

2019

Anthilia
Capital Partners
SGR

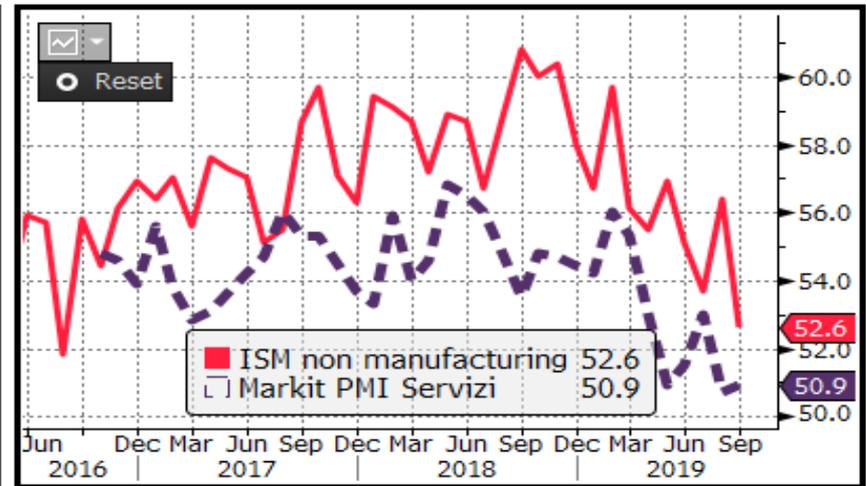
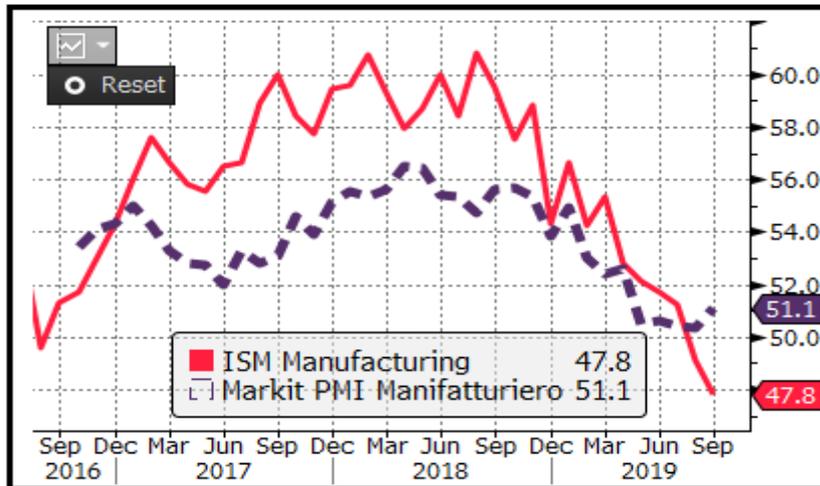
Analisi di scenario
Ottobre 2019



Anthilia^{sgl}
Capital Partners



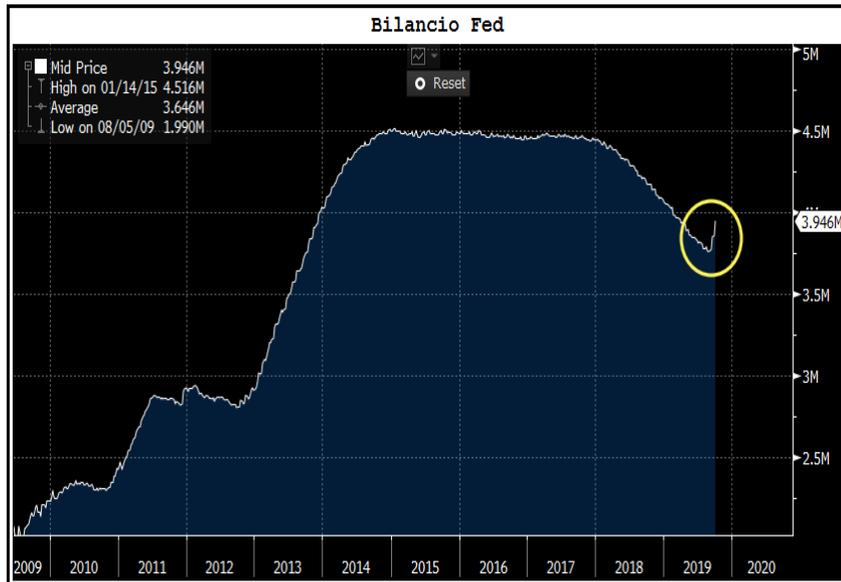
USA: quanto è forte il rallentamento?



- Gli ISM di settembre hanno troncato, agli occhi del consenso, il dibattito relativo allo stato di salute dell'economia US: è in rallentamento.
- Peraltro in questa come altre occasioni gli ISM sembrano essere giunti alla conclusione in ritardo rispetto ad altre survey (PMI Markit, principali survey regionali), che hanno anticipato la discesa e attualmente danno segnali di stabilizzazione
- Uno sguardo al breakdown dei Surprise indexes di Bloomberg mostra che le survey dipingono uno scenario più cupo rispetto ai «hard data».

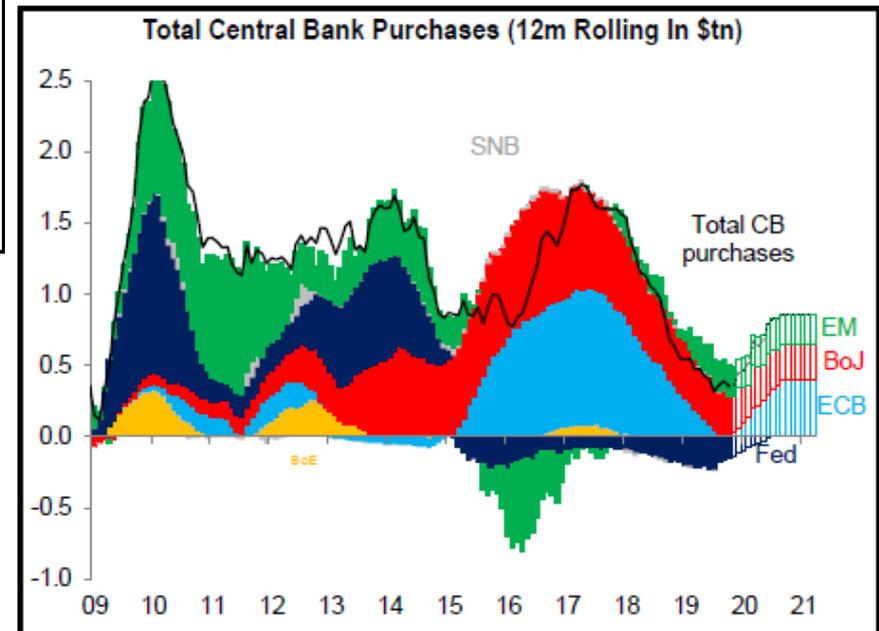


Un'ondata di nuovo easing ha raggiunto l'economia globale



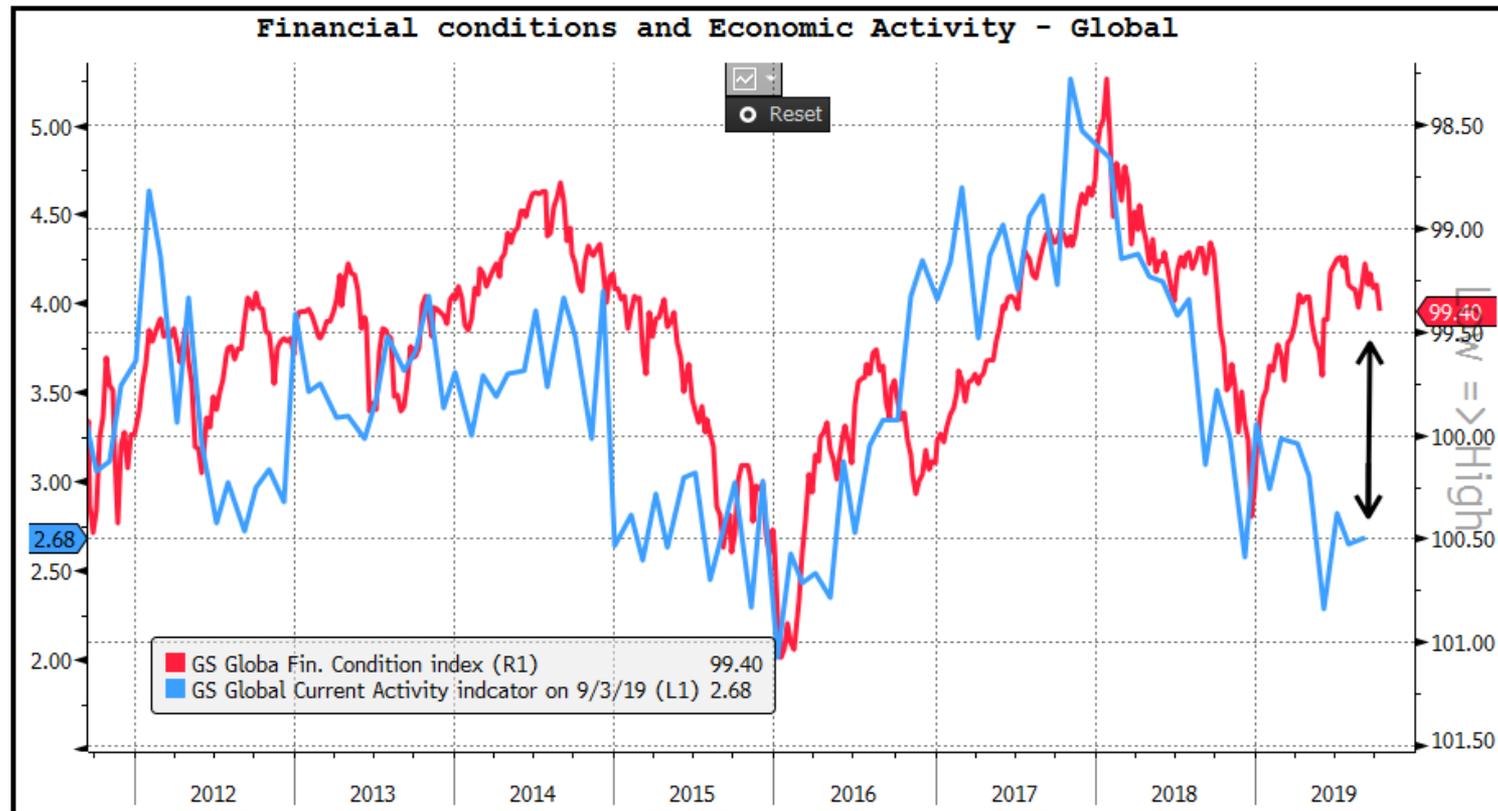
- Se la ripresa del programma di acquisti ECB, al ritmo di 20 bln al mese, in se non costituisce un intervento di entità elevata, questo va comunque ad aggiungersi all'easing delle financial conditions occorso grazie al crollo dei rendimenti
- La FED ha messo in guardia dal chiamare QE il suo nuovo programma di acquisti rivolto ai T-bills, ma l'importo è superiore alle attese (60 bln) e costituisce comunque una robusta iniezione di liquidità nel sistema, atto a risolvere i recenti problemi di funding degli asset bancari.

- Il rallentamento dell'economia globale, radicato principalmente nel settore manifatturiero, ha prodotto negli ultimi 2 trimestri un marcato cambio di stanche nelle politiche monetarie delle principali Banche Centrali.
- Dapprima costituita da una serie di tagli dei tassi, la fase di easing sta evolvendosi in una ripresa dei programmi di acquisto





Gli effetti dovrebbero comunque fare la loro comparsa nei prossimi mesi.

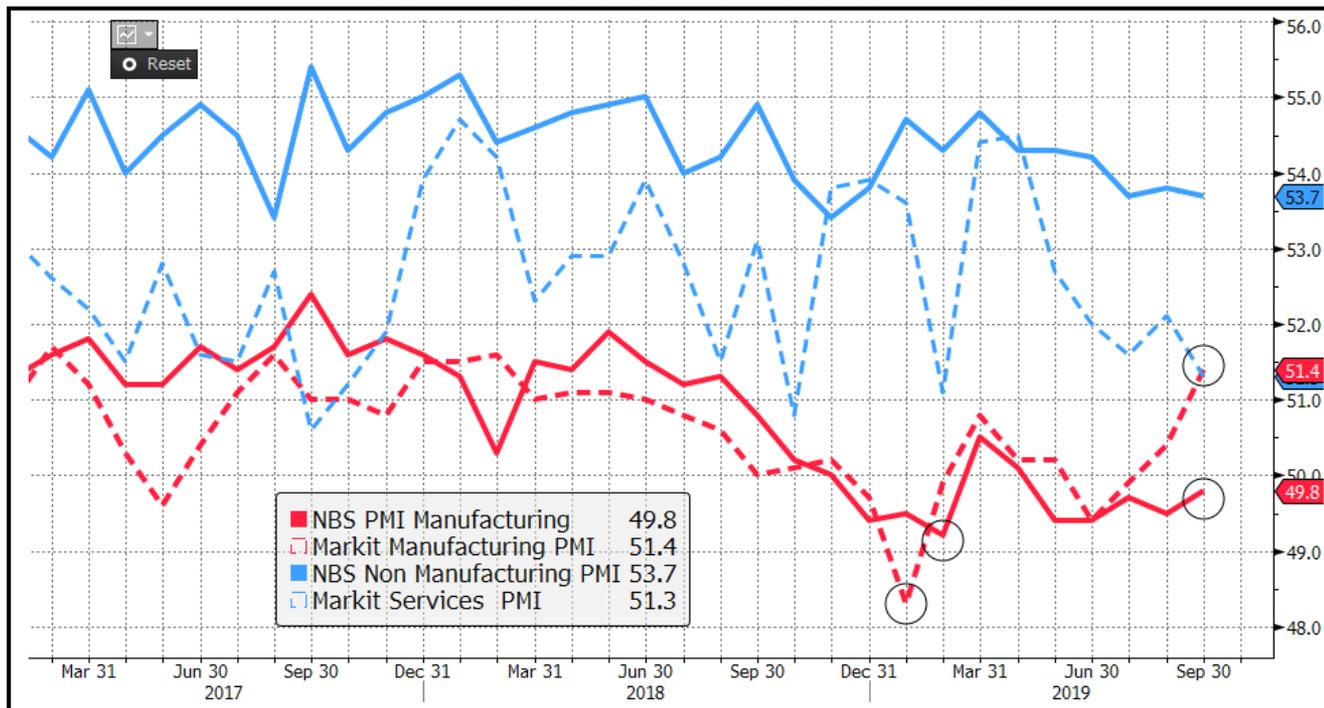


- Malgrado il crescente scetticismo sull'efficacia delle politiche monetarie, le azioni delle principali banche centrali negli ultimi 9 mesi hanno contribuito a produrre un robusto easing delle financial conditions globali.
- Tra la fine del 2019 e i primi 6 mesi del 2020 si dovrebbe cominciare a vedere una reazione a questo easing, se almeno parte della correlazione dimostrata in passato tra le 2 variabili viene mantenuta.



L'economia cinese sembra più avanti nel rimbalzo

China PMI - National Bureau of Statistics & Markit

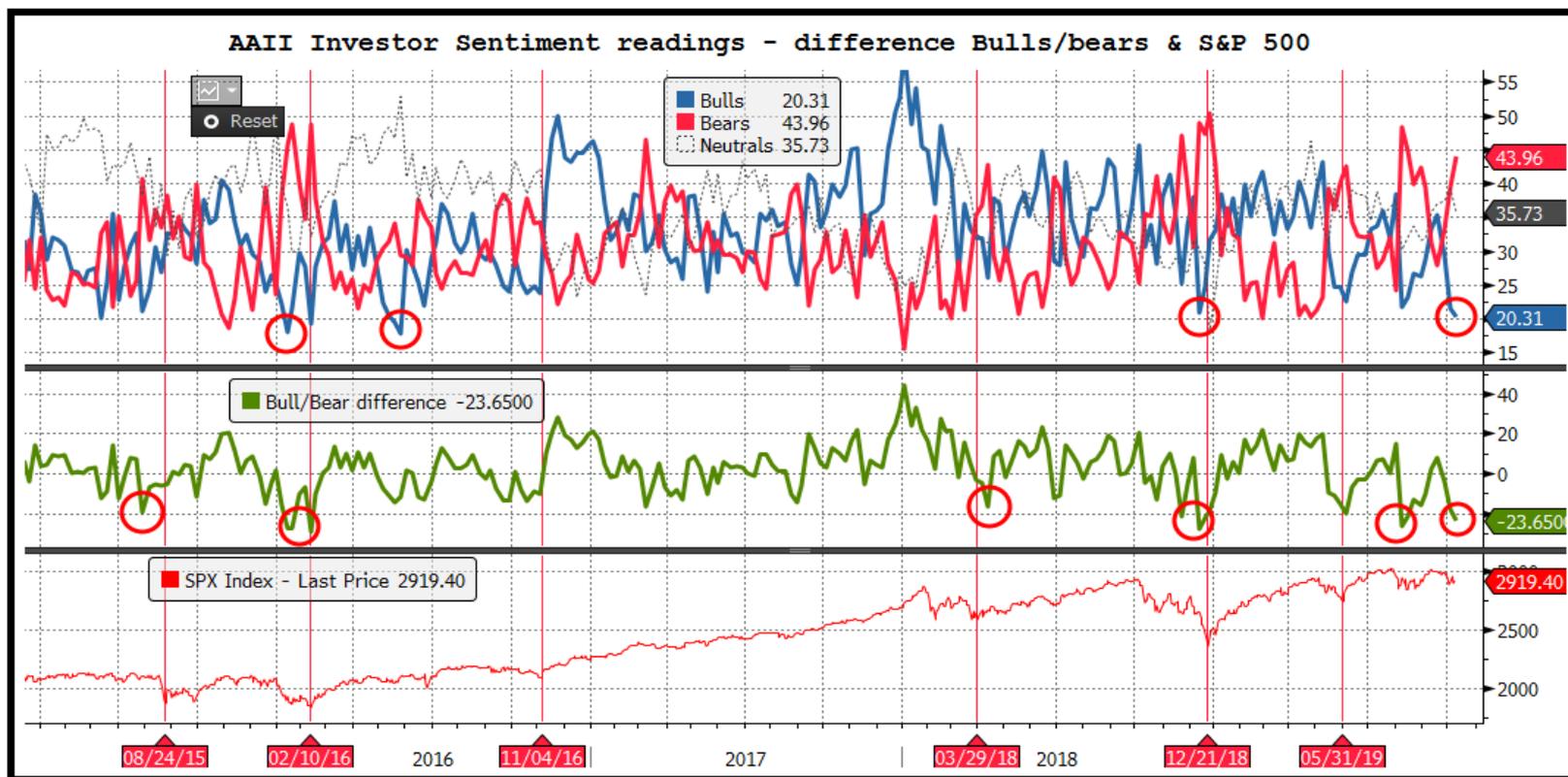


- Diversamente dalle survey di attività delle altre principali economie, i PMI cinesi hanno confermato ad agosto una riaccelerazione del settore manifatturiero.
- Sia il report del National Bureau of Statistics che quello di Markit hanno sorpreso in positivo (il secondo ai massimi da 19 mesi), e i sottoindici hanno indicato accelerazione negli ordini, nella produzione e nei prezzi.

- Il messaggio sul non-manifatturiero è un po' più misto: Il PMI Non manufacturing NBS si è leggermente assestato, a causa di un ridimensionamento dell'attività nel settore costruzioni quasi interamente bilanciata da accelerazione nei servizi. Il report di Markit ha segnato i minimi da inizio anno, ma i sottoindici New Orders e Production hanno entrambi accelerato, il primo ai massimi da Gennaio 2018.
- In entrambi i settori le survey segnalano una maggior forza degli ordinativi provenienti dall'interno rispetto al livello degli export orders, a indicare una maggior ripresa della domanda interna.



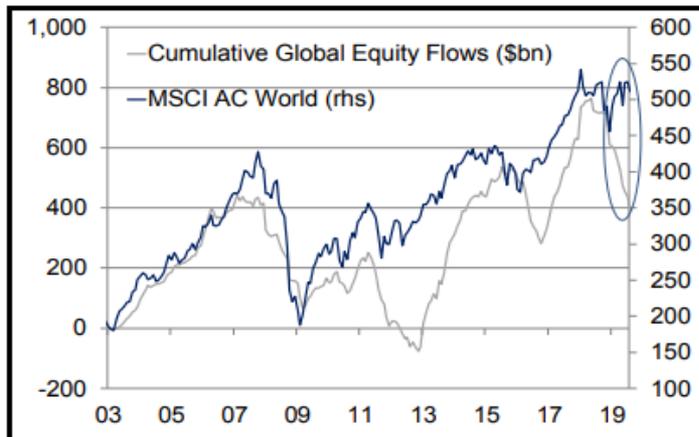
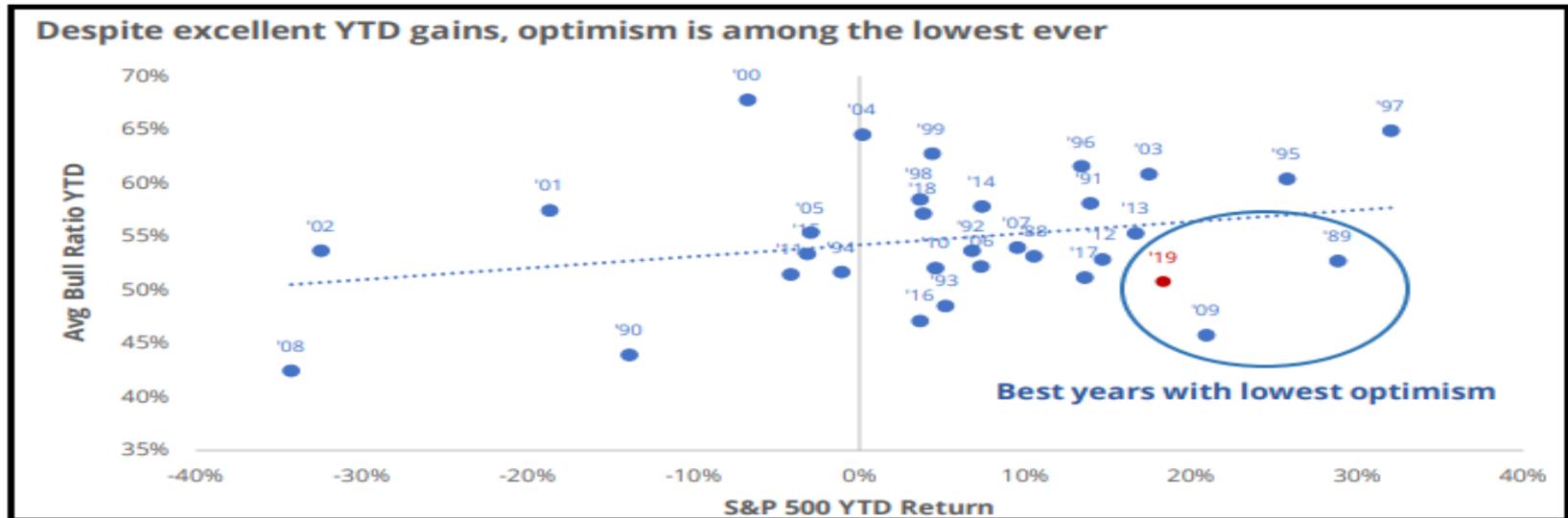
Gli investitori non sono posizionati per un rimbalzo della crescita 1/2



- Diversi indicatori mostrano che il consenso degli investitori continua ad essere alquanto scettico sulle prospettive del ciclo, e delle performance degli assets.
- La recente volatilità legata alla trade war, al potenziale impeachment del Presidente USA e alle delusioni sui dati macro ha prodotto un livello di ottimismo degli intervistati della AII survey simile a quello osservato a fine 2018 e in generale a poca distanza dai recenti market bottom.



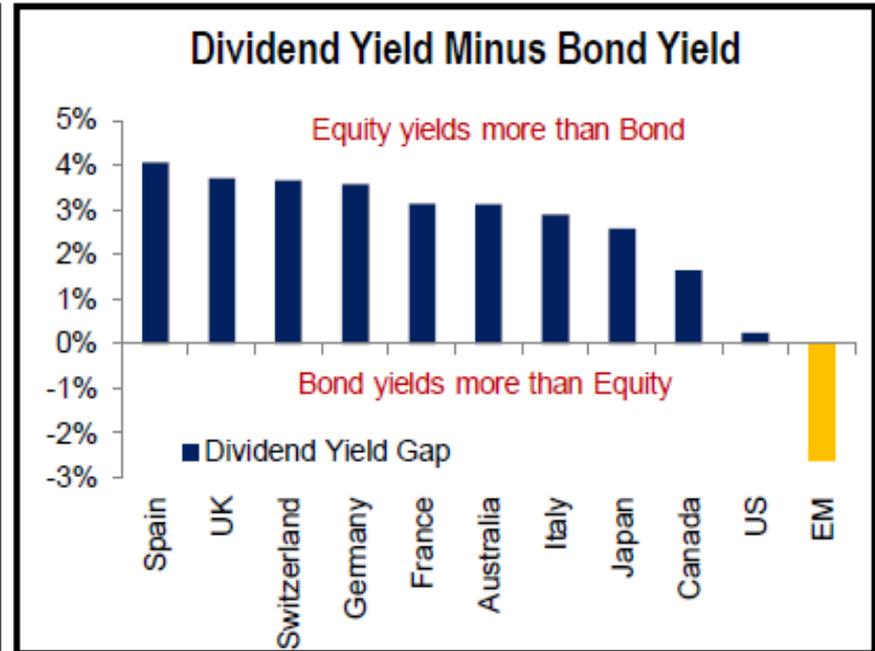
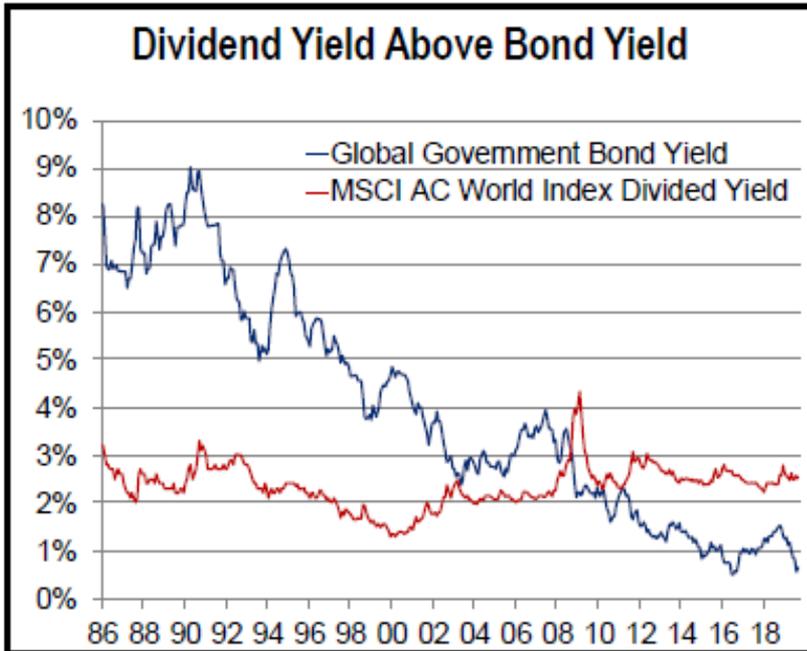
Gli investitori non sono posizionati per un rimbalzo della crescita 2/2



- E' assai insolito trovare livelli di ottimismo così bassi in periodi in anni in cui l'azionario US ha fatto bene, e l'indice si trova a poca distanza dai massimi.
- Parimenti, la divergenza tra flussi e performance dell'azionario globale è di entità assai rilevante, in relazione al recente passato.
- L'impressione è che un eventuale rimbalzo della crescita, anche modesto, potrebbe prendere in contropiede una comunità degli investitori che viaggia assai scarica, producendo un discreto ribilanciamento dei portafogli.



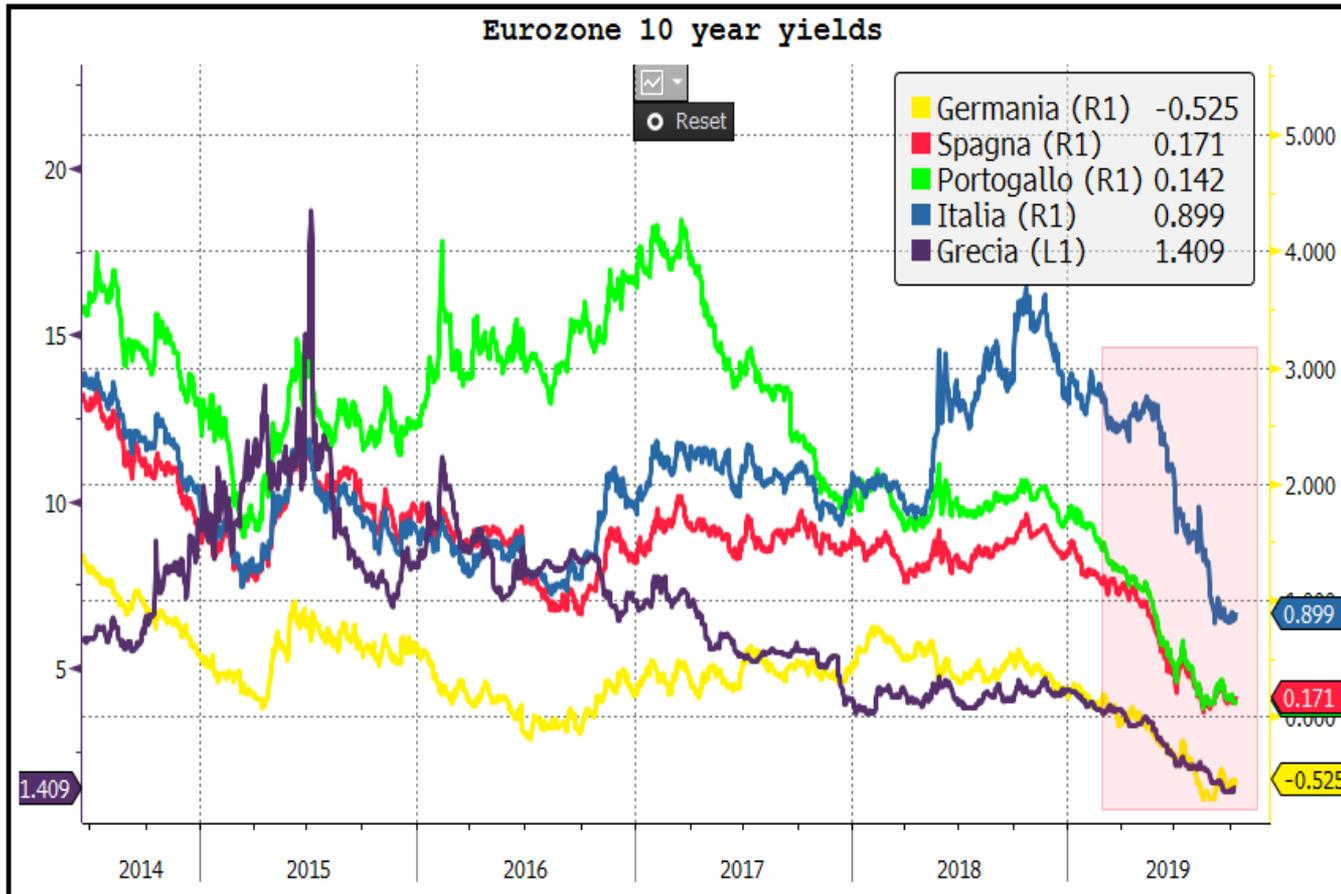
Azionario globale: la migliore tra opzioni scadenti?



- In assoluto, le valutazioni dell'azionario non sono particolarmente attraenti. Ma paragonate con quelle del fixed income globale, offrono parecchio valore
- Il rendimento medio globale dei bonds è attorno allo 0,6%. Quello dell'azionario è del 2,5% circa. L'azionario rende più dei rispettivi bonds in tutti i principali paesi industrializzati.
- L'aumento della base monetaria in arrivo grazie alla ripresa dei programmi di acquisto renderà ancora più acuto questo problema: There Is No Alternative.



Eurozone: robusto easing delle financial conditions



- Quanto osservato riguardo l'economia globale è particolarmente vero per quella europea.
- Rallentamento macro e attese di aumento dello stimolo monetario hanno prodotto un collasso dei rendimenti, che rende le condizioni finanziarie assai espansive in particolare nella periferia.
- Il calo del costo di finanziamento del debito produce anche un modesto impatto fiscale, al quale si può aggiungere un eventuale allentamento dei limiti, come raccomandato dalla Commissione Europea



Eurozone: dal credito segnali positivi

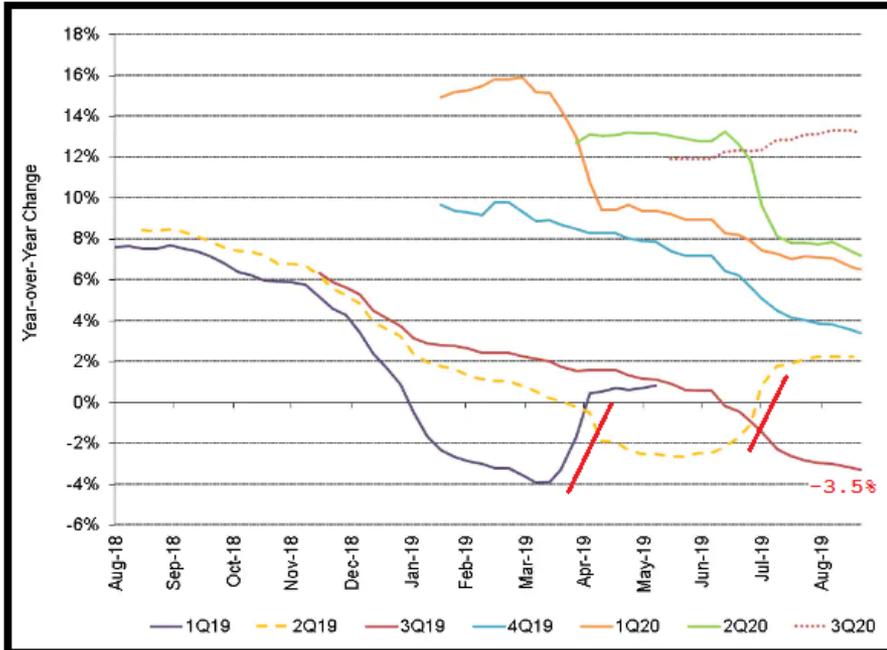


- Gli aggregati monetari ECB mostrano un quadro benigno per la circolazione del credito.
- Ad Agosto l'aggregato M3 è aumentato al ritmo più rapido da gennaio 2009 (+5,7% YoY), mentre M1 ha accelerato di 0,6% a 8,4% YoY.
- L'erogazione di prestiti a istituzioni non finanziarie è cresciuta di 4,3%.
- Ipotizzando che la relazione tra aggregati monetari e attività economica regga, questi numeri proiettano un'accelerazione del ciclo EU nella prima metà del 2020.



Earnings season: Corporate USA è tranquilla....

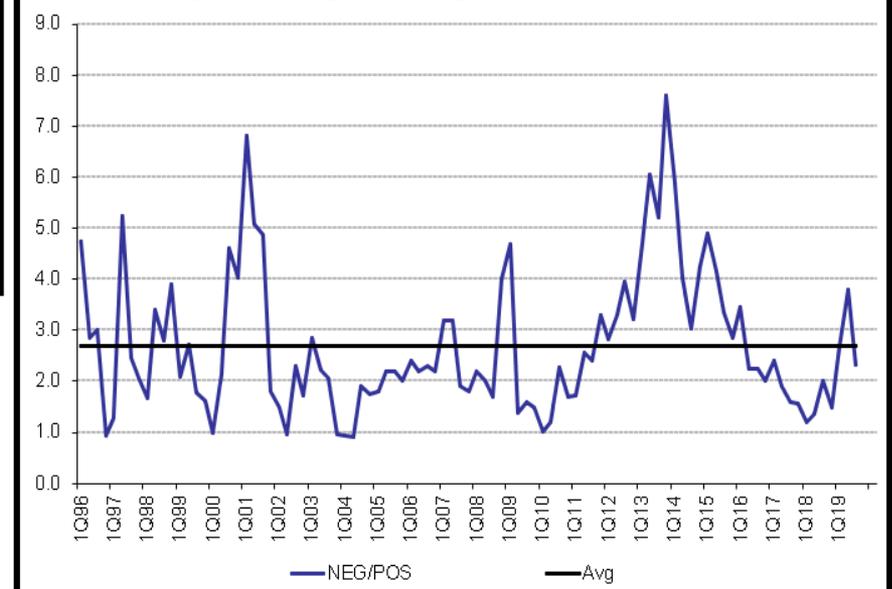
Bottom Up Quarterly EPS growth Estimates Y o Y



- In situazioni normali, l'EPS medio batte di solito il consenso di un 3/4%, una situazione prontamente verificatasi negli ultimi 2 trimestri. Anche questa volta quindi il rallentamento degli utili dovrebbe essere evitato
- Le stime di EPS per il quarto trimestre dell'anno, che 6 mesi fa veleggiavano attorno al 10%, sono scese ad un 3% di earning growth

- Le stime di utili dell'S&P 500 per il terzo trimestre hanno subito un costante ridimensionamento negli ultimi mesi e, alla vigilia della Earning Season prevedono un calo anno su anno di poco superiore al 3%
- Ciò detto, il ratio tra positive e negative preannouncements delle aziende è tornato sotto la media a dimostrazione che i CEO sono a loro agio con le stime

S&P Negative-to-positive preannouncement Ratio





In sintesi

- Manteniamo a **overweight l'azionario US**. Siamo meno pessimisti rispetto al consenso sullo stato dell'economia americana. 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. Portiamo a **Overweight l'azionario europeo**. L'economia dovrebbe cominciare a reagire alle dosi di stimolo monetario erogate. Le valutazioni restano attraenti e sentiment e positioning sono supportivi. Portiamo a **Overweight l'azionario UK**, ritenendo che le probabilità di raggiungimento di qualche genere di accordo sulla brexit siano recentemente aumentate. Il posizionamento resta estremamente difensivo. Manteniamo a **Overweight l'azionario cinese** ritenendo possa beneficiare di un moderato rimbalzo congiunturale. Portiamo a **Neutral l'azionario giapponese**, ritenendo che, in questa fase, offra opportunità di rivalutazione inferiori rispetto a USA, Euro e Cina. 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. Manteniamo a **Neutral l'obbligazionario US**, ritenendo che con la Fed che mantiene una easing stance, 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 atteggiamenti 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 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 su questi livelli prezzi a sufficienza lo scenario positivo sulla brexit. Manteniamo **overweight il franco Svizzero** con l'idea che possa offrire un hedge contro fiammate di risk aversion.
- Riguardo le Commodities, portiamo a **overweight le energetiche**, ritenendo che su questi livelli abbiano del potenziale, legato a un modesto rimbalzo ciclico globale e ai rischi geopolitici in medio oriente. Manteniamo a **overweight le industriali**, nella convinzione che la categoria possa beneficiare dell'espansività delle politiche monetarie e di un modesto rimbalzo ciclico. Portiamo a **Neutral quelle Agricole** ritenendo che sui livelli attuali siano correttamente valutate, nel breve. 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	▲	upgrade
Italia	■	
UK	▲	upgrade
Giappone	■	downgrade
Cina	▲	
Emergenti	■	

Valute

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

Materie prime

Energetiche	▲	upgrade
Industriali	▲	
Agricole	■	downgrade
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.