

2019

Anthilia  
Capital Partners  
SGR

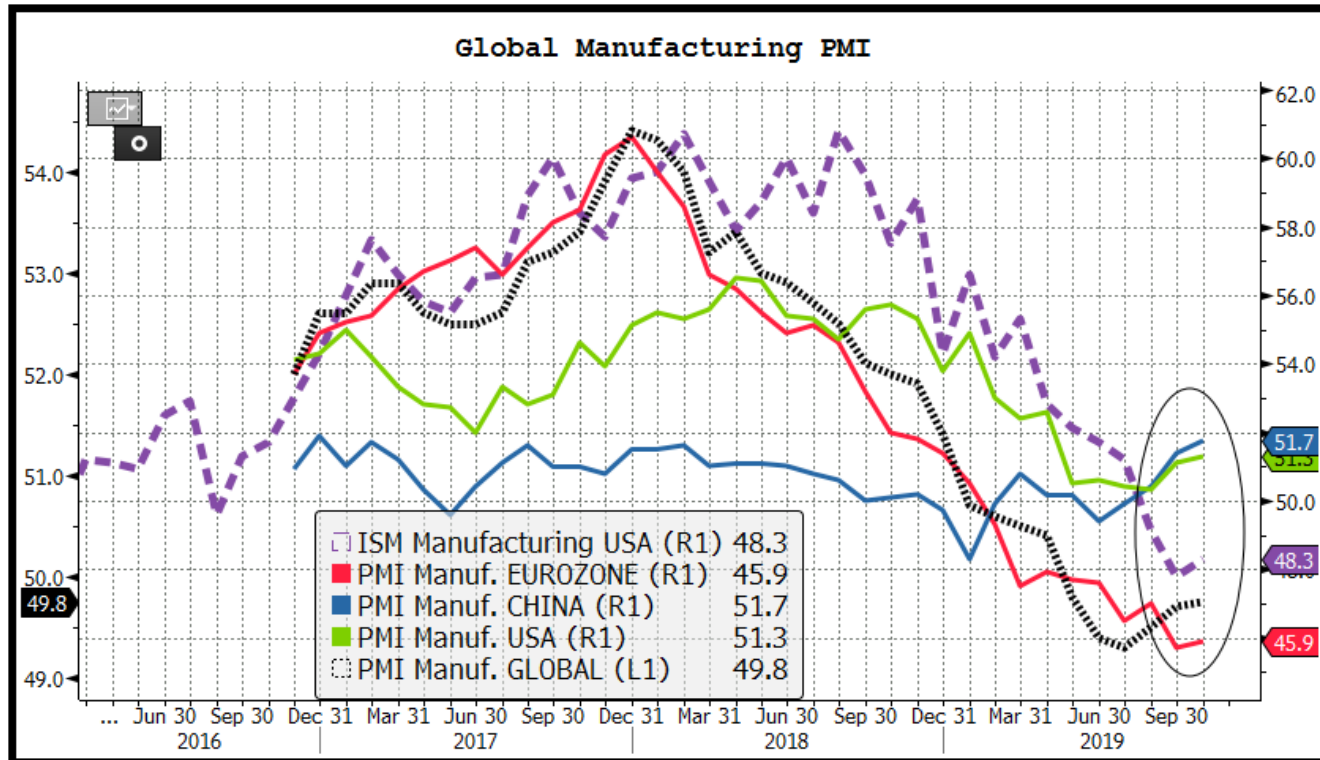
Analisi di scenario  
Novembre 2019



**Anthilia**<sup>sgl</sup>  
Capital Partners



## Green shoots on global manufacturing? 1/2



- Il marcato indebolimento del settore manifatturiero globale osservato a partire dalla prima metà del 2018 sta iniziando a lasciare il posto ad una moderata stabilizzazione.
- Il PMI manifatturiero Globale sale moderatamente da 3 mesi, trainato dal recupero di quello cinese e dalla tenuta di quello USA, mentre in Eurozone i segnali positivi sono più recenti e a macchia di leopardo.



## Green shoots on global manufacturing ? 2/2

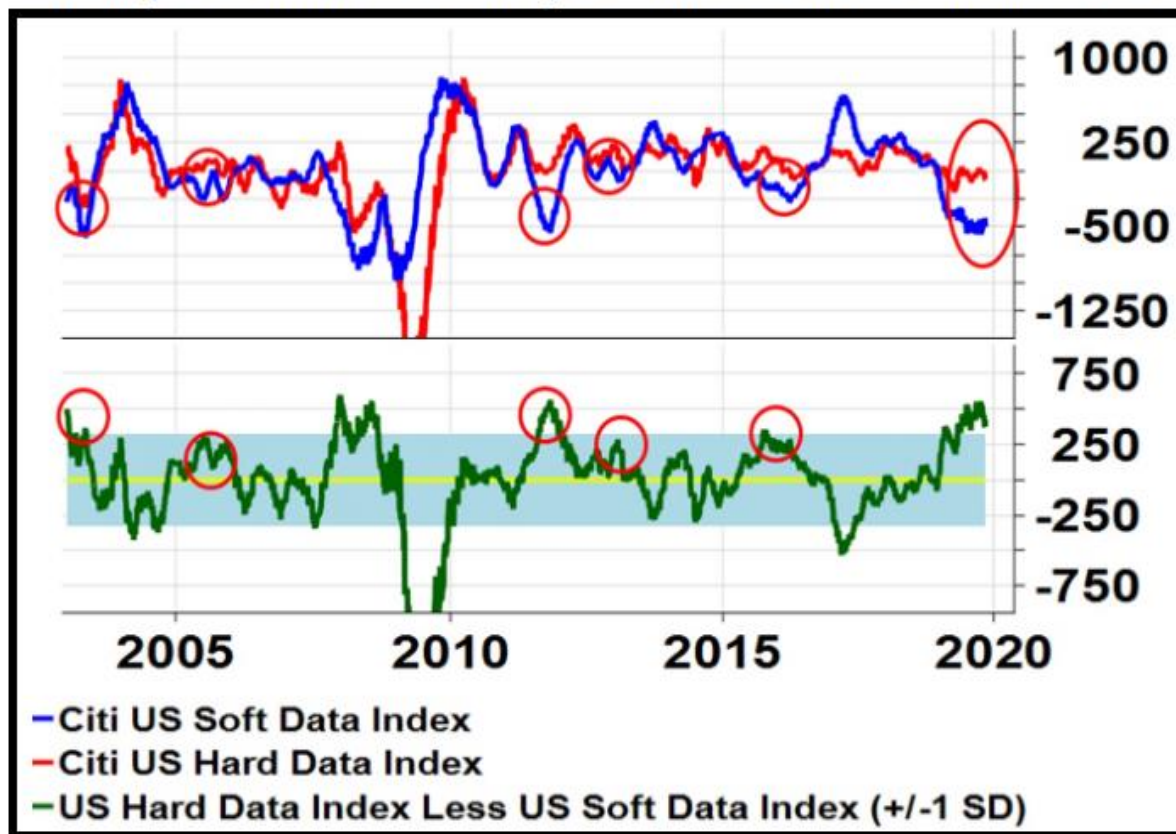


- L'ipotesi di un rimbalzo del ciclo manifatturiero ottiene ulteriore supporto da un'analisi delle dinamiche degli ordini
- I new export orders hanno messo a segno significativi rimbalzi sia in US (+ 9,4 punti a 50,5) che in Cina (+2 a 51,1) un potenziale segnale di risveglio della domanda globale.
- I Ratio «orders to inventories», scesi più o meno ovunque a causa di cali dei primi e accumuli delle seconde, stanno dando segnali di inversione.
- Ciò, oltre a indicare una ripresa della domanda è un indice di un possibile stato avanzato del ciclo delle scorte che ha pesato sulla produzione negli scorsi trimestri



Sul ciclo è pesata la componente emotiva

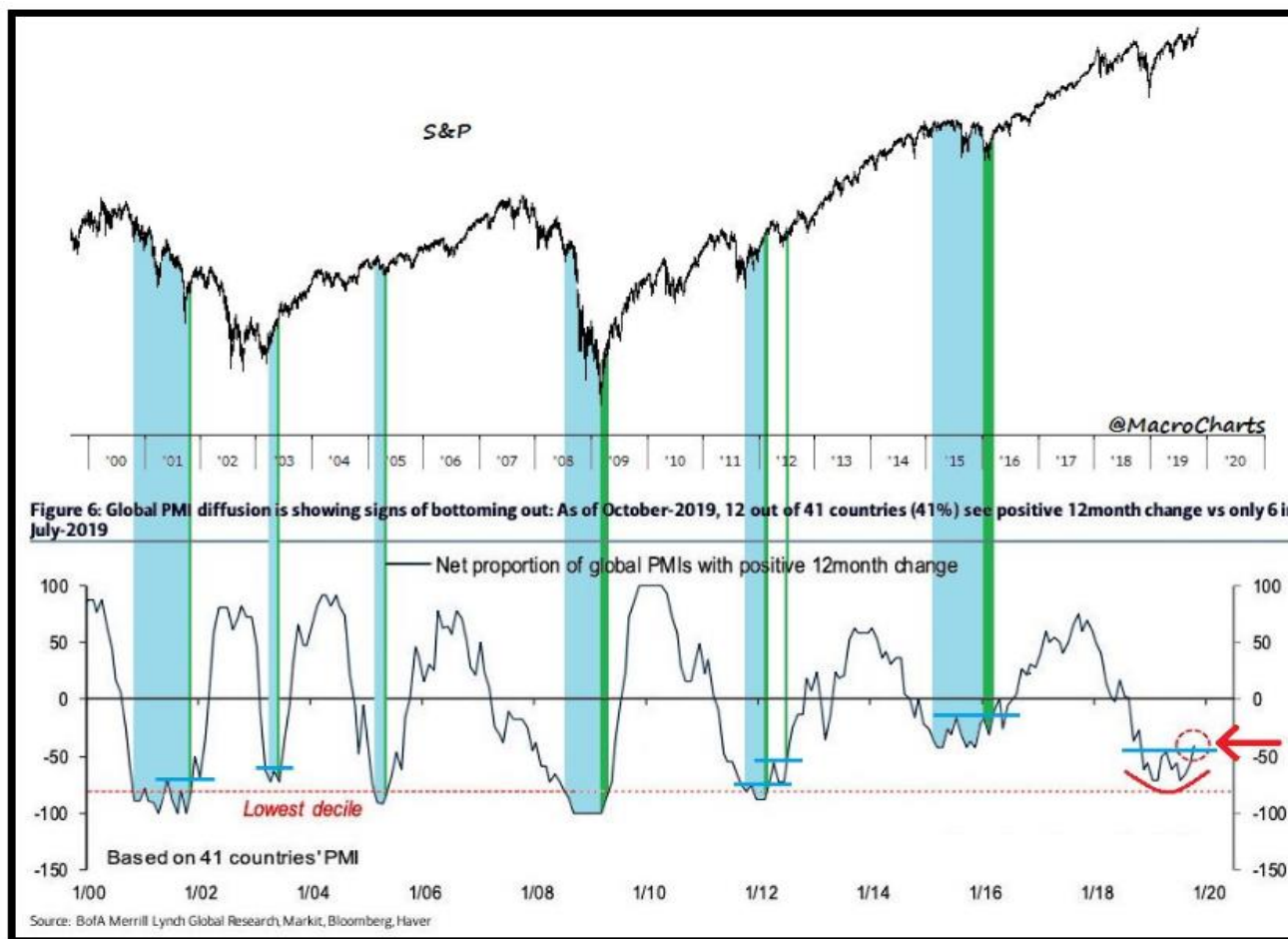
Survey of Econ. Activity VS Hard data, & difference



- Negli ultimi mesi la divergenza tra il ritmo di crescita indicato dai dati e quello implicito nelle survey di attività economica ha raggiunto livelli storicamente assai elevati.
- Sul morale delle aziende può aver pesato l'aumento dei rischi connessi con la trade War e con la Brexit, osservato durante i mesi centrali dell'anno.
- Recentemente però il newsflow su questi 2 focolai di crisi è migliorato
- Nello stesso tempo, la stance delle principali banche centrali è diventata assai più accomodante.
- Su queste basi, sembra sensato attendersi che un'eventuale convergenza avvenga grazie ad un recupero delle survey.



## Una ripresa delle survey ha un potenziale impatto sull'azionario globale



- Le fasi di bottom delle survey sono normalmente caratterizzate da buone performance dell'azionario
- In questo caso i mercati si sono portati un po' avanti: il potenziale completamento del bottom avviene con i principali indici globali già sui massimi
- Un ruolo in quest'anticipazione lo ha sicuramente la stance delle banche centrali globali, che hanno ripreso le iniezioni di liquidità nel sistema (ECB, FED, PBOC)



Nel breve, la parte «facile» del movimento è alle spalle.



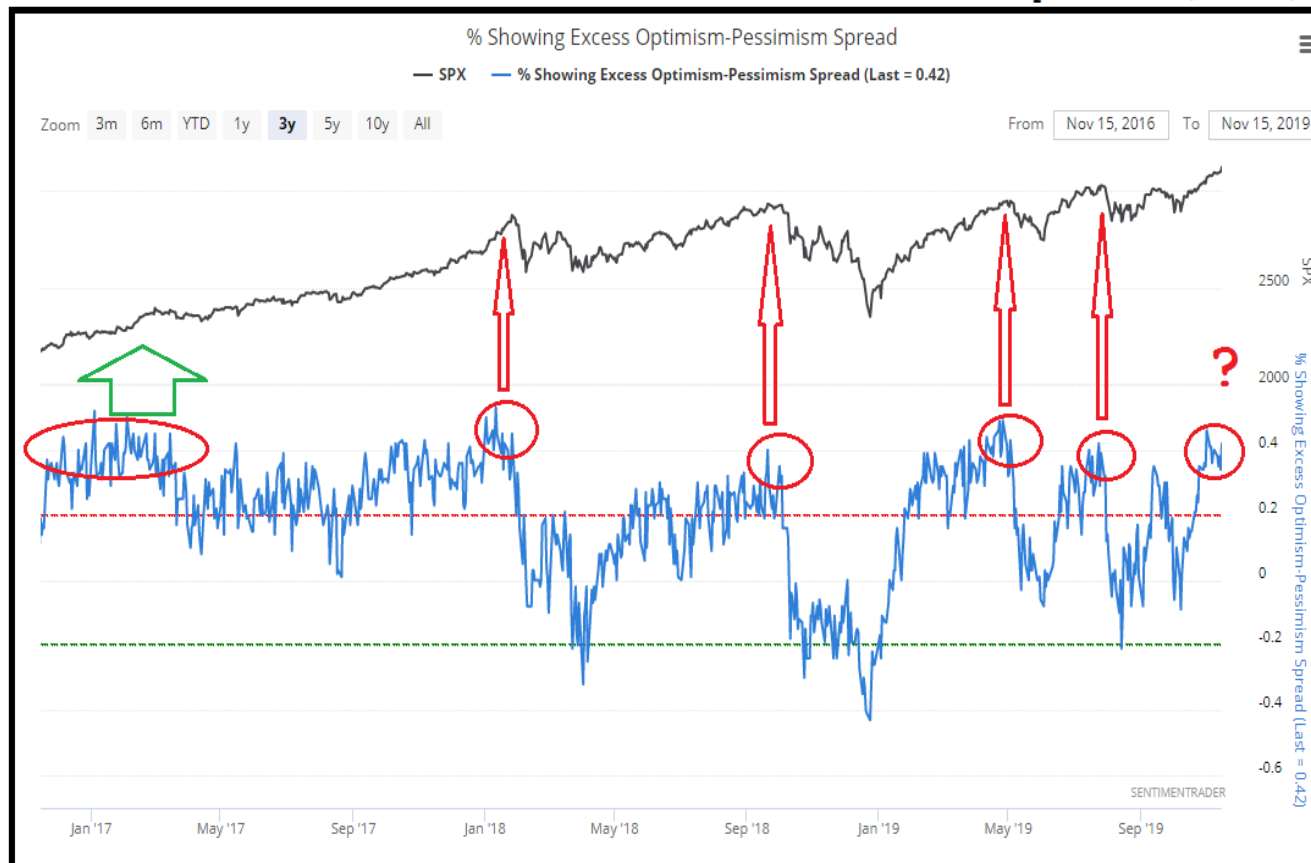
- L'eccesso di pessimismo che ha caratterizzato la prima parte di autunno sui mercati è largamente rientrato
- Le aspettative di crescita sono rimbalzate in maniera significativa: è interessante notare che miglioramenti così rapidi del sentiment degli investitori hanno in passato anticipato robusti rimbalzi delle survey di attività economica.
- Il positioning si è nel breve riequilibrato: la FMS di Bank of America segnala il calo di cash in portafoglio più forte da novembre 2016, e l'allocation su azionario più elevata da un anno.





## Il sentiment nei confronti dell'azionario è euforico

Differenza tra indicatori che mostrano eccesso di ottimismo vs eccesso di pessimismo (% netta)



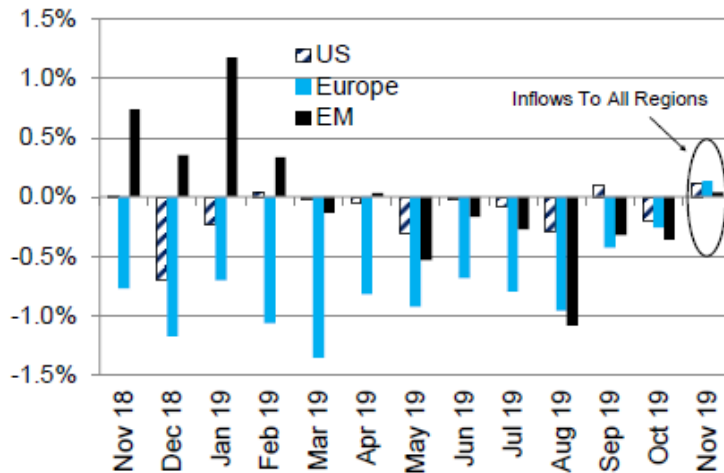
- I nuovi massimi hanno radicalmente modificato il quadro di breve sul sentiment, con la comparsa di numerosi segnali di euforia e complacency
- Il Put /call Ratio indica un forte aumento delle strutture rialziste e un calo della domanda di hedge.
- L'analisi del Vix e della Vix Structure mostra un'attesa assai bassa di un episodio di volatilità elevata.
- Il range medio dell'S&P 500, calato attorno ai 50 bps, e la correlazione tra i primi 50 titoli del S&P 500, scesa a 0,1 danno il medesimo messaggio

Lo «Showing Excess Optimism-Pessimism Spread» è un indicatore aggregato calcolato da Sentimentrader.com come la differenza tra il numero di indicatori che segnalano eccesso di ottimismo sull' azionario USA, e il numero di quelli che segnalano eccesso di pessimismo. Il backtest indica che quando questo è oltre l'estremo superiore il ritorno annualizzato è attorno al -4%. Se è compreso tra 0,2 e -0,2 il ritorno sale al 5% mentre se è sotto l'estremo inferiore è +48% annualizzato.



A medio termine, il mercato rimane impreparato ad un rimbalzo congiunturale

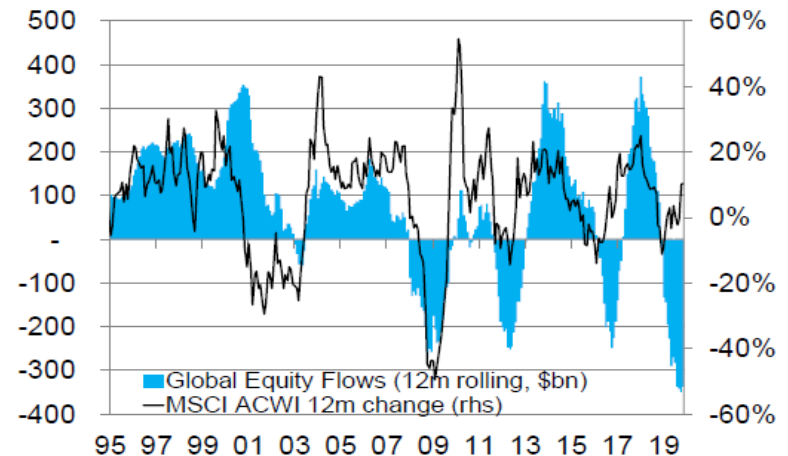
**Figure 1. Monthly Regional Equity Flows (%AUM)**



- Una simile divergenza è stata osservata di recente nel 2012 e nel 2016. In entrambi i casi la direzione dei flussi si è invertita, e il rialzo è continuato.
- Dovesse il ciclo macro globale mettere a segno un recupero anche modesto nei prossimi 2 trimestri, i flussi in entrata potrebbero tornare ad essere un rilevante driver della performance azionaria.

- Per sorprendente che possa sembrare, l'ottima performance dell'azionario globale nell'anno in corso è avvenuta a fronte di 230 bln di deflussi netti dall'asset class (Dati EFPR)
- A Novembre si sono avuti i primi segnali di inversione di tendenza, ma i volumi in entrata sono ancora trascurabili a fronte delle uscite che li hanno preceduti

**Figure 12. Global Equity Flows and Equity Market Performance**







## Wall Street segnala una ripresa della earning growth?



- Quella osservata negli ultimi 4 trimestri è la seconda fase di stallo dei profitti di Corporate America dalla grande Crisi Finanziaria
- La prima era avvenuta nel biennio 2015-2016, a causa del rallentamento cinese e della forza del \$
- Sia durante la grande Crisi che nel 2016 l'azionario Usa ha anticipato di quasi un anno la ripartenza dell'earning growth
- L'impressione è che anche in questo caso l'azionario USA stia anticipando una ripresa dei profitti, dopo lo stallo imposto dalla Trade War e dalla crisi del manifatturiero globale



## Azionario cinese: occasione di acquisto o value trap?



- Il recente rally verso i nuovi massimi a fronte di utili stabili o in marginale riduzione, ha prodotto un forte apprezzamento dei multipli sui principali mercati.
- Il confronto con la media mobile a 5 anni permette di stabilire che USA e Europa quotano a premio sulla loro media, così come il MSCI World.
- Tokyo è solo da poco passata a premio, dopo una lunga fase di sottovalutazione

- L'azionario cinese, per contro, è restato su valutazioni storicamente basse. Shanghai gira 2 punti sotto la media a 5 anni e le azioni quotate a Hong Kong risultano in linea.
- Da un lato, la bolla del 2015 influenza marginalmente le medie (in particolare a Shanghai). Dall'altro, l'impatto della trade war e dei disordini ad Hong Kong hanno contribuito a contenere la positività nei confronti del «A» e «H» shares
- Dovesse essere evitata un escalation delle proteste, sembra lecito attendersi un recupero in relativo dell'azionario cinese



### In sintesi

- Portiamo a **neutral l'azionario US**. Riteniamo che, tatticamente, la situazione in termini di sentiment e positioning si sia capovolta. Molti indicatori segnalano eccesso di ottimismo e compiacenza. Inoltre il quadro sulla trade war potrebbe complicarsi a breve, per la difficoltà di superare le divergenze su proprietà intellettuali e livello dei dazi tra le parti. Portiamo a **Neutral l'azionario europeo**. L'economia dovrebbe cominciare a reagire alle dosi di stimolo monetario erogate. Ma nel breve il sentiment e il positioning non sono più supportivi come un mese fa e gli indici potrebbero subire gli effetti di una correzione dell'azionario USA. Manteniamo a **Overweight l'azionario UK**, ritenendo probabile che l'accordo rinegoziato tra UK ed EU possa venire approvato dal Parlamento dopo le elezioni. Il posizionamento resta difensivo. Manteniamo a **Overweight l'azionario cinese** ritenendo che sia attraente in relativo rispetto agli altri mercati e che possa beneficiare di un moderato rimbalzo congiunturale. Manteniamo a **Neutral l'azionario giapponese**, in linea con l'attuale giudizio per gli altri mercati dei paesi industrializzati. Manteniamo a **Neutral l'azionario Emergenti**, preferendo in questa fase mantenere il sovrappeso sull'obbligazionario.
- Portiamo a **neutral l'obbligazionario governativo core Eurozone**. Il mercato dei tassi europeo prezza troppo poco in termini di crescita e inflazione, ma nel breve potrebbe ottenere supporto da una fase di volatilità sui risk assets. Manteniamo a **Neutral i bond periferici**. Riguardo il BTP crediamo che, sui livelli attuali compensi correttamente il rischio. Riteniamo che i partiti che formano la coalizione di Governo non abbiano alcun interesse ad andare a elezioni anticipate e quindi tenderanno a superare le divergenze. 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. Inoltre i treasuries potrebbero ottenere un temporaneo supporto da un consolidamento del mercato azionario. Manteniamo a **overweight l'obbligazionario emergenti** ritenendo che la necessità di supportare i rispettivi cicli 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** e riportiamo a **neutral quello investment grade** ritenendo che possa ottenere supporto dalla ripresa del QE ECB. 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. Portiamo a **Neutral le industriali**, ritenendo che l'upside possa venire temporaneamente contenuto da una fase di risk aversion. Manteniamo 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	■	downgrade
Area euro	■	downgrade
Italia	■	
UK	▲	
Giappone	■	
Cina	▲	
Emergenti	■	

### Valute

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

### Materie prime

Energetiche	▲	
Industriali	■	downgrade
Agricole	■	
Metalli preziosi	▲	

### Obbligazionario governativo

US	■	
Area euro core	■	upgrade
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	■	upgrade
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.