

2020

Anthilia
Capital Partners
SGR

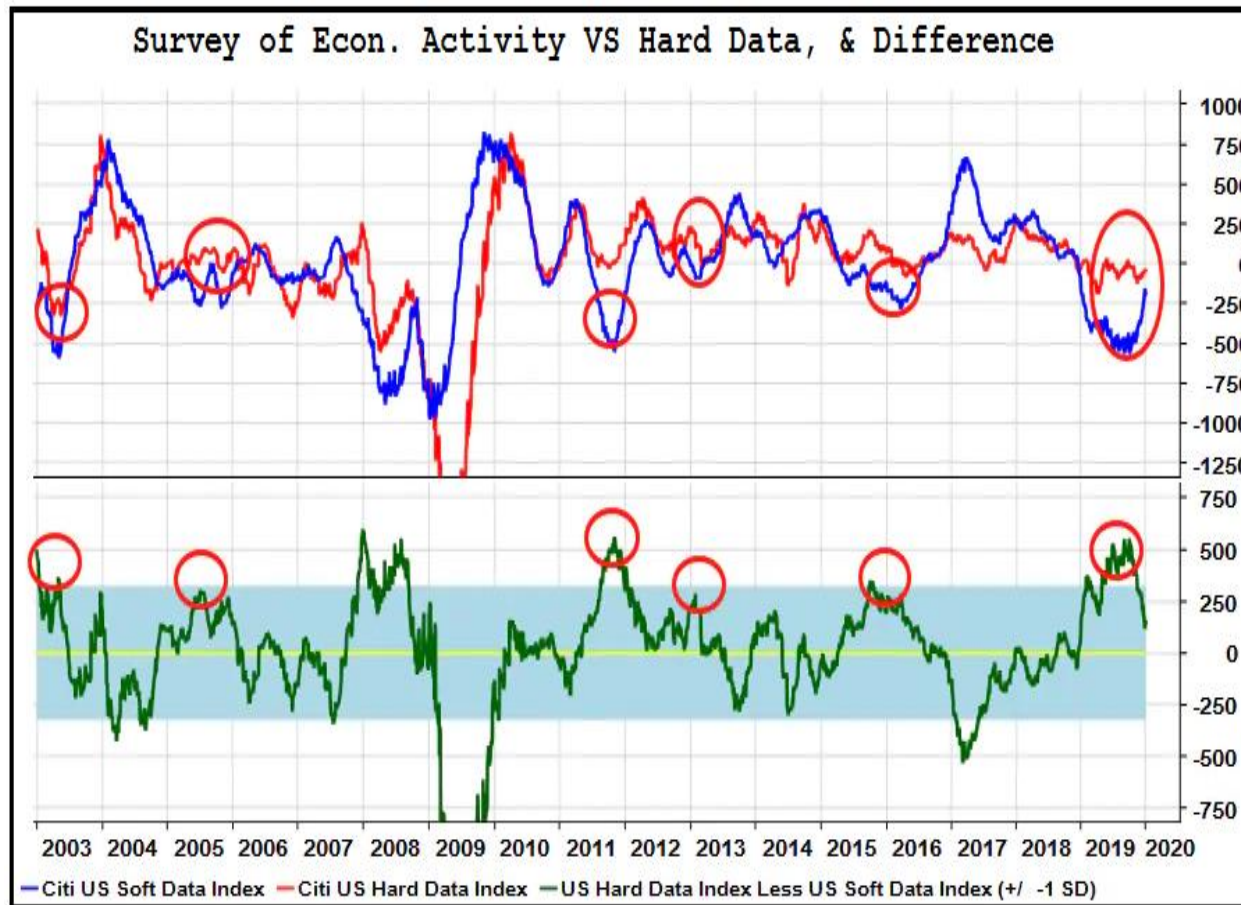
Analisi di scenario
Gennaio 2020



Anthilia^{sgl}
Capital Partners



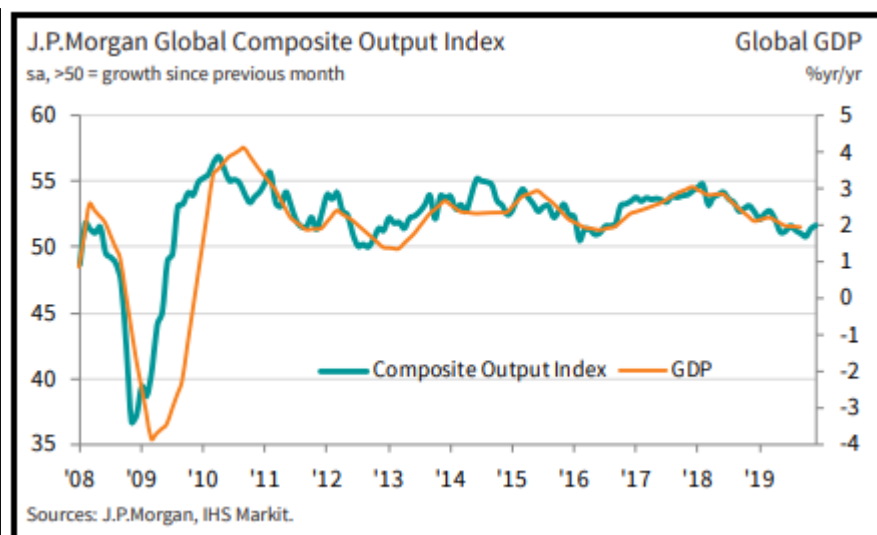
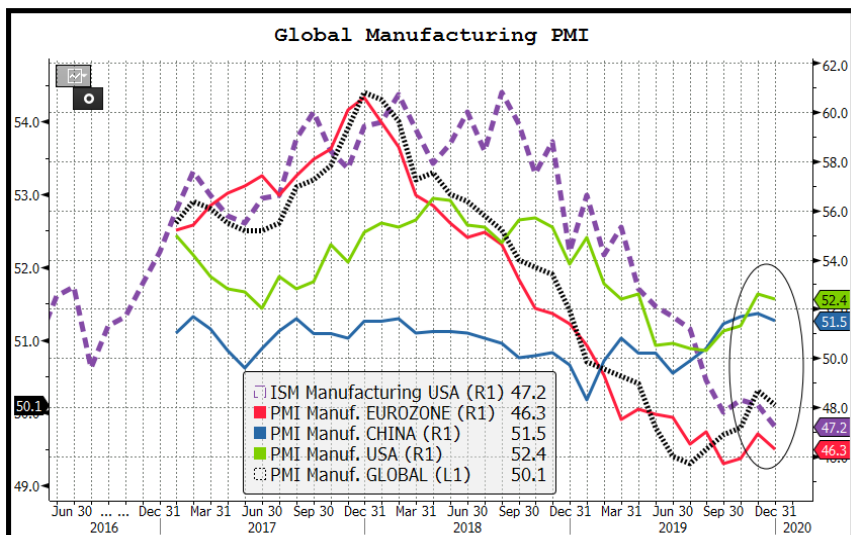
Diminuisce l'incertezza, e l'umore delle aziende migliora.



- A novembre avevamo notato che i numerosi motivi di incertezza (trade War, Brexit) osservati durante il corso del 2019 avevano gravato sul morale delle aziende, causando una brusca divergenza tra il livello di crescita indicato dai dati macro e quello implicito nel livello delle survey di attività economica.
- Il miglioramento del newsflow su questi ed altri focolai di crisi, e l'impatto dell'enorme ammontare di easing erogato dalle banche centrali sta producendo un progressivo riallineamento, da parte delle survey, verso il livello di attività indicato dai dati



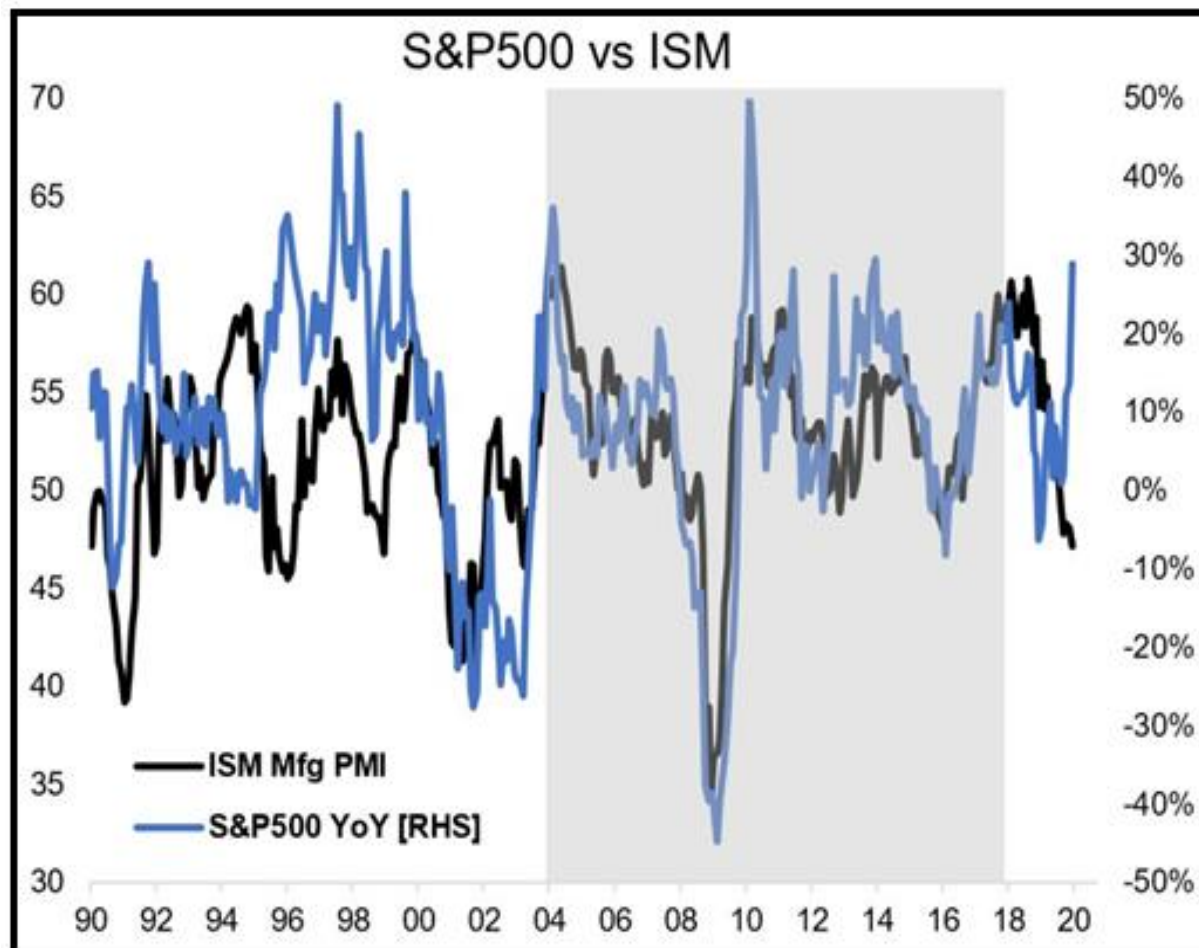
Ripresa, ma non ancora convincente.



- In verità quella indicata dalle survey manifatturiere globali è poco più di una stabilizzazione, e le survey di Dicembre hanno mostrato un assestamento, da monitorare nei primi mesi del 2019.
- Il settore servizi ha tenuto meglio più o meno in tutte le aree geografiche, ma difficilmente potrà supplire in caso di ulteriori daffailance del manifatturiero.
- Le attese di un consolidamento della ripresa sono legate principalmente a:
 - ❖ La conclusione di un ciclo delle scorte
 - ❖ La ripartenza degli investimenti, con il calo dell'incertezza legata alla trade war
 - ❖ Il dispiego degli effetti sulle economie dell'enorme ammontare di easing monetario erogato
 - ❖ Un rimbalzo congiunturale cinese
- In generale, però, i segnali di una ripresa economica globale, per quanto indiscutibilmente presenti, sembrano al momento più deboli, e meno uniformemente distribuiti, rispetto a quanto osservato nel 2017



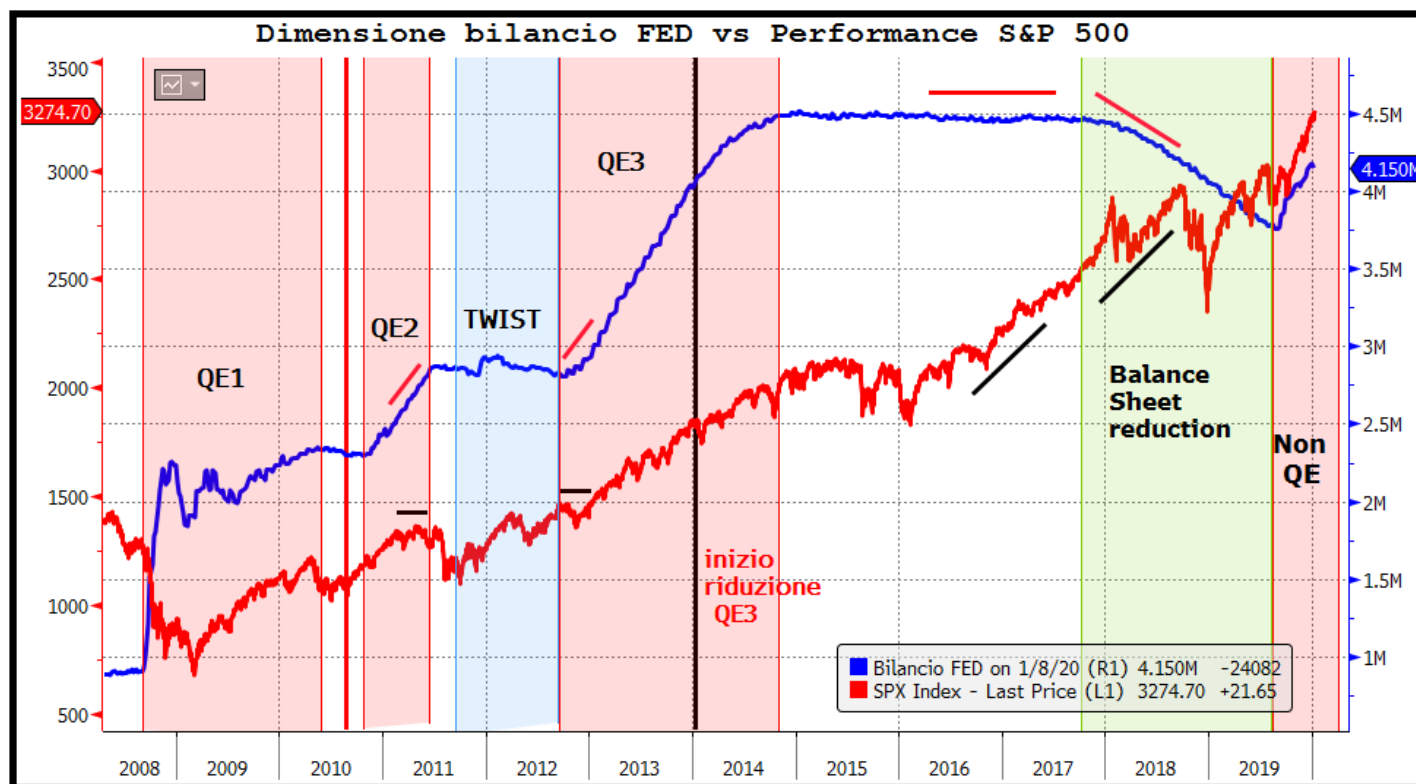
I mercati azionari prezzano già un robusto rimbalzo congiunturale



- Per quanto uno possa giudicare migliorate le prospettive macroeconomiche e quelle sugli utili aziendali, i mercati azionari si sono portati decisamente avanti nel prezzare la ripresa.
- Diversi fattori hanno contribuito a quest'ondata di ottimismo:
 - ❖ Il rientro del clima eccessivamente pessimista e del positioning difensivo diffusi tra gli investitori nella seconda parte dell'anno
 - ❖ Il citato ridimensionamento dei rischi connessi con Trade War e brexit
 - ❖ L'azione vigorosa delle banche Centrali, ed in particolare la ripresa delle iniezioni di liquidità, in varie forme.
- La divergenza prodottasi tra performance dell'azionario e quella dell'economia e degli utili è tra le maggiori osservate negli ultimi decenni



Ha senso l'ossessione per il Bilancio Fed?



- Sicuramente il rally azionario globale del quarto trimestre 2019 ha ricevuto un enorme supporto dall'accelerazione dell'easing monetario erogato dalle principali banche centrali.
- Fed, ECB e People Bank of China hanno tagliato i tassi, e intrapreso iniezioni di liquidità in varie forme.

- Ma la relazione tra la direzione dei bilanci delle Banche Centrali e i relativi listini azionari, pur presente non è così stretta come pare assumere recentemente la narrativa sui mercati.
- Uno sguardo all'ultimo decennio mostra che i programmi di acquisto favoriscono l'asset inflation nel lungo periodo, ma non hanno impedito bruschi aggiustamenti dei corsi, sia sull'azionario che sui bonds.



Wall Street : in significativo ipercomprato.



- Il robusto rally dell'azionario USA nel quarto trimestre ha portato l'indice ad una distanza dalla media mobile a 200 giorni di quasi il 10%.
- Si tratta di un livello di ipercomprato rilevante, ma non rarissimo: negli ultimi 10 anni è stato osservato almeno 6 volte.
- In alcuni di questi casi l'estensione ha raggiunto livelli superiori e si è anche protratta nel tempo.
- In questa occasione il movimento è stato anche caratterizzato da volatilità particolarmente bassa

- L'esperienza dell'ultimo decennio mostra che un'iperestensione di questo livello **non** ha necessariamente avuto implicazioni negative per l'azionario, nei trimestri a venire.
- Detto questo, ognuno dei picchi nella differenza tra indice e media è stato seguito da un consolidamento di qualche genere, di entità variabile da caso a caso.



Wall Street: tra gli investitori regna la compiacenza

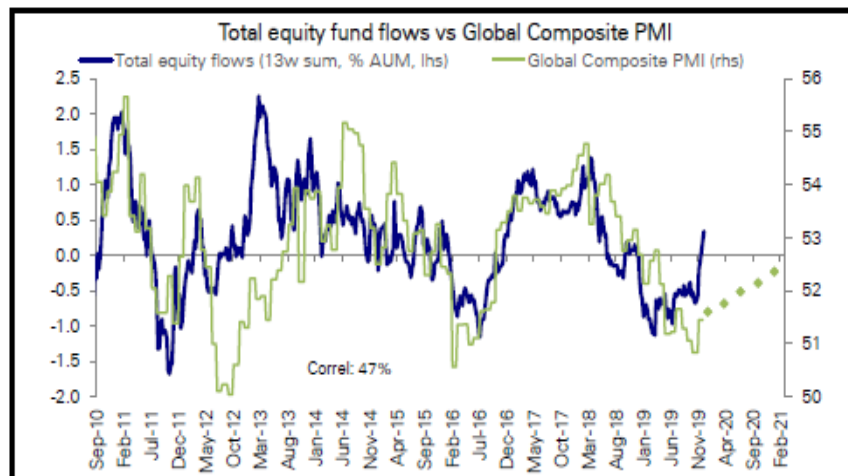
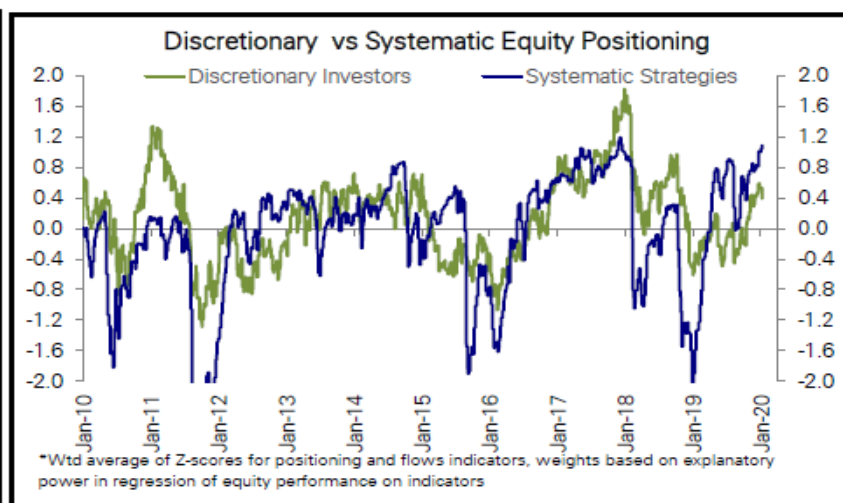
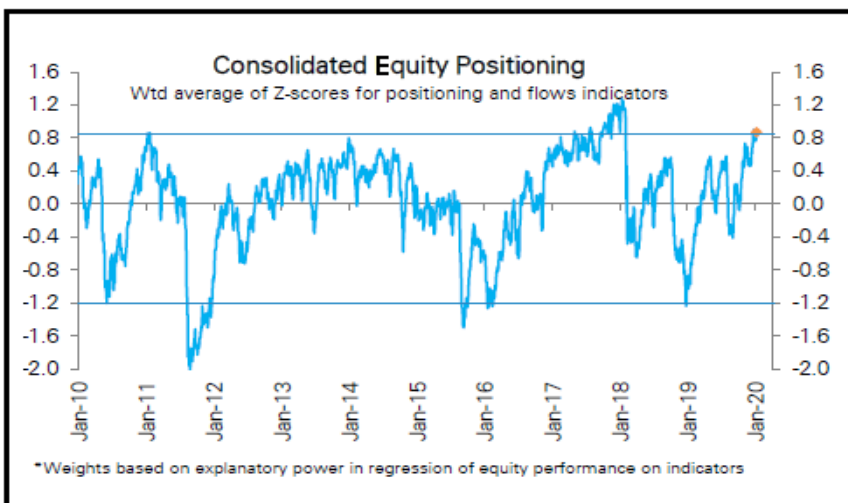


- La performance positiva, in contesto di volatilità bassa, ha rivoluzionato il sentiment degli investitori
- Dal clima scettico di inizio autunno siamo passati ad un ottimismo sfrenato
- Un buon indice di questo clima è dato dalla media mobile a 50 giorni del put /call ratio, che a 0,5 mostra una persistente propensione degli investitori in opzioni a investire in strutture rialziste il doppio dei volumi spesi in hedging

- Anche in questo caso, picchi di questa media hanno preceduto di poco consolidamenti del mercato. Il livello di 0,50 è stato superato non più di 2 o 3 volte nell'ultimo ventennio.
- Un livello di complacency simile si legge anche in altri indicatori, come il CNN Fear/ Greed Proxy e il livello di correlazione tra le azioni, e livello di ottimismo espresso dalle survey di investitori e dalle newsletters più diffuse sul mercato.



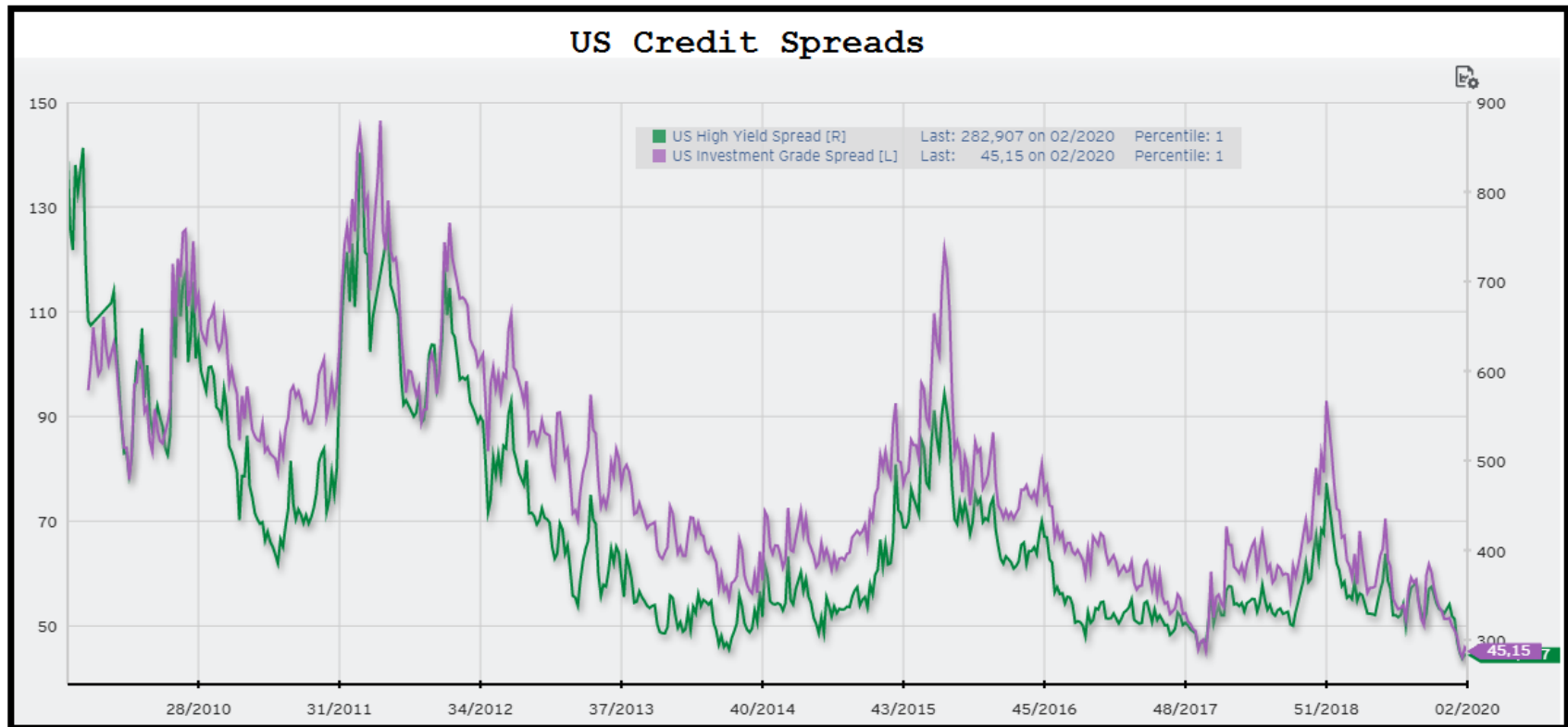
Wall Street: positioning ai massimi da quasi 2 anni.



- Anche il positioning si è decisamente modificato negli ultimi 4 mesi. In aggregato, il peso di azionario risulta ai massimi da quasi 2 anni.
- Il crollo della volatilità ha spinto al massimo l'esposizione delle strategie quantitative (CTA, Vol Control, e Risk Parity), che ora mostrano un livello di azionario pari a quello di inizio 2018.
- Meno iperesteso, ma sempre assai cresciuto, il positioning degli investitori discrezionali, tra i quali solo gli Hedge Funds long/short conservano un elevato scetticismo
- I flussi in entrata sono tornati in forze negli ultimi mesi e mostrano una marcata divergenza dal livello di attività economica rilevato dalle survey



L'eccessivo risk taking non riguarda solo l'azionario.



- Il forte risk appetite e il crollo della volatilità hanno prodotto un brusco calo degli spreads del credito, che sono tornati sui minimi ciclici, marcati nel 2014 e poi rivisitati nel 2018.
- Le condizioni favorevoli stanno inducendo le aziende a emettere ammontari record di nuovo debito. La prima settimana del 2020 (2-9 Gennaio) risulta essere la quarta assoluta per volumi di corporate bonds investment grade emessi sul mercato USA, con 62 bln \$ (record storico a Giugno 2019 con 75 bln).



Euforia? Noooo....

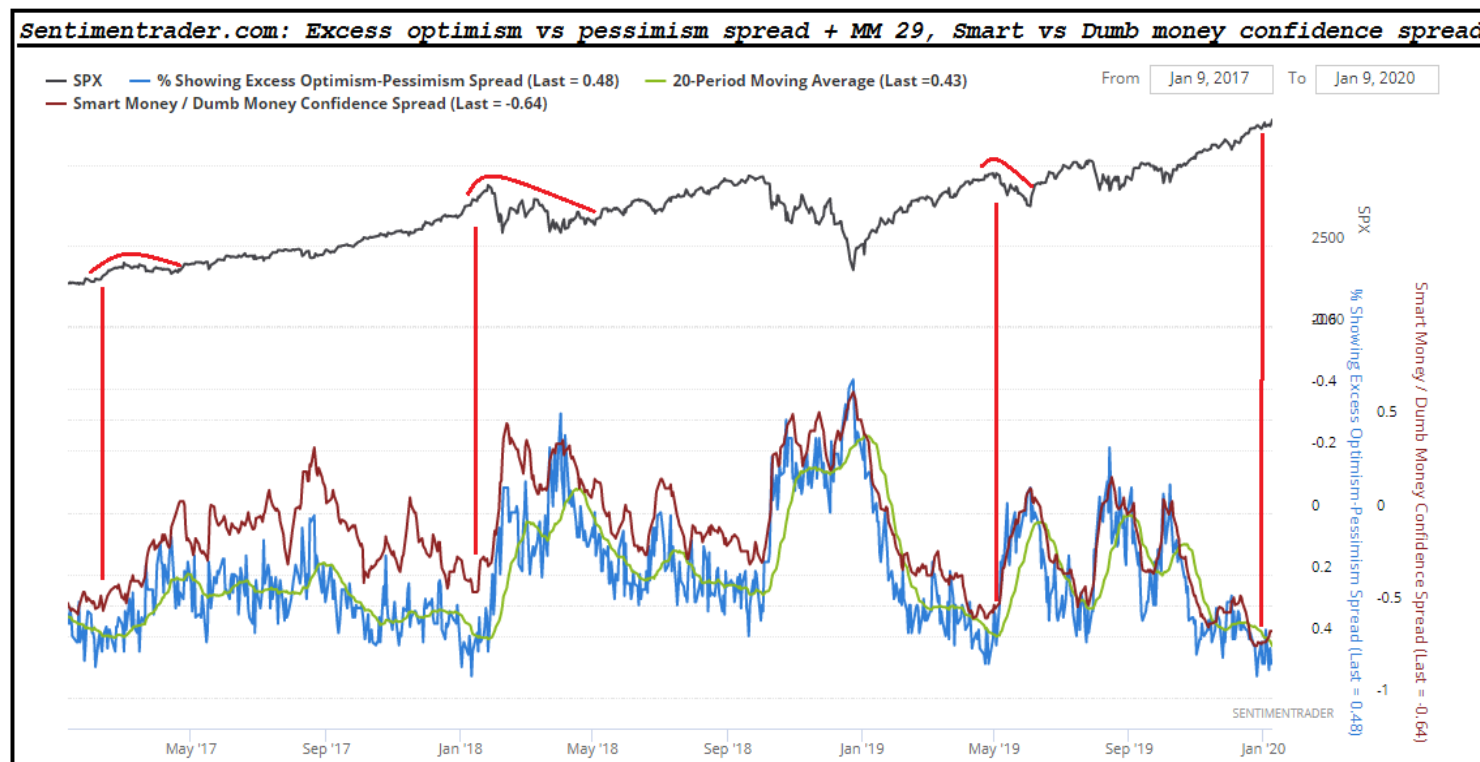


- Ad una situazione decisamente sbilanciata in termini di sentiment, positioning e ipercomprato si accompagnano alcune situazioni tipiche degli eccessi di euforia
- Nel contesto di un movimento di mercato rialzo, caratterizzato da volatilità assai bassa, la performance del Nasdaq si sta recentemente attestando a circa il doppio dell'indice generale, mentre quella dell'indice contenente le massime capitalizzazioni di mercato ne rappresenta un multiplo
- Tra le single stocks fioccano movimenti parabolici. Apple, primo titolo per capitalizzazione di mercato, è raddoppiato negli ultimi 12 mesi, con una capitalizzazione attuale di 1,37 trilioni di \$. Tesla è salita del 105% in 3 mesi.

Name	Last	TIME	CHANGE	PERCENT	5 GG %	1 MESE %	3 MESI %	Q YTD %	6 MESI %	1 YR %	YTD %
RUSSELL 2000 INDE	1669.605	01/13	--	+0.72%	+0.38%	+1.93%	+10.91%	+0.07%	+6.34%	+16.53%	+0.07%
S&P 500 INDEX	3288.13	01/13	--	+0.70%	+1.29%	+3.77%	+10.86%	+1.78%	+9.10%	+27.32%	+1.78%
NASDAQ 100 STOCK	9070.646	01/13	--	+1.16%	+2.51%	+6.87%	+15.66%	+3.87%	+14.19%	+38.67%	+3.87%
NYSE FANG+ Index	3381.517	01/13	--	+2.27%	+5.12%	+15.76%	+28.87%	+8.69%	+27.82%	+40.93%	+8.69%



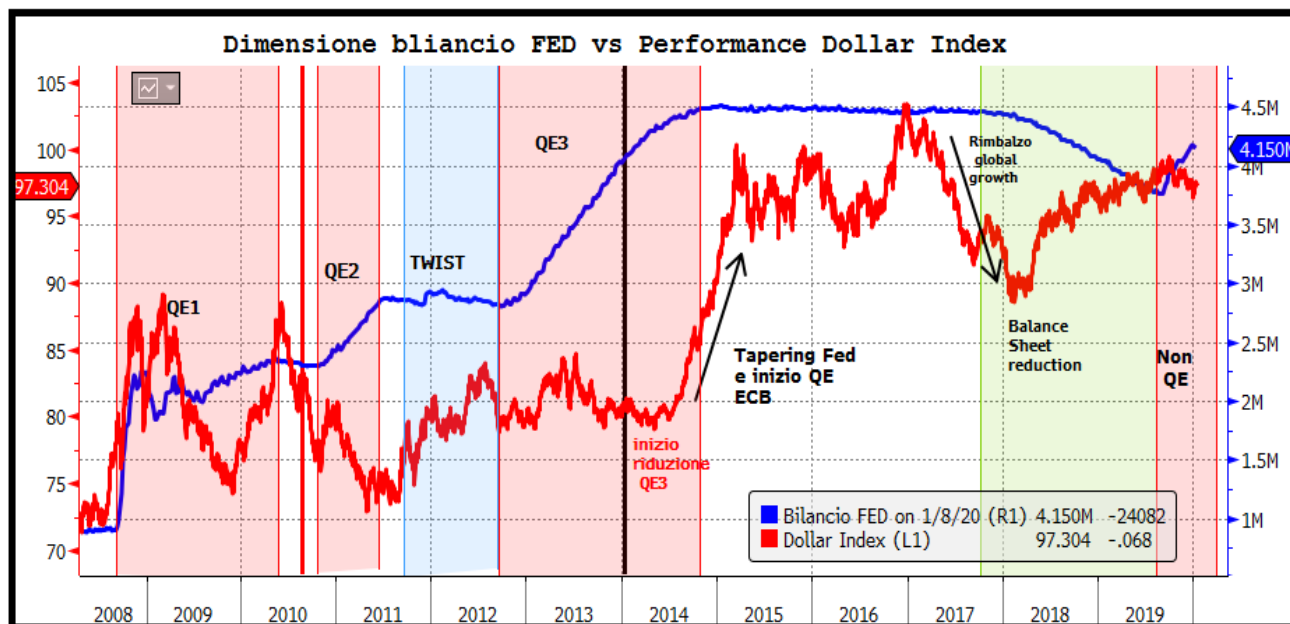
In sintesi: un contesto assai assai poco attraente per investire



- L'aggregazione di tutti questi indici di Sentiment, positioning e flussi mostra che quello attuale costituisce uno dei contesti caratterizzati dai maggiori eccessi del recente passato. Una condizione opposta a quanto osservato, ad esempio, a fine 2018.
- Il backtest mostra che questo tipo di situazioni comporta implicazioni di tipo opposto a seconda dell'orizzonte temporale scelto. Queste sono positive per il medio termine (dall'anno in su), ma nel breve il risk/reward di una posizione sovrappesata di azionario è assai poco attraente



Dollaro: Più motivi di debolezza che di forza



- Come per l'azionario, per il Dollaro la correlazione con la direzione relativa dei bilanci delle banche centrali esiste, ma non è perfetta.
- Tassi di interesse, performance dell'economia globale, scambi commerciali e finanze pubbliche contribuiscono a determinare la direzione dei cambi.

- La ripresa dell'espansione, a ritmi elevati del Bilancio FED ha sicuramente favorito l'interruzione del trend di rialzo del Dollar Index. Vista l'intenzione del FOMC di continuare a garantire, tramite acquisti di T-Bills, un adeguato livello di riserve bancarie, questa fonte di debolezza dovrebbe rimanere, sia pure con minore intensità rispetto agli ultimi 6 mesi
- Altri argomenti favorevoli ad un moderato indebolimento del biglietto verde sono la prospettiva di un rimbalzo congiunturale globale, una situazione che storicamente ha prodotto flussi di capitale in uscita dagli USA verso le altre economie, e la permanenza dei «twin deficits» (commerciale, e di bilancio)
- Il differenziale di rendimento continua ad essere un fattore a supporto del biglietto verde, in particolare verso l'€ (che costituisce il 57% del Dollar Index). Nel breve l'impatto dovrebbe essere attutito dai movimenti relativi dei rendimenti
- Un altro caveat alla view moderatamente negativa sul Dollaro è costituito dal positioning, decisamente riequilibratosi negli ultimi mesi e con un crescente lungo accumulato dai Dealers (operatori solitamente con un buon timing)



In sintesi

- Portiamo a **underweight l'azionario US**. Riteniamo che la situazione attuale, in termini di sentiment, positioning e flussi offra un profilo di risk/reward assai poco attraente. A Wall Street emergono evidenti segnali di euforia. Inoltre, gli utili aziendali devono ancora dare convincenti segnali di poter riprendere a salire. Portiamo a **Underweight l'azionario europeo e quello italiano**. L'economia continentale dovrebbe cominciare a reagire positivamente alle dosi di stimolo monetario erogate. Ma, nel breve, il sentiment e il positioning non sono più supportivi come un paio di mesi fa e gli indici potrebbero subire gli effetti di una correzione dell'azionario USA. Manteniamo a **Overweight l'azionario UK**, ritenendo che vi sia valore negli attuali livelli. Inoltre, per motivi specifici, sulla borsa UK non si sono accumulati gli eccessi di ottimismo visibili su altri mercati. Portiamo a **Neutral l'azionario cinese** ritenendo che, sebbene resti attraente in relativo rispetto agli altri mercati, può comunque risentire di una fase di risk aversion globale. Manteniamo a **Neutral l'azionario giapponese e l'azionario Emergenti**, ritenendo sufficiente la riduzione di rischio operata mediante il downgrade di USA, Euro e Cina.
- Manteniamo a **neutral l'obbligazionario governativo core Eurozone**. Il mercato dei tassi europeo prezza ancora 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 politico. 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, anche se le elezioni in Emilia Romagna e il Referendum confermativo della riduzione del numero dei Parlamentari potrebbero costituire delle turbative nel breve. Riteniamo, per contro che Spagna e Portogallo offrano poco valore sui livelli attuali. Manteniamo a **Neutral l'obbligazionario US**, ritenendo che 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.
- Portiamo a **underweight il debito corporate US Investment grade**, in linea con il giudizio su **quello High Yield**, in quanto vediamo poco valore su questi livelli. Riguardo il **credito europeo**, manteniamo a **neutral** quello **investment grade**, ritenendo che possa ottenere supporto dalla ripresa del QE ECB, ma portiamo a **underweight** quello **High Yield**.



In sintesi

- Manteniamo a **Neutral i subordinati finanziari europei**. Vediamo ancora valore nei livelli degli spreads attuali, ma riteniamo improbabili nel breve ulteriori performance, in particolare se l'azionario dovesse attraversare una fase di volatilità.
- Riguardo i cambi, manteniamo a **Overweight l'€/\$**, con l'idea in questa fase il biglietto verde possa continuare a indebolirsi moderatamente. Inoltre la funzione di funding currency dell'€ potrebbe portare a ricoperture in caso di fasi di volatilità sugli asset. Restiamo **sovrapesati su Yen**, in quanto lo vediamo come un hedge efficiente nel caso di fiammate di risk aversion. Portiamo a **Underweight la Sterlina** ritenendo che i prossimi mesi vedranno una ripresa delle tensioni UK - EU in relazione alla negoziazione delle relazioni dopo la chiusura del periodo di transizione. Inoltre l'economia UK sembra risentire dell'incertezza relativa alla Brexit, e la BOE potrebbe tagliare i tassi nei prossimi meeting. Manteniamo **overweight il franco Svizzero** con l'idea che possa offrire un hedge contro fiammate di risk aversion.
- Riguardo le Commodities, portiamo a **Neutral le energetiche**, ritenendo che le recenti vicende in Medio Oriente abbiano portato gli investitori ad accumulare posizioni elevate sul greggio, il cui smontamento potrebbe avere un peso sulle quotazioni. 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	▼	downgrade
Area euro	▼	downgrade
Italia	▼	downgrade
UK	▲	
Giappone	■	
Cina	■	downgrade
Emergenti	■	

Valute

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

Materie prime

Energetiche	■	downgrade
Industriali	■	
Agricole	■	
Metalli preziosi	▲	

Obbligazionario governativo

US	■	
Area euro core	■	
Italia/Periferia	■	
UK	■	Upgrade
Giappone	▼	
Emergenti Local Currency	▲	
Emergenti Hard Currency	▲	
Inflation linked US	▲	
Inflation linked Area euro	▲	

Obbligazionario corporate

US investment grade	▼	downgrade
US high yield	▼	
Area euro investment grade	■	
Area Euro high yield	▼	downgrade
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.