

2018

Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Maggio 2018

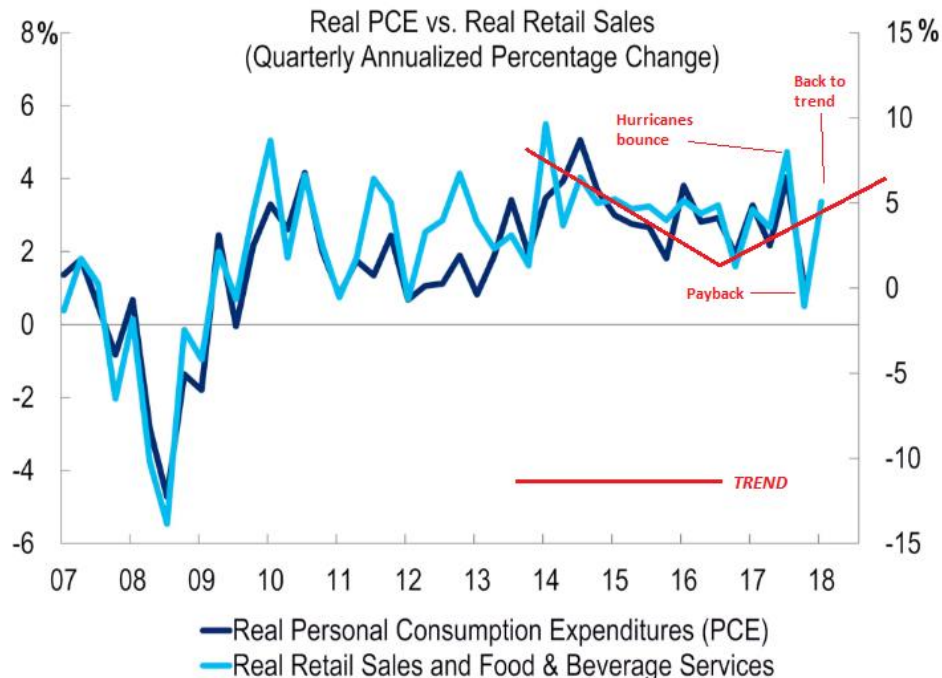


Anthilia^{sgl}
Capital Partners



USA MACRO: Noise vs Signal (1/3)

Real PCE vs. Real Retail Sales

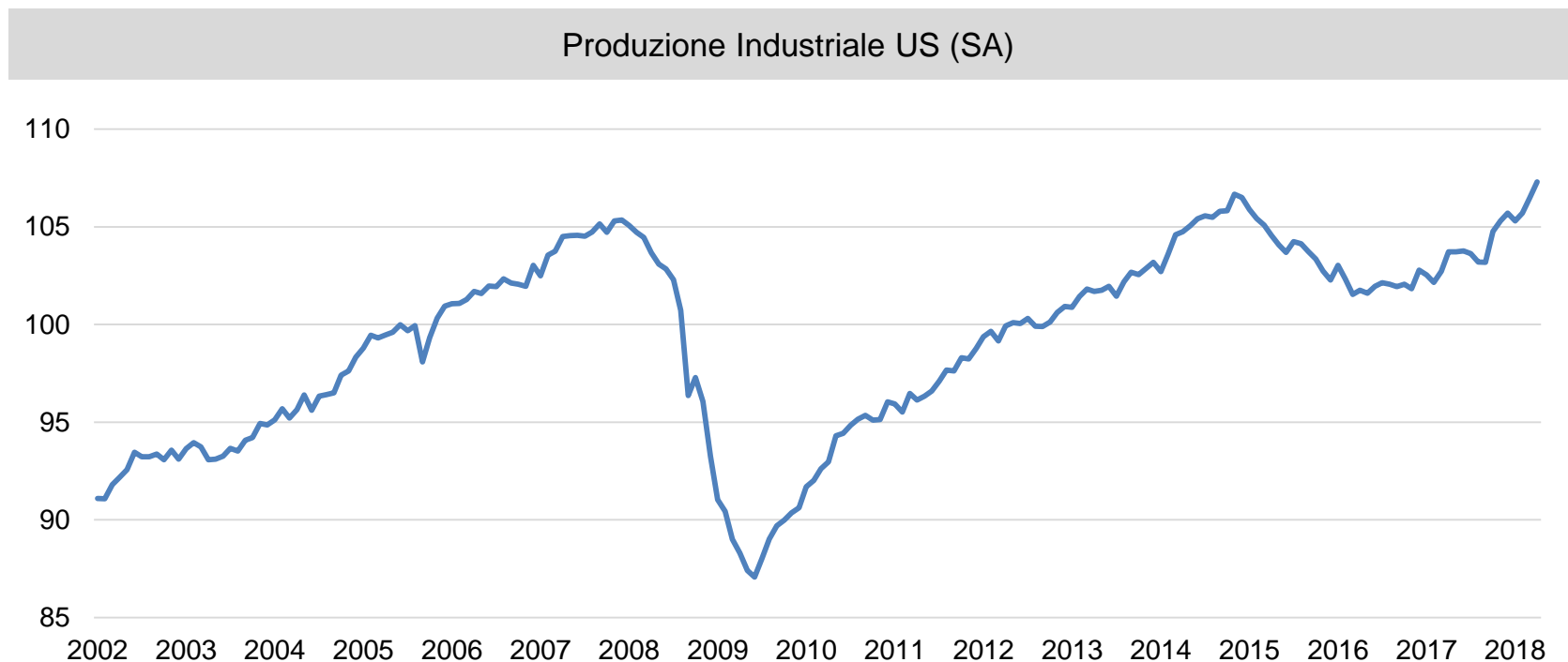


- Il rallentamento dei consumi US osservato nel primo trimestre US è in gran parte dovuto all'impatto sul ciclo degli uragani autunnali. L'effetto sostituzione dei beni deteriorati ha gonfiato alcune categorie di spesa nel quarto trimestre 2017, offrendo un termine di paragone impegnativo per i dati dei primi mesi del 2018. La consueta difficoltà di destagionalizzazione dei dati invernali da parte del BEA ha fatto il resto.
- I consumi US sono entrati nel secondo trimestre in accelerazione, e le revisioni a febbraio e marzo indicano una fase di stallo meno pronunciata di quanto ritenuto finora. Nei prossimi mesi l'impatto del taglio alle tasse dovrebbe diventare maggiormente percettibile



USA MACRO: Noise vs Signal (2/3)

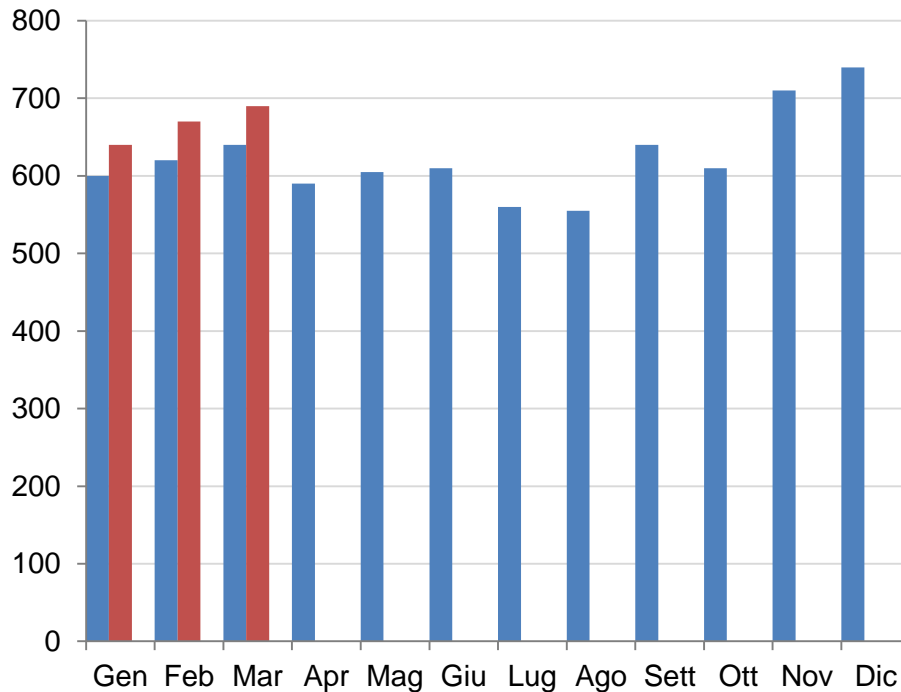
- La crescita anno su anno della produzione industriale nel primo trimestre del 2018 si è mantenuta intorno a +3.5% anno su anno, ai massimi dal 2014.
- Le survey di attività economica nazionali restano su livelli elevati e le prime survey regionali di Maggio hanno sorpreso in positivo (Empire NY +4.3 a 20.1; Philly Fed +11.2 a 34.4, Richmond +19 a 16).





USA MACRO: Noise vs Signal (3/3)

Vendite di nuove case (000)

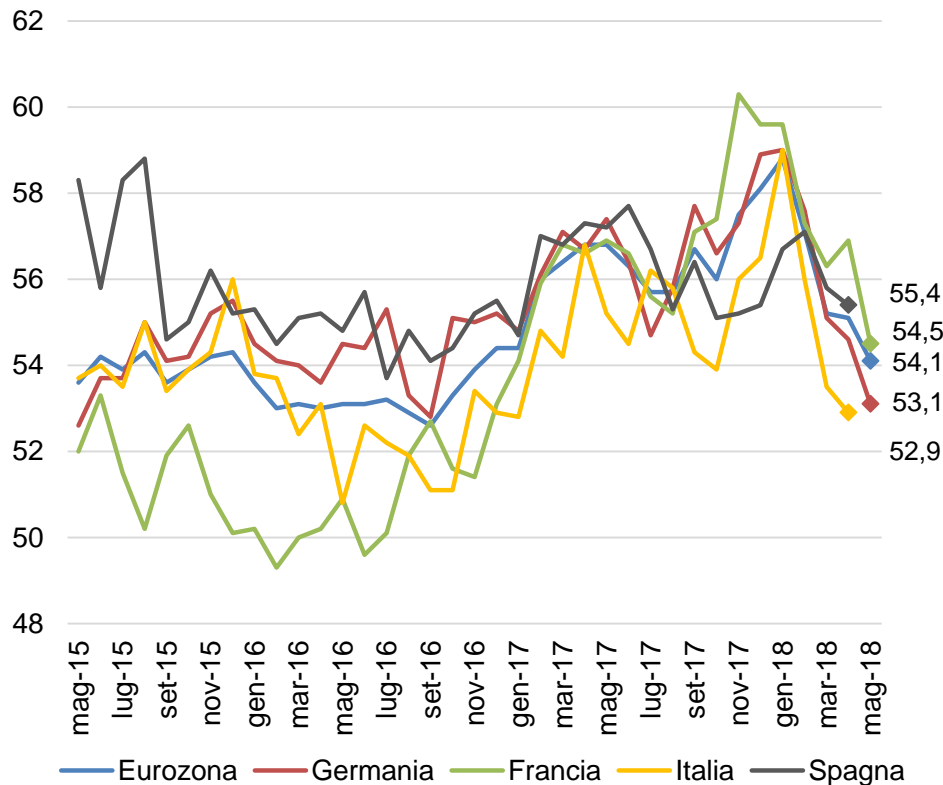


- Il settore immobiliare US non sta dando alcun segnale di un impatto del rialzo dei tassi né di un inizio di indebolimento del ciclo, e l'attività dovrebbe restare robusta nei prossimi mesi.
- Le vendite di nuove case mostrano a marzo scorso un incremento del 8.2% anno su anno e del 10.2 da inizio anno.
- Il livello delle scorte di case in vendita equivale a meno di 6 mesi ai ritmi di vendita attuali, in linea con la media di lungo periodo



Eurozone: crescono i dubbi sul ciclo

PMI Composite Eurozona



- Il ciclo europeo ha continuato a rallentare a maggio. Le ultime survey disponibili segnalano un ritmo di attività economica ai minimi da 18 mesi, con un deterioramento distribuito abbastanza equamente tra manifatturiero e servizi.
- A questo punto, risulta evidente che i fattori di disturbo di natura temporanea osservati negli ultimi mesi (clima, scioperi, e una collocazione sfavorevole delle festività a maggio) non possono spiegare interamente la perdita di momentum dell'economia europea. E' probabile che il calo della domanda globale, le tensioni commerciali e la forza del petrolio vi abbiano avuto un ruolo.
- Il livello di attività indicato dalle survey resta robusto (circa +0.4% GDP trimestrale), ma ulteriori discese metteranno sicuramente in discussione la tenuta della ripresa Eurozone, e la politica monetaria ECB



Italia: Programma di governo, miti e realtà

Misure espansive	Coperture	
introduzione flat tax IRPEF	50,0	riduzione dei parlamentari 0,1
sterilizzazione clausole di salvaguardia	12,5	riduzione pensioni d'oro 0,1
eliminazione accise benzina	6,0	eliminazione vitalizi 0,1
reddito e pensioni di cittadinanza	17,0	riduzione missioni internazionali 0,2
rafforzamento centri per l'impiego	2,0	Spending Review (?) 20
uscita dal mercato del lavoro categorie escluse	5,0	Pace Fiscale (?) 35
riforma pensioni	8,1	
politiche per la famiglie	0-17	
investimenti	6,0	
assunzione straordinaria polizia penitenziaria	0,2	
assunzione 10mila Forze dell'Ordine	0,2	
innalzamento indennità civile	1,8	
Totale:	108,7-125,7	Totale: 55,5 (?) 0,5

Le stime riportate indicano l'effetto sul livello delle entrate e delle spese conseguenti alle proposte del contratto di governo, versione 17.05.2018, ore 11.00

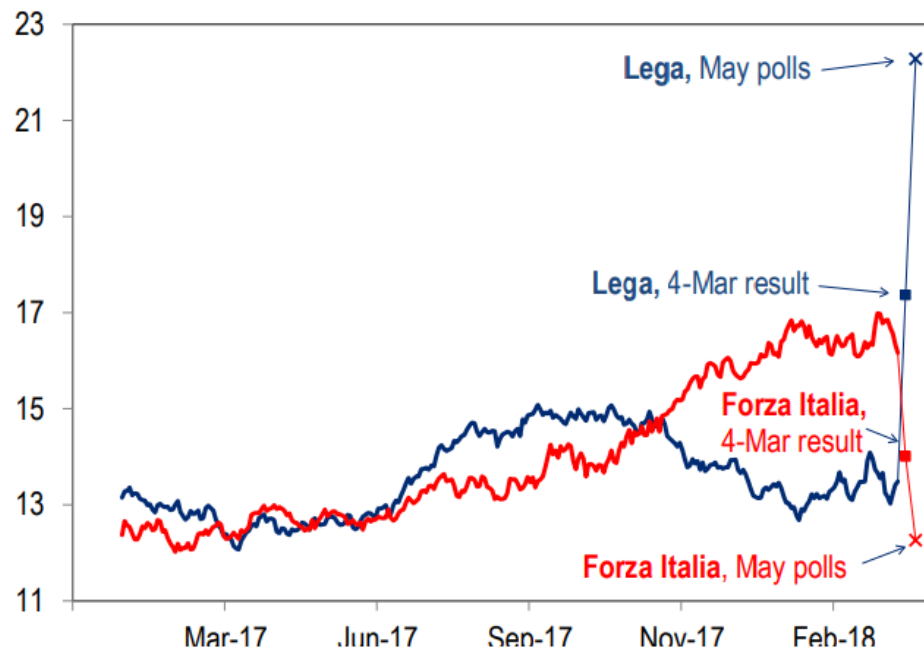
- La Presidenza della Repubblica e la Ragioneria Generale dello Stato dispongono dei poteri necessari ad impedire l'approvazione di leggi e misure economiche delle quali non sia stata stabilita una copertura adeguata, che violino le leggi e i trattati, o minaccino in altro modo le finanze pubbliche.
- Oltre a ciò, le divisioni interne alla coalizione e l'esiguità dei numeri dell'eventuale maggioranza parlamentare (circa 30 seggi alla Camera e 7 al Senato) limiteranno parecchio la capacità realizzativa dell'Esecutivo

- Ne consegue che, anche se il Governo Giallo-Verde dovesse vedere la luce, gran parte del "Contratto di Governo" è destinato a rimanere lettera morta, e la parte messa in atto risulterà assai annacquata rispetto alle intenzioni.



Italia: La deriva fiscale e anti-Euro e la tentazione delle urne

Intenzioni di voto e risultato delle elezioni, maggio 2018

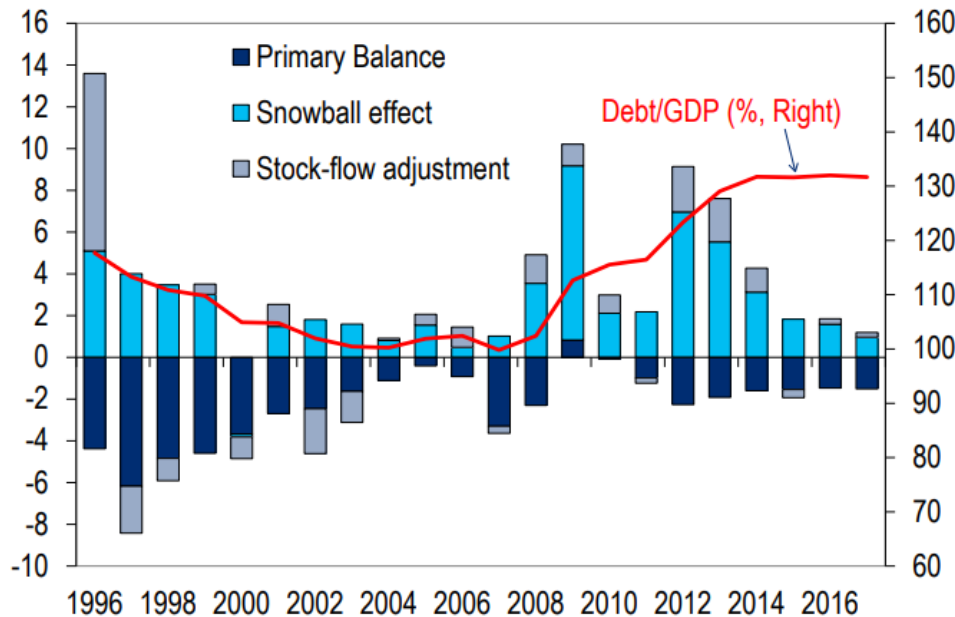


- Nondimeno, il gradimento incontrato presso l'elettorato dalle proposte fiscali (ben illustrato dal recupero della Lega nei sondaggi) è destinato ad avere un impatto sulla propensione alla responsabilità fiscale e sull'atteggiamento nei confronti dell'EU dell'intero panorama politico italiano. Un certo deterioramento delle finanze pubbliche e la cancellazione di parte delle riforme sono da mettere in conto
- La popolarità guadagnata nel corso delle negoziazioni aumenta l'appetibilità, in particolare per la Lega, di nuove elezioni. La prospettiva è quella di consolidare il vantaggio e ripresentarsi con un mandato più forte. Un eventuale campagna elettorale vedrebbe i temi fiscali e anti € prendere ancora più il sopravvento



Italia: E intanto il tempo se ne va...

Evoluzione Debito/PIL, 1996-2017



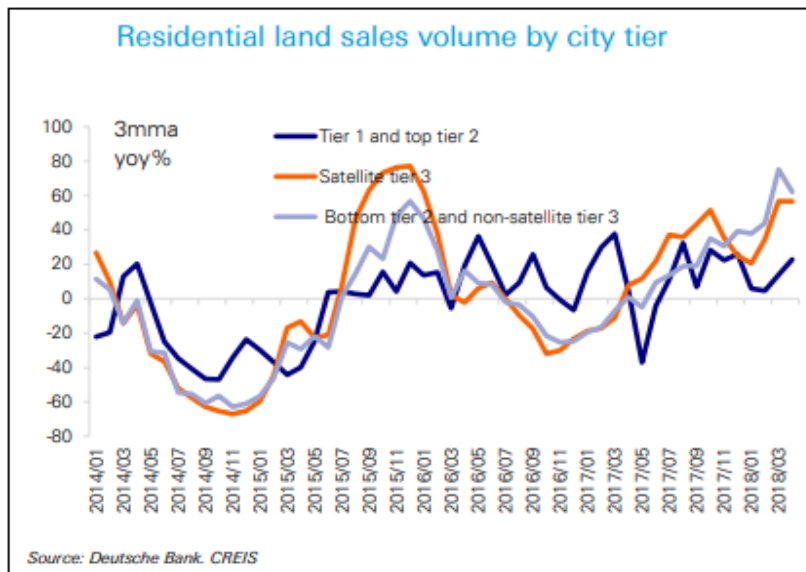
- Gli sforzi di contenimento del deficit, e le riforme operate negli ultimi anni hanno prodotto una stabilizzazione del rapporto Debito/GDP italiano, ma non ne hanno ancora percettibilmente modificato la direzione. Perché questo avvenga, è necessario che l'attuale avanzo primario venga mantenuto, e che la crescita si mantenga in linea con le attuali previsioni (+1.25-50%).
- Un eventuale deriva fiscale e un annacquamento delle riforme (Pensioni/lavoro) faranno deragliare il percorso di rientro, e renderanno le finanze pubbliche ancora più vulnerabili, nel caso di un eventuale rallentamento ciclico globale



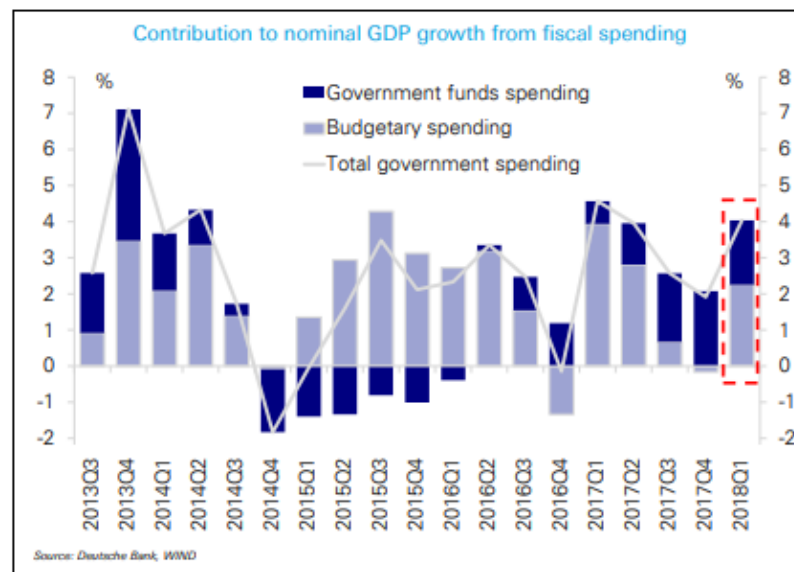
Cina: L'immobiliare torna a supportare il ciclo

- Nel primo trimestre, il settore immobiliare cinese è tornato a crescere significativamente, trainato dall'attività nelle città di minori dimensioni, dove non sono state istituite misure anti speculazione
- L'attività immobiliare, e in particolare le vendite di terreni, sono tra i principali driver del ciclo cinese, per l'impatto che hanno sul gettito fiscale e sulla spesa pubblica
- I prossimi mesi dovrebbero portare un'accelerazione dell'investimento in residenziale, e anche nel settore infrastrutture

Residential Land Sales



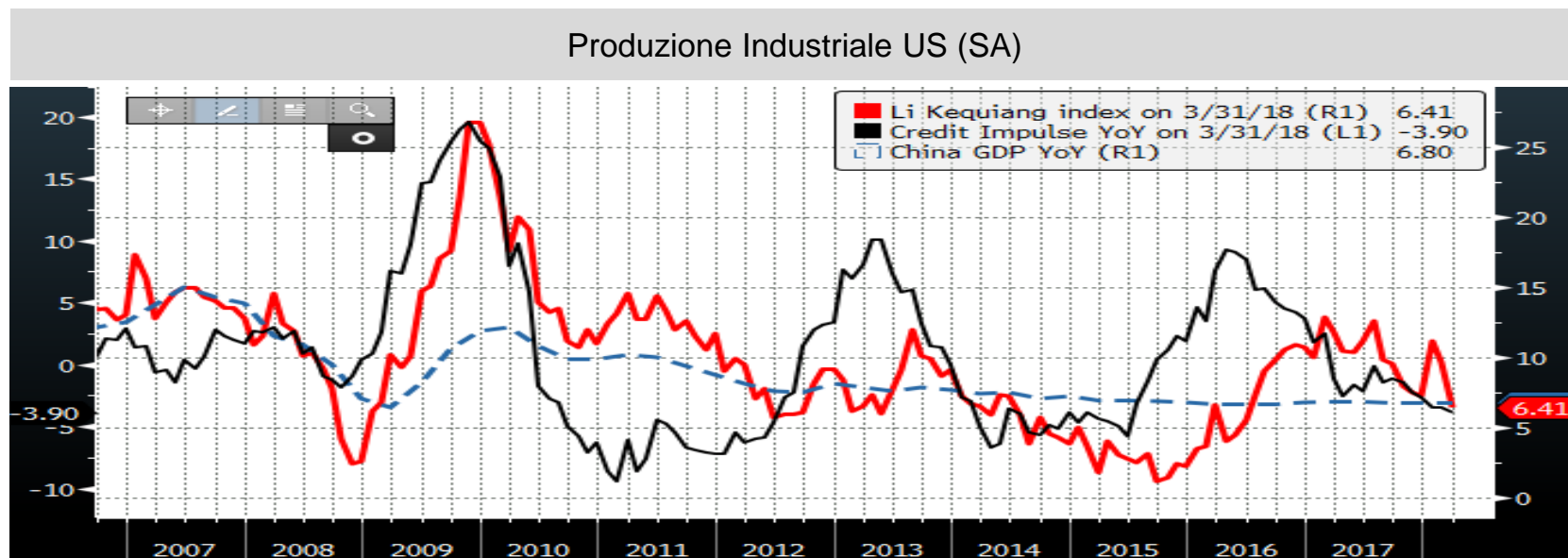
Contribution to GDP





Cina: Le autorità vogliono evitare un altro 2015

- Al termine dei lavori del Politburo meeting del 27 aprile scorso, sono emersi dallo Statement conclusivo alcuni elementi che lasciano intendere una modifica della stance fiscale e monetaria in direzione di una maggiore espansività
- In particolare, è stata sottolineata la necessità di supportare la domanda interna, mentre il tema del deleverage ha avuto un' enfasi inferiore rispetto ai precedenti meetings.
- L'impressione è che le autorità, preoccupate dell'impatto sull'economia domestica delle frizioni commerciali con gli USA, intendano prevenire un eccessivo rilassamento del ciclo.

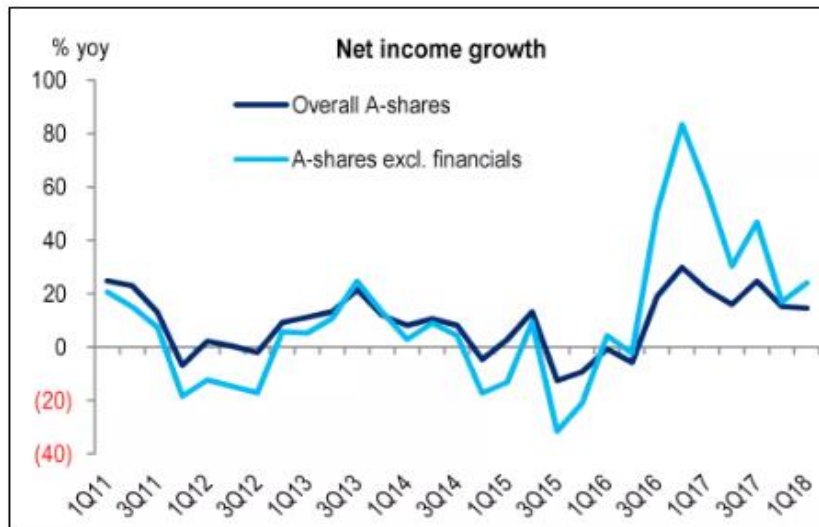




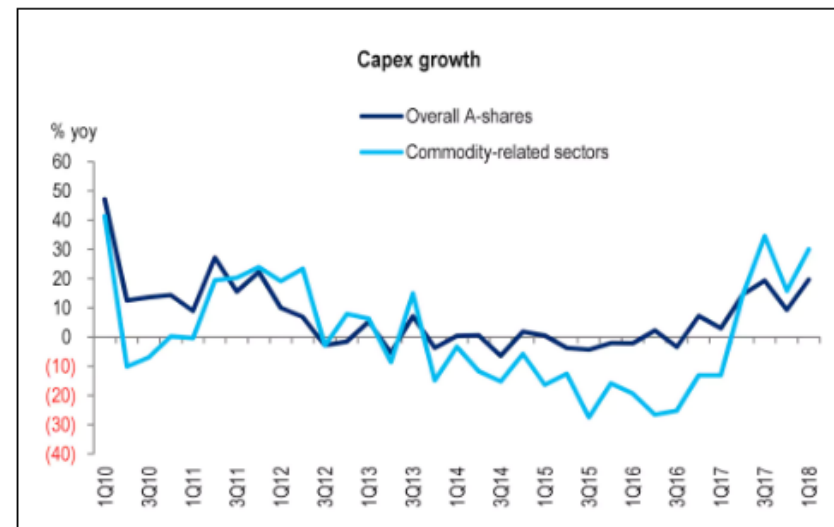
Azionario cinese: Brillante earning growth, ex financials

- L'earning season si è conclusa bene per le "A" shares, con +14.6% di EPS growth, in lieve rallentamento rispetto al quarto trimestre 2017 (15.3%). Ex financials, la crescita passa a +24.1% da +17% dello scorso trimestre. Fatturato a +13% da +11% e margini netti ai massimi dal 2011 (dati di Citi)
- Il Capex ha riaccelerato nei primi 3 mesi dell'anno, portandosi a +20% anno su anno da +12% di fine 2017. Il dato è confermato dall'accelerazione dei Private Fixed assets investments evidente nei dati di contabilità nazionale.
- Quadro macro stabile, politica monetaria neutrale e politica fiscale espansiva dovrebbero permettere il mantenimento di questo livello di earning growth durante l'anno.

Net Income Growth



Capex Growth

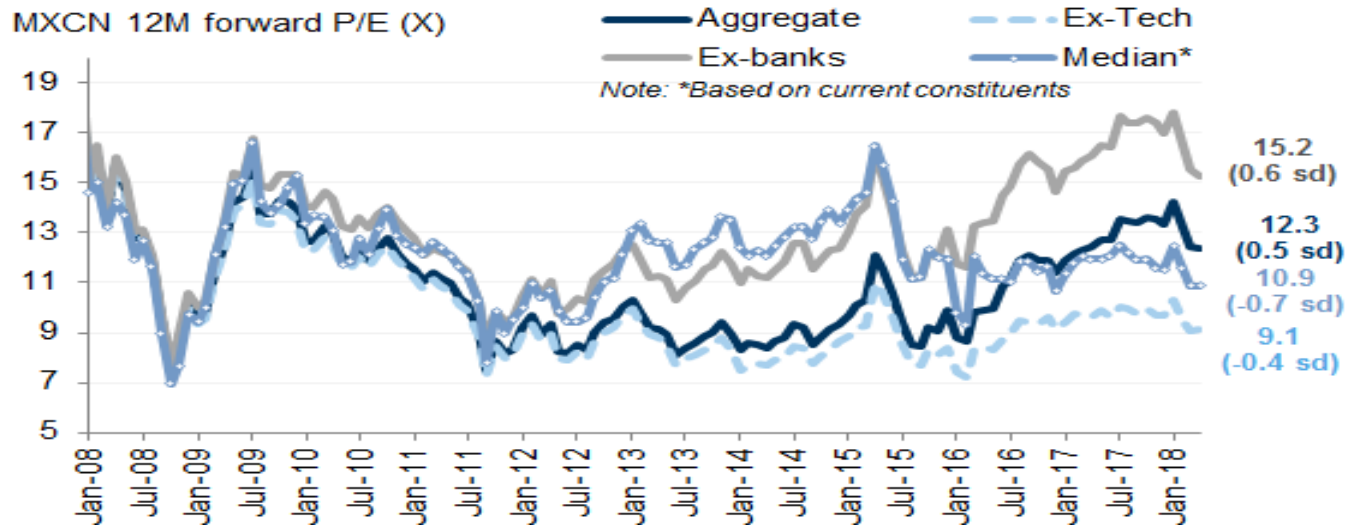




Azionario cinese: Cheap, ex-tech

- Analogamente a quanto successo nei mercati occidentali, la concomitanza di una buona earning season con una correzione dell'azionario ha prodotto un significativo ridimensionamento dei multipli dell'Equity cinese.
- Il MSCI China quota ancora ad uno sconto significativo rispetto ai mercati occidentali. Ciò è in parte dovuto ai bassissimi multipli del settore bancario, mentre il Tech risulta, qui come altrove, il settore più caro. Le "A" shares sono ancora più cheap (CSI300 sotto 12x fwd PE). Lo spazio per ulteriori compressioni dovrebbe essere ridotto.

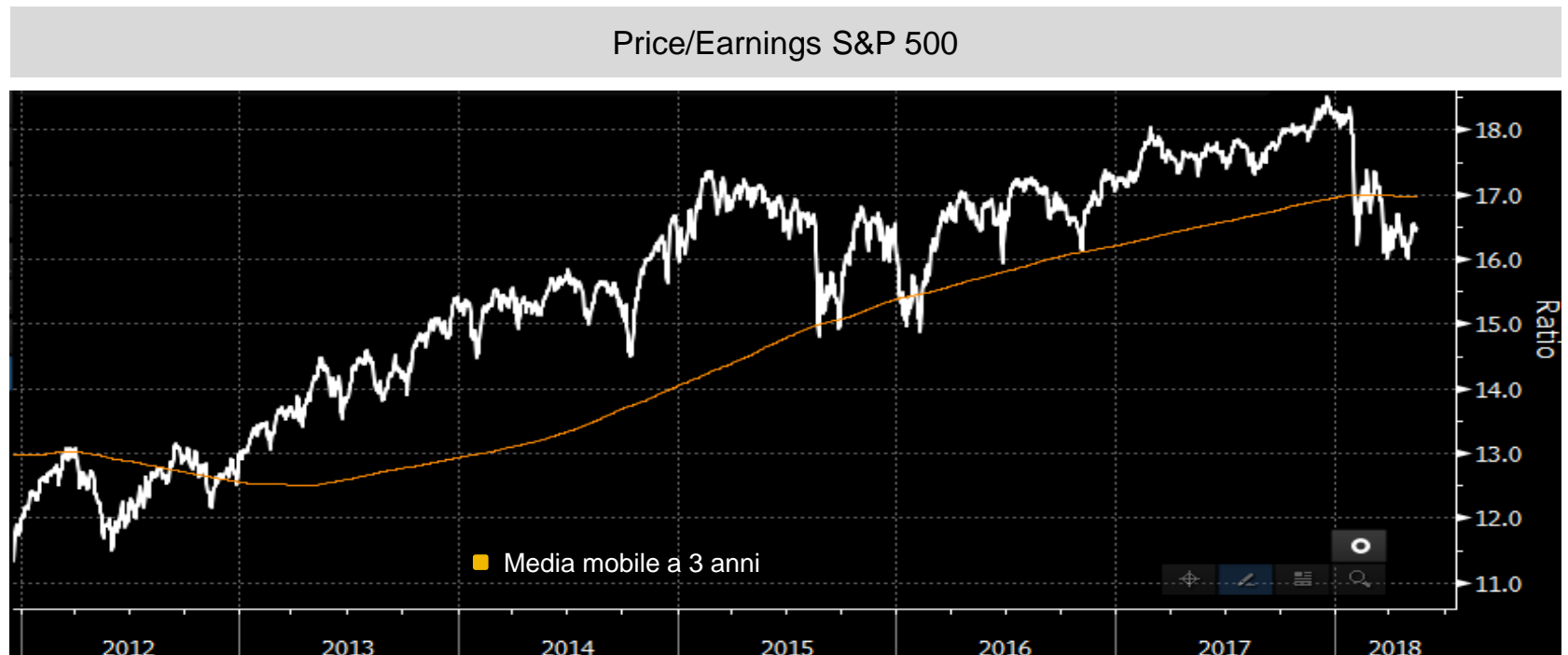
Price/Earnings MXCN





Multipli US, possibile ancora un po' di re-rating

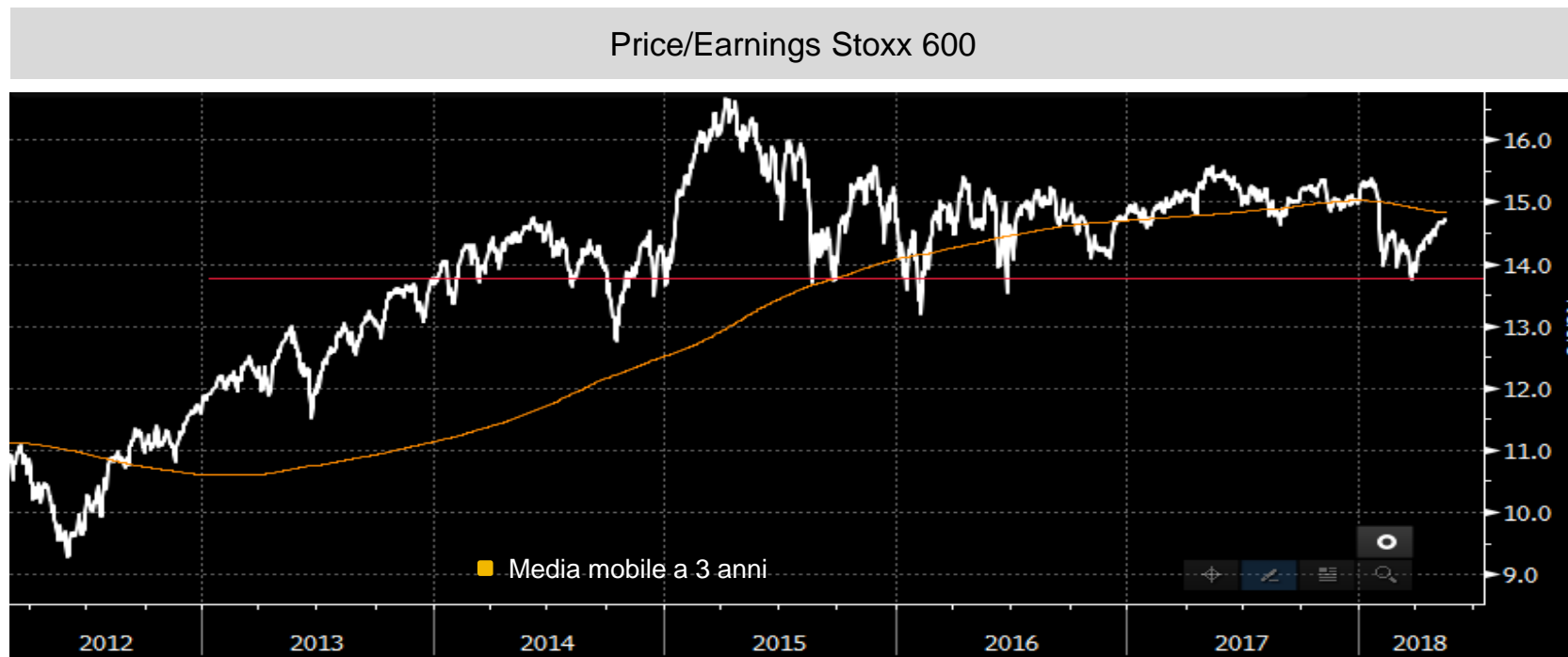
- Il livello dei forward PE dell'S&P 500 offre ancora un po' di possibilità di re-rating, nel caso gli utili rispettino le attese nella parte restante del 2018.
- Il rafforzamento della divisa costituisce un ostacolo, ma il quadro macro positivo e gli effetti indiretti della riforma fiscale dovrebbero supportare i profitti.





Multipli Stoxx 600: vicino alla media

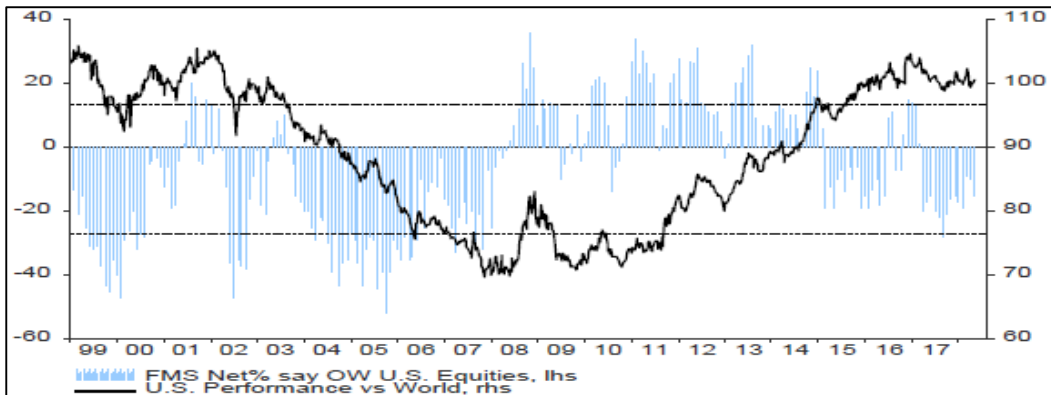
- Il recupero degli indici europeo dell'ultimo mese e mezzo ha riportato i multipli in linea con la media degli ultimi anni
- Il deprezzamento dell'€ dovrebbe portare beneficio ai margini aziendali nella seconda parte dell'anno, ma resta da chiarire la natura del recente rallentamento macro.



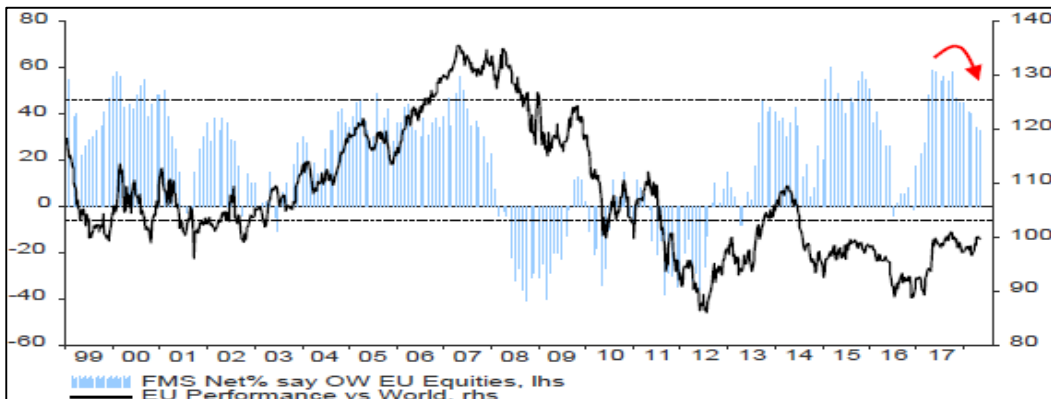


Il positioning punta ad una ripresa dell'outperformance US

Asset Allocation – Azionario US



Asset Allocation – Azionario Eurozona



- L'analisi del posizionamento degli investitori "real money" mostra il permanere di un certo scetticismo nei confronti dell'azionario USA, in relativo ad altri mercati. Tra i motivi, presumibilmente le valutazioni elevate in vigore fino a febbraio 2018, e successivamente l'acuta fase di volatilità.
- Nonostante il recente ridimensionamento, l'Eurozone resta l'area preferita dagli investitori in azionario, più delle aree USA ed Emergenti (dati dalla Global Fund Manager Survey di maggio 2018 di Merrill Lynch)
- Un simile posizionamento costituisce un fattore a supporto di un out-performance USA nei prossimi mesi



In sintesi

- Manteniamo a **overweight l'azionario US**. Il quadro macro solido e gli effetti della riforma fiscale sosterranno i profitti aziendali nei prossimi mesi. Le valutazioni restano su livelli accettabili. Portiamo a **neutral l'azionario europeo** ritenendo che il recente recupero abbia parzialmente rimosso lo sconto di valutazione implicito nei livelli di 6 settimane fa, e che il quadro macro stia dando dei segnali di indebolimento che richiedono una valutazione approfondita. Portiamo a **neutral anche l'azionario emergenti**, in quanto riteniamo che l'apprezzamento del dollaro nel breve potrebbe inasprire le condizioni finanziarie in alcune aree. Portiamo a **overweight l'azionario cinese**, nella convinzione che possa ottenere supporto da una modifica della stance fiscale in direzione espansiva.
- **Restiamo negativi sull'obbligazionario governativo Eurozone**. Il mercato dei tassi europeo prezza troppo poco in termini di crescita e la riduzione degli acquisti ECB potrebbe produrre un calo dello "scarcity premium" sui bonds tedeschi. Restiamo **sottopesati anche di bond periferici**, con l'idea che la complessa situazione politica italiana continuerà ad alimentare volatilità sui titoli di stato nazionali e che gli emittenti periferici possano sperimentare un certo contagio. Inoltre, l'attuale livello di spread offre poca protezione in caso di rialzo dei rendimenti "core Europe". Manteniamo **neutral l'obbligazionario US**, nella convinzione che, nel breve, il repricing sia stato significativo e il positioning marcatamente sottopesato degli investitori possa sostenere i corsi. Manteniamo a **neutral l'obbligazionario emergenti**.
- Manteniamo in **sottopeso il debito corporate US ed EU, sia Investment grade che High Yield**, nella convinzione che gli spreads non compensino per il rischio. Manteniamo in **sovrappeso i subordinati finanziari europei**, in quanto riteniamo che la recente correzione abbia creato sacche di valore, limitatamente agli emittenti di migliore standing
- Riguardo i cambi, **manteniamo overweight il \$**, nella convinzione che il quadro macro USA più solido, i flussi di rimpatrio degli utili e l'effetto sulla liquidità in Dollari della balance sheet reduction Fed possano supportarne il corso nei prossimi mesi. Restiamo **sovrappesati su Yen**, ritenendo, nel corso del 2018, inevitabile una modifica della stance monetaria da parte della Bank of Japan. Inoltre lo vediamo come un hedge efficiente nel caso di fiammate di risk aversion. Manteniamo a **neutral la Sterlina** nella convinzione che le prospettive per un accordo di transizione siano migliorate.
- Riguardo le Commodities, **portiamo a neutral le energetiche**, con l'idea che gli attuali livelli riflettano appieno il bilancio domanda/offerta di petrolio. Manteniamo a **overweight le commodities industriali**, nella convinzione che la domanda da Cina e USA possa sostenerne i corsi nei prossimi mesi. 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 contro un'accelerazione sopra attese dell'inflazione.



Giudizi sintetici

Azionario

US	▲	
Area euro	■	Downgrade
UK	▼	
Giappone	▲	
Cina	▲	Upgrade
Emergenti	■	Downgrade

Obbligazionario corporate

US investment grade	▼
US high yield	▼
Area euro investment grade	▼
Area euro high yield	▼
Area euro finanziari subordinati	▲

Materie prime

Energetiche	■	Downgrade
Industriali	▲	
Agricole	■	
Metalli preziosi	▲	

Obbligazionario governativo

US	■
Area euro core	▼
Area euro periferia	▼
UK	▼
Giappone	▼
Emergenti	■
Inflation linked US	▲
Inflation linked Area euro	▲

Valute

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

▲ = 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.