

2019

Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Luglio 2019



Anthilia^{sgr}
Capital Partners



Le Banche Centrali al momento della verità

91) World Map		92) Refresh		Market Implied Policy Rates												
Regional		Analyze 1Y											Range			Historical
Country	Rate	Policy		Meeting	Implied Policy					Total Change	1Y Over 30 Days					
		Efctv	Basis		3M	6M	1Y	2Y	3Y	Curve	1Y	Low	Range	High		
1) Americas																
10) United States	2.38	2.380	0.5	07/31	1.86	1.68	1.50	1.43	1.52		-87	1.35			1.56	
11) Canada	1.75	1.749	-0.1	09/04	1.71	1.63	1.54	1.50	1.52		-21	1.37			1.66	
12) Mexico	8.25	8.473	22.3	08/15	8.04	7.69	6.92	6.63	6.76		-133	6.92			7.60	
13) Chile	2.50	2.500	0.0	07/18	2.30	2.16	2.07	2.30	2.69		-43	1.98			2.21	
14) Brazil	6.50	6.400	-10.0	07/31	5.64	5.47	5.62	6.65	7.38		-88	5.42			6.25	
2) EMEA																
20) Eurozone	-0.40	-0.368	3.2	07/25	-0.53	-0.57	-0.62	-0.55	-0.43		-22	-0.63			-0.51	
21) United Kingdom	0.75	0.710	-4.0	08/01	0.71	0.65	0.56	0.59	0.65		-19	0.46			0.73	
22) Switzerland	-0.75	-0.747	0.3	09/19	-0.90	-0.90	-0.92	-0.79	-0.64		-17	-0.95			-0.88	
23) Norway	1.25	1.560	31.0	08/15	1.44	1.51	1.45	1.40	1.42		20	0.83			1.76	
24) Sweden	-0.25	-0.050	20.0	09/05	-0.25	-0.24	-0.21	-0.12	0.01		4	-0.35			-0.19	
25) Denmark	-0.65	-0.558	9.2		-0.75	-0.78	-0.80	-0.73	-0.67		-15	-0.94			-0.70	
26) Czech Republic	2.00	2.160	16.0	08/01	1.98	1.89	1.71	1.42	1.20		-29	1.56			1.72	
27) Poland	1.50	1.720	22.0	09/11	1.50	1.49	1.43	1.42	1.56		-7	1.40			1.48	
3) Asia/Pacific																
30) Australia	1.00	1.000	0.0	08/06	0.88	0.76	0.68	0.78	0.92		-32	0.43			0.74	
31) New Zealand	1.50	1.500	0.0	08/07	1.24	1.10	1.03	1.06	1.17		-47	0.94			1.06	
32) Japan	-0.08	-0.076	0.0	07/30	-0.11	-0.16	-0.19	-0.19	-0.19		-11	-0.23			-0.16	
33) China	2.55	2.800	25.0		2.31	2.37	2.46	2.63	2.87		-9	2.46			3.06	
34) India	5.75	5.700	-5.0	08/07	5.42	5.31	5.17	5.15	5.42		-58	5.07			5.35	
35) Korea	1.75	1.780	3.0	07/18	1.54	1.42	1.30	1.26	1.31		-45	1.24			1.39	

- La brusca svolta della FED e il calo delle attese di inflazione globali hanno portato i mercati dei tassi a prezzare una robusta dose di easing da parte delle principali Central Banks. Nelle prossime 2 settimane sapremo in che misura i policymakers intendono dar seguito a queste attese.



Cresce l'influenza del potere politico sul Central Banking?

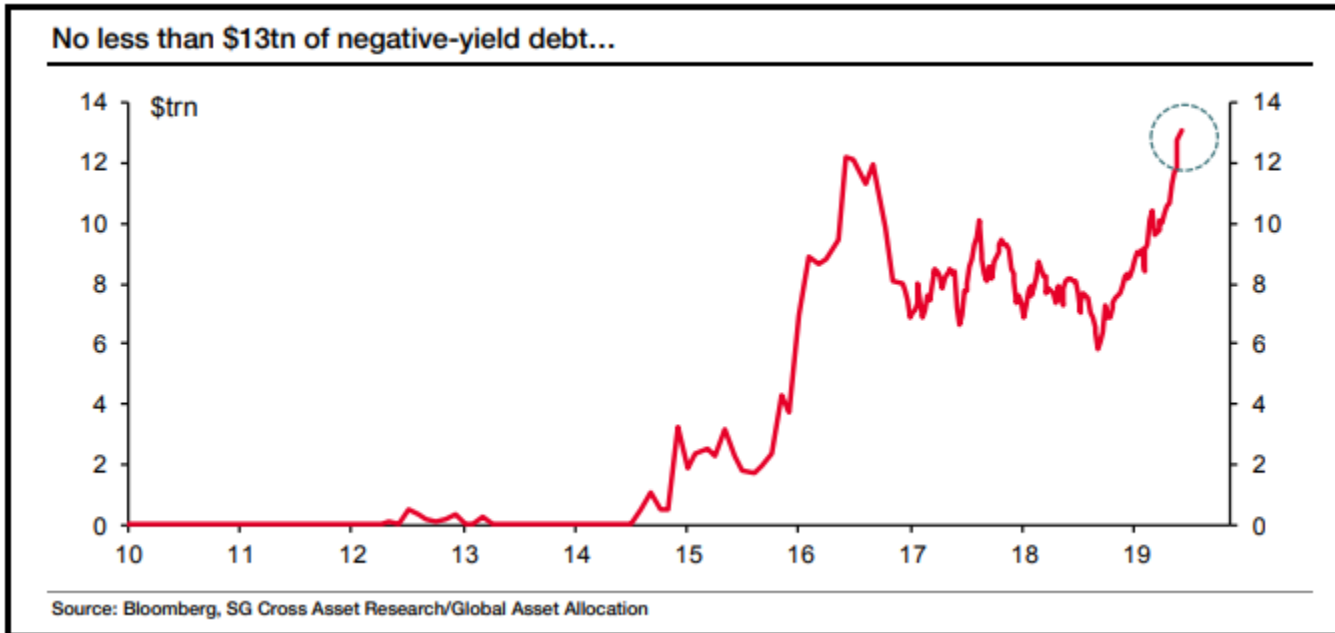


- Alla **Fed**, Powell ha ribadito più volte l'indipendenza delle sue scelte dalla volontà della Casa Bianca.
- Ma, considerando le condizioni in cui il Presidente Fed si sta apprestando a dar inizio ad un piccolo ciclo di easing (disoccupazione al 3.7%, inflazione core al 2,1% e azionario sui massimi), è difficile scacciare l'impressione che abbia in una certa misura ceduto alle pressioni di Trump.
- Il Presidente US, per contro, sta apertamente cercando di modificare a suo favore la composizione del FOMC, inserendo membri apertamente favorevoli alla propria linea di politica monetaria

- All'**ECB**, la nomina della Lagarde alla successione di Draghi segna un altro passo in questa direzione.
- L'ex capo dell'IMF condivide con Powell il background da Avvocato, e il suo Curriculum annovera incarichi nel Governo francese (Ministro delle Finanze). Ciò offre garanzie in termini di volontà di raccogliere l'eredità di Draghi e di determinazione a supportare la moneta unica, ma rinsalda i legami dell'istituzione con il potere politico europeo.
- In generale, sembra sensato attendersi che nei prossimi anni l'obiettivo di sostenere il ciclo economico verrà perseguito con maggior vigore in US ed EU rispetto a quello di tutelare la stabilità finanziaria.



La «Japanification» dei paesi industrializzati?

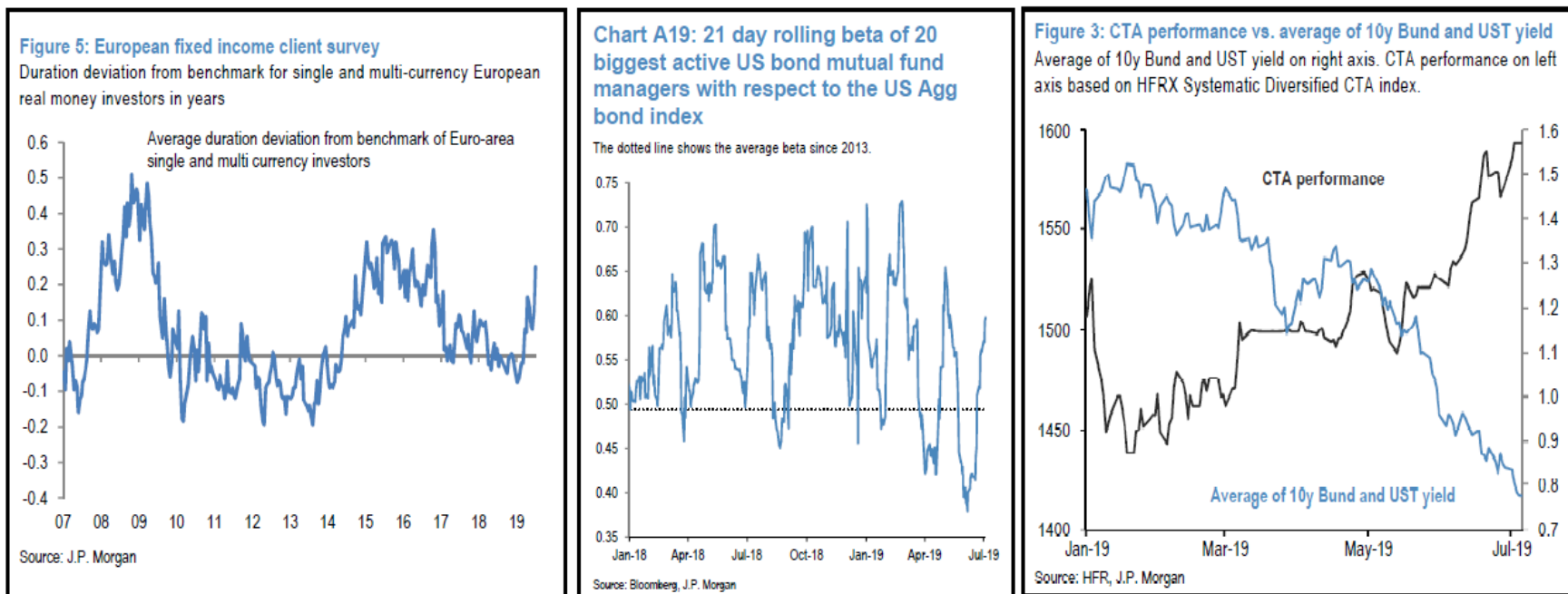


- Al di là degli aspetti politici, evidenti, per il momento, soprattutto in US, dietro la retromarcia delle principali Banche Centrali vi è il timore di un rallentamento, e soprattutto la persistente debolezza del quadro inflattivo

- La scarsa efficacia delle Banche Centrali nel ripristinare stabili livelli di inflazione e riportare i potenziali di crescita a livelli pre crisi ha indotto i mercati a scontare ulteriori robuste dosi di stimolo monetario straordinario
- In particolare, la mortificazione degli sforzi dell'ECB indirizzati al perseguimento del mandato della stabilità dei prezzi ha portato gli investitori a temere che l'Eurozone sia il prossimo tassello di una progressiva «giapponesizzazione» dei paesi industrializzati.
- Se questo fosse il caso, a medio termine sembra sensato attendersi una persistente pressione sui rendimenti, e risk assets che restano generalmente cari, supportati dall'enorme quantità di liquidità iniettata nel sistema. Naturalmente questo non pone gli investitori al riparo da eventuali fluttuazioni del ciclo e degli utili aziendali.



Il quadro tecnico sui Bonds è mutato.

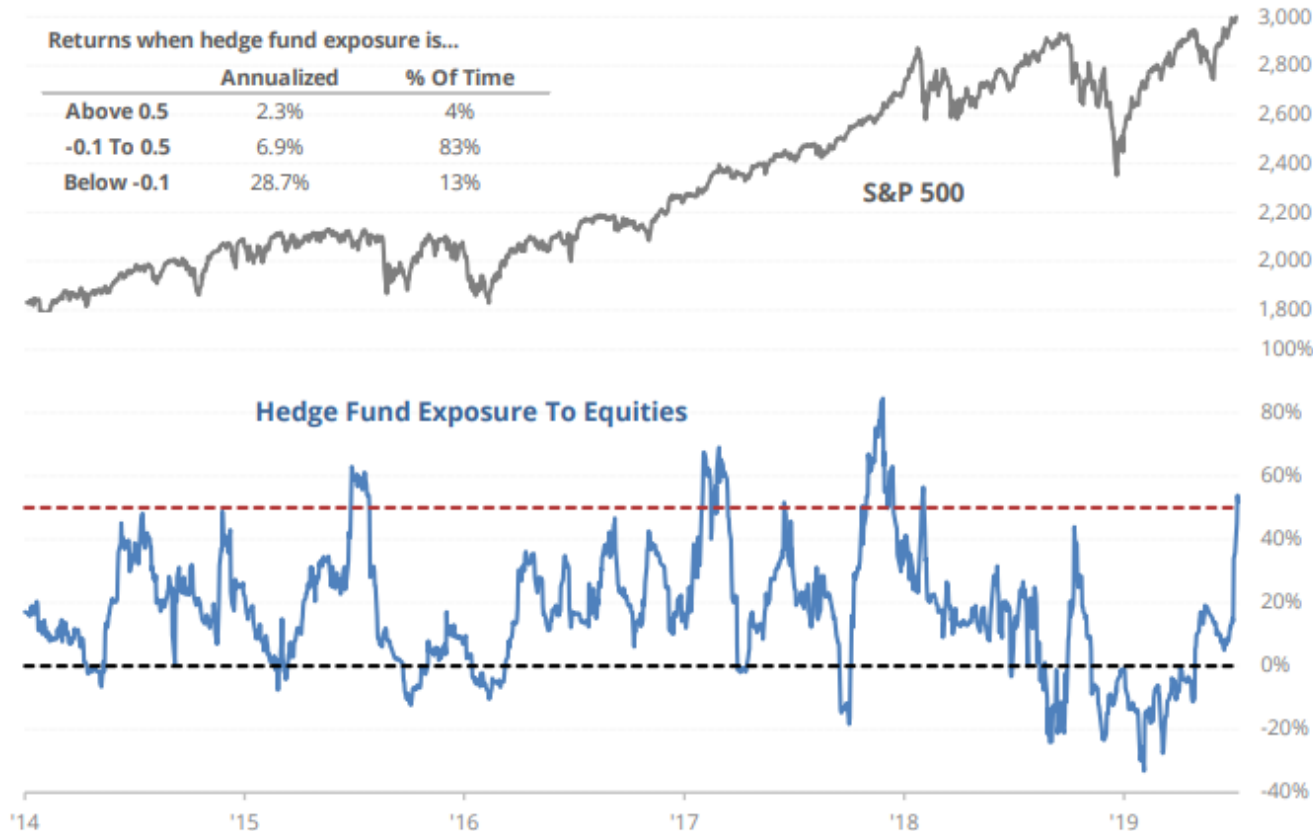


- Il rally dei bonds e l'accelerazione delle Banche Centrali hanno prodotto un' importante modifica del positioning in diverse categorie di investitori in fixed income assets. Le survey di posizionamento riportano un lungo duration ai massimi dal 2016, ed il beta di real money e CTAs alle performance del fixed income è tornato fortemente positivo.
- Questo contesto rende il mercato vulnerabile a eventuali delusioni da parte delle Banche Centrali, come ad esempio un atteggiamento meno proattivo da parte di Draghi il 25 luglio o un taglio di soli 25 bps da parte di Powell il 31 (il mercato sconta un 25% di probabilità di un taglio di 50 bps)
- Anche una sostanziale conferma delle aspettative di politica monetaria, a fronte di un contesto stabile, può portare ad un repricing delle aspettative di crescita e inflazione sul long end delle curve.
- Nel breve, il bull case per i bonds resta legato ad un ulteriore deterioramento del quadro macro globale.



Il quadro sull'Equity si è riequilibrato tatticamente.....

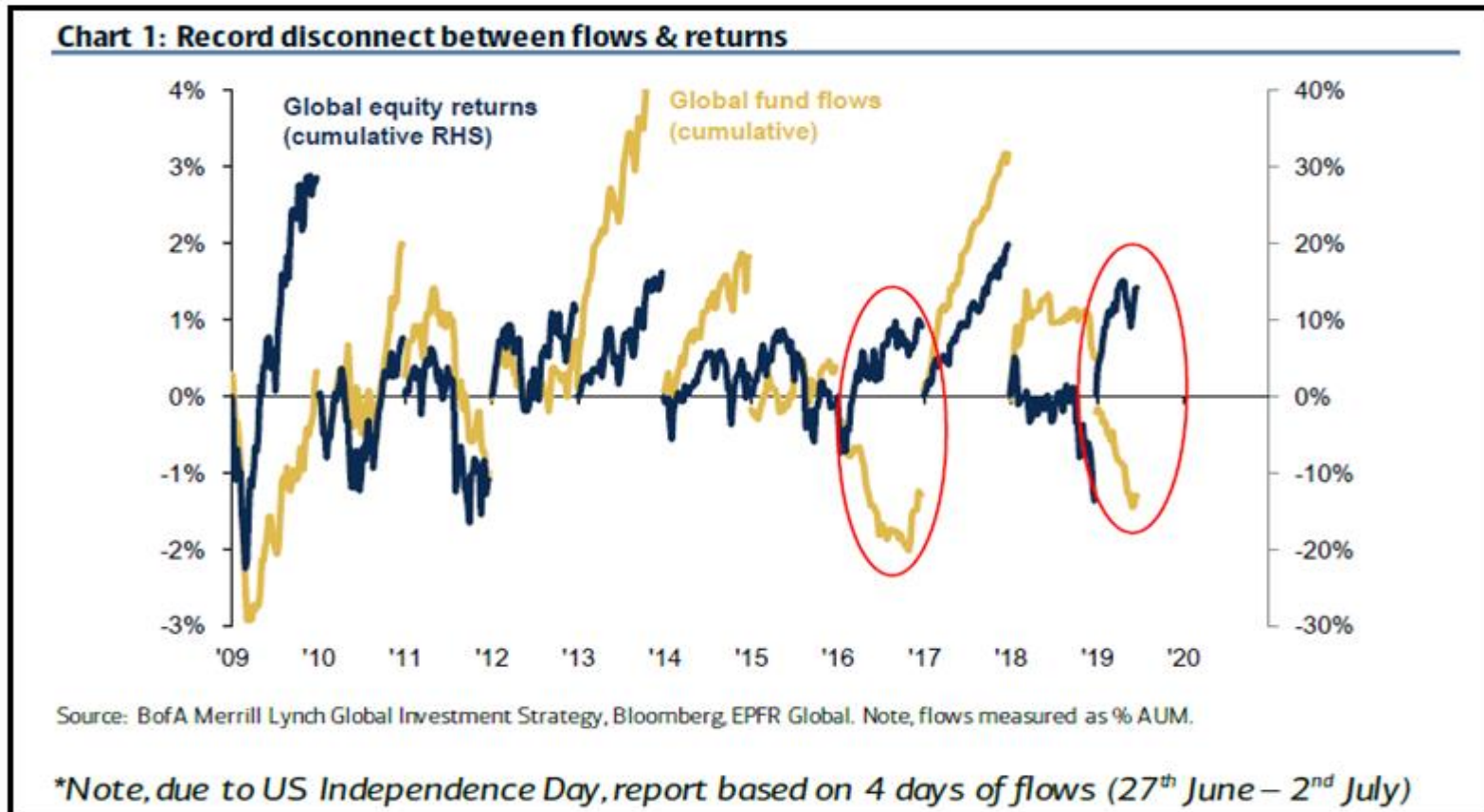
Trend-following hedge funds have decided to buy



- Il ritorno sui massimi dall'azionario USA sembra aver riportato ottimismo tra gli investitori: diverse categorie di operatori hanno rapidamente modificato il proprio positioning nelle ultime settimane
- Alcuni indicatori, come l'esposizione degli hedge Funds e l'operatività dei piccoli operatori in opzioni, invitano alla cautela nel breve.



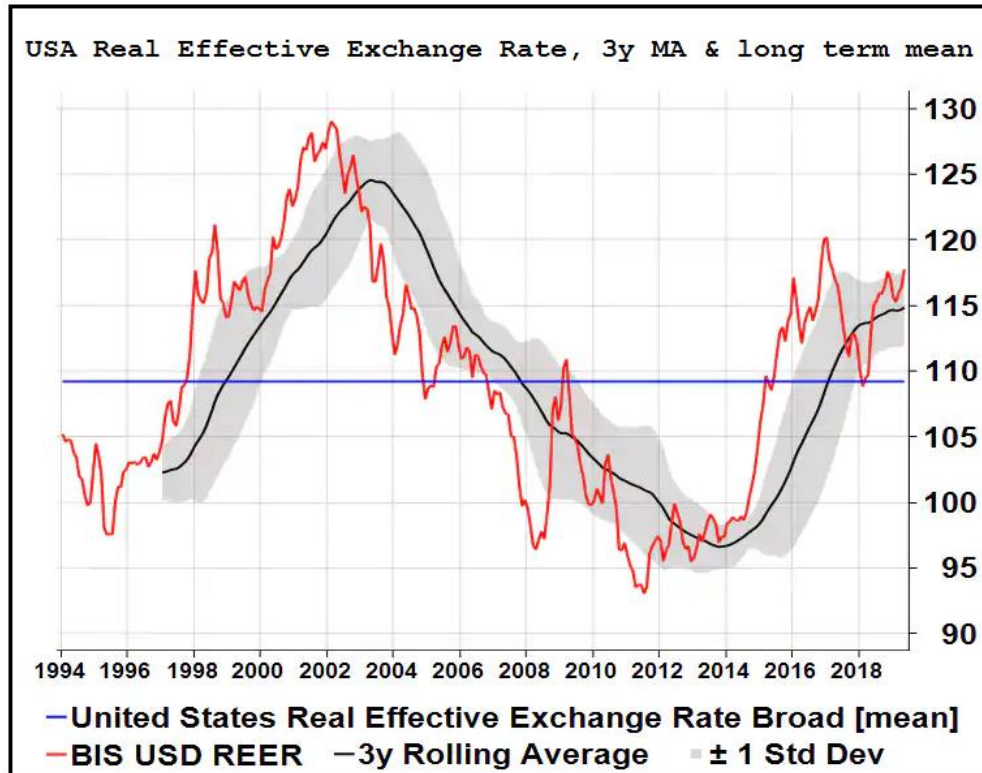
.... Ma stategicamente lo scetticismo verso l'azionario resta elevato



- Peraltro, i deflussi dai prodotti azionari sono stati elevati nel 2019, ed in totale controtendenza con la direzione del mercato.
- A giugno tra Fondi ed ETF sono uscito da azionario US 19,8 bln. 97,8 Bln da inizio anno.



Gli USA e la tentazione di indebolire il \$.



- La crescente insofferenza di Trump nei confronti delle presunte pratiche di svalutazione del cambio operate dai partner commerciali, unitamente all'intensificarsi delle critiche alla FED (nonostante il cambio di retorica) stanno inducendo in molti operatori la convinzione che gli USA potrebbero intervenire sul mercato dei cambi, per svalutare il Dollaro.
- Effettivamente, il biglietto verde, in termini di Real Effective Exchange Rate (REER) si trova circa l'8% sopra la media di lungo periodo, e a 1 standard deviation dalla media mobile a 3 anni, un livello che costituisce un moderato ostacolo all'economia USA
- L'interesse della Casa Bianca a sostenere il ciclo si intensificherà, con l'avvicinarsi delle elezioni presidenziali a novembre 2020. Con l'attenuarsi dell'impatto del taglio alle tasse, una svalutazione potrebbe rivelarsi un buon sostituto

- L'impegno formale a evitare svalutazioni competitive è un ostacolo. Ma per Trump i trattati non sono stati un grosso deterrente finora. L'eventuale ripresa del QE ECB o ulteriori discese in negativo dei tassi potrebbero costituire un pretesto più che adeguato.
- L'effetto degli interventi diretti è solitamente transitorio. Ma in questo caso la mossa avrebbe la collaborazione di una Fed dovish ed eventualmente di un differenziale di crescita USA - Resto del Mondo in calo.



In sintesi

- Manteniamo a **Neutral l'azionario US**. La svolta in direzione di maggiore espansività delle Banche Centrali offre supporto nel breve. Solitamente il mercato performa bene nei periodi in cui la Fed inizia a tagliare i tassi. 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 manteniamo a **Neutral l'azionario Italia**. Portiamo a **Neutral l'azionario UK**, ritenendo che il quadro si stia complicando parecchio sul fronte Brexit. Manteniamo 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. Manteniamo 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 stanche ECB potrebbe portare a rialzi sulla parte lunga delle curve. Manteniamo 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. Manteniamo a **underweight l'obbligazionario US**, ritenendo che i rendimenti siano troppo bassi a fronte del quadro macro, e che il positioning sia diventato eccessivamente lungo. Manteniamo a **overweight l'obbligazionario emergenti** ritenendo che l'involuzione del quadro macro e geopolitico imporrà alle Banche Centrali locali stanche 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. Infine, eventuali apprezzamenti potrebbero indurre la Casa Bianca a intervenire sul mercato. Restiamo **sovrappesati su Yen**, in quanto lo vediamo come un hedge efficiente nel caso di fiammate di risk aversion. Portiamo a **Neutral la Sterlina** ritenendo che il quadro si stia complicando parecchio sul fronte 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. Riportiamo a **overweight le industriali e le agricole**, nella convinzione che la categoria possa beneficiare dell'espansività delle politiche monetarie e costituisca un hedge il caso il mercato vada a prezzare un maggior rischio di «japanification». 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

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

Valute

EUR/USD	▲	
EUR/GBP	■	upgrade
EUR/CHF	▼	
USD/JPY	▼	

Materie prime

Energetiche	■	
Industriali	▲	upgrade
Agricole	▲	upgrade
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	■
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.