

2019

Anthilia
Capital Partners
SGR

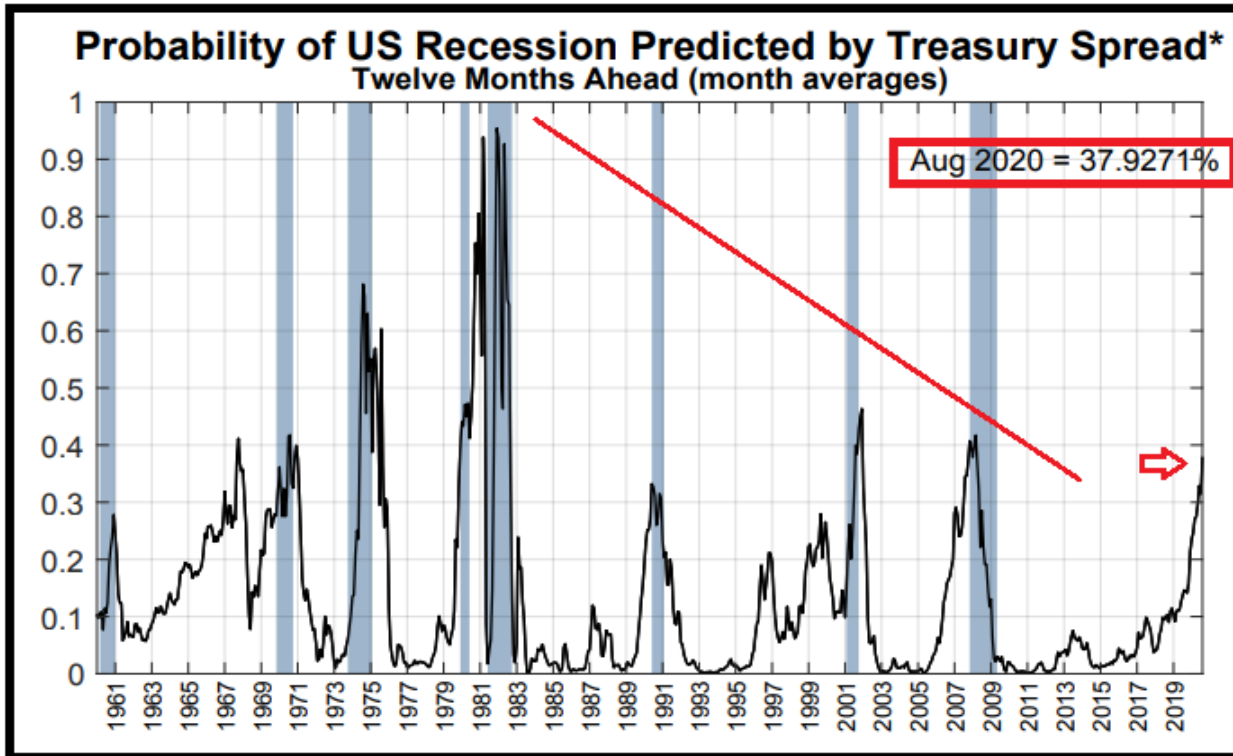
Analisi di scenario
Settembre 2019



Anthilia^{sgl}
Capital Partners



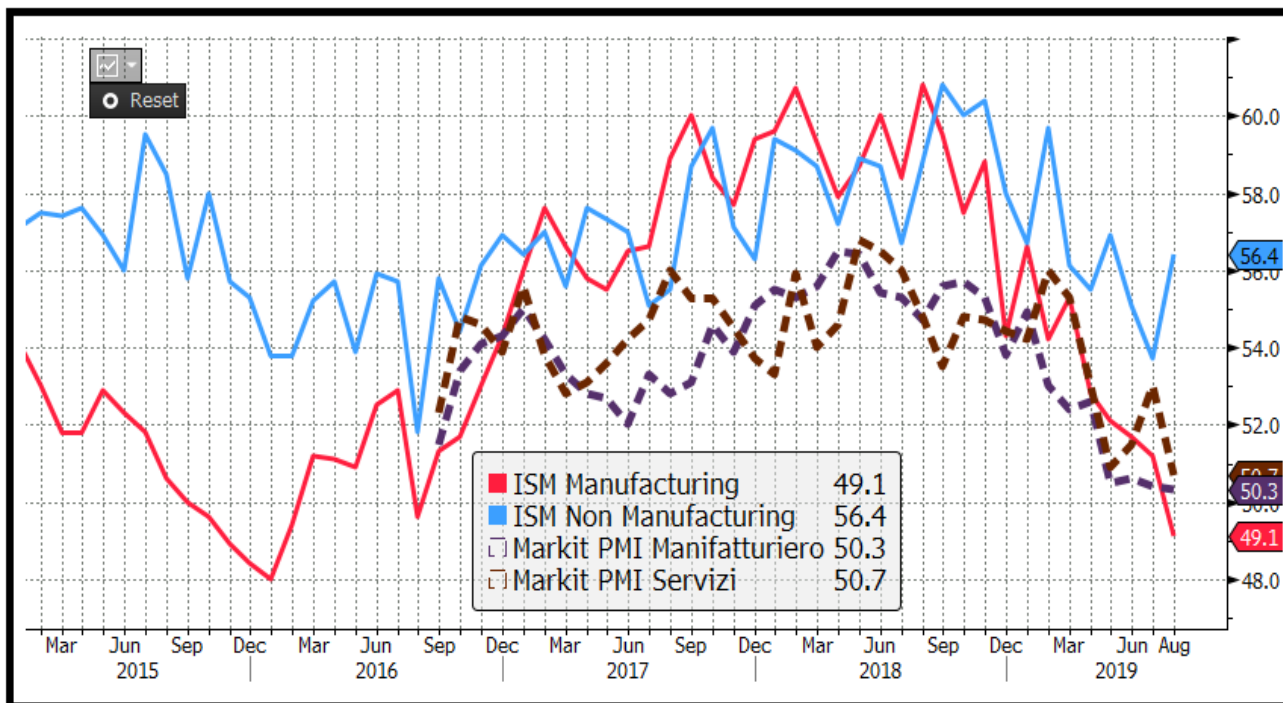
Aumentano i segnali di recessione negli USA



- Negli ultimi mesi la forza con cui il mercato dei tassi USA indica il possibile incombere di una recessione si è parecchio accentuata.
 - La curva dei tassi USA si è invertita su tutte le scadenze rilevanti, prima di mostrare un moderato rimbalzo nelle ultime settimane
 - Ad agosto il modello predittivo della FED di New York ha attribuito ad una recessione entro i prossimi 12 mesi una probabilità del 38%: nel 2001 e nel 2007 le probabilità erano state di poco superiori
- Uno sguardo al grafico mostra una sensibilità del modello al livello assoluto dei Fed Funds: negli anni 70/80 la dimensione delle inversioni era maggiore, e con essa la probabilità indicata. Il fatto che la curva sia stata in grado di invertirsi coi tassi al 2% indica una probabilità implicita superiore a quelle del 2001 -2008.



Il rallentamento dell'attività economica è evidente

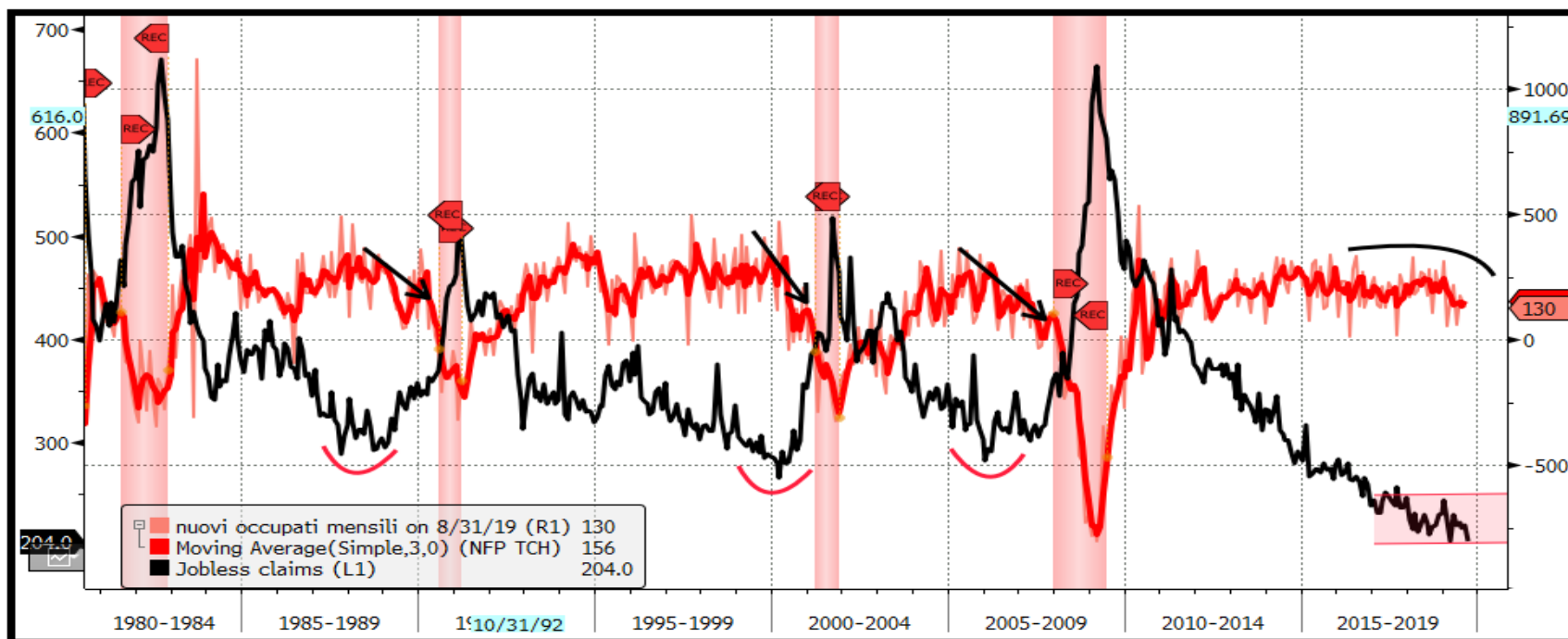


- Le survey di attività economica Usa hanno mantenuto il trend di indebolimento iniziato nell'ultimo trimestre del 2018
- L'ISM manufacturing è terminato sotto 50 per la prima volta dal oltre 3 anni, marcando il minimo da gennaio 2016
- Il Manifatturiero US è andato un contrazione oltre 2 volte, dalla Grande Crisi, Ma questa è la prima volta che avviene in presenza di curve dei tassi invertite

- L'ISM non manufacturing si colloca ancora su un livello di attività solido, ma l'omologo PMI non naviga su livelli altrettanto confortanti.
- In realtà, di recente, i PMI markit sono sembrati un passo avanti rispetto agli ISM nel valutare il trend macro USA. Attualmente collocano l'attività economica USA sull'orlo della stagnazione.
- A questo quadro può aver contribuito un modesto ciclo di destocking.



Qualche segnale di rallentamento dal mercato del lavoro USA?



- La creazione di posti di lavoro sta decelerando. Il numero di nuovi occupati medio mensile è stato 240.000 nel 2015, 211.000 nel 2016, 189.000 nel 2017, 204.000 nel 2018. Nel 2019 al momento siamo a 158,000, e per gli ultimi 12 mesi è a 173.000. La crescita dell'occupazione ha quindi rallentato a 1.4% anno su anno, attorno ai minimi dal 2011. Nella prima metà del 2016 era sopra il 2%.
- I jobless claims settimanali sono sui minimi da 50 anni. Normalmente la loro inversione di tendenza ha segnalato l'arrivo di una recessione con almeno 7 mesi di anticipo. Da un paio d'anni il trend di discesa si è però indebolito. Le intenzioni di assunzione della piccola impresa US hanno corretto un po' negli ultimi mesi (20, da 26 di agosto 2018, nel 2016 stava a 10).



La crescita USA ? Tutti consumi.



- Il trend dei consumi resta decisamente positivo. Le retail sales hanno fatto un nuovo massimo ad Agosto, e crescono dell'1.6% anno su anno. Le «*real personal consumption expenditures*» al momento mostrano una crescita attorno al 2.7%. Solitamente prima di un mercato rallentamento, le retail sales mostrano segnali di stallo.
- La stessa cosa non si può dire degli investimenti. I Durable goods orders (depurati delle componenti volatili) mostrano un calo dello 0,5%. Il sottoindice del Empire NY Fed Manufacturing riguardante il Capex ha perso a Settembre 19 punti, marcando il minimo dal 2016.
- I consumi sono una parte rilevante dell'economia USA (attorno al 70%). Ma al momento si può sostenere che quasi della totalità del tasso di crescita deriva dai consumi.
- Nei prossimi mesi la consumer confidence potrebbe venire impattata dai dazi sui beni di consumo importati dalla Cina.



La trade war è tra i principali fattori di rischio



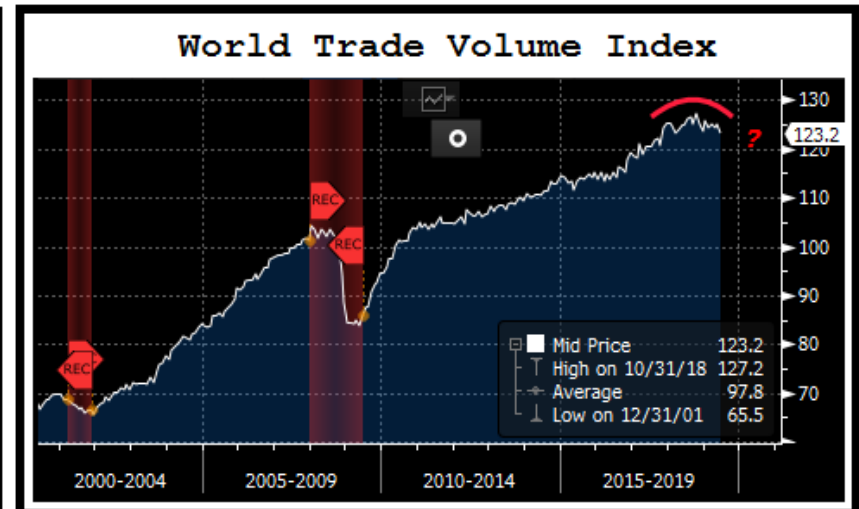
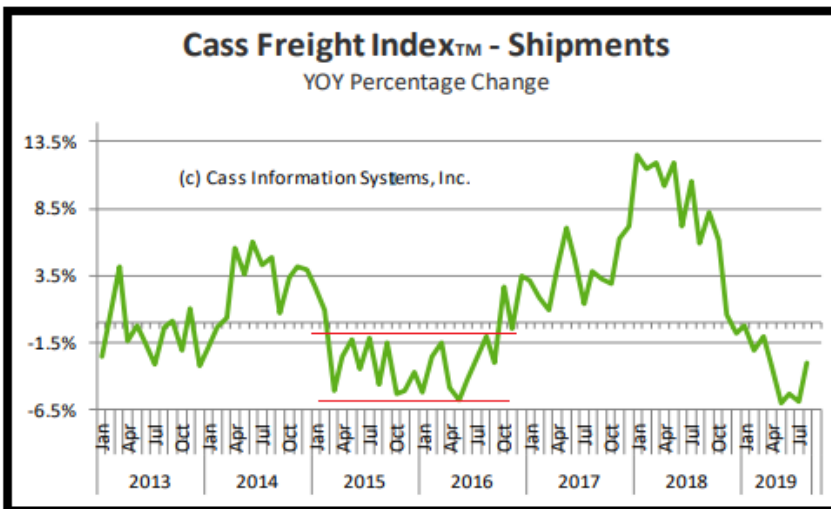
- L'escalation iniziata a maggio scorso ha ridotto al lumicino le speranze di un accordo tra USA e Cina in tempi brevi
- Allo stato attuale, la complessità delle problematiche, la radicalizzazione delle posizioni e la mutua sfiducia rendono difficile qualsiasi tipo di compromesso.
- Trump non può mettere in campo significative retroccesse senza perdere la faccia davanti all'elettorato. Il rischio è invece che la Trade War diventi uno dei pilastri della sua campagna elettorale
- La Cina per contro, è poco incentivata a fare concessioni ad una controparte così ondivaga, e potrebbe effettivamente adottare una strategia atta a minare le possibilità di rielezione di Trump.
- I dazi entrati in vigore a settembre impattano beni di consumo, e prodotti a minor tasso di sostituibilità. E' possibile che parte della recente forza dei consumi sia dovuta ad un anticipo degli acquisti, prima che i dazi entrino in vigore.
- Una tregua, o un accordo limitato che lascino in piedi la situazione attuale, potranno dare sollievo ai mercati ma modificheranno di poco il quadro di medio termine.



Il global trade porta già i segni dello scontro e deve ancora scontare l'escalation

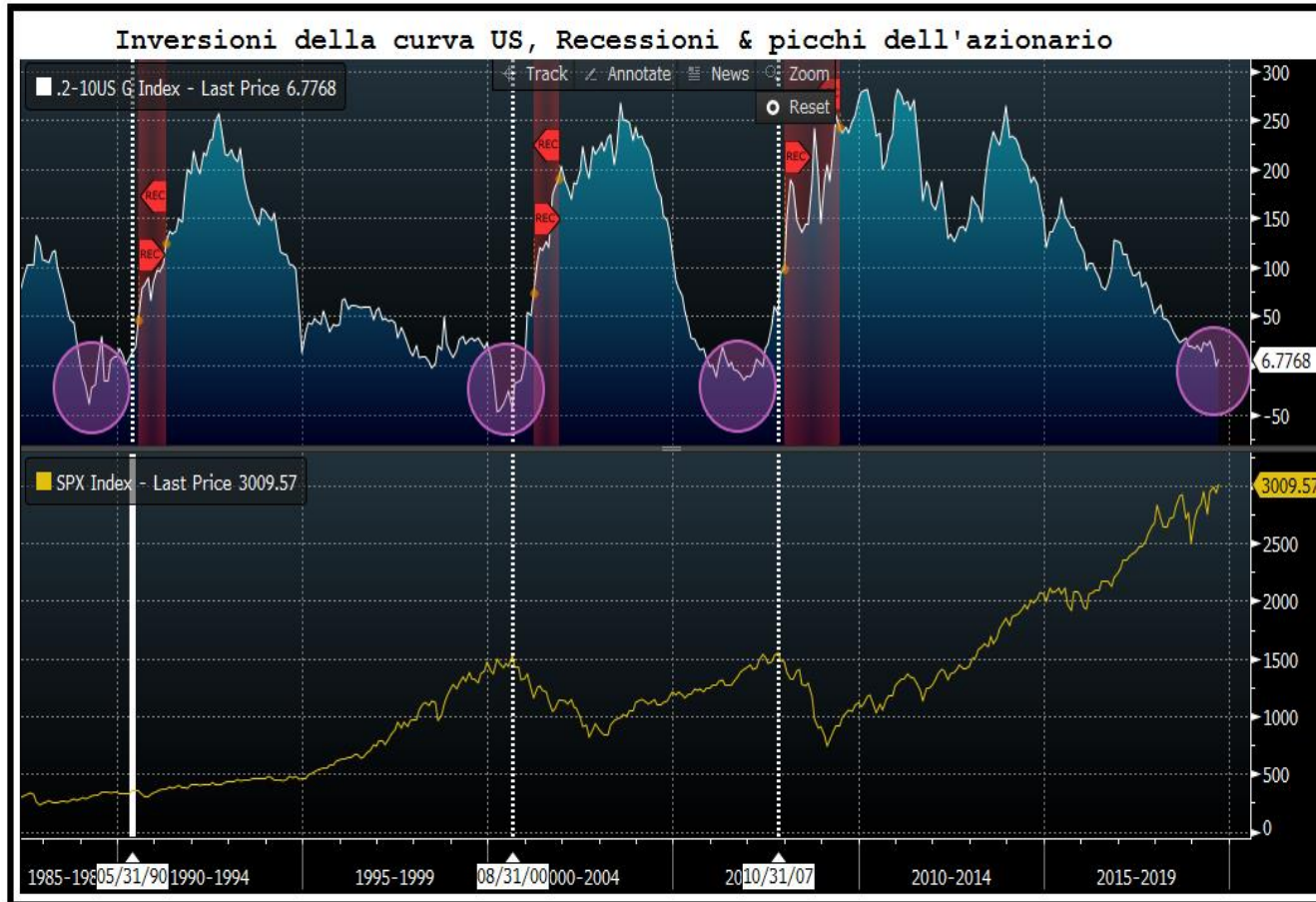


- La trade war, e in generale l'offensiva di Trump sul trade stanno cominciando a fare la loro comparsa nei numeri. Il volume di merci scambiate ha mostrato una contrazione anno su anno nel secondo trimestre del 2019 per quella che è appena la terza volta in 25 anni.
- E' evidente che l'incertezza del quadro pesa sui piani delle aziende in una maniera che non può essere modificata da una tregua temporanea.
- Con il consueto lag, nei prossimi trimestri dovrebbero fare la loro comparsa anche gli effetti della recente escalation





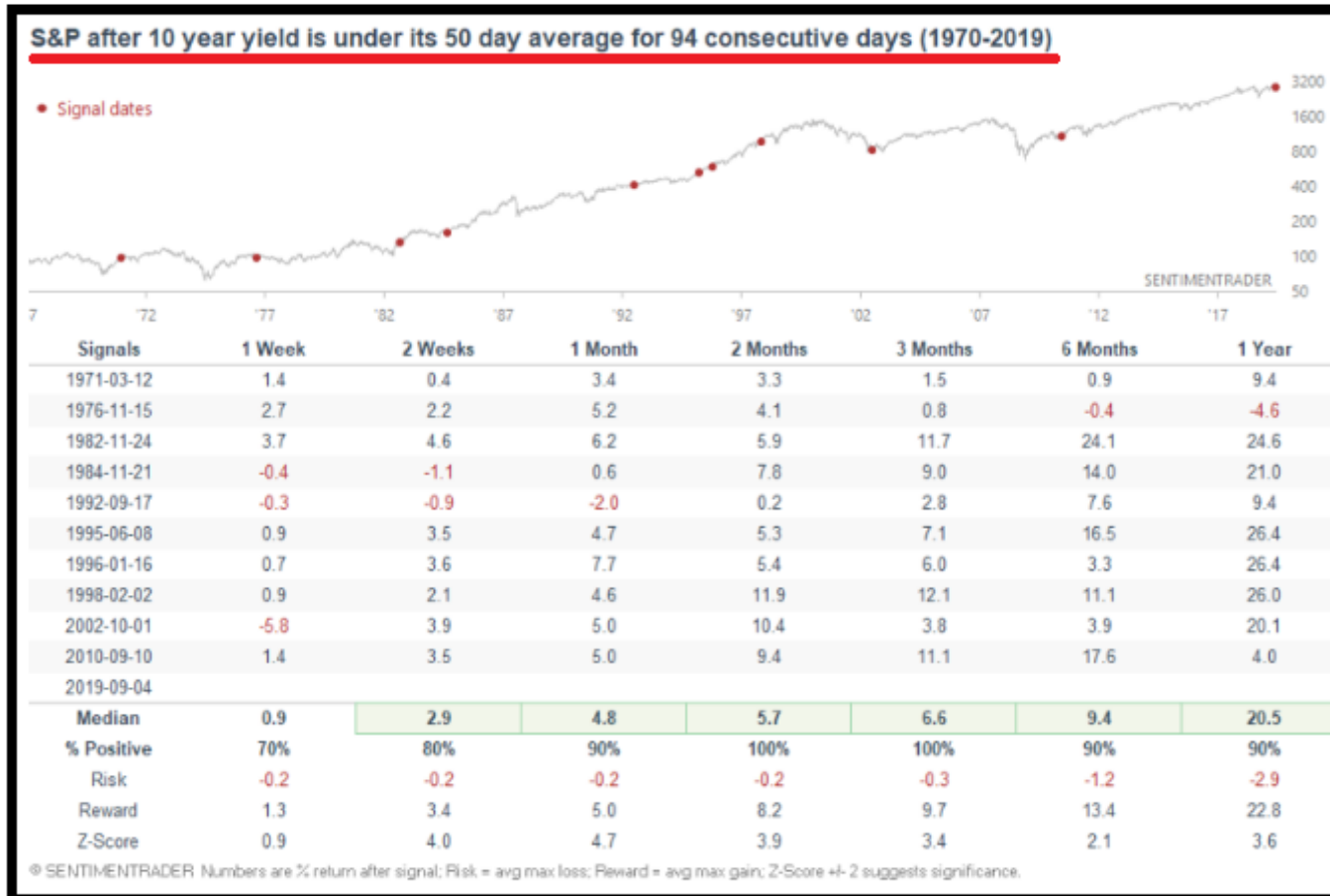
Curve inversion & equity peak, reloaded...



- Come ribadito a giugno, l'inversione delle curve dei tassi è stata in passato un segnale affidabile dell'arrivo di una recessione.
- Ciò detto, ha preceduto recessioni e picchi azionari in media di 6 trimestri.
- Questi periodi si sono dimostrati assai favorevoli per l'azionario USA: le performance dell'S&P 500 tra la data dell'inversione e il picco sono state, nelle ultime 3 occasioni, rispettivamente del 34%, del 39% e del 24%.



Il mercato prezza prima l'easing, poi la recessione.....



- Un ipotesi plausibile del reiterarsi di questo fenomeno è che il tempestivo cambio di stanche da parte della FED dia sollievo agli asset finanziari
- L'aspettativa di easing aggressivo, ed il rapido miglioramento delle condizioni finanziarie che ne deriva, producono un rimbalzo delle aspettative di crescita e di tenuta dei profitti, che si riflette nei corsi.
- Non a caso, ad un robusto rally dei tassi, normalmente seguono buone performance dell'azionario, come si nota dall'esempio.



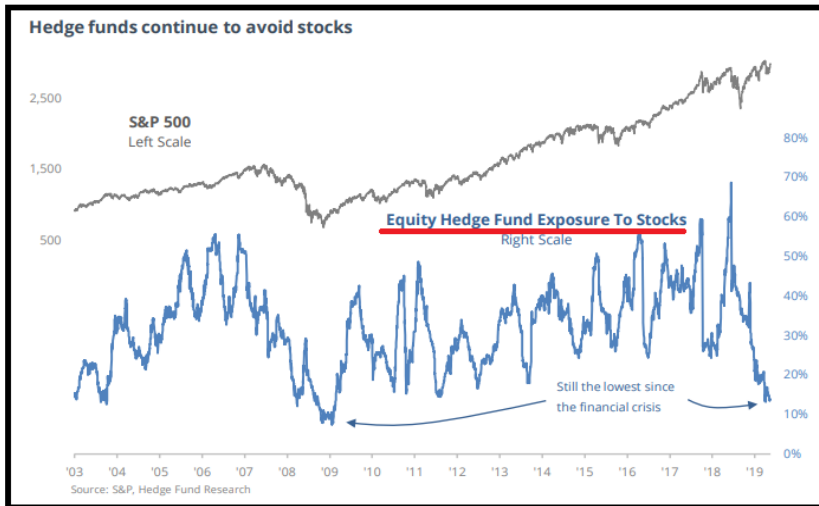
Si comincia a vedere un po' di reflazione globale



- I movimenti delle ultime 2/3 settimane lasciano intender che il processo potrebbe essere in corso.
- I rendimenti globali sono rimbalzati, e le curve si sono parzialmente disinvertite. Le commodities e l'azionario hanno recuperato
- A livello globale, anche i cambi di stanche delle altre Banche Centrali, ECB e PBOC in testa, hanno influenzato il sentiment

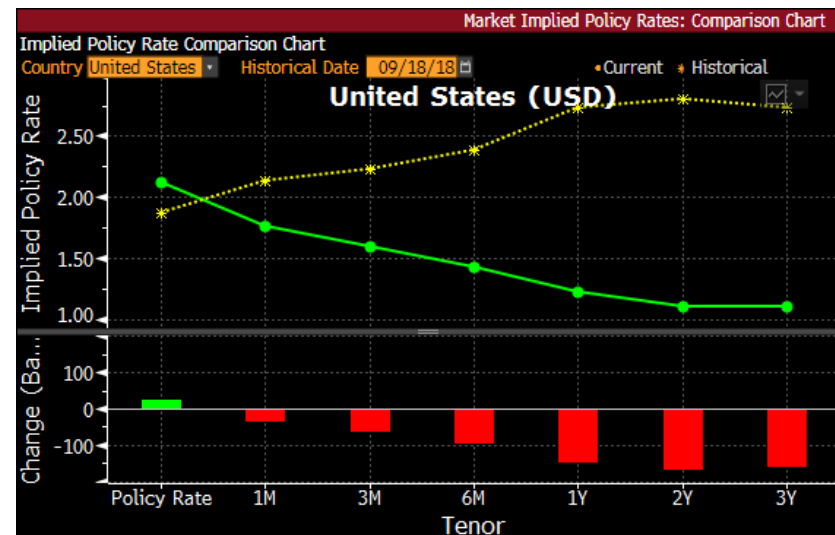


Lo scetticismo degli investitori continua ad essere un driver del rally.



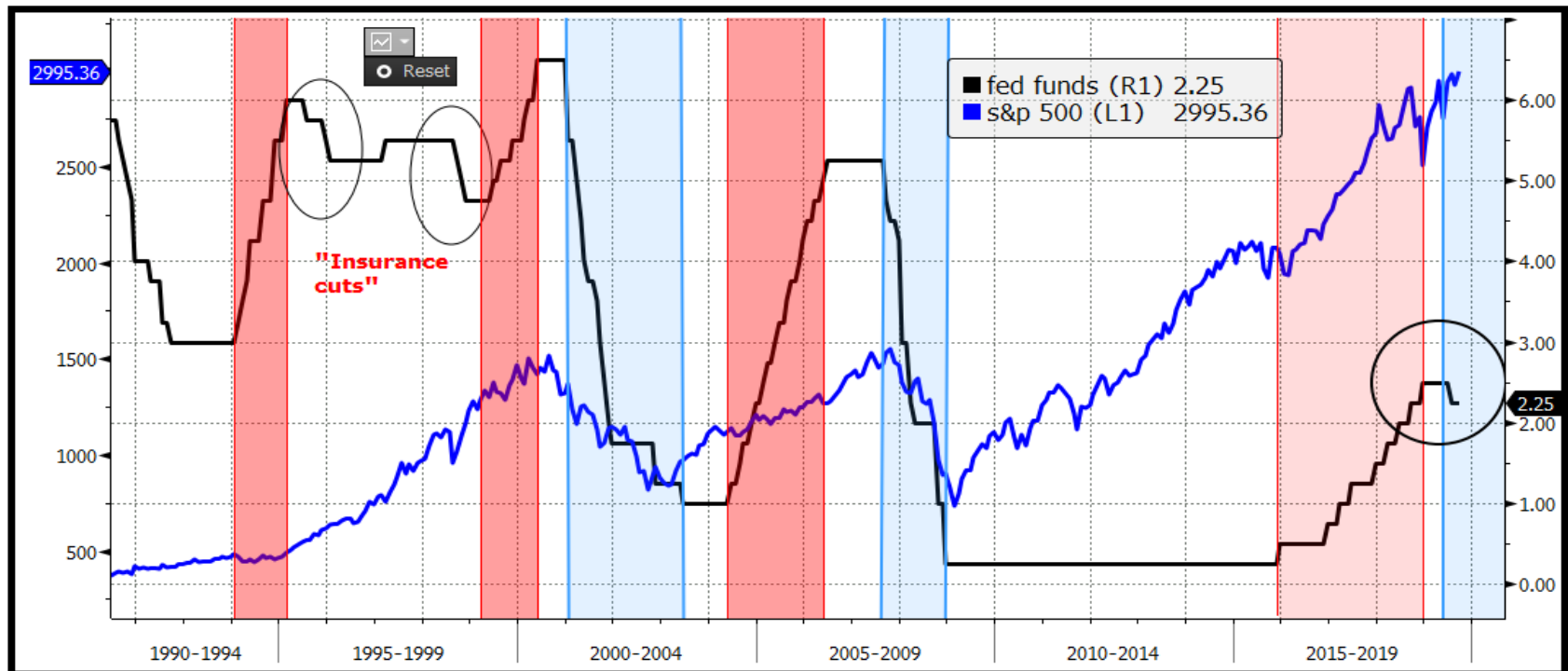
- La differenza con l'autunno scorso è notevole: ai tempi il Citi Panic/euphoria model indicava euforia, al momento rasenta il panico.
- La correlazione tra i singoli titoli del S&P 500 era al 20%, ora è al 53%.
- Un'altra rilevante differenza rispetto ad un anno fa è che ai tempi i Fed Fund Futures scontavano 3 rialzi da 25 bps entro 12 mesi, mentre ora scontano 4 tagli
- Il rendimento del 10 anni è sotto il 2% rispetto al 3% di un anno fa

- Sentiment e positioning continuano ad essere un fattore a supporto del mercato.
- Raramente, con l'S&P vicino ai massimi storici, si è osservato un livello cos' basso di confidence e di partecipazione al rally.
- La Fund manager survey di Merrill Lynch mostra un numero di investitori persuasi che sia in arrivo una recessione ai massimi dal 2009. Appena un investitore su 5 è convinto che i tassi a breve possano salire nei prossimi 12 mesi.





Un warning dall'inizio del ciclo di easing



- Un caveat sulla possibile durata della fase di sollievo dei mercati è dato dalla circostanza che, negli ultimi 30 anni, quando non si è trattato di «insurance cuts» isolati, ma di un vero e proprio ciclo di easing, il primo taglio ha preceduto di poco il picco dell'azionario (2007) oppure lo ha preceduto (2001).
- Un altro aspetto rilevante è che in questo caso lo spazio per tagliare i tassi è assai più ridotto, e con esso la percezione di efficacia della politica monetaria.
- Peraltro, lo scarso margine di manovra (insieme alle pressioni di Trump) può aver indotto il FOMC a muoversi prima del previsto.



In sintesi

- Portiamo a **overweight l'azionario US**. Solitamente la fase in cui le attese di stimolo monetario raggiungono il massimo livello è positiva per l'azionario USA. Il sentiment resta scettico e il positioning scarico. La fine di un ciclo di destocking dovrebbe dare supporto a ciclo e utili nel quarto trimestre. Manteniamo a **Neutral l'azionario europeo**. Le valutazioni restano attraenti e sentiment e positioning sono supportivi, ma il ciclo è fragile. Il comparto dovrebbe però beneficiare della ripresa del QE da parte dell'ECB. Portiamo a **Neutral l'azionario UK**, ritenendo che il quadro sulla brexit sia ancora troppo incerto per prendere con convinzione posizione direzionale. Manteniamo a **Overweight l'azionario cinese** ritenendo possa beneficiare di un aumento robusto dello stimolo fiscale e monetario. Inoltre potremmo avere una nuova temporanea distensione sul fronte trade con gli USA. Manteniamo a **Overweight l'azionario giapponese**, ritenendo che possa beneficiare della temporanea distensione sul fronte commerciale con gli USA, 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, e durante l'estate ha scontato abbondantemente le misure varate dall'ECB allo scorso meeting. Manteniamo a **Neutral i bond periferici**. Riguardo il BTP crediamo che il grosso del repricing dello spread legato al cambio di Governo abbia fatto il suo corso, ma il livello attuale compensi ancora per il «rischio Italia». Riteniamo, per contro che Spagna e Portogallo offrano poco valore sui livelli attuali. Portiamo a **Neutral l'obbligazionario US**, ritenendo che, con la FED in procinto di tagliare i tassi altre 2 volte nel 2018 il livello del 2% si dimostrerà una soglia difficile da superare per il 10 anni. Manteniamo a **overweight l'obbligazionario emergenti** ritenendo che l'involuzione del quadro macro e geopolitico imporrà alle Banche Centrali locali stances 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, portiamo a **Neutral il \$**, con l'idea per la Fed sia difficile deliverare più di quanto prezzato sul mercato. Restiamo **sovrappesati su Yen**, in quanto lo vediamo come un hedge efficiente nel caso di fiammate di risk aversion. Manteniamo a **Neutral la Sterlina** ritenendo che il quadro sulla brexit sia ancora troppo incerto per prendere con convinzione posizione direzionale. 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 in un mondo caratterizzato da un eccesso di capacità produttiva, un temporaneo taglio non debba condurre a duraturi aumenti delle quotazioni. Manteniamo 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		Obbligazionario governativo	
US	▲ upgrade	US	■ upgrade
Area euro	■	Area euro core	▼
Italia	■	Italia/Periferia	■
UK	■	UK	▼
Giappone	▲	Giappone	▼
Cina	▲	Emergenti Local Currency	▲
Emergenti	■	Emergenti Hard Currency	▲
Valute		Inflation linked US	▲
EUR/USD	■ downgrade	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.