

2019

Anthilia  
Capital Partners  
SGR

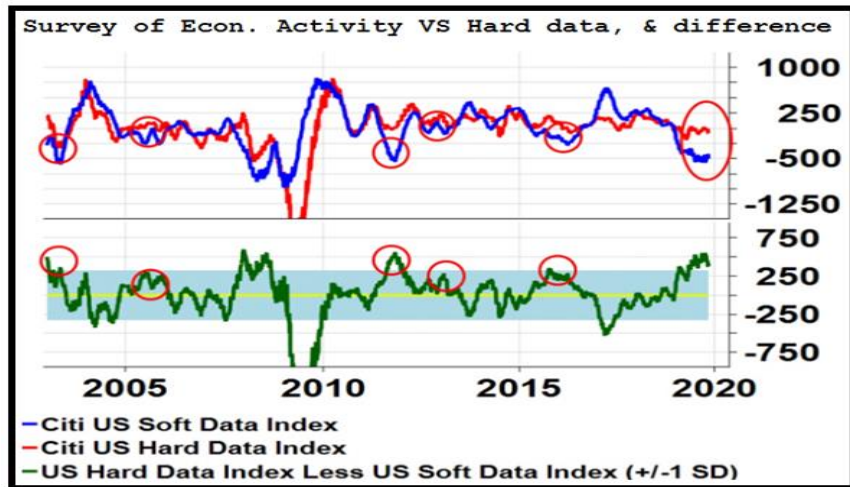
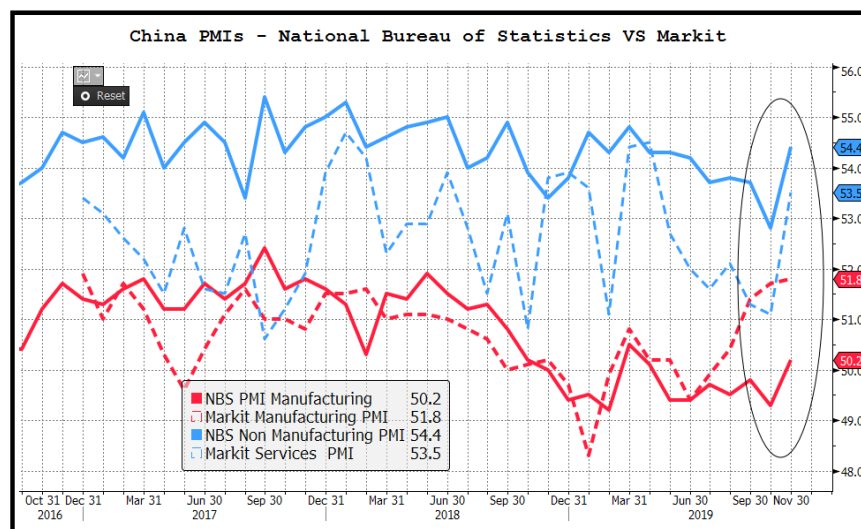
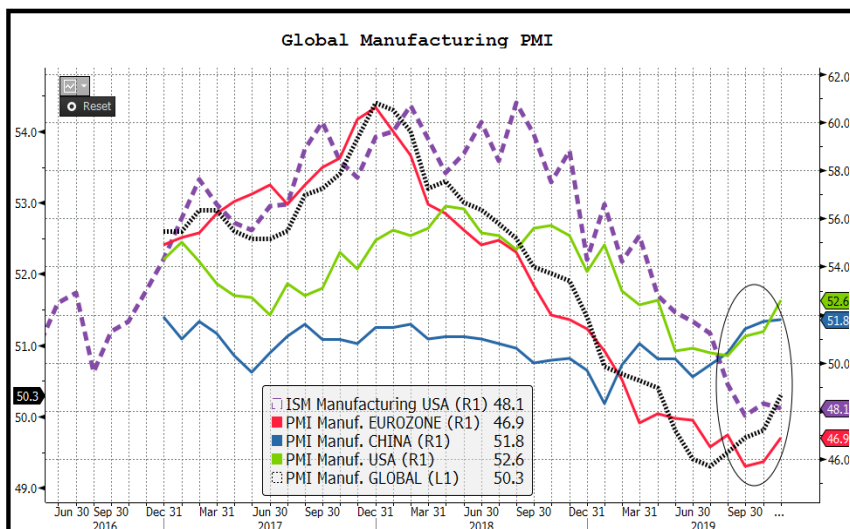
Analisi di scenario  
Dicembre 2019



**Anthilia** sgr  
Capital Partners



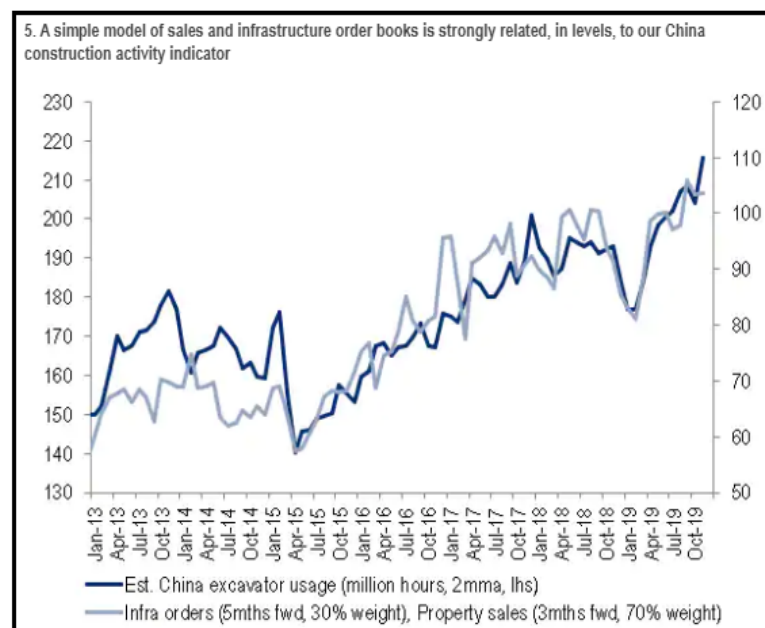
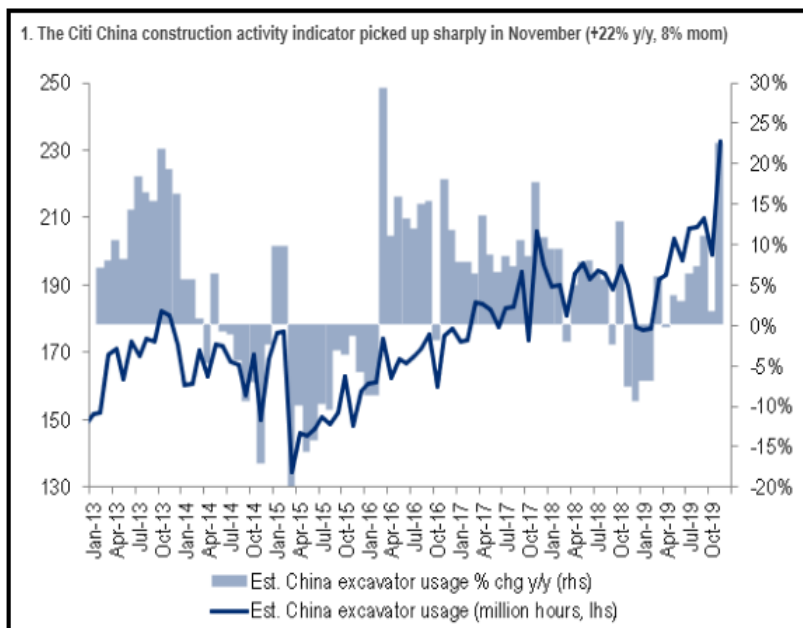
## Si rafforzano i segnali di un rimbalzo del manifatturiero globale



- Le ultime survey hanno offerto ulteriori segnali di un recupero del settore manifatturiero globale. Il ritorno in zona d'espansione degli indicatori cinesi lascia ben sperare per le condizioni della domanda globale nei prossimi mesi
- Il prossimo passo è la composizione della divergenza tra survey e dati di contabilità nazionale, a favore delle prime, come già successo nel 2012 e nel 2016.
- Col recupero del manifatturiero, dovrebbe venire meno anche la pressione sul settore servizi, che recentemente aveva iniziato ad accusare il colpo.



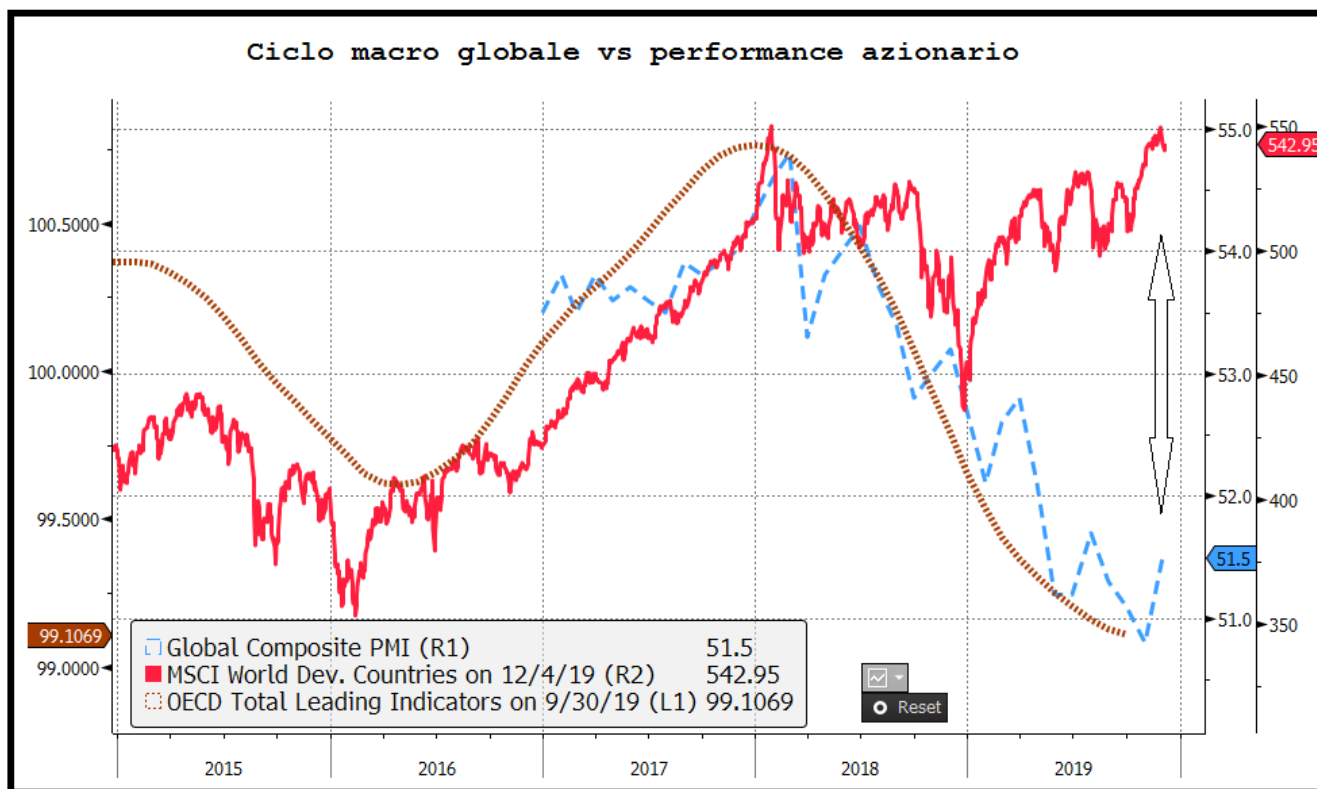
## La forza delle survey cinesi si sta comunicando ai dati?



- Gli ultimi dati sembrano indicare una fortissima accelerazione del settore costruzioni cinesi in Novembre
- Il Citi China Construction Activity Index, un indicatore basato su stime di utilizzo degli escavatori, che gode di una forte correlazione con il settore infrastrutture e quello residenziale, ha mostrato un balzo del 22% portandosi ai massimi storici.
- Ciò potrebbe costituire un primo segnale che lo stimolo monetario e fiscale erogato negli ultimi mesi sta finalmente filtrando nell'economia, attraverso uno dei canali più efficaci.
- Questa lettura risulta coerente con il recupero delle survey di attività economica, e con la brusca accelerazione degli aggregati sul credito osservata a Settembre e a Novembre.



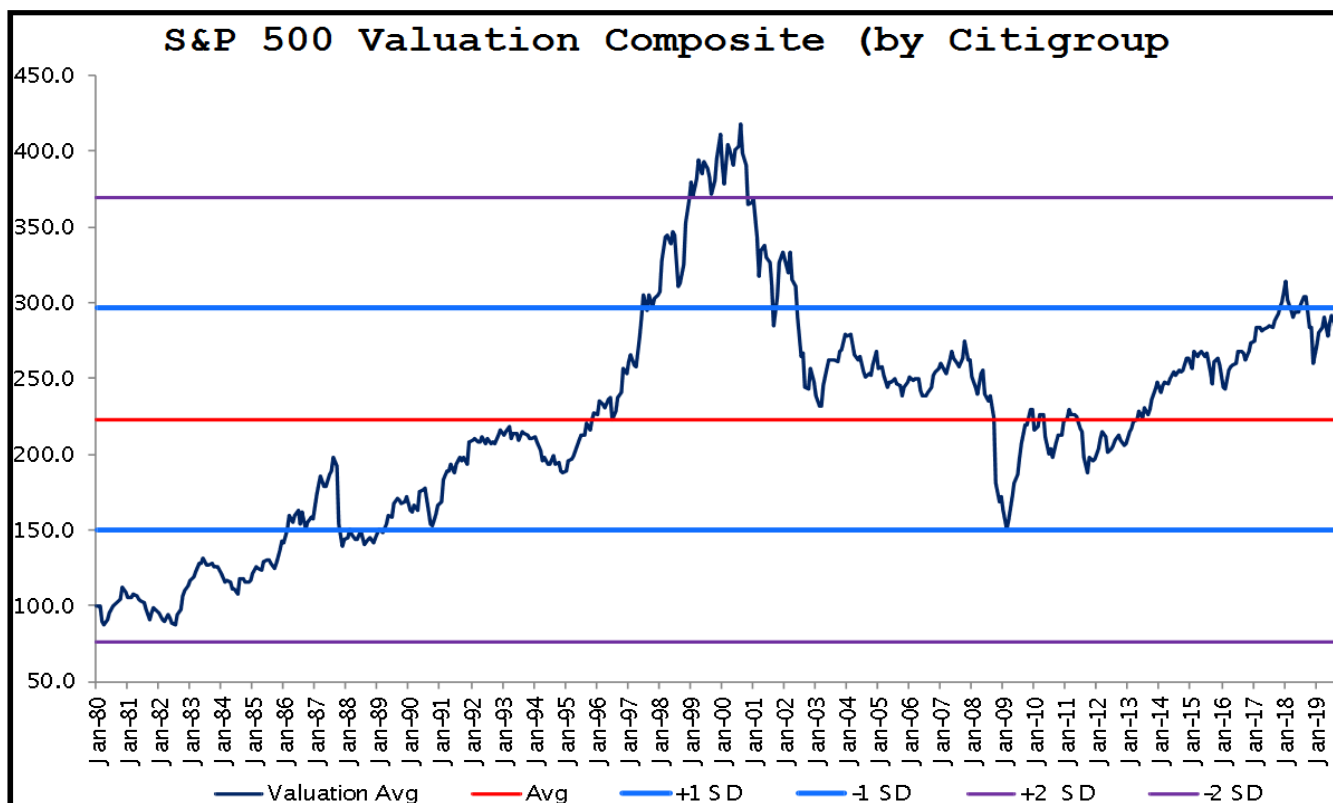
## Ma l'azionario globale si è portato avanti



- Nel 2019, in particolare nella seconda metà dell'anno, la divergenza tra l'andamento del ciclo macro globale e quello dei principali mercati azionari si è fatta davvero significativa.
- Ne consegue che, ai livelli attuali, l'azionario globale incorpora già un significativo rimbalzo dell'attività economica, e una congrua accelerazione della crescita degli utili aziendali



## Wall Street : «storicamente cara»



- Sopra 19x di P/E, Wall Street risulta storicamente «cara».
- Escludendo dalla serie il periodo della bolla tecnologica, il PE dell'S&P 500 ha trascorso, negli ultimi 85 anni, solo il 10% del tempo su multipli superiori a quelli attuali.
- Il sistema di valutazione di Citigroup colloca i livelli attuali una standard deviation sopra la media di lungo periodo (40 anni)

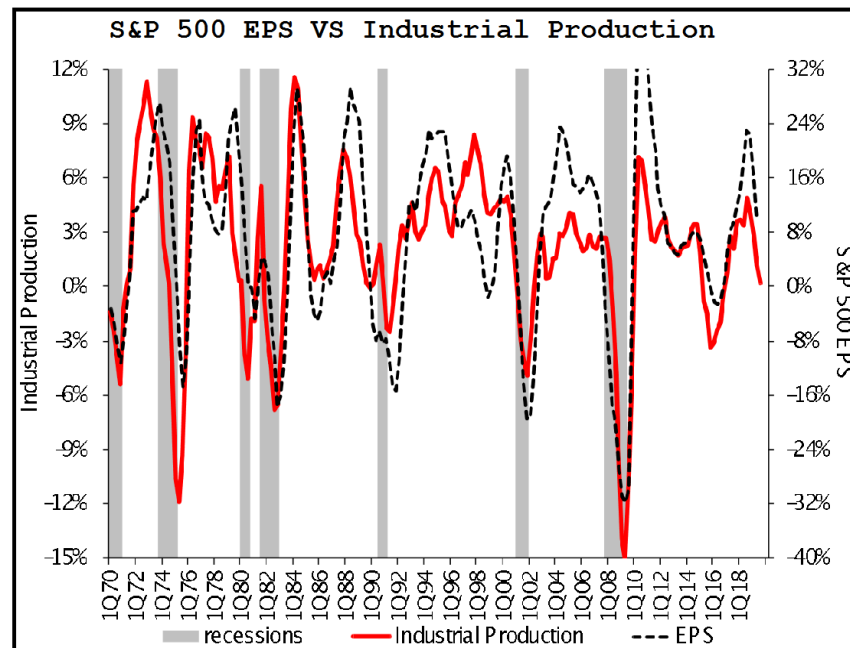
- Ne consegue che difficilmente possiamo sperare in un ulteriore significativo re-rating dell'azionario USA, anche se difficilmente avremo un massiccio de-rating, in presenza di un'accelerazione ciclica
- Altri mercati hanno valutazioni più in linea con la media di lungo periodo, ma hanno comunque visto significativi re-rating nel breve, che devono ancora trovare piena giustificazione in un miglioramento delle business conditions



## L'onere di trainare il rally ricade sulla crescita degli utili



- Nel 2017, la normalizzazione dei multipli fu prodotta da una violenta accelerazione degli utili aziendali (+25% anno su anno), che li riportò in linea con la media a 5 anni
- In quel caso, a far esplodere l'earning growth fu l'impatto del taglio alle tasse i cui effetti stanno svanendo negli ultimi mesi.



- L'attuale consenso di EPS growth per Wall Street (+10%) sembra già congruo, considerando la situazione attuale, e la correlazione degli utili con alcune variabili macro (produzione industriale, Lending Standards, Confidence dei Ceo)
- Un discorso analogo vale per l'Eurozone (9%) e l'Asia ex Japan, che però partono da multipli meno cari.
- Peraltro, una riaccelerazione ciclica nel breve dovrebbe produrre una ripartenza dell'earning growth, dopo 12 mesi di stallo.



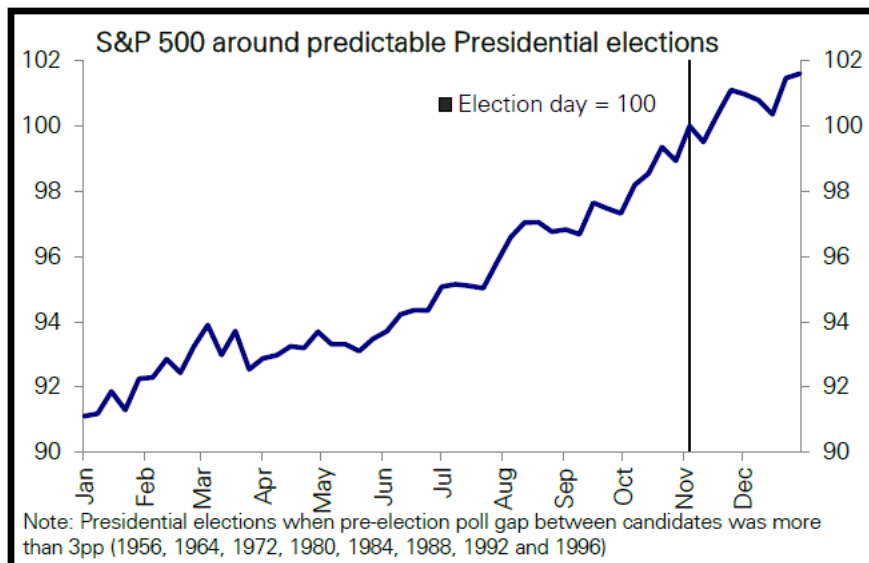
## Trade War: la deadline del 15 dicembre si avvicina



- Ai livelli attuali, i mercati prezzano per lo meno al 70% un accordo parziale tra USA e Cina, che incorpori un modesto calo dei dazi
- Con la stagione natalizia alle porte, e all'inizio di un anno elettorale, sembra improbabile che Trump voglia causare un nuovo incidente, in grado di danneggiare ciclo e mercati.
- Ciò detto, l'esperienza passata mostra che le fasi più positive di Wall Street hanno coinciso con nuove escalation dello scontro
- Su queste basi, sorprese negative il 15 dicembre, data nella quale è ancora previsto l'aumento dei dazi, non sono da escludere

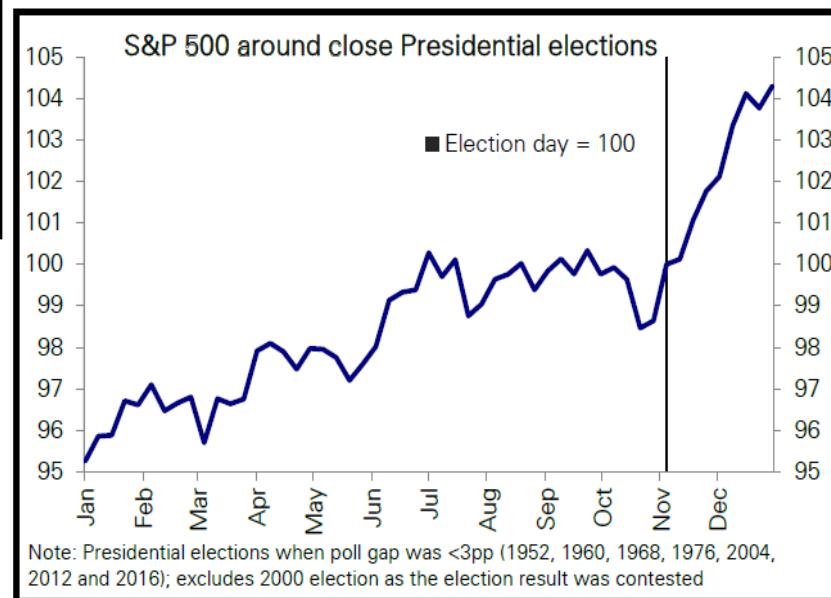


## Wall Street nell'anno delle presidenziali: volatilità in aumento.



- Nel caso delle Presidenziali 2020, si preannuncia un prologo caratterizzato da particolare incertezza: il quadro politico è assai polarizzato, l'indice di gradimento del Presidente volatile e vi è abbondanza di turbative (trade war, impeachment process, etc)
- E' probabile che le vicende politiche US, che nel 2019 hanno influito poco sui mercati producano una crescente volatilità nel 2020.

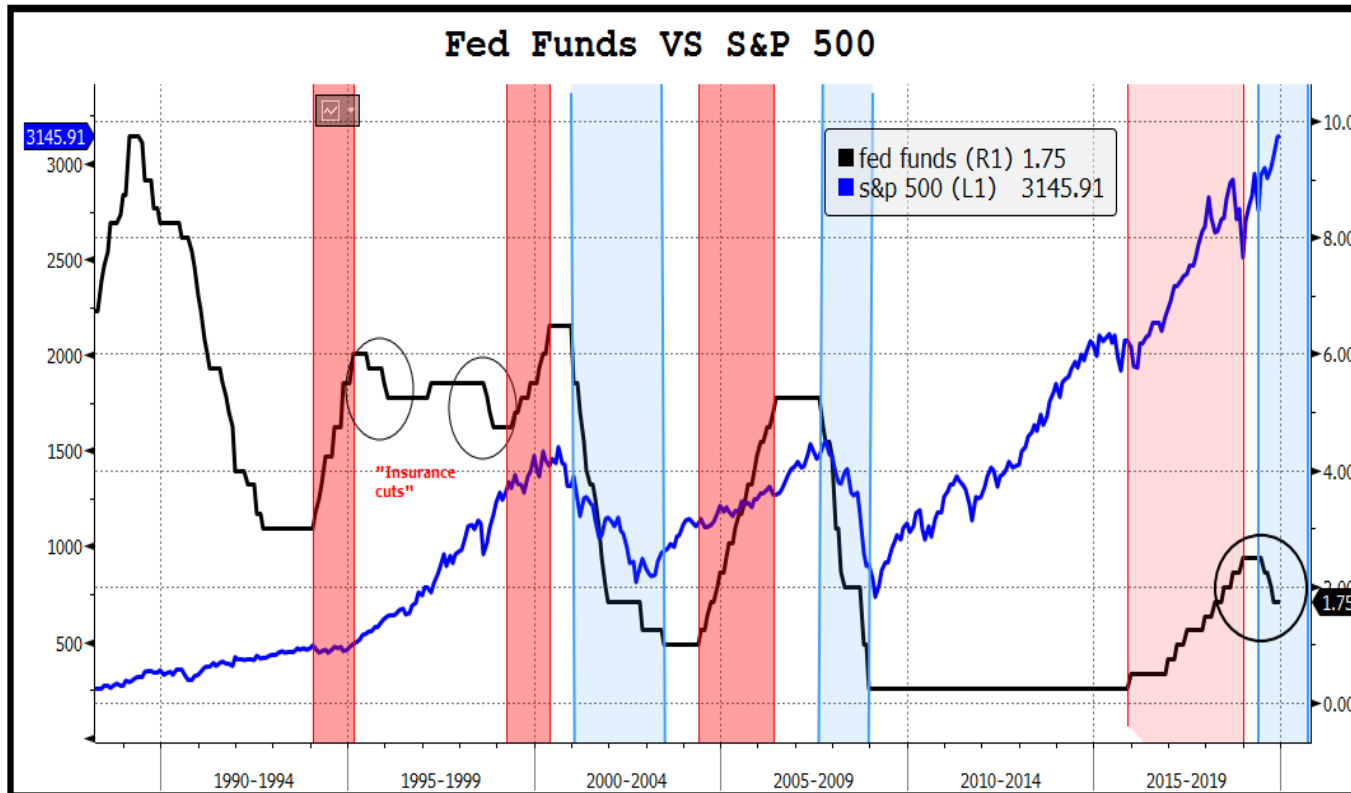
- Uno sguardo al passato mostra che normalmente negli anni elettorali, la pressione sull'azionario USA si comincia ad avvertire nel secondo semestre, **quando lo scenario è incerto**
- Successivamente, l'eliminazione dell'incertezza ha portato in media ad un recupero, qualunque fosse il vincitore (il fenomeno è stato quanto mai chiaro con la vittoria di Trump).







## Easing Fed: l'assicurazione è scattata.....

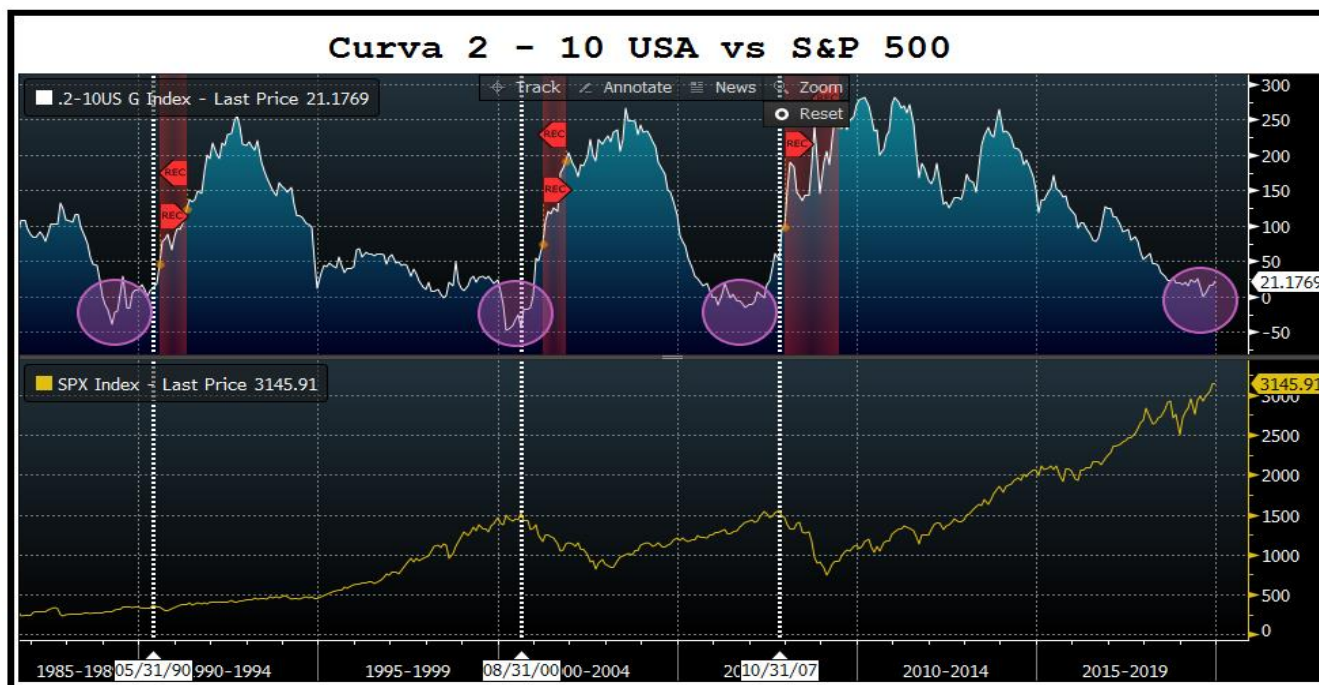


- I 75 bps di tagli operati dalla FED nel 2019 corrispondono alla misura utilizzata in passato per bilanciare shock esterni ('95 e '98)
- Dovesse questa misura trasformarsi in un ciclo di tagli più esteso, l'esperienza passata mostra che l'easing, per quanto aggressivo, non riesce ad evitare un bear market.
- Su queste basi, è quindi fondamentale che il ciclo US e globale rispondano positivamente a questa manovra, e che il prossimo movimento sia un rialzo

- Nei 2 bear market del 2001 e del 2008 il picco dell'azionario è avvenuto subito prima, o poco dopo il primo rialzo. La reazione positiva dell'azionario al cambio di stanche Fed è quindi un argomento a favore della teoria dell' «insurance cut»
- C'è però da considerare che la Fed ha intrapreso anche un nuovo programma di acquisti, cosa che ha sicuramente esaltato la proattività del cambio di stanche, e il suo impatto sui mercati.



Rientra il rischio recessione, ma il segnale è valido.



- Dopo la fase acuta di stress di settembre, il rischio recessione proiettato dalle curve dei tassi è drasticamente diminuito. Il modello previsionale della Fed di NY ha fatto scendere la probabilità di una recessione entro 12 mesi dal 39% di 2 mesi fa al 24% attuale.
- Il segmento di curva 2 - 10, il più osservato dagli operatori, si è invertito solo marginalmente a Settembre, e attualmente è tornato ad assestarsi attorno ai 20 bp

- Peraltro, la recente riluttanza ad investire del tratto di curva 2 -10 può dipendere da 2 distinte circostanze:
  - il livello storicamente basso dei rendimenti USA, che, in presenza di un tasso di inflazione che si mantiene attorno al target supporta in rendimenti sulle parti più lunghe delle curve
  - la reattività della FED, che cambiando bruscamente stance, ha prodotto un collasso del tasso a 2 anni di 150 bps in 10 mesi.
- Gli altri tratti rilevanti (3mesi -10 anni, 2 - 5 anni etc) si sono tutti invertiti nella prima parte del 2019. Ne consegue che il segnale fornito dalle curve dei tassi è valido e bisogna trattare con molta cautela eventuali indebolimenti dei dati nel corso del 2020.



## Inversione e picco dell'equity

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

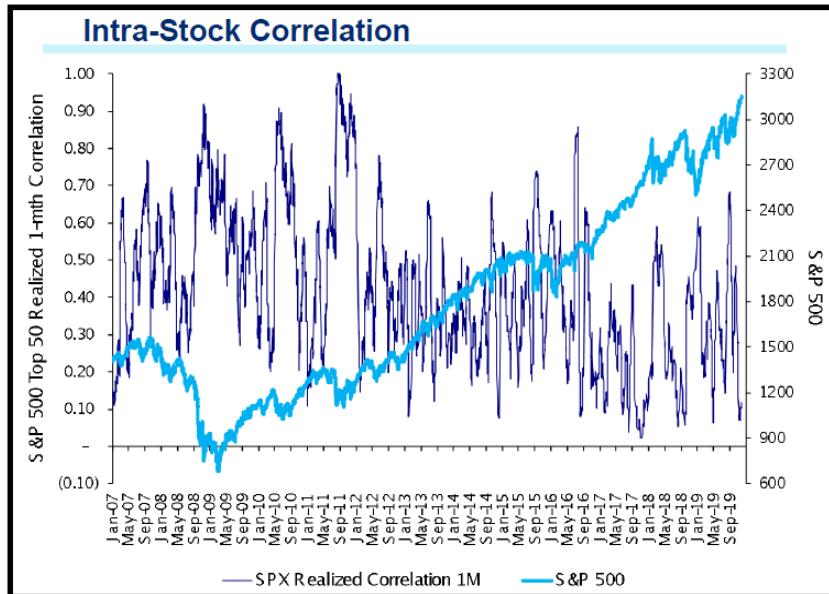
Inversion Date	SPX Peak Date	SPX % Chg	# of Months	Recession Start	# of Months
17/12/1965	29/11/1968	17,69%	35	31/12/1969	48
30/03/1973	11/01/1973	-	-2	30/11/1973	8
17/08/1978	30/01/1980	9,63%	17	31/01/1980	17
11/09/1980	28/11/1980	11,83%	2	31/07/1981	10
14/12/1988	16/07/1990	34,01%	19	31/07/1990	19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

- Come già osservato in passato, il periodo intercorso tra l'inversione della curva USA e le ultime 5 recessioni che ne sono seguite è stato sempre superiore ai 18 mesi, e le ultime 3 sono iniziate 19, 31 e 26 mesi dopo l'inversione
- 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
  - La buona performance di Wall Street in questa fase non invalida l'analisi, e ulteriori rialzi non sono affatto preclusi.



Nel breve il rischio di una correzione resta significativo.



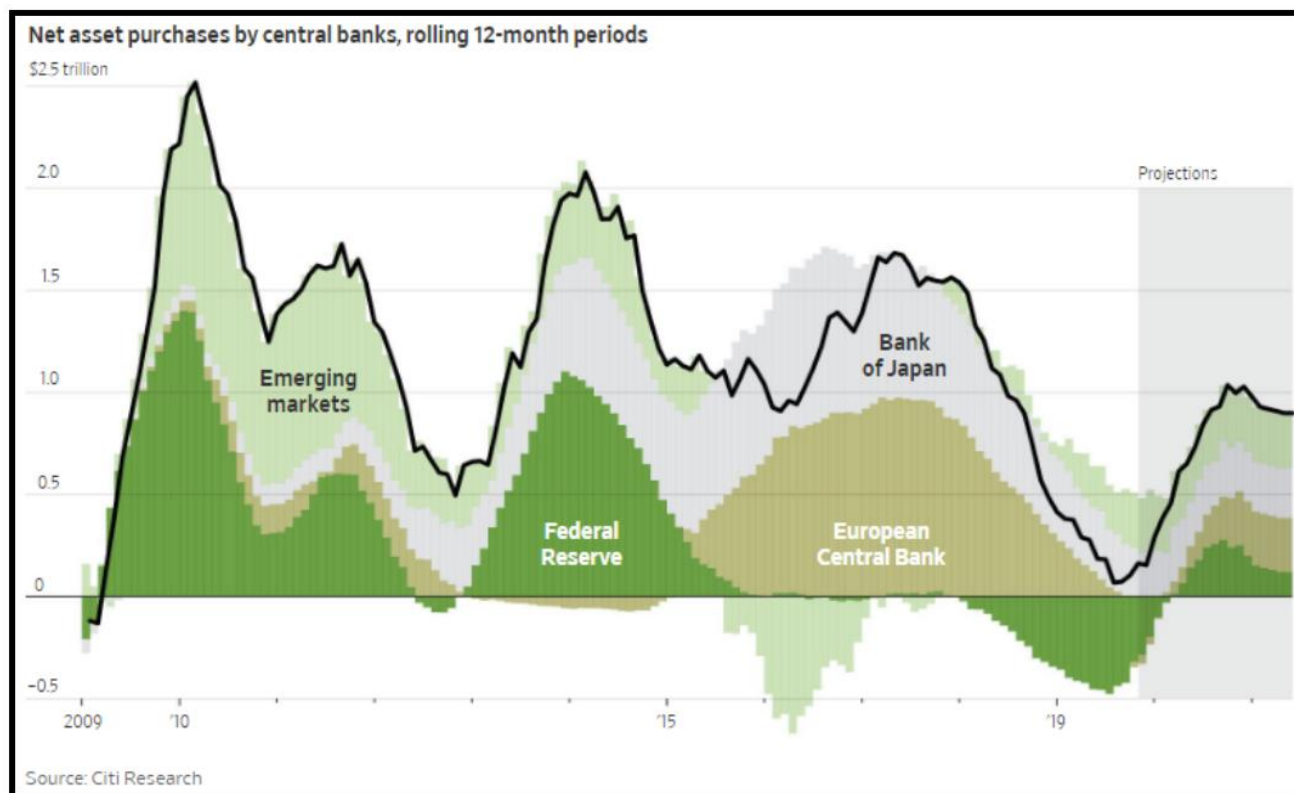
- Anche il positioning di altre categorie di investitori, l'analisi dei flussi negli ETF, e la volatilità realizzata indicano un significativo livello di complacency nel mercato
- E' possibile che l'ipercomprato di breve si elimini tramite un movimento laterale, o che non impedisca ulteriori progressi degli indici
- Ma l'incombere del fine anno, con la liquidità ridotta, e la tendenza degli operatori a reagire esageratamente a eventuali catalyst, rende poco attraente insistere con un posizionamento aggressivo in questa fase.

- Il quadro tecnico sui mercati continua a indicare un significativo rischio di una fase correttiva nelle prossime settimane.
- La correlazione tra i primi 50 titoli dell'S&P 500 è tornata nella parte bassa del range, a indicare una scarsa preoccupazione degli investitori riguardo una fase correttiva.
- Gli hedge funds, che avevano mantenuto un'esposizione assai bassa dopo l'estate, e durante il rally autunnale, nell'ultimo mese la hanno precipitosamente aumentata, ai massimi del range. Storicamente, ciò ha portato, in media, a performance mediocri le settimane seguenti.





La liquidità globale riprende a essere di supporto agli asset.



- Sicuramente, un ruolo nel rimbalzo dell'azionario globale, e nel calo della volatilità, lo ha avuto la ripresa delle iniezioni di liquidità da parte delle principali banche centrali
- Dopo aver fatto segnare il minimo da 10 anni a questa parte a metà 2019 in termini aggregato a 12 mesi (sotto i 100 bln) gli acquisti netti hanno ripreso a crescere e potrebbero tornare a totalizzare un trillione di \$ entro 10 mesi

- Il mercato è stato molto rapido a prezzare il cambio di stanche delle Banche Centrali (anche la PBOC non ha lesinato, di recente). Peraltro un eventuale conferma delle attese di rimbalzo congiunturale potrebbe indurre gli Istituti di Emissione a ridurre lo stimolo in eccesso, causando una controreazione.



### In sintesi

- Manteniamo a **neutral l'azionario US**. Riteniamo che, tatticamente, la situazione in termini di sentiment e positioning si sia capovolta rispetto alla prima parte dell'autunno. 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 tra le parti su proprietà intellettuali e livello dei dazi. Lasciamo 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 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.
- Manteniamo 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 alla luce dei vari downside risks, 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 quello **investment grade** ritenendo che possano ottenere supporto dalla ripresa del QE ECB. Portiamo a **Neutral i subordinati finanziari europei**, alla luce della recente performance, ritenendo improbabili nel breve ulteriori restringimenti degli spreads.



### In sintesi

---

- Riguardo i cambi, portiamo a **Overweight l'€/\$**, con l'idea che la divisa unica potrebbe avvantaggiarsi di un miglioramento del quadro macro Eurozone. Inoltre la sua funzione di funding currency potrebbe portare a ricoperture in caso di fasi di volatilità sugli asset. Il Dollaro potrebbe subire l'effetto delle iniezioni di liquidità dovute alla ripresa del programma di acquisti Fed. 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, Manteniamo 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. Lasciamo 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	■
Area euro	■
Italia	■
UK	▲
Giappone	■
Cina	▲
Emergenti	■

### Valute

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

### Materie prime

Energetiche	▲
Industriali	■
Agricole	■
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	■	downgrade

▲ = 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.