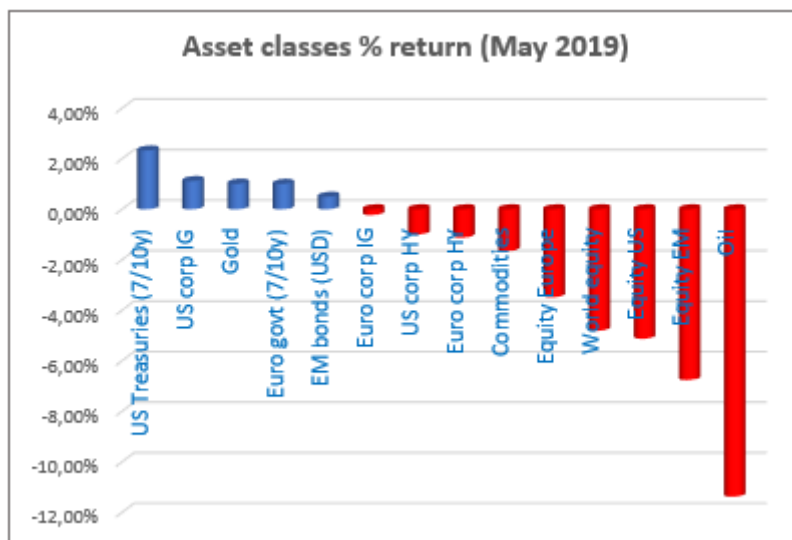


Global Market Watch

31/05/2019

Commento mercati globali – Maggio 2019

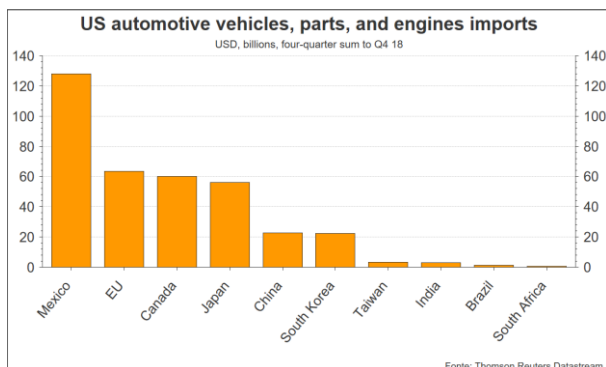
- Dopo uno straordinario inizio di anno, il mese di maggio ha invece visto il riacutizzarsi delle tensioni USA-Cina che si è ripercosso negativamente sulla performance dei mercati
- La curva dei rendimenti dei Treasuries segnala la possibilità di una recessione nei prossimi mesi. Questo non trova però ancora conferma nei dati macroeconomici
- Il sentiment degli investitori si è deteriorato pesantemente nel corso del mese e questo potrebbe favorire uno *short covering rally* nelle prossime settimane
- Le elezioni europee non segnano la vittoria epocale delle forze sovraniste. In Italia si rafforza la posizione della Lega e sale la tensione con Bruxelles sui conti pubblici



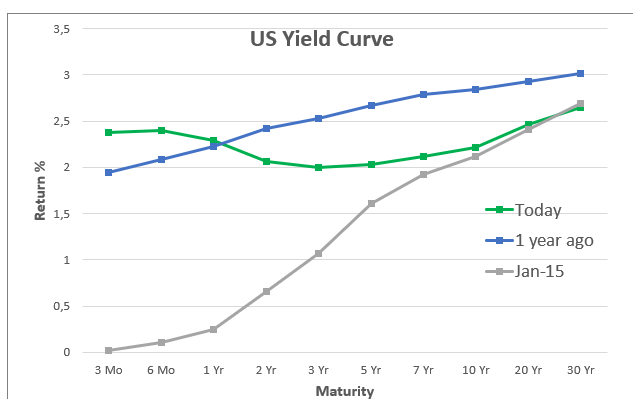
All'inizio del mese di maggio, Quando tutti pensavano di essere alla vigilia di un accordo, la **tensione USA-Cina è improvvisamente riesplora**. Il 5 maggio, prima della riapertura dei mercati, il presidente Trump ha annunciato l'imposizione di tariffe del 25% su 200 miliardi di dollari di importazioni dalla Cina e minacciato ulteriori misure in caso di non raggiungimento di un accordo. Il motivo del mancato accordo, secondo l'amministrazione americana, è il fatto che la Cina fosse tornata sui suoi passi rispetto agli accordi raggiunti nel corso della trattativa. L'escalation delle tensioni tra i due paesi ha raggiunto un altro punto di massimo quando gli Stati Uniti hanno annunciato sanzioni rivolte contro il gigante della tecnologia cinese **Huawei**. L'amministrazione

americana ha infatti annunciato il divieto alla vendita di tecnologia USA a Huawei da parte dei produttori americani come, tra gli altri, Qualcomm, Intel e Micron. La Cina è leader nello sviluppo del 5G ma le sue aziende dipendono dai produttori USA per semiconduttori e componenti. Si tratta di una svolta importante in quanto si passa ad azioni contro singole aziende e si rivela il **reale nodo del contendere** che è **tecnologico** più che commerciale. Questa decisione potrebbe avere effetti importanti, con risvolti in tutta la *supply chain* del settore tecnologico e condizionare le future relazioni tra USA e Cina. Molti hanno definito le misure contro Huawei come l'inizio di una **tech cold war** che vedrà i due blocchi confrontarsi nei prossimi anni.

L'annuncio dell'imposizione di tariffe del 5% sulle importazioni dal **Messico** (che potrebbe diventare il 25% se il paese centramericano non si impegna nel contenere il flusso di migranti), ha raffreddato qualsiasi speranza di recupero sul finire del mese e fatto terminare gli indici sui minimi. Anche queste misure hanno effetti rilevanti soprattutto sulla *supply chain* del settore automobilistico statunitense. Il Messico è il terzo partner commerciale degli Stati Uniti, dopo Cina e Canada.



Il mercato teme che le tensioni commerciali producano **un rallentamento della crescita globale**. I sostenitori di questa teoria ne hanno letto una conferma nella progressiva **inversione della curva dei rendimenti** statunitense. Una curva invertita ha infatti anticipato di alcuni mesi tutte le ultime recessioni.



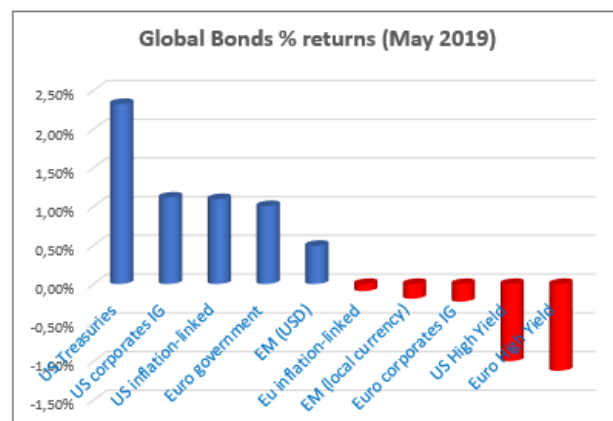
Da molte parti si obietta che l'inversione della curva dei rendimenti abbia perso oggi parte della sua valenza anticipatrice di una recessione principalmente per due ordini di motivi:

1) L'aumento della domanda di titoli sulla parte a lunga della curva a seguito delle aggressive politiche di *quantitative easing* delle banche centrali

2) La diminuzione del rischio inflazione e la conseguente riduzione del cosiddetto *term premium* (il rendimento addizionale richiesto generalmente dagli investitori in obbligazioni per scadenze più lunghe).

Effettivamente, ci troviamo nel mezzo di una sorta di esperimento monetario globale dai contorni mai visti in precedenza che può aver alterato le funzioni previsive della curva. Rimane il fatto che una curva invertita esprime la percezione da parte degli operatori di come la politica monetaria attuale sia **troppo restrittiva rispetto alle prospettive future dell'economia**. È possibile tuttavia che banche centrali molto più proattive che in passato riescano ad allungare il ciclo economico aumentando il *lag* temporale tra inversione e recessione.

La tensione sui mercati ha favorito un **flight to quality** verso i bonds facendo scendere il rendimento del Treasury a 10 anni fino a 2.15% (era sopra 2.50% all'inizio del mese) e quelli tedeschi a -0.20%.

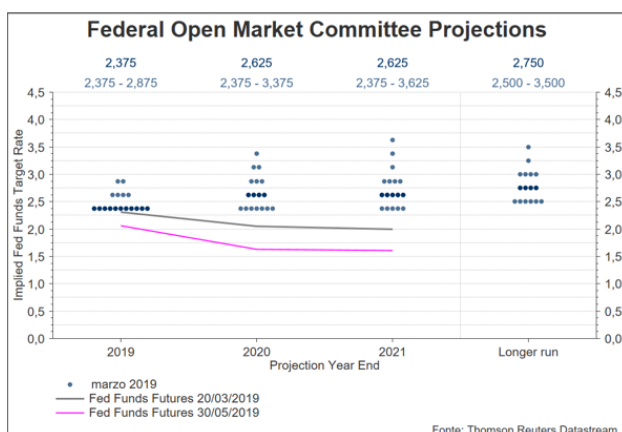


Tutto il settore obbligazionario governativo si trova secondo noi in questo momento in condizioni di estremo **ipercomprato**.

La Federal Reserve ha intanto reiterato il suo approccio paziente sui tassi. Gli operatori si aspettano ora unanimemente che la **traiettoria dei movimenti dei tassi sia al ribasso** e anche la tattica adottata da Trump in materia commerciale mira, tra le altre cose, a mettere la FED all'angolo costringendola a tagliare per evitare uno scenario di rallentamento economico. La FED proverà, anche per mantenere una sua credibilità, a mantenere i tassi invariati forse più a lungo di quanto gli investitori si aspettano. La disoccupazione, del

resto, è ai minimi da 30 anni e il mercato azionario ancora non troppo lontano dai massimi. Solo un ribasso dai massimi del 15-20% o un deterioramento dei dati macro potrebbero far capitolare la FED.

Nella figura sotto, i pallini rappresentano le previsioni dei membri della Fed (i *dot-plots*) rispetto al livello dei tassi futuri mentre la linea rosa rappresenta le aspettative degli operatori che il mercato sta attualmente prezzando. Ancora una volta, **il mercato non crede alle previsioni della FED.**



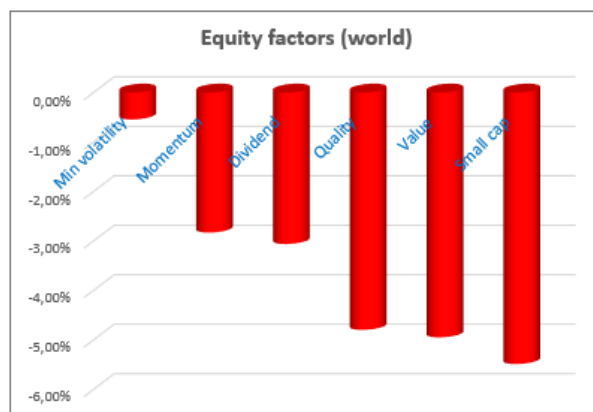
In un mercato ribassista, come è lecito attendersi, hanno sovraperformato nel corso del mese i **settori difensivi** (*utilities, health care, consumer staples*) mentre hanno sottoperformato quelli ciclici.

Il settore dell'energia è stato molto penalizzato. Il **petrolio** ha perso più del 10% nel corso del mese evidenziando ancora una volta una **correlazione positiva** notevole col mercato azionario. Nella figura sotto l'andamento dell'ETF sul petrolio (in blu) confrontato con l'S&P 500.

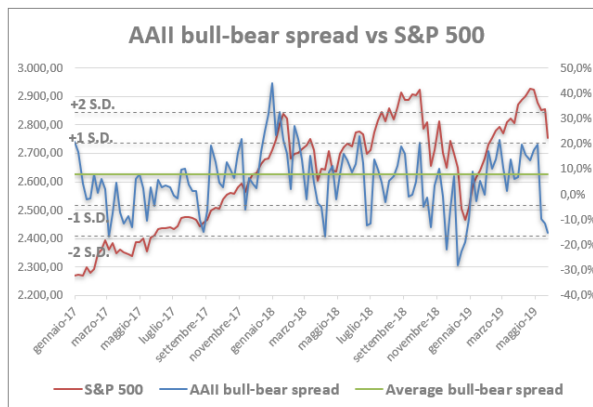


Tra i **fattori di investimento**, il *low volatility* ha registrato perdite molto contenute mentre la persistente sottoperformance delle società a bassa

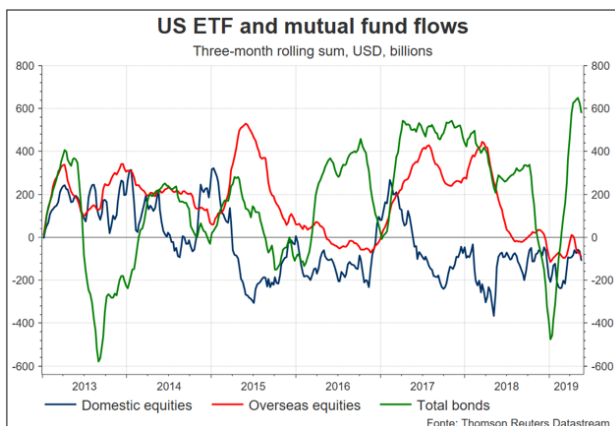
capitalizzazione conferma la debolezza di fondo del mercato.



Il **sentiment** si è deteriorato decisamente nel corso del mese e in modo molto rapido rispetto all'ampiezza, ancora relativamente limitata, della correzione. Stando ai dati dell'AII **Investor Sentiment Survey** la percentuale di investitori *bullish* è attualmente pari al 24.8% (contro una media del 38.5%), mentre gli investitori *bearish* sono il 40.1% (contro una media del 30.5%). Il 35.1% si dice neutrale. Generalmente, un sentiment così deteriorato va letto in chiave *contrarian*. Quando le aspettative degli investitori sono molto negative, è probabile che il mercato si avvii verso un rimbalzo, se non altro nel breve periodo.



Il pessimismo degli investitori è confermato anche dai **flussi** su fondi ed ETF in cui la parte obbligazionaria continua a farla da padrona mentre si registrano deflussi dal lato azionario. Il posizionamento degli investitori è quindi molto prudente per il momento.



In questo contesto continua a sovraperformare in termini relativi il mercato della **volatilità**, in cui l'aumento del VIX (in blu) si è rivelato abbastanza contenuto ed ordinato, chiudendo il mese in area 18%.

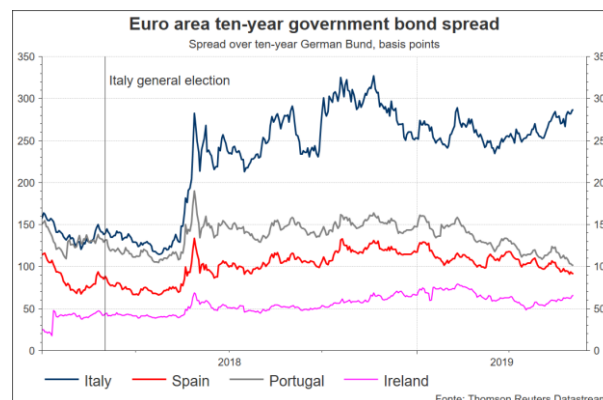


Rispetto allo scorso anno, le posizioni corte speculative su futures su Vix sono controbilanciate in misura maggiore da posizioni lunghe su ETP lunghi VIX. Il **volmageddon** del febbraio 2018 ha di fatto ridotto di molto le posizioni su ETP corti VIX.

Per quanto riguarda le **elezioni europee** il mercato ha letto in modo inizialmente relativamente positivo il fatto che si sia evitata una vittoria epocale dei sovranisti. Il parlamento rimane **sostanzialmente europeista**. Popolari e socialisti perdono la maggioranza ma mantengono il controllo cooptando i liberali e forse i Verdi (favorevoli a politiche di bilancio più permissive).

Ora il focus si sposta sulle nomine in seno alla Commissione, che potrebbero indirettamente anche influenzare la scelta del nuovo capo della BCE, scelta che avrà un impatto importante sugli asset periferici.

Per quanto riguarda l'Italia, l'affermazione netta della Lega ha alimentato un **atteggiamento di sfida** verso le istituzioni europee che ha riportato lo spread verso i massimi dell'ultimo periodo.



In concomitanza con la Brexit, è probabile che Bruxelles voglia mantenere basso il tono dello scontro con l'Italia. Nel caso sia ancora questo governo a scrivere la legge finanziaria, un confronto duro con le autorità europee appare però inevitabile.

Per concludere, nel **medio lungo periodo** le prospettive per la maggior parte delle asset class non sono positive in termini di rischio rendimento. Le valutazioni sono elevate e ci troviamo verso la fase finale del ciclo economico.

Vi sono segnali, come l'inversione della curva dei rendimenti, che potrebbero far presagire l'inizio di una recessione il prossimo anno.

Nel **breve periodo**, il sentiment estremamente negativo e il posizionamento molto difensivo degli investitori, può favorire uno **short covering** rally anche sulla minima notizia positiva. Questo potrebbe rappresentare un'occasione per ridurre un po' i rischi in corrispondenza dei mesi estivi che tradizionalmente sono i più difficili.

La vicenda della guerra commerciale è probabilmente gestita ad arte per sgonfiare un po' i mercati, costringere la FED a tagliare per poi far ripartire il mercato in vista delle elezioni americane con qualche notizia positiva. Naturalmente questo comporta dei rischi perché il protrarsi delle tensioni potrebbe minare la fiducia di consumatori e imprese.

Global Market Watch

31/05/2019

Global cross asset monitor									
Description	In local currency			In Eur	Description	In local currency			In Eur
	1 month	YTD	1 year	1 year		1 month	YTD	1 year	1 year
Equity - Macro areas					Equity - Sectors (world)				
All countries (ACWI)	-4,81%	10,96%	1,58%	4,21%	Cons discretionary	-6,11%	10,98%	-0,11%	4,36%
USA	-5,12%	12,41%	4,34%	8,89%	Cons staples	-2,34%	11,31%	8,40%	13,25%
Europe	-3,48%	12,46%	0,29%	0,16%	Energy	-7,36%	6,47%	-15,16%	-11,36%
Latin America	-0,99%	7,50%	13,07%	13,45%	Financials	-5,40%	9,88%	-5,12%	-0,88%
Asia pacific	-5,83%	5,97%	-5,63%	-4,15%	Health care	-1,71%	3,62%	5,23%	9,94%
Emerging markets	-6,76%	5,10%	-4,22%	-3,96%	Industrials	-5,86%	12,53%	-3,17%	1,16%
Equity - America					Equity - Factors (world)				
S&P500	-5,16%	12,02%	4,07%	8,62%	Dividend	-3,06%	9,64%	6,16%	8,81%
Nasdaq	-6,78%	14,77%	4,47%	9,03%	Small cap	-5,48%	11,35%	-5,94%	-3,38%
Dow	-5,27%	8,51%	3,52%	7,88%	Value	-4,95%	8,29%	0,70%	3,57%
Canada	-3,01%	13,64%	3,35%	3,16%	Min volatility	-0,54%	11,00%	10,98%	14,42%
Mexico	-2,93%	4,15%	-2,60%	5,05%	Momentum	-2,83%	14,02%	3,76%	7,48%
Brazil	1,27%	10,87%	27,56%	25,79%	Quality	-4,79%	14,61%	6,25%	9,71%
Equity - Europe					Commodities				
Germany	-5,28%	10,56%	-7,47%	-7,47%	Commodities	-1,65%	4,01%	-11,13%	-7,25%
France	-3,22%	14,53%	-0,31%	-0,31%	Gold	1,01%	0,98%	-1,02%	3,89%
UK	-2,10%	9,63%	-1,95%	-2,93%	Oil	-11,38%	22,96%	-15,09%	-11,30%
Spain	-5,77%	7,11%	-1,72%	-1,72%	Bonds - Europe				
Italy	-7,33%	11,59%	-5,39%	-5,39%	Euro government	1,01%	4,13%	6,24%	6,24%
Switzerland	-1,39%	17,98%	15,16%	17,94%	Euro corporates IG	-0,23%	3,66%	3,04%	3,04%
Portugal	-1,80%	12,29%	-1,99%	-1,99%	Euro High Yield	-1,12%	4,78%	2,52%	2,52%
Russia	3,98%	14,24%	22,76%	23,31%	Eu inflation-linked	-0,09%	1,65%	1,57%	1,57%
Turkey	-3,84%	0,91%	-8,96%	-27,94%	Bonds - US				
Equity - Asia Pacific					Bonds - Emerging Markets				
China	-12,76%	5,08%	-16,57%	-13,03%	EM (local currency)	-0,19%	2,15%	-1,13%	3,19%
Japan	-5,10%	4,37%	-7,83%	-4,63%	EM (USD)	0,49%	7,99%	6,76%	11,43%
Australia	2,18%	15,26%	12,39%	7,15%					
New Zealand	-0,57%	17,62%	20,13%	16,72%					
Hong Kong	-5,80%	10,33%	0,14%	4,50%					
Korea	-7,64%	1,92%	-12,89%	-17,35%					
Singapore	-6,94%	4,95%	-5,83%	-4,48%					
Taiwan	-7,00%	5,94%	-0,49%	-1,25%					
Indonesia	-5,19%	-1,20%	4,84%	6,30%					
India	0,23%	7,61%	11,18%	12,07%					

