

2020

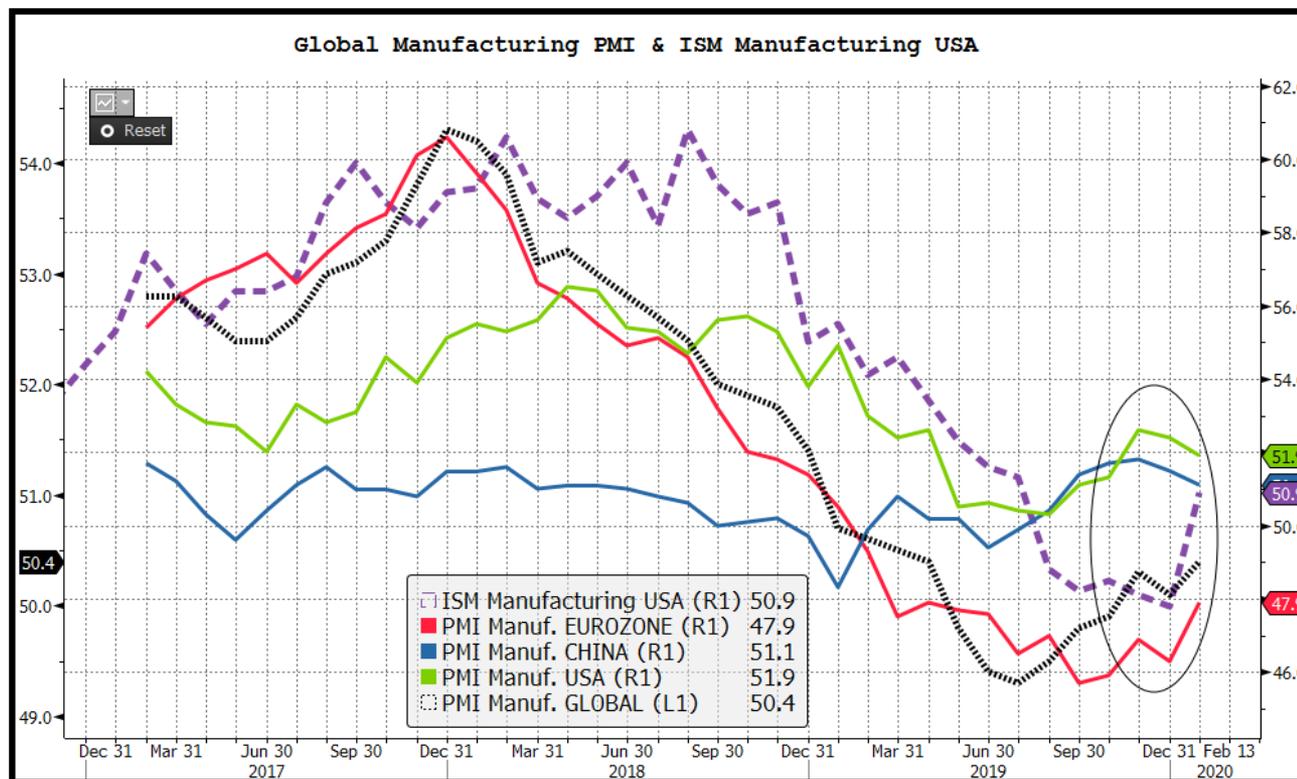
Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Febbraio 2020





Rimbanzo ciclico globale: old news?

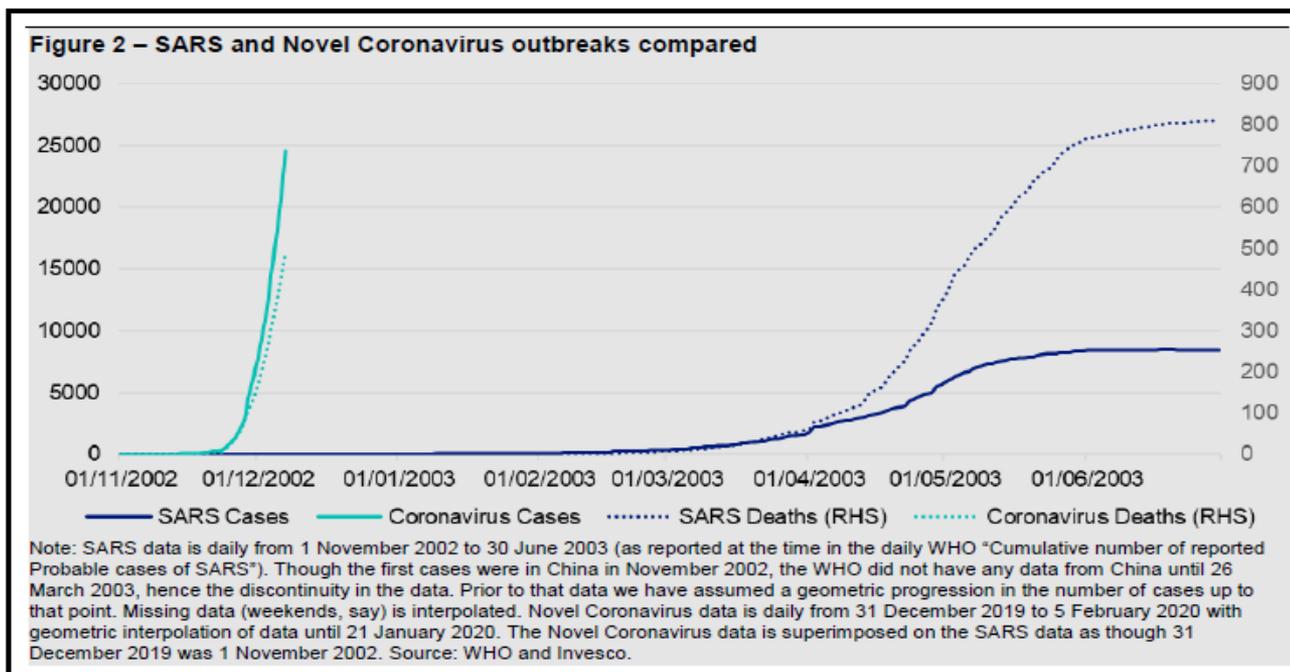


- Ci è voluta una nuova tregua commerciale tra Cina e USA, e un' ondata di stimolo monetario da parte delle principali banche centrali, ma infine negli ultimi mesi del 2019 le survey di attività hanno iniziato a dare segnali di un rimbalzo congiunturale.
- L'accelerazione dell'attività è ancora moderata e disomogenea, ma sono emersi segnali di un rimbalzo della domanda globale (ritorno a crescere dei sottoindici «export orders» nei PMI)

- Purtroppo, questo rimbalzo congiunturale, della cui entità ancora non vi era alcuna certezza, è stato messo sub judice dall'esplosione in Cina dell'epidemia di 2019-nCov, destinata ad avere un impatto significativo sul ciclo cinese e globale.
- Un secondo ordine di problemi è costituito dalla difficoltà di interpretare, nei prossimi mesi i dati e le survey macro, la cui affidabilità verrà minata dalle discontinuità nell'attività economica.



2019-nCov e SARS, un paragone inappropriato.

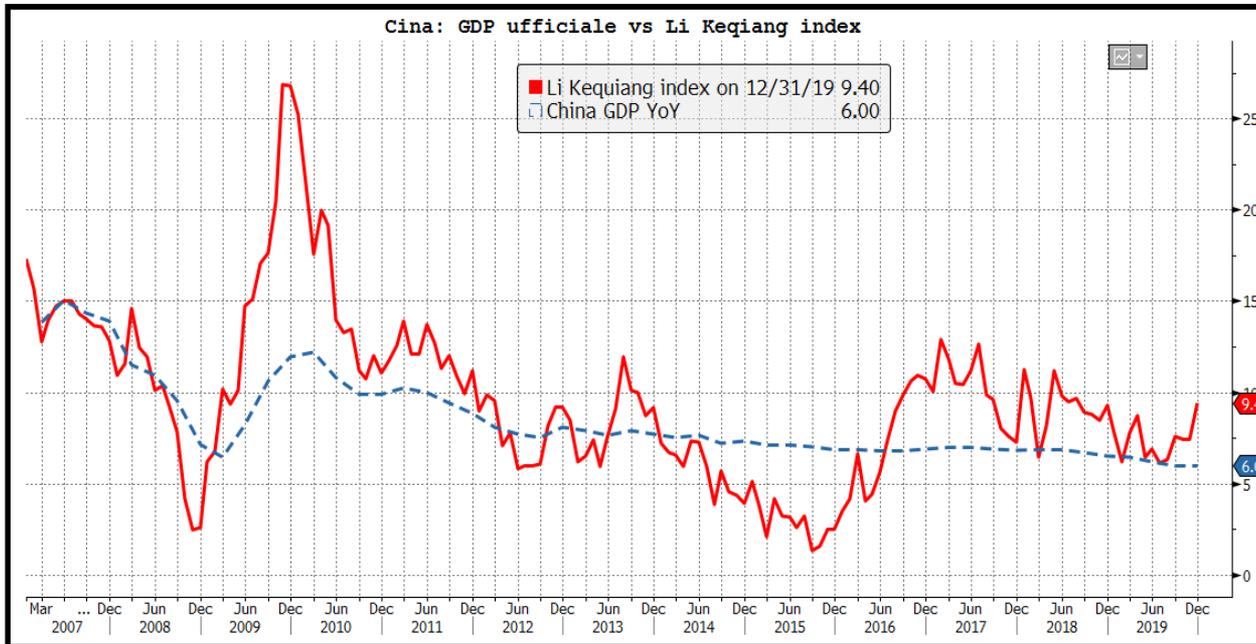


- Le caratteristiche dell'infezione da Coronavirus lasciano intendere che l'impatto sarà, in ogni caso, assai più forte di quello della SARS
- Nel 2002, i casi di SARS ci misero 4 mesi a superare il numero di 1000. Quelli del 2019- nCov si avviano a superare i 75,000 in poco più di un mese.
- Con un tasso di mortalità di circa $\frac{1}{4}$ rispetto a quello della SARS, le vittime sono già oltre il doppio di quelle causate dalla SARS in 6 mesi

- Le misure di contenimento adottate per la SARS sono state assai più blande di quelle in uso attualmente. La maggior parte dei paesi si limitò a diramare norme prudenziali per i viaggiatori, e non ci fu un significativo impatto sull'offerta di beni e servizi, in quanto l'attività produttiva non venne bloccata.
- Per contro, le misure di contenimento poste in essere nell'ultimo mese non hanno praticamente precedenti nella storia cinese, con oltre 750 mln di Cinesi coinvolti in varia misura.
- Praticamente tutte le aziende dei distretti colpiti hanno sospeso le attività produttive. L'attività dovrebbe riprendere nella settimana 17-21 Febbraio, ma una grande maggioranza di aziende sostiene di non avere un sufficiente numero di addetti disponibile
- Nel 2002, l'economia cinese costituiva il 4% di quella mondiale. Ora questa percentuale è salita al 16%.



L'impatto temporaneo sull'Economia è un ipotesi benigna.

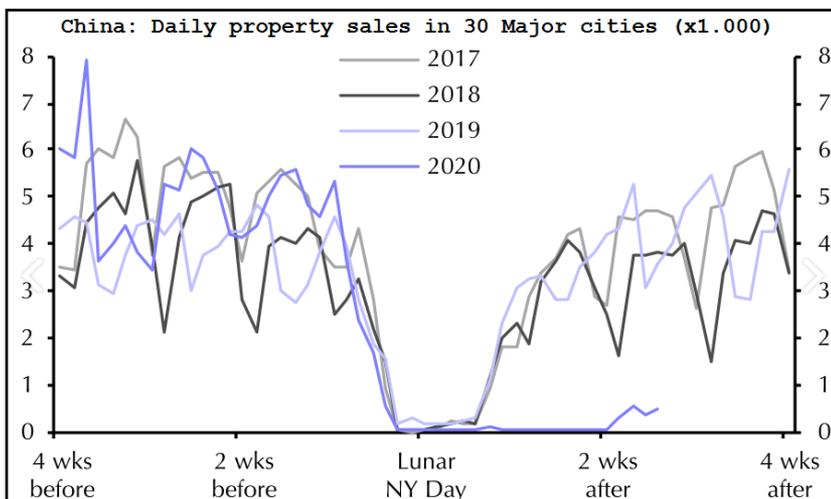
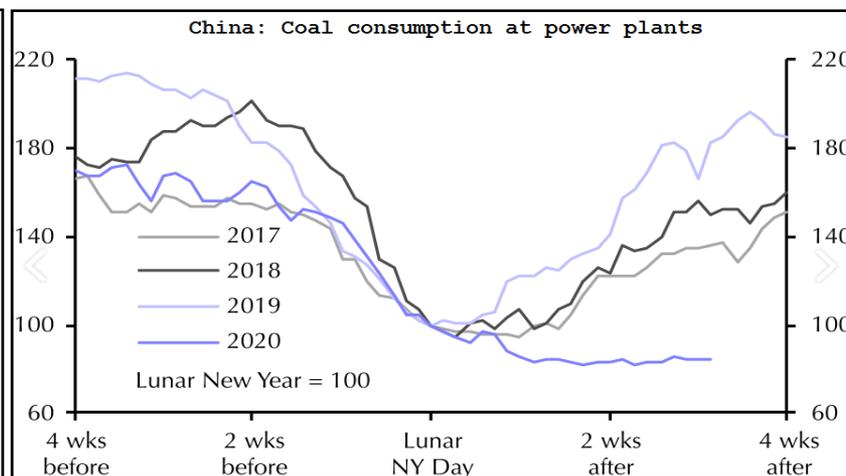
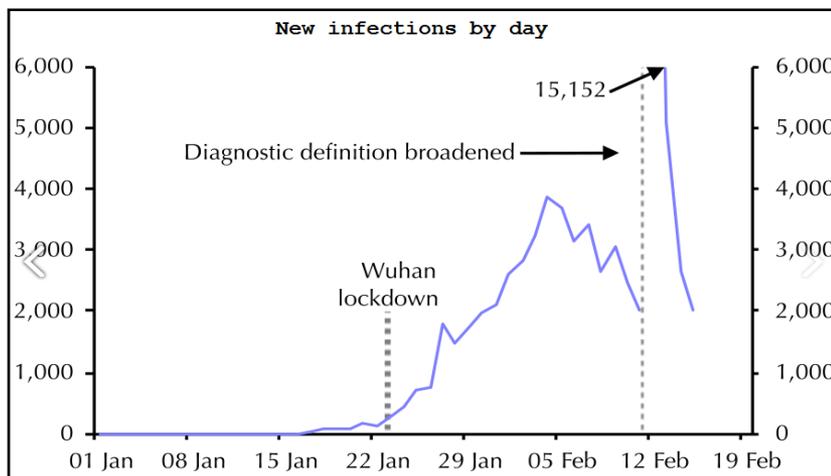


- In quest'occasione, il classico profilo a «V» dell'attività economica osservato nel caso di altre catastrofi (terremoti, uragani o epidemie) non può assolutamente essere dato per scontato.
- Il profilo di quest'evento non può ancora essere delimitato con certezza.
- La diffusione dell'infezione potrebbe proseguire a lungo e richiedere la proroga di alcune, o tutte le misure di contenimento, e addirittura causarne un aggravio

- Su queste basi, il ritorno alla normalità potrebbe richiedere tanto tempo, e risultare disomogeneo e soggetto a fasi di «stop and go». Più che di fronte a una «V» potremmo trovarci di fronte a una «U», oppure a una «W».
- La promessa delle Autorità cinesi che gli obiettivi economici verranno centrati non costituisce alcuna garanzia di tenuta del ciclo. L'esperienza passata mostra che l'attività economica reale può discostarsi anche parecchio dai dati ufficiali, ed è generalmente assai più volatile di quanto da questi indicato.
- Sicuramente la politica monetaria e quella fiscale possono offrire un supporto all'economia, e le Autorità non risparmieranno gli sforzi. Ma questo avverrà a costo di un serio aggravamento degli squilibri di lungo periodo (aumento del debito, destinazione di ampie risorse ad investimenti improduttivi).



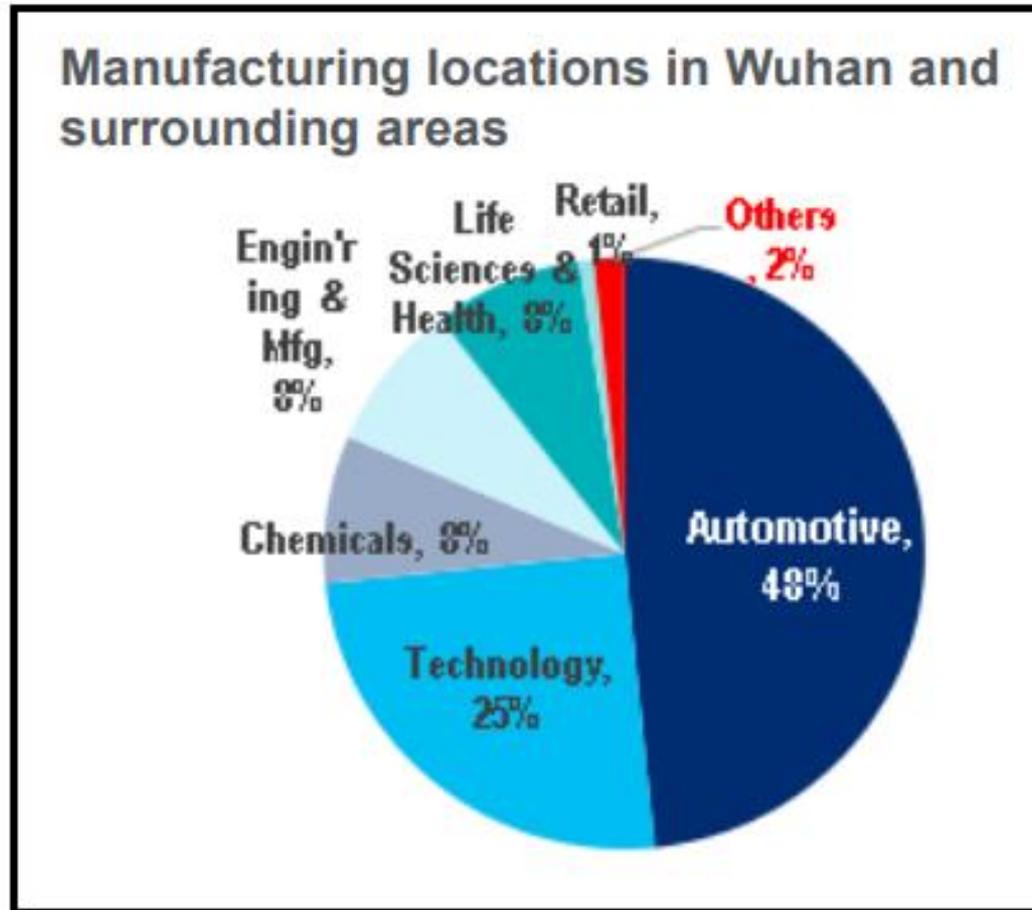
C'è un trade off tra contagio e misure di contenimento dell'epidemia



- I numeri ufficiali mostrano che l'attività di contenimento sta ottenendo il risultato di rallentare l'espansione del virus, e che fuori dei confini la diffusione è ancora limitata (540 casi)
- Ma le quarantene, il blocco alla circolazione, il rinvio delle manifestazioni pubbliche e la chiusura dei confini stanno sostanzialmente portando all'arresto l'attività economica.
- Una proroga delle limitazioni potrebbe avere costi economici ben superiori alle stime che circolano attualmente (-0,8/-1%). L'occupazione inizierà a risentirne in tempi brevi, e potremmo assistere ad un'ondata di defaults
- Viceversa, un allentamento delle misure di contenimento potrebbe ridare forza all'infezione e, aumentando il rischio che si trasformi in una pandemia.



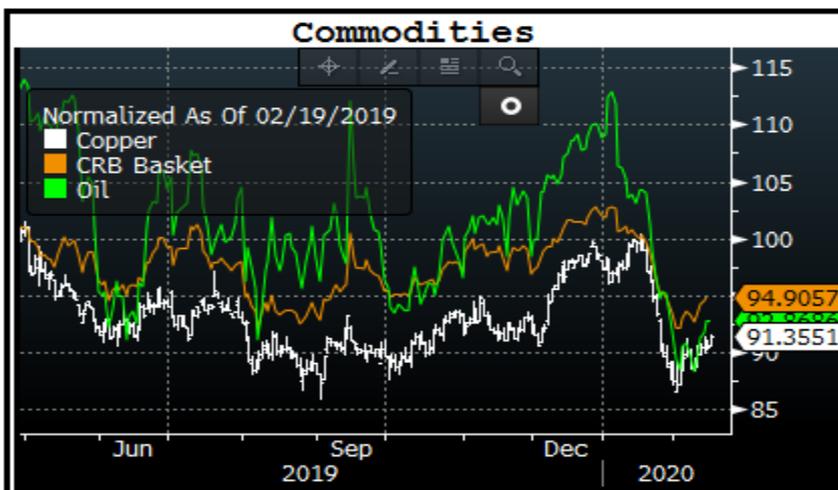
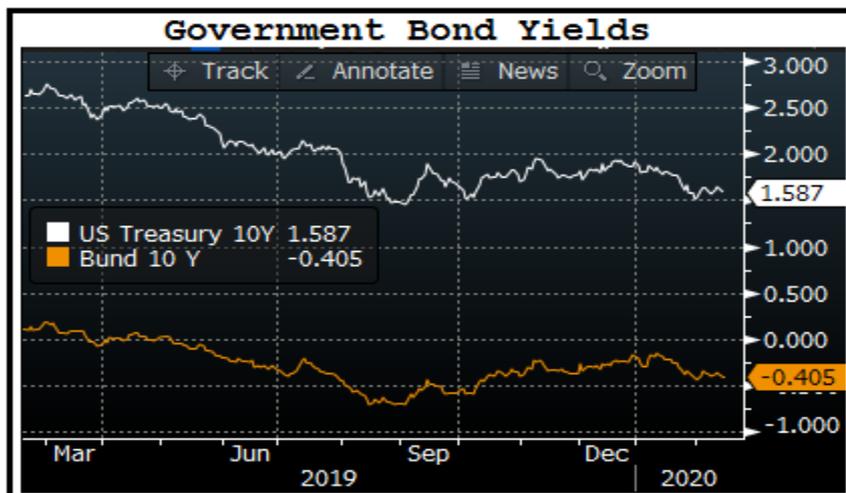
Le Global Supply Chains «esportano» lo stallo dell'attività.



- Il posizionamento della Cina al centro del sistema di Global Supply chains fa sì che l'impatto di un blocco anche parziale dell'attività si rifletta rapidamente su produzione e commercio globali.
- Auto e tech risultano essere, a livello globale, i settori più impattati, in virtù della loro rilevante presenza nella provincia più colpita dai blocchi. Ma l'effetto è destinato a riverberare a cascata sugli altri settori e sulle altre regioni del colosso asiatico.
- Dal punto di vista geografico, i paesi più vulnerabili sono quelli maggiormente legati alla Cina in termini di import export: Giappone, Sud Corea, Australia, e alcuni paesi sudamericani.
- L'Eurozona risulta esposta anche sul fronte commerciale, visto il suo corposo surplus. Ciò si comincia a notare bene sul settore lusso
- L'impatto sull'economia USA è più mediato, ma Corporate America ha enormi interessi in Cina, e i primi problemi stanno cominciando ad emergere (vedi warning di Apple). Inoltre, i problemi cinesi mettono a rischio ulteriore l'osservanza del «phase 1 deal»



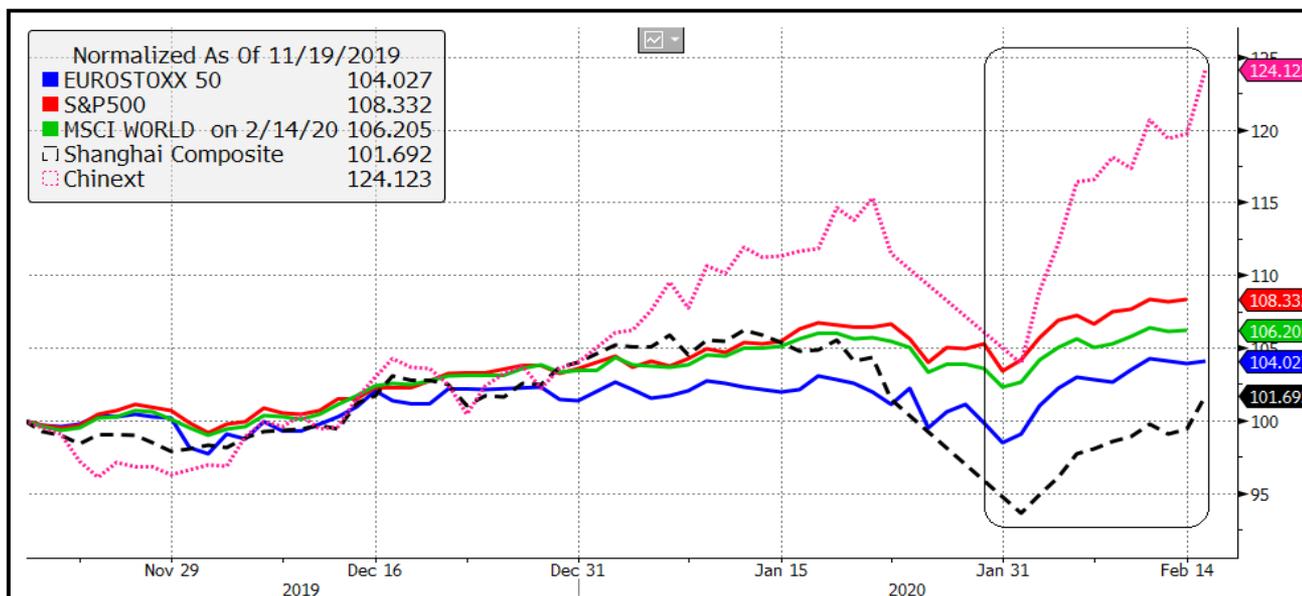
L'impatto atteso dell'epidemia si nota nella price action di varie asset class



- Diversi mercati mostrano chiaramente l'impatto sulle attese di crescita di quest'evento inatteso
 - I tassi d'interesse hanno ovunque interrotto il modesto trend di rialzo, e le curve stanno andando a scontare politiche monetari ancora più espansive e livelli di inflazione in calo, come si nota dalla discesa dei breakeven
 - Sul mercato delle commodities, il calo della domanda attesa ha portato a vistosi repricing.
 - L'oro è tornato sui massimi storici, a scontare politiche monetarie iper-espansive e in generale grazie alla sua funzione riconosciuta di bene rifugio



L'azionario globale, per contro, non sconta praticamente nessun impatto

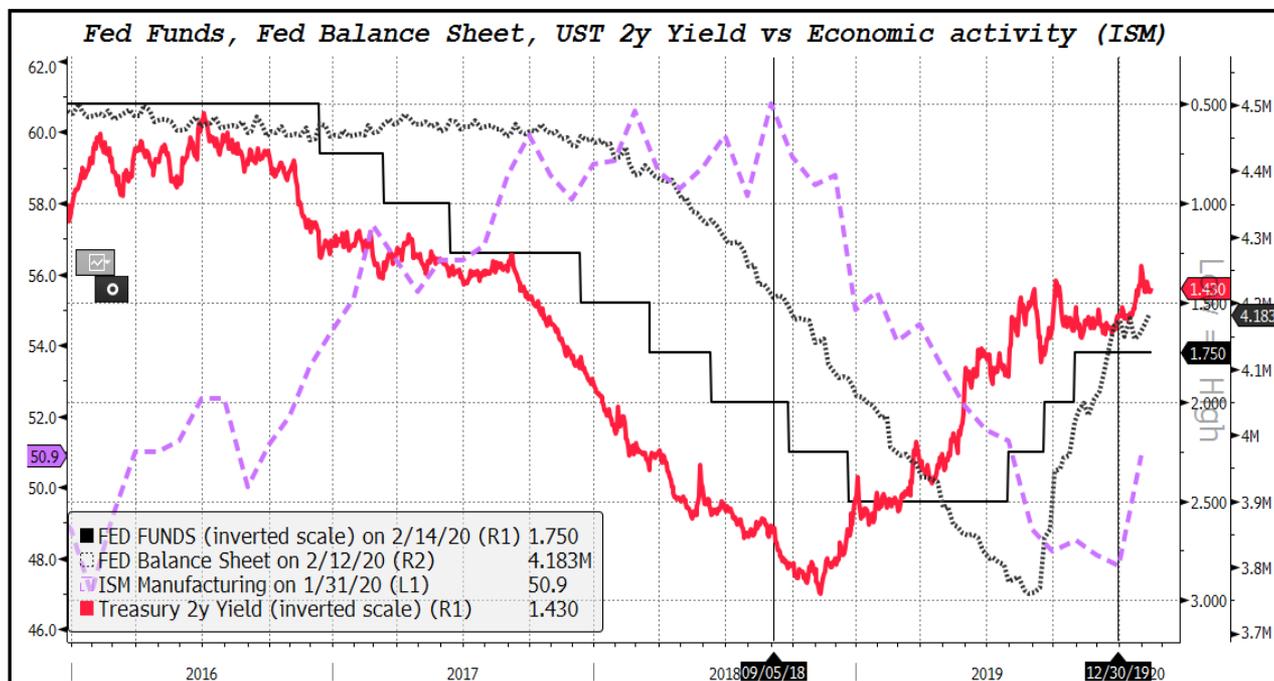


- L'azionario globale, dopo aver corretto moderatamente alla comparsa dell'epidemia, ha sostanzialmente recuperato tutte le perdite. I principali mercati occidentali hanno segnato i nuovi massimi di periodo
- Persino l'azionario cinese ha recuperato il grosso delle perdite, mentre l'indice tecnologico Chinext sta sperimentando una vera e propria orgia speculativa

- I motivi addotti per giustificare il recupero si possono ricondurre a 3 categorie :
 1. Fondamentali : l'economia globale si sta riprendendo, e i profitti aziendali stanno ricominciando a crescere dopo la fase di stallo degli ultimi 12 mesi.
 2. Tipologia del fenomeno: Si tratta di un evento temporaneo, e l'impatto sarà di tipo a «V», ovvero un iniziale calo seguito da un forte rimbalzo, che permetterà di recuperare parte dell'attività persa nei mesi di stop
 3. Politica monetaria e fiscale: l'azione delle banche Centrali preverrà un significativo rallentamento del ciclo e soprattutto l'enorme ammontare di risorse iniettate nel sistema fornirà un eccezionale supporto ai mercati
- L'impressione è che l'impatto di quest'evento sull'economia cinese e globale stia venendo sottostimato dal consenso, e che invece le capacità di supporto della politica monetaria (in dubbio fino a 4/5 mesi fa) siano sopravvalutate
- ***Gli attuali livelli dell'azionario globale non incorporano in nessuna misura il rischio di una diffusione globale del virus***



La politica monetaria agisce con ritardo, e lo spazio per erogare shock è ridotto

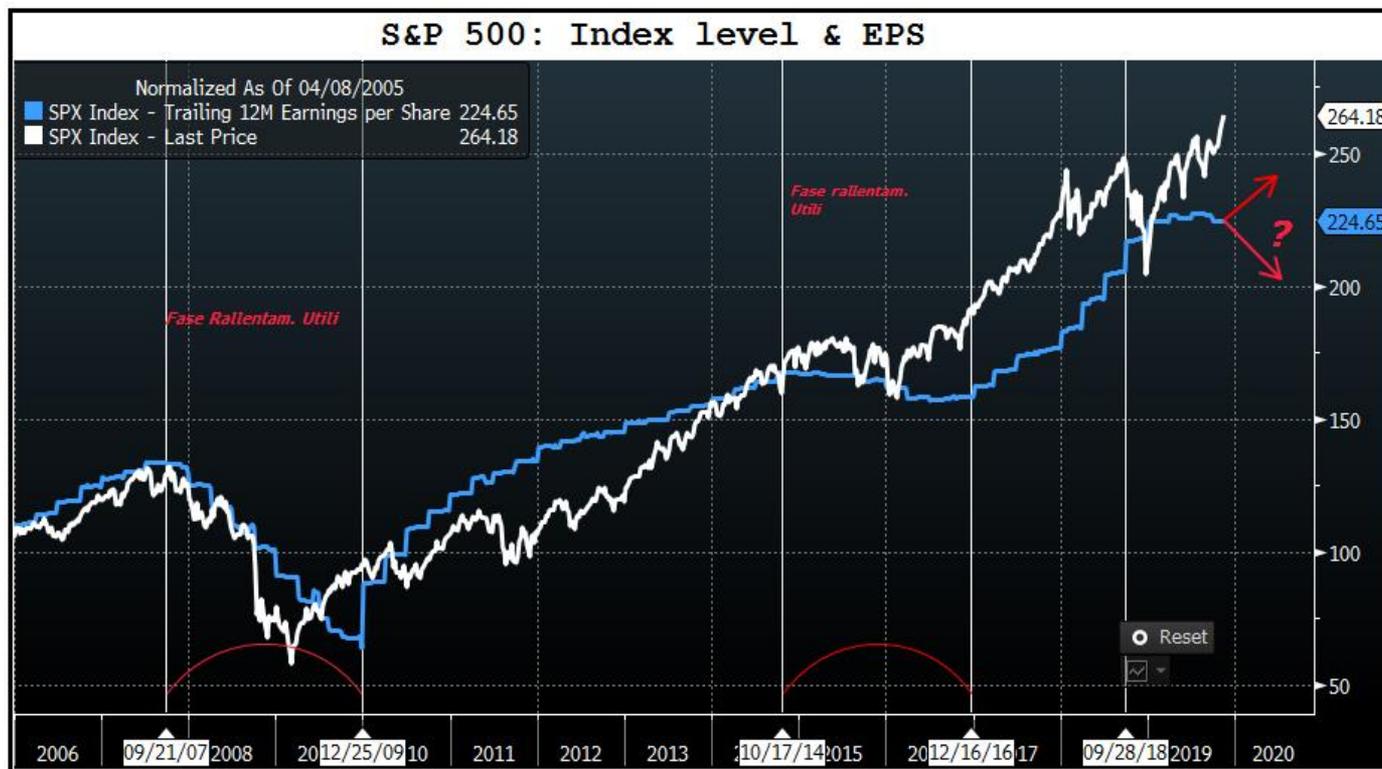


- Bisogna tenere a mente che l'impatto della politica monetaria e di quella fiscale non è immediato
- Gli effetti delle modifiche del policy mix giungono con un ritardo tanto più lungo quanto più ridotta è la loro portata
- Il 2019 offre un chiaro esempio di quest'effetto: l'impatto ritardato del cambio di stanche operato dalle Banche Centrali nel primo semestre ha alimentato, nell'autunno dell'anno scorso, il dibattito sulla ridotta efficacia degli strumenti di politica monetaria e sull'abbondanza degli effetti collaterali negativi

- Inoltre, a fine 2018 il margine di manovra in mano ai principali policymakers era discreto. Il FOMC era in tightening e il mercato scontava altri rialzi, mentre il bilancio Fed era in fase di normalizzazione. E l'ECB aveva i tassi fermi dal 2016 e aveva arrestato il QE da quasi un anno. Attualmente la FED ha tagliato i tassi 3 volte e il mercato sconta altri 2 tagli, mentre il bilancio Fed sta crescendo a ritmi elevati. E l'ECB ha tagliato ulteriormente i tassi e ha in piedi un programma di acquisti
- Su queste basi, **al momento uno shock di politica monetaria di dimensioni significative è difficile da ottenere**
- Dovesse verificarsi il «worst case scenario», possiamo dire che il peggior incubo delle banche centrali diventa realtà: una recessione su abbatte sull'economia globale prima che le banche centrali siano riuscite a ricostituire il loro arsenale.



Il principale driver dell'azionario è la direzione degli utili, non la liquidità

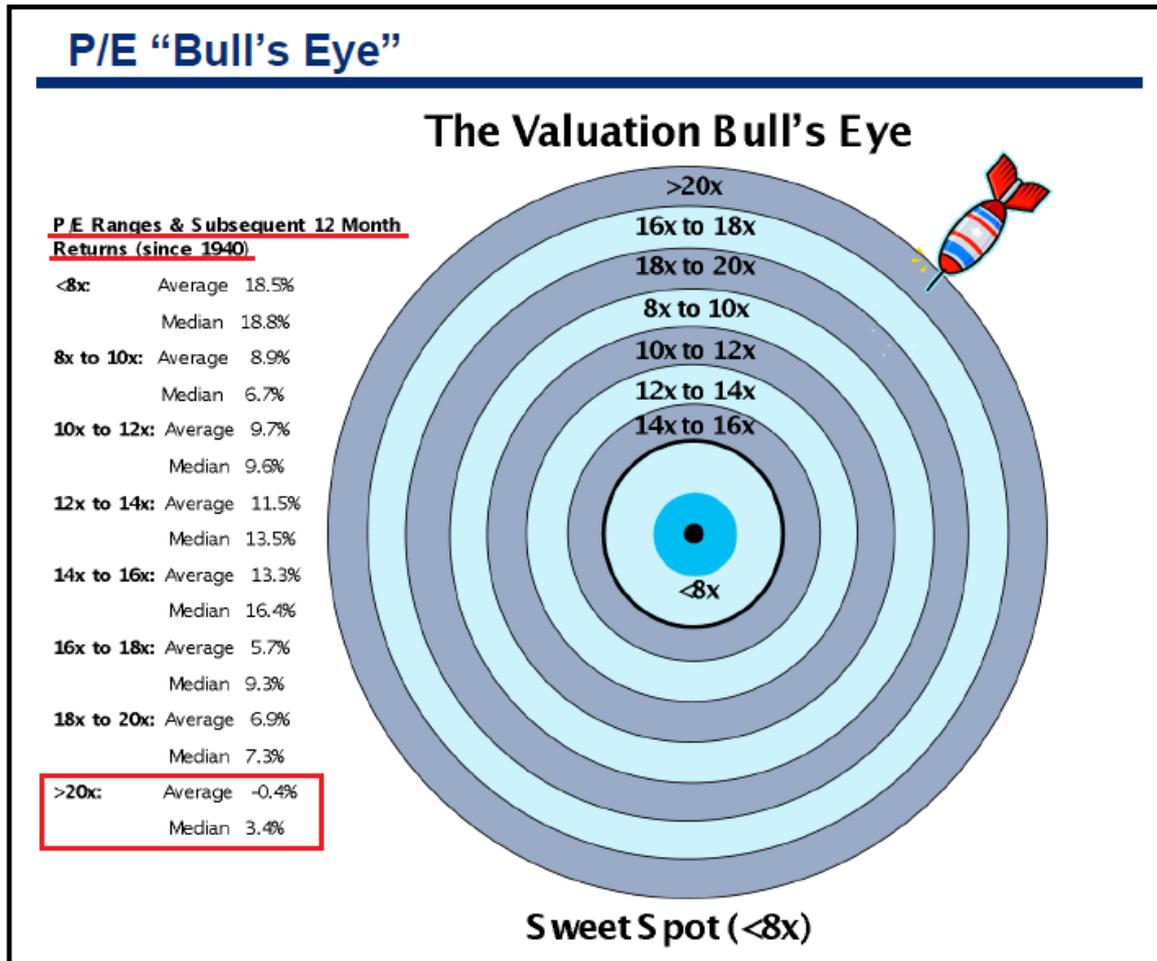


- Tra le convinzioni più radicate nel recente consenso, vi è che l'ammontare di liquidità iniettato attualmente nel sistema renda impossibile una correzione significativa
- In realtà, a medio termine il driver principale della performance azionaria USA sembra essere la direzione degli utili e lo stimolo monetario sembra rilevare nella misura in cui impatta su di questi

- Sembra improbabile che un'aggressiva politica monetaria possa, da sola, ovviare ad un significativo rallentamento degli utili aziendali nei paesi industrializzati, quale un brusco calo della domanda, ed una marcata disruption delle global supply chains sembrano in grado di provocare.
- Il discorso può essere diverso in Cina, dove un contesto regolamentare più opaco offre maggiori possibilità alle autorità di sopportare i corsi. Ma il crash di Shanghai del 2015 mostra che ci sono limiti anche alle capacità dei cinesi di evitare le correzioni



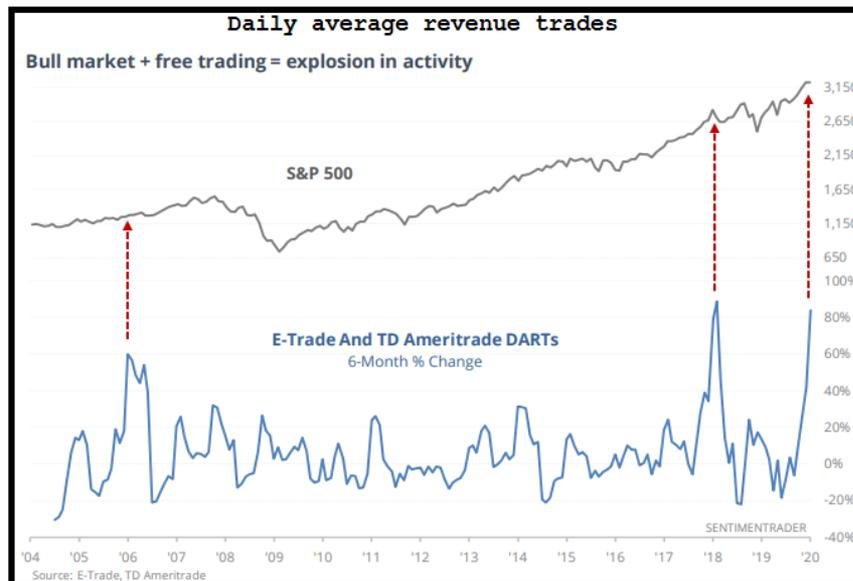
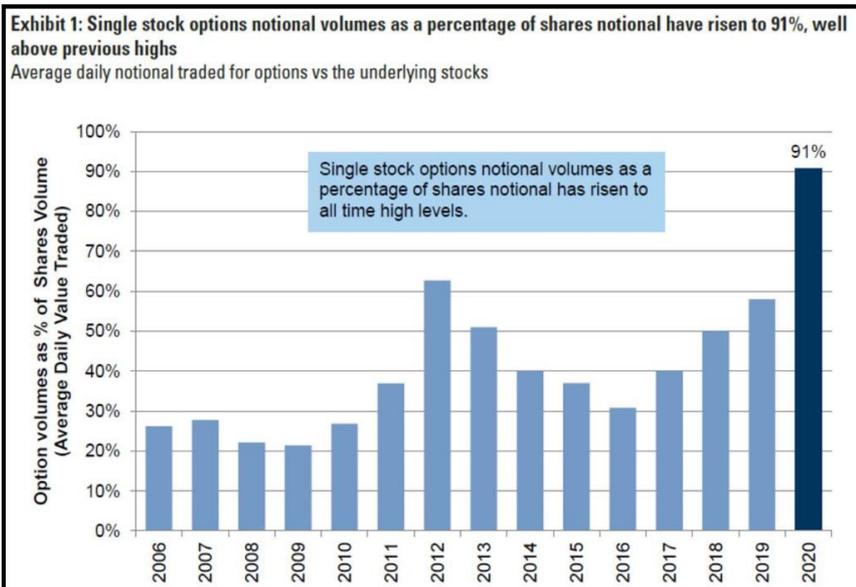
Qualunque sia l'effetto reale del nCov, coglie l'azionario USA «on the rich side»



- L'azionario USA risulta essere su valutazioni elevate in base ad una lunga serie di indicatori
 - ❖ Il PE (su trailing EPS Q4 è di 20,3. La performance media a 12 mesi per livelli di PE superiori a 20 è marginalmente negativa
 - ❖ Il price to sales è a 2,4, quasi il doppio della media dal 1985
 - ❖ Il price to book è a 3,78 vs media dal 1985 di 2,7.
 - ❖ Il price to EBITDA è a 13,62x
 - ❖ Il Dividend Yield a 1,75%.
- Nel mese di febbraio le revisioni al rialzo degli utili sono calate al 42,6% del totale. Tra i settori oggetto di revisioni al ribasso Auto, Componentistica, Vestiario, lusso. Positivo l'impatto di Consumer Staples, Media e utilities (Dati elaborati da Citigroup)
- Sembra probabile che le prossime settimane vedranno un corposo aumento dei profit warning



Un sorprendente livello di euforia regna tra gli investitori

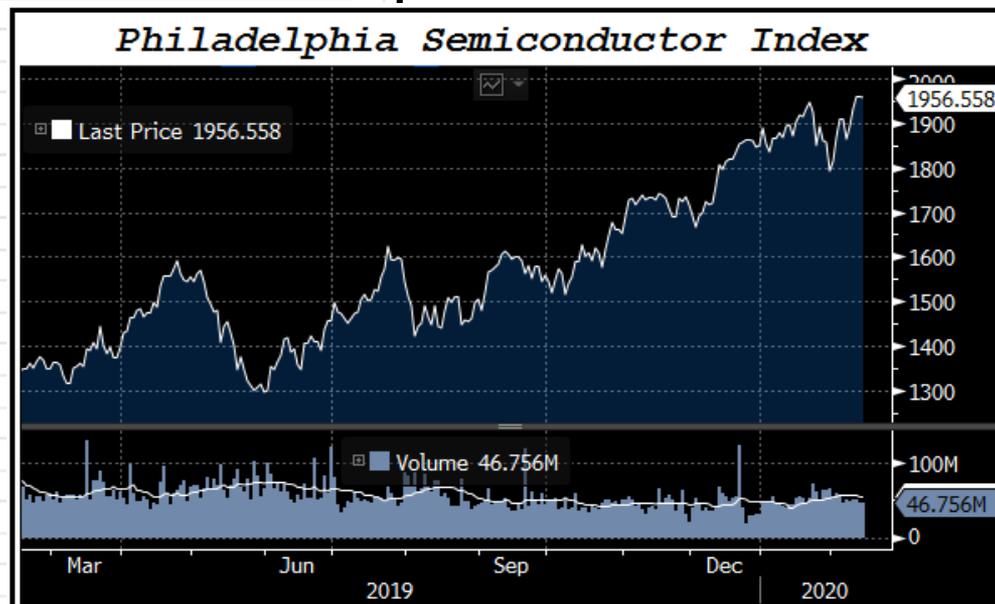
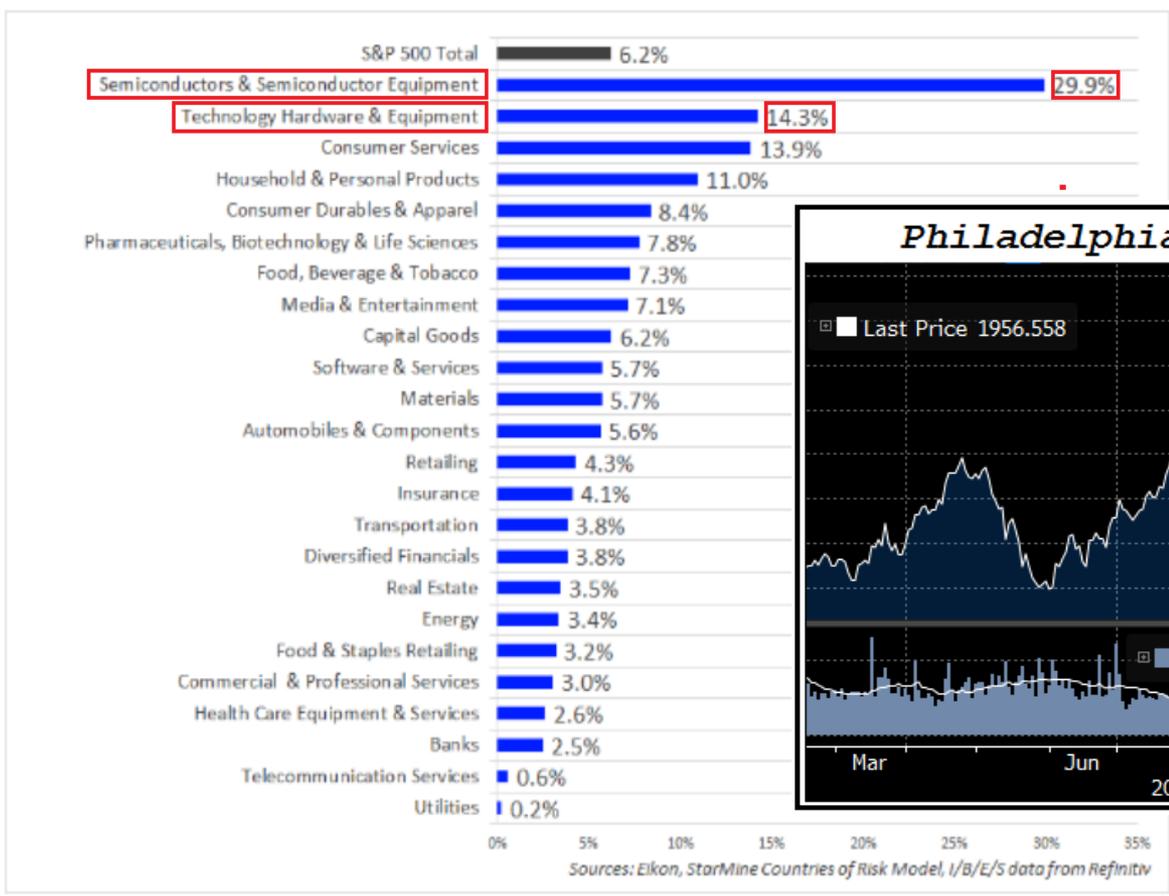


- Queste valutazioni elevate sono accompagnate da un sentiment euforico, ed una volatilità eccessivamente bassa.
- Diversi fattori hanno concorso a creare i presupposti per questa fase:
 - ❖ Le politiche monetarie sono tornate ad essere ovunque assai espansive e i programmi di acquisti sono ripresi nelle principali giurisdizioni
 - ❖ Gli effetti di queste misure su ciclo e utili si sono cominciato a notare nell'ultimo trimestre. Ciò ha indotto gli investitori a correggere il posizionamento eccessivamente difensivo montato nel corso del 2019 sulla scorta del pessimismo imperante (rally dei tassi, inversione delle curve)
 - ❖ Il grande impulso e l'ammontare di risorse destinato a politiche Green e settore ESG stanno producendo i prodromi di una bolla negli asset legati a questo tema
- Il risultato è che il mercato sembra essere assolutamente impreparato ad uno shock , quale quello del Coronavirus può essere per crescita e utili.



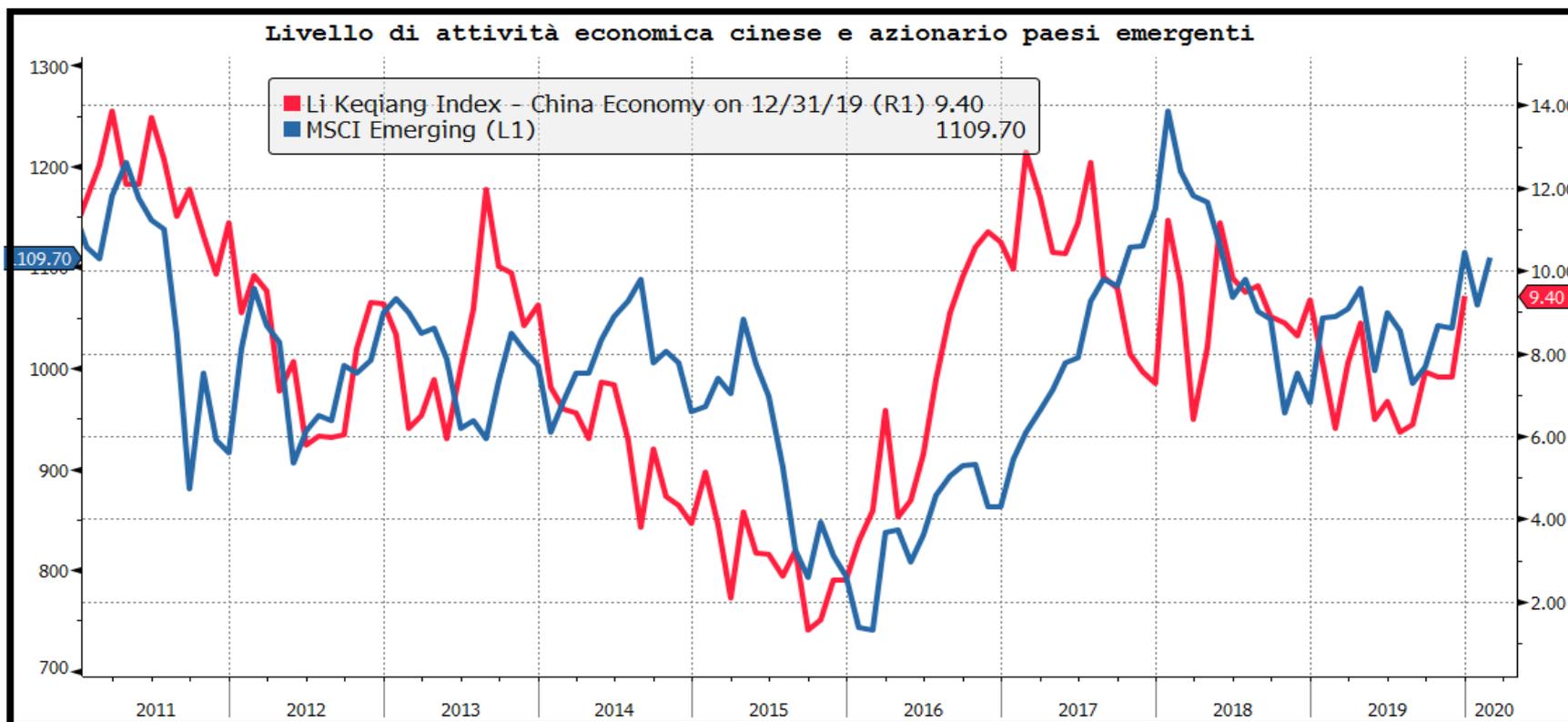
Wall Street è legata alla Cina più dell'economia USA.

Exhibit 1: S&P 500 % of Revenue from China & Hong Kong by Industry Group





Gli Emergenti mostrano la correlazione più elevata col ciclo cinese



- L'azionario emergente si è giovato di meno del rally globale, e al momento sembra aver accusato più del resto la comparsa dell'epidemia
- D'altronde, la performance dell'area asiatica e degli emergenti in generale risulta assai correlata con l'andamento dell'economia cinese.



Il messaggio dei tassi è ancora valido? 1/2



- Il miglioramento del quadro macro occorso negli ultimi mesi aveva portato a rimbalzi dei rendimenti sulle parti lunghe delle curve.
- Il sentiment ne aveva tratto giovamento. L'irripidimento delle curve era stato interpretato come un segnale del recedere del rischio recessione.
- In realtà, uno sguardo al passato mostra che se l'inversione delle curve è stato un segnale affidabile dell'arrivo di una recessione in US, in tutte le occasioni questa è stata preceduta da un re-steepening
- In questo senso la validità del segnale non è inficiata dal movimento



Il messaggio dei tassi è ancora valido 2/2

Analisi di Scenario Dicembre 2018



Analisi di scenario Anthilia Capital Partners SGR Spa

L'inversione della curva e Wall Street

L'inversione della curva dei tassi

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

- Visto che solitamente l'azionario fa i massimi in anticipo rispetto a quello che si rivela poi l'inizio ufficiale della recessione, a contare veramente è l'intervallo che intercorre tra l'inversione e l'inizio del "bear market".
- Posto che lo spread 2-10 non si è ancora invertito, la statistica mostra che, dal 1964 in poi, il tempo medio intercorso tra l'inversione della curva e i massimi del mercato è stato di 16 mesi (la mediana 18.5). In media, l'S&P 500, tra l'inversione e il picco, ha guadagnato il 22.9% (mediana 21.13%), con un "win ratio" di 6 su 7.
- Negli ultimi 3 casi, la performance del mercato dopo l'inversione della curva è stata robusta.

- A Dicembre 2018, in occasione della fase correttiva sull'azionario, e dell'inversione di alcuni segmenti della curva, avevamo osservato che, storicamente, il periodo tra l'inversione e l'inizio della recessione è stato profittevole per l'azionario, particolarmente nelle ultime 3 occasioni
- Considerando che l'inversione del 2-10 anni USA è avvenuta il 22 Agosto 2019, ad oggi sono passati poco meno di 6 mesi e la performance dell'S&P 500 è stata del 19% circa.
- Da dicembre, quando si invertì il segmento 2-5 anni, sono passati 14 mesi e il guadagno è del 40% circa
- Su queste basi, il livello di allerta per un possibile top dell'azionario, basato sui segnali della curva dei tassi, non deve essere abbassato.



In sintesi

- Manteniamo a **underweight l'azionario US**. Riteniamo che l'epidemia del Coronavirus causerà un rallentamento dell'economia cinese e globale ed avrà un impatto negativo sugli utili aziendali. Per contro i corsi scontano un significativo rimbalzo dell'earning growth. Oltre a ciò, la situazione attuale, in termini di sentiment, positioning e flussi offre un profilo di risk/reward assai poco attraente. A Wall Street emergono evidenti segnali di euforia. Manteniamo a **Underweight l'azionario europeo**. L'epidemia in Cina è destinata ad avere un impatto rilevante sul ciclo europeo, e sui profitti aziendali. Portiamo a **Neutral** l'azionario italiano, ritenendo che il fermento sul settore bancario possa condurre un outperformance del FTSE Mib nei confronti degli altri indici europei. Manteniamo a **Overweight l'azionario UK**, ritenendo che, ai livelli attuali i multipli siano troppo sacrificati. Inoltre, per motivi specifici, sulla borsa UK non si sono accumulati gli eccessi di ottimismo visibili su altri mercati. Infine, l'azionario UK tende ad avere una volatilità inferiore alla media degli altri indici. Portiamo a **Underweight l'azionario cinese** ritenendo che risentirà significativamente dell'impatto dell'epidemia sul ciclo, nonostante gli sforzi delle Autorità per sostenerlo. Per il medesimo motivo portiamo a **underweight** anche **l'azionario Emergenti**. Manteniamo a **Neutral l'azionario giapponese**, ritenendo sufficiente la riduzione di rischio operata mediante il downgrade di Cina ed Emergenti.
- Portiamo a **overweight l'obbligazionario US**. Il rallentamento globale in arrivo spingerà la FED a erogare una politica monetaria più espansiva. Inoltre la risk aversion alimenterà flussi in acquisto sui Treasuries. Manteniamo a **neutral l'obbligazionario governativo core Eurozone**. Riteniamo che l'obbligazionario USA abbia maggiore spazio di repricing rispetto a quello continentale in questa fase. Manteniamo a **Neutral i bond periferici**. Il **BTP** dovrebbe ottenere supporto da attese di un ulteriore allentamento della stance ECB. Ciò detto, risk aversion e attese di indebolimento dell'economia italiana potrebbero bilanciarne gli effetti. 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 **overweight l'obbligazionario emergenti** in valuta forte, ma portiamo a **neutral** quello in **valuta locale** ritenendo che le divise potrebbero in aggregato risentire dell'impatto del rallentamento cinese sulle economie emergenti, e della risk aversion.



In sintesi

- Manteniamo **underweight il debito corporate US Investment grade**, e **quello High Yield**, in quanto vediamo poco valore su questi livelli, e riteniamo che un aumento della volatilità potrebbe riverberare sugli spread. Un protratto rallentamento inoltre potrebbe far aumentare il tasso di default. Riguardo il **credito europeo**, manteniamo a **neutral** quello **investment grade**, ritenendo che possa ottenere supporto dalla ripresa del QE ECB, ma manteniamo a **underweight** quello **High Yield**.
- 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 che sui livelli attuali sia troppo deprezzato. Inoltre la funzione di funding currency dell'€ potrebbe portare a ricoperture in caso di fasi di volatilità sugli asset. 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 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 potrebbe risentire, oltre che del rallentamento cinese, 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 **overweight le energetiche**, ritenendo che sui livelli attuali siano eccessivamente penalizzate. Lasciamo a **Neutral le industriali**, ritenendo che la domanda riveniente dallo stimolo fiscale cinese potrebbe bilanciare l'impatto del rallentamento ciclico. 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	■	Upgrade
UK	▲	
Giappone	■	
Cina	▼	downgrade
Emergenti	▼	downgrade

Valute

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

Materie prime

Energetiche	▲	upgrade
Industriali	■	
Agricole	■	
Metalli preziosi	▲	

Obbligazionario governativo

US	▲	upgrade
Area euro core	■	
Italia/Periferia	■	
UK	■	
Giappone	▼	
Emergenti Local Currency	■	Downgrade
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.