S&P500

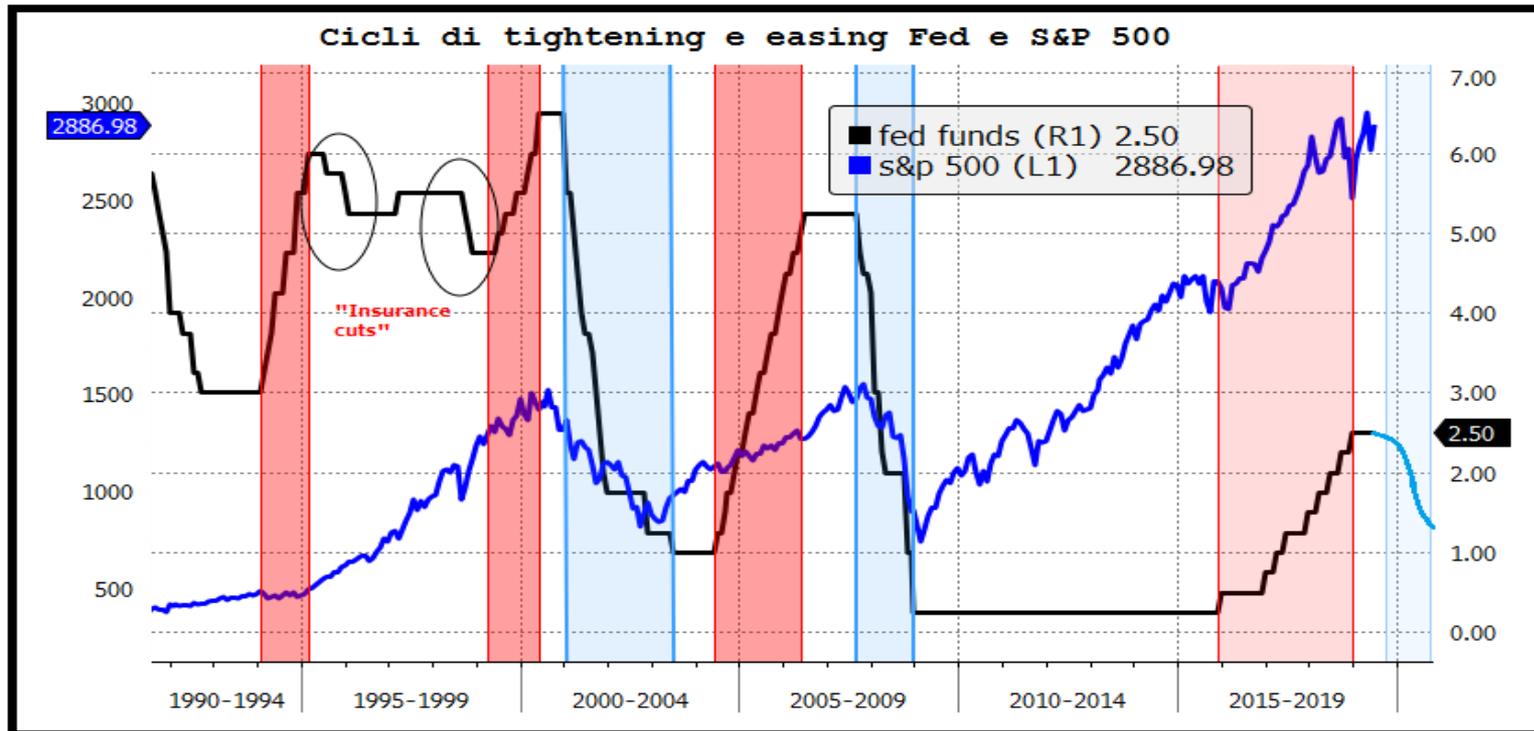
Inversion Date	SPX Peak Date	SPX % Chg	# of Months	Recession Start	# of Months
17/12/1965	29/11/1968	17,69%	35	31/12/1969	48
30/03/1973	11/01/1973	-	-2	30/11/1973	8
17/08/1978	30/01/1980	9,63%	17	31/01/1980	17
11/09/1980	28/11/1980	11,83%	2	31/07/1981	10
14/12/1988	16/07/1990	34,01%	19	31/07/1990	19
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

- Vale la pena di ricordare che il tempo intercorso tra l'inversione della curva USA e le ultime 5 recessioni che ne sono seguite è stato sempre superiore ai 18 mesi, e che le ultime 3 sono iniziate 19, 31 e 26 mesi dopo l'inversione
- Come già osservato nell'Analisi di Scenario di Dicembre 2018 (da cui proviene la figura), la statistica mostra che, dal 1964 in poi, il tempo medio intercorso tra l'inversione della curva e il picco dell'azionario è stato di 16 mesi (la mediana di 18.5) e, durante quel periodo, in media, l'S&P 500 ha guadagnato il 22,9% (mediana 21,1%), con un «win ratio» del'85,7% (6 positivi su 7)

- Ne consegue che questo tipo di analisi colloca un'ipotetica recessione US nella seconda metà del 2020 ed il picco di Wall Street poco prima
- Il caveat, in questo caso, è ancora il fatto che il livello storicamente bassissimo dei tassi di interesse possa aver ritardato significativamente il segnale di inversione. Dovesse essersi effettivamente concluso il ciclo di rialzi della FED, i Fed Funds si sarebbero fermati al 2,5%, contro il 6,5% e il 5,25% degli ultimi 2 cicli.



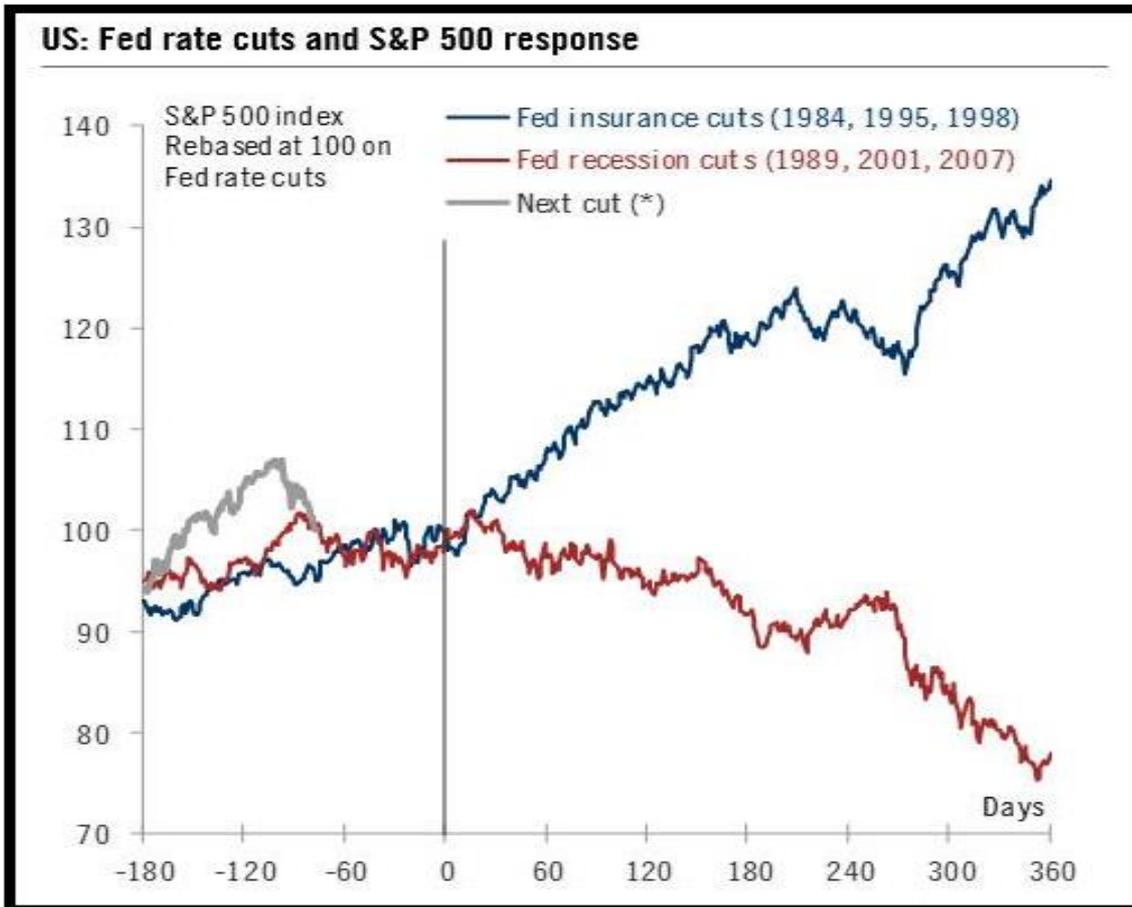
Fed easing: un segnale ambiguo per l'azionario.



- L'esperienza degli ultimi cicli mostra che, diversamente dai cicli di rialzo (aree rosse nel grafico), che normalmente sono positivi per l'azionario, i cicli di ribasso dei tassi (aree azzurre) avvengono in concomitanza con dei «bear markets» come occorso nelle ultime 2 occasioni.
- In altre parole, la FED non causa mai un equity crash. Piuttosto, i tagli dei tassi non riescono, nel medio periodo, ad supportare l'azionario.
- Nei 2 bear market del 2001 e del 2007, il picco a Wall Street è avvenuto prima, o a poca distanza dal primo taglio.



Easing Cycle vs «insurance cuts»



- Diverso è quando i tagli dei tassi avvengono come «assicurazione» contro rischi esterni, come avvenuto nel '95 per la crisi messicana, e poi quella delle Tigri Asiatiche, e nel '98 in occasione del fallimento del Hedge Fund LTCM.
- In quel caso l'easing (normalmente di entità ridotta e sporadica) porta sollievo ai corsi
- Quello che prezza la curva attualmente è un moderato ciclo di easing (3/4) tagli, che però riporterebbe i Fed Funds non troppo lontano da dove sono giunti nelle ultime 2 recessioni.



L'easing è comunque un supporto nel breve....

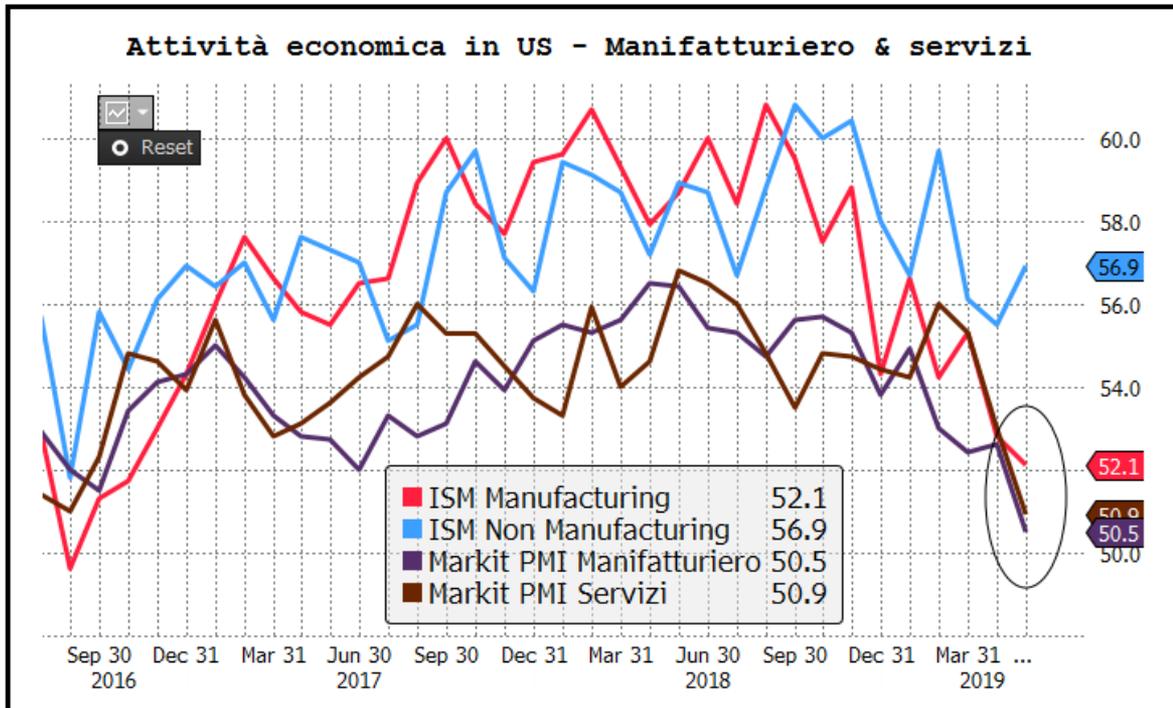
S&P500 performance around previous Fed cuts						
Rate cut date	SPX Performance around first rate cut					
	-3m	-1m	+1m	+3m	+6m	+12m
Jun-74	8.5%	1.7%	-5.9%	-21.4%	-23.3%	5.3%
Mar-80	3.6%	11.3%	3.7%	13.8%	26.8%	31.5%
May-81	-1.5%	0.2%	-0.5%	-5.8%	-8.3%	-12.6%
Sep-84	-7.5%	0.3%	-0.8%	0.2%	7.1%	9.2%
May-89	-9.2%	-3.9%	-0.3%	9.8%	6.7%	10.6%
Jul-95	-7.5%	-2.1%	2.1%	6.3%	12.2%	21.9%
Nov-98	-4.2%	-6.8%	2.0%	8.0%	19.7%	19.6%
Jan-01	11.9%	3.2%	6.4%	-9.6%	-5.6%	-11.2%
Sep-07	2.5%	-2.1%	4.2%	0.8%	-10.6%	-13.7%
Median	-1.5%	0.2%	2.0%	0.8%	6.7%	9.2%
Average	-0.4%	0.2%	1.2%	0.2%	2.8%	6.7%

Source: Datastream, Barclays Research

- Il periodo che circonda l'inizio della serie di tagli dei tassi, è solitamente contraddistinto da una volatilità ridotta
- Ironicamente, il backtest indica che l'inizio dell'easing si è dimostrato più positivo per Wall Street nei casi in cui poi si è evoluto in un lungo ciclo di tagli, a causa dell'avvento di una recessione.



Economia USA: il rallentamento si nota nelle survey.

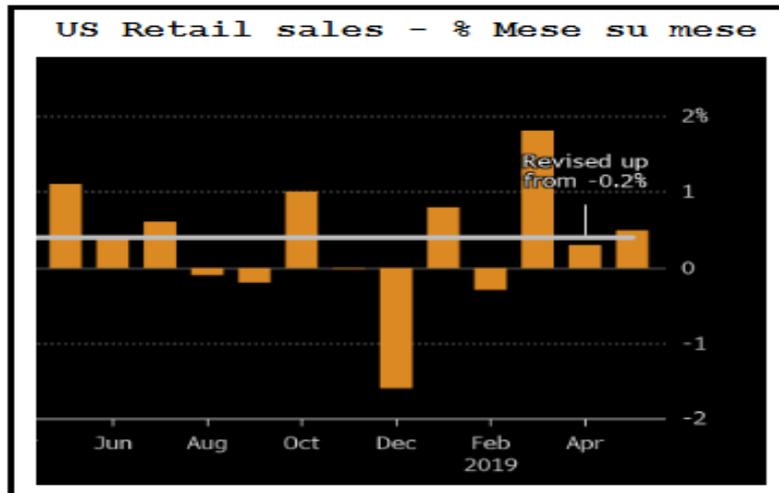


- Le survey di attività economica indicano un marcato rallentamento dell'economia Usa nella prima metà del 2019
- Il deterioramento più significativo si manifesta nel settore manifatturiero, indicato poco sopra la soglia di stagnazione sia dal sondaggio ISM che da quello di Markit.
- Divergenza sul settore servizi, dove, diversamente dal PMI l'ISM non manufacturing mostra ancora un livello di attività robusto, seppure inferiore alla media del 2018.

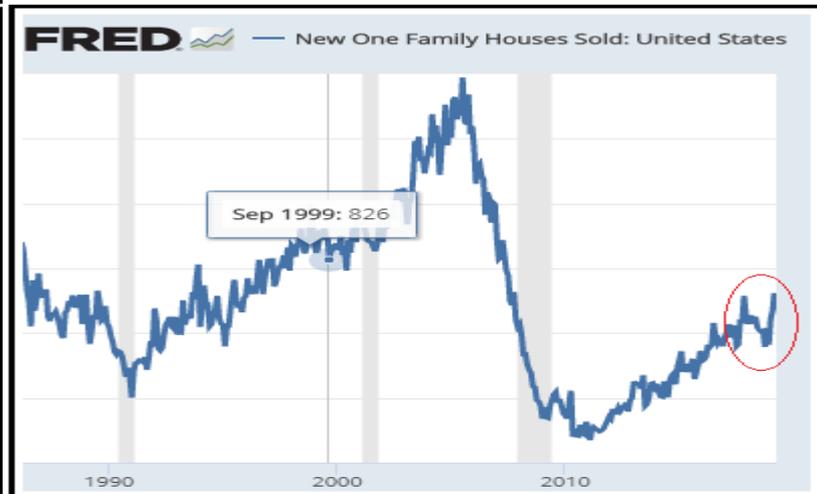
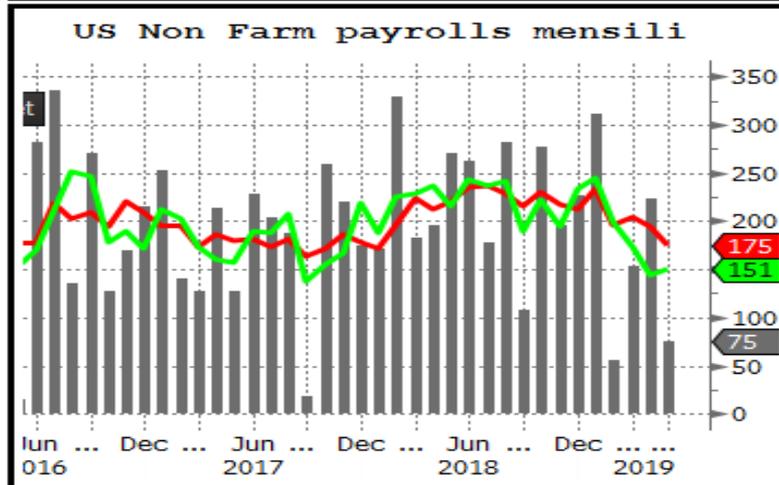
- Il manifatturiero in US ha perso rilevanza per l'economia negli ultimi decenni (ormai rappresenta il 15% della forza lavoro totale) ma conserva la sua funzione di indicatore, come avvenuto nel 2016.
- Tra l'altro, tra i motivi principali della scorsa fase di indebolimento del settore, vi erano stati un apprezzamento del 25% del \$ tra il 2014 e il 2015, e un calo del 70% del petrolio che aveva causato una forte salita degli spread High Yield. In questo caso le cause dirette sono meno chiare.



Economia US: la debolezza è meno evidente nei «hard data»

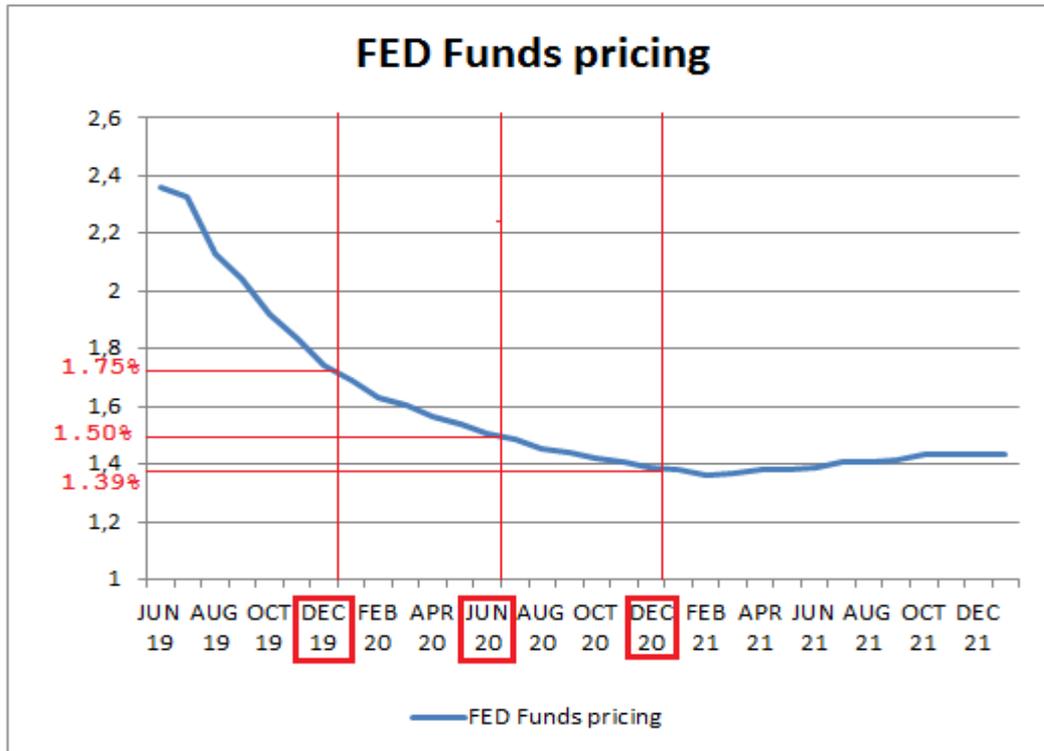


- Meno ovvia l'entità del rallentamento nei dati di contabilità nazionale.
- Il dato di retail sales di maggio (e le revisioni di aprile) hanno ricollocato a trend i consumi
- Recentemente la creazione di posti di lavoro ha lasciato a desiderare, ma la disoccupazione resta ai minimi, e i sussidi a livelli frizionali
- L'immobiliare, che si era preso una pausa l'anno scorso, sta dando segnali di ripresa, principalmente grazie al calo dei tassi. Le new home sales hanno segnato un nuovo massimo ciclico il mese scorso





Fed : Il mercato prezza un mini ciclo di easing



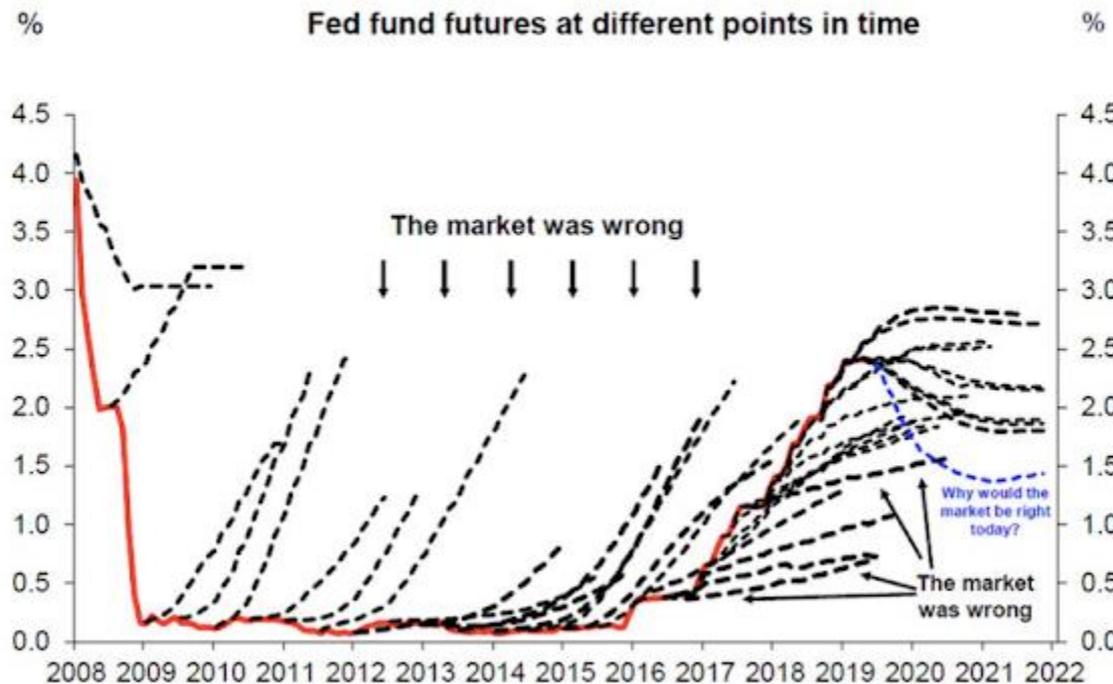
- Il deterioramento del quadro macro interno e internazionale e il cambio di retorica dei membri del FOMC hanno portato un mercato già riluttante ad abbracciare la view del FOMC, a prezzare 3 tagli dei tassi abbondanti nei prossimi 12 mesi.
- Addirittura, i futures sui Fed Funds attribuiscono l'85% di probabilità di un taglio al FOMC di luglio
- Sulla base delle evidenze economiche in nostro possesso, sembra uno scenario alquanto conservativo, in particolare dopo che la traiettoria dei consumi si è riportata su un trend di crescita.
- Il quadro cambia un po' inserendovi la situazione internazionale, e le prospettive sulla trade war USA - Cina

- Sembra improbabile che la FED possa dimostrarsi ancora più prudente di quanto implicito nel pricing di mercato.
- Non trascurabile, per contro, la probabilità che Powell decida di lasciarsi più opzioni aperte per i prossimi meeting segnalando una stance proattiva ma non una vera e propria «easing bias».
- Su queste basi, il mercato sembra vulnerabile ad una delusione, e con esso altri asset che si sono mossi sulle attese di un easing aggressivo da parte della Banca Centrale americana



In fin dei conti, le previsioni del mercato raramente si mostrano accurate.

The market is almost always wrong about what the Fed will do

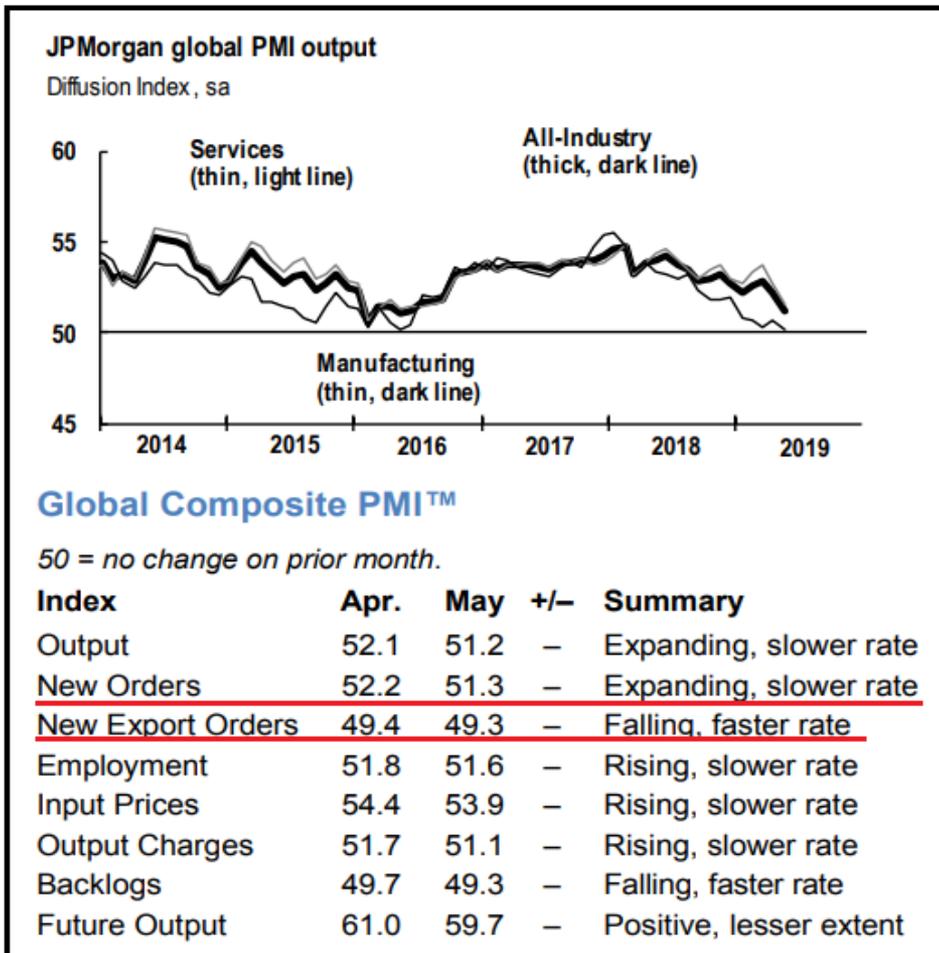


Source: FRB, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, DB Global Research

- La storia mostra che, nella maggior parte del tempo, il mercato sbaglia le previsioni sui movimenti della Fed (e delle altre banche centrali).
- In generale, gli operatori tendono a sovrastimare la proattività del FOMC
- La cosa interessante è che, nei casi in cui il pricing individua la direzione corretta, spesso sottostima di parecchio il movimento.
- La conclusione è che, se l'intuizione del mercato è corretta in quest'occasione, è elevata la probabilità che i Fed Funds scendano più di quanto scontato.



Ciclo globale: in rallentamento



- I segnali che arrivano dal resto del mondo sono inequivocabilmente di ulteriore rallentamento.
- Il global Manufacturing PMI è entrato in fase di contrazione a maggio (49,8), per la prima volta dal 2016, e staziona sui minimi dal 2012. Gli ordini dall'estero hanno mostrato contrazione per il nono mese di seguito.
- A mostrare la contrazione più forte i settori dei beni di investimento e intermedi, mentre quello dei beni di consumo mostra ancora una marginale espansione
- Il Global Services PMI ha tenuto meglio, ma comunque a maggio ha segnato il minimo da 33 mesi
- Il dato Composite ha a sua volta segnato i minimi dai giugno 2016, mentre gli ordini dall'estero sono calati per il secondo mese di seguito.
- In generale, il quadro sul global trade non depone a favore di un significativo rimbalzo dell'attività economica nei prossimi mesi



Eurozone : assedio all'ECB

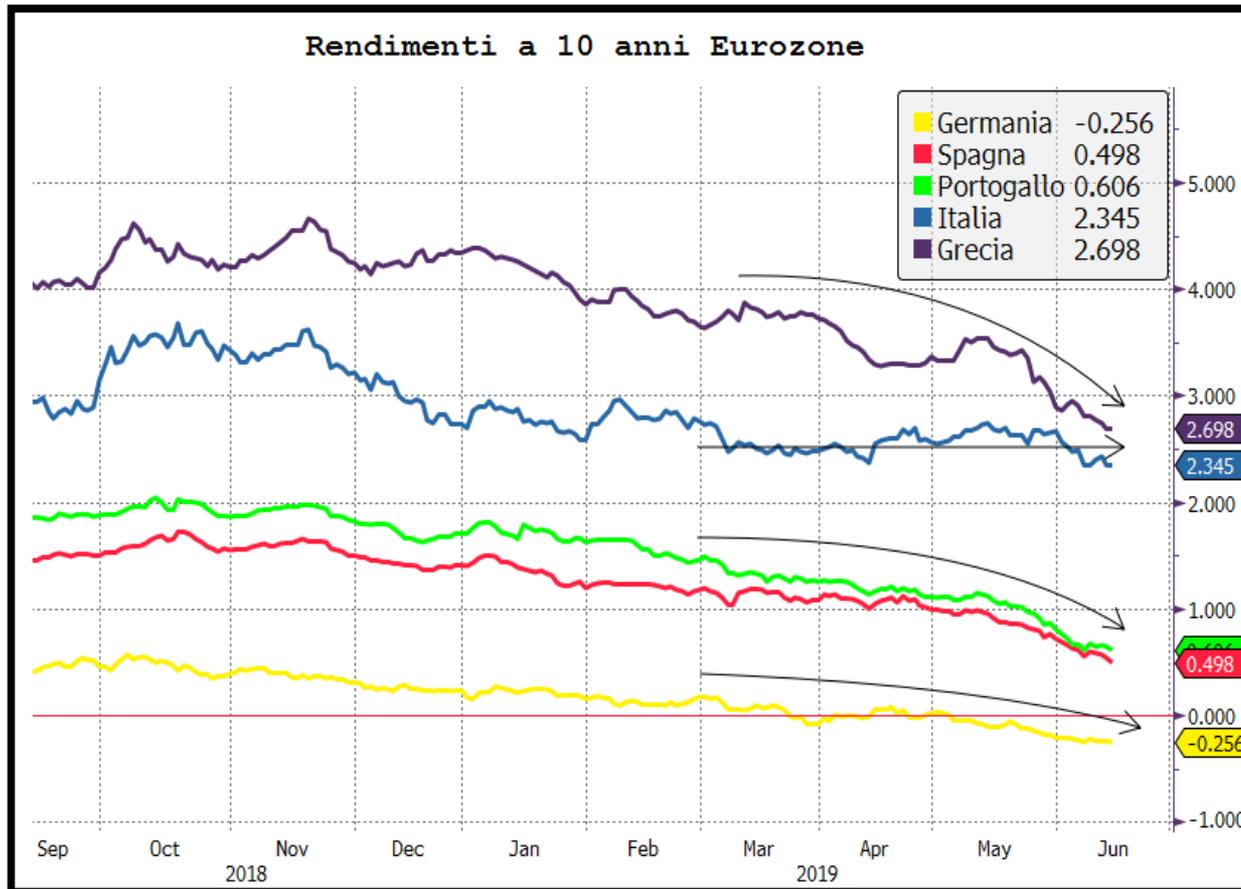


- La riluttanza del Governing Council a intraprendere nuovamente la via dell'intervento, nonostante il deterioramento del quadro ha causato un crollo delle misure di mercato delle aspettative di inflazione.
- Col discorso di Sintra, Draghi è corso ai ripari, annunciando la disponibilità della Banca Centrale a erogare nuovo stimolo, in assenza di miglioramenti «nelle prossime settimane»

- Gli strumenti citati dal Presidente ECB comprendono, oltre alla guidance sui tassi, anche ulteriori tagli del tasso di deposito, e una ripresa del programma di acquisti, che ha ancora «considerevole margine di manovra».
- La mossa dell'ECB rischia di accentuare la tendenza globale delle banche centrali a intraprendere ulteriore easing monetario per contrastare il deterioramento del quadro macro.



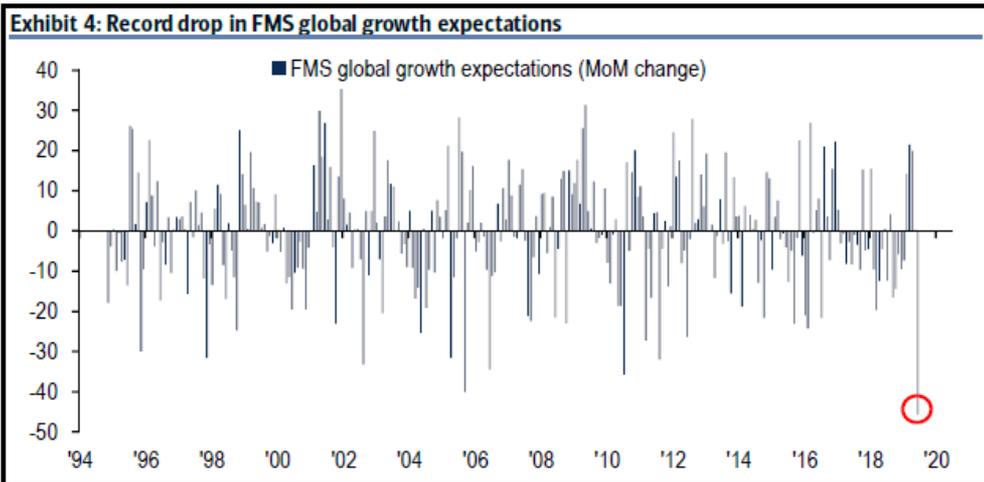
Btp: There is NO alternative



- L'accumularsi di aspettative di un nuovo round di stimolo monetario straordinario da parte dell'ECB ha portato ad una fortissima compressione dei rendimenti sui bond core, semicore e periferici
- In questo contesto, le frizioni con Bruxelles, il quadro macro incerto, e l'ammontare di emissioni hanno avuto un impatto in relativo sulla carta italiana, ma il contesto generale gli ha offerto un forte supporto
- Nel breve, la sete di rendimenti degli operatori continuerà a sostenere i BTP, in assenza di sviluppi drammatici



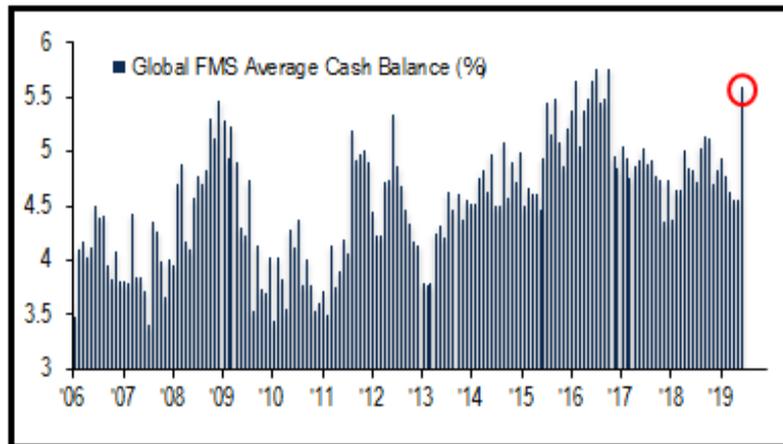
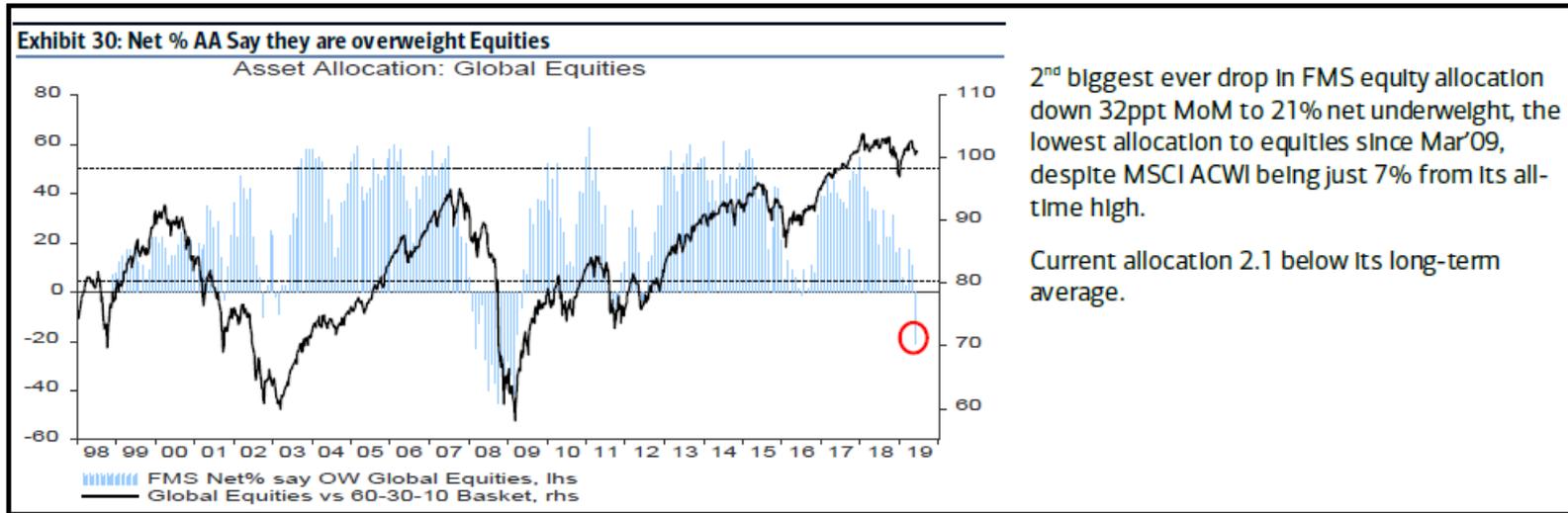
Equity positioning: «sentiment più negativo dalla Grande Crisi» 1/2



- I segnali di rallentamento globale e il riesplodere delle tensioni sul trade hanno apparentemente avuto un impatto enorme sul sentiment degli investitori nelle ultime settimane, in base a quanto indicato dalla **Fund Manager Survey di Merrill Lynch**
- Le attese di crescita del campione sono crollate di 46 punti percentuali, con un 50% **netto** degli intervistati che si attende un rallentamento nei prossimi 12 mesi.
- L'87% degli intervistati sostiene l'economia si trova nella parte finale del ciclo («late cycle»), la maggior percentuale dall'inizio della Survey
- Le aspettative di inflazione giacciono ai minimi dal 2012. Solo il 9% netto degli intervistati si aspetta prezzi in salita nei prossimi 12 mesi, un calo di 30 punti rispetto a marzo
- Parimenti, il 32% **netto** degli intervistati si attende che i tassi a breve scendano nei prossimi 12 mesi e solo il 10% si attende che salgano quelli a lungo termine.



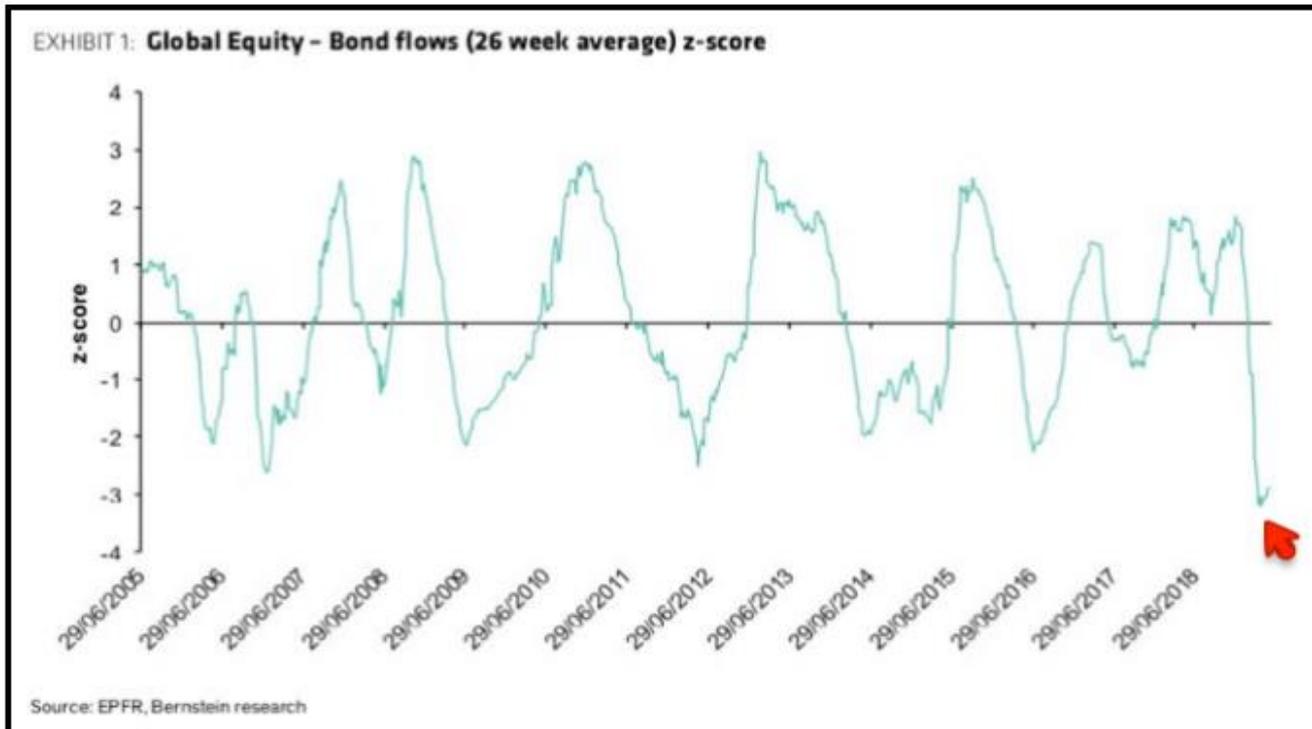
Equity positioning: «sentiment più negativo dalla Grande Crisi» 2/2



- Il positioning si è evoluto di conseguenza: l'asset allocation del mese di giugno riporta la *seconda più grossa riduzione del peso azionario dopo Agosto 2011* (crisi del Debt Ceiling USA)
- L' allocation relativa tra equity e bonds ai minimi dal 2009.
- Il cash in portafoglio è balzato di 1% al 5,6% il rialzo più forte dal 2011
- Quest'asset allocation implica «condizioni recessionarie» secondo l'analisi di ML



Dai flussi un probabile supporto all'azionario globale

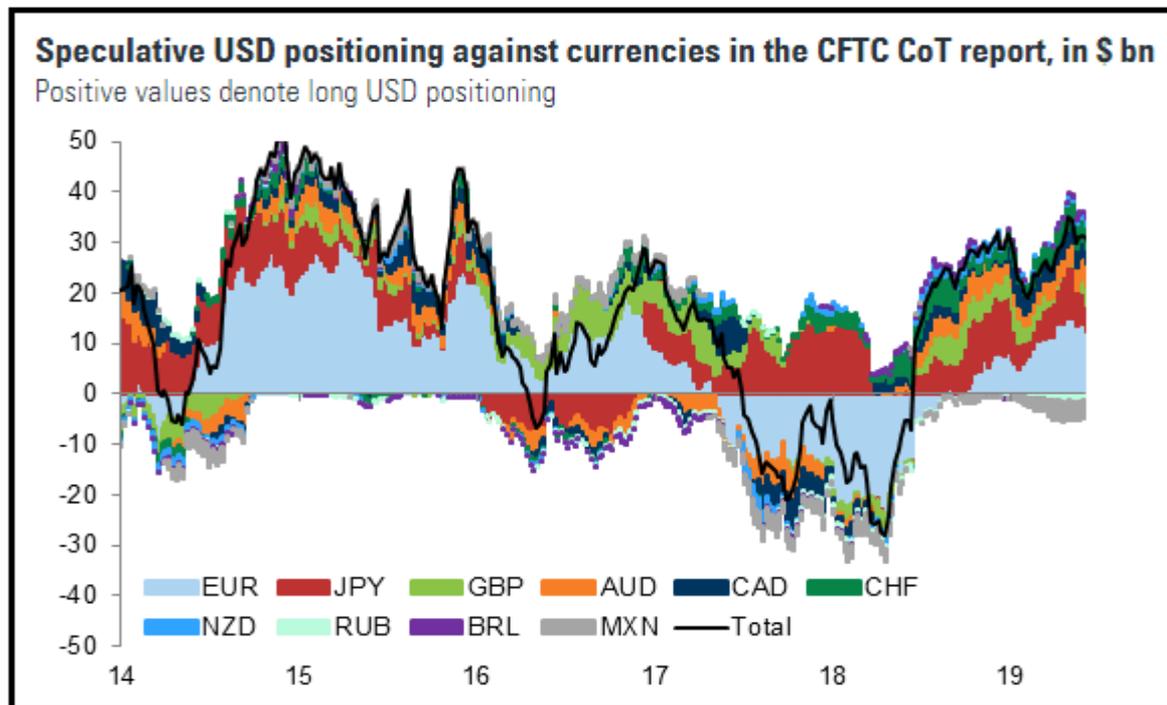


- Il pessimismo degli operatori è riflesso bene anche dalla dinamica dei flussi: il ratio tra deflussi da azionario e entrate sui bonds ha raggiunto il livello di 3 standard deviations dalla media, massimo da oltre 15 anni.
- Contesti di questo tipo hanno spesso portato ad inversioni di tendenza, tali da offrire significativo supporto all'azionario, e causare brusche correzioni dell'obbligazionario

- Il cocktail di positioning difensivo, mean reversion dei flussi, e proattività delle banche centrali è in grado di causare, in assenza di sviluppi significativamente negativi nel breve, una robusta riallocazione di risorse finanziarie verso l'azionario, in grado di produrre significativi nuovi massimi nell'anno in corso, prima che intervengano prese di beneficio
- Parimenti, i bonds potrebbero andare incontro a una robusta pressione di vendite.



Dollaro: supporto nel breve, debole a medio termine



- Il deterioramento del quadro macro globale sta indicando le principali Banche Centrali (Ecb in testa) a cercare di seguire la Fed sul terreno del easing della politica monetaria.
- Peraltro, pochi istituti hanno il margine di manovra del FOMC nell'aggiustare la stance.
- In particolare ECB e BOJ hanno mezzi modesti:
 - Non dispongono di molto spazio per tagliare i tassi
 - Nessuna delle 2 ha potuto ridurre la dimensione del bilancio (la BOJ lo sta ancora aumentando)

- Il Commitment of traders report mostra che il positioning speculativo sul Dollaro è assai lungo. Tra le posizioni più estese figurano quella contro € e contro Yen, mentre solo Peso messicano e Rublo mostrano posizionamenti in direzione opposta
- Una volta superato il FOMC, la convergenza di crescita e politica monetaria, con la collaborazione del positioning, dovrebbe sottrarre supporto al biglietto verde.
- La survey di Merrill Lynch segnala il Dollaro ai massimi livelli di sopravvalutazione dal 2002



In sintesi

- Portiamo a **Neutral l'azionario US**. La svolta in direzione di maggiore espansività delle Banche Centrali offre supporto nel breve. Il positioning difensivo rende assai probabili flussi di ricopertura. **Manteniamo a neutral l'azionario europeo**. Le valutazioni restano attraenti e il positioning scarico. Il comparto dovrebbe beneficiare di un moderato recupero ciclico dell'area e di nuove misure monetarie straordinarie da parte dell'ECB. Per questo motivo riportiamo a **Neutral l'azionario Italia**. Manteniamo a **overweight l'azionario UK**, ritenendo che le valutazioni siano attraenti, e che il positioning scarico possa dar luogo a ricoperture. Riportiamo a **overweight l'azionario cinese** ritenendo che tatticamente possa recuperare alla luce della temporanea distensione sul fronte trade con gli USA. I mercati potrebbero ottenere supporto da un aumento dello stimolo monetario e fiscale. **Portiamo a overweight l'azionario giapponese**, ritenendo che possa beneficiare della temporanea distensione tra USA e Cina, e del rilassamento delle condizioni finanziarie globali. Manteniamo a **Neutral l'azionario Emergenti**, preferendo in questa fase mantenere il sovrappeso sull'obbligazionario.
- Restiamo **negativi sull'obbligazionario governativo core Eurozone**. Il mercato dei tassi europeo prezza troppo poco in termini di crescita e inflazione. Inoltre il cambio di stance ECB potrebbe portare a realizzi sulla parte lunga delle curve. Portiamo a **Neutral i bond periferici**, ritenendo che il collasso dei rendimenti e le attese di una ripresa dello stimolo straordinario da parte dell'ECB terranno, nel breve, compressi gli spread. Riportiamo a **underweight l'obbligazionario US**, ritenendo che nelle prossime settimane siano probabili prese di beneficio. Manteniamo a **overweight l'obbligazionario emergenti** ritenendo che l'involuzione del quadro macro e geopolitico imporrà alle Banche Centrali locali stance accomodanti.
- Manteniamo **neutral il debito corporate US Investment grade**, e **underweight quello High Yield**, dove vediamo poco valore su questi livelli. Riguardo il **credito europeo**, manteniamo a neutral quello **High Yield** ma riteniamo che i rendimenti offerti da quello **investment grade** non compensino a sufficienza il rischio corso. Manteniamo in **sovrappeso i subordinati finanziari europei**, in quanto riteniamo che sui livelli attuali gli spread restino attraenti.



In sintesi

- Riguardo i cambi, manteniamo **underweight il \$**, nella convinzione che un minor differenziale di crescita tra l'area USA e il resto del mondo possa favorire un moderato indebolimento. Inoltre la Fed ha eventualmente più margine di manovra per rendere più accomodante la propria politica monetaria. Restiamo **sovrappesati su Yen**, in quanto lo vediamo come un hedge efficiente nel caso di fiammate di risk aversion. Manteniamo a **overweight la Sterlina** nella convinzione che sui livelli attuali prezzi un outcome troppo negativo sulla Brexit. Manteniamo **overweight il franco Svizzero** con l'idea che possa offrire un hedge contro fiammate di risk aversion.
- Riguardo le Commodities, manteniamo **neutral le energetiche**, con l'idea che l'attuale fase di consolidamento possa continuare. Lasciamo a **neutral le industriali**, nella convinzione che sui livelli attuali siano correttamente valutate, alla luce del quadro macro. 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 possa comunque beneficiare dell'atteggiamento accomodante delle Banche Centrali



Giudizi sintetici

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