



Anthilia Capital Partners Sgr

Aprile 2017

Analisi di Scenario





“Make America wait again”

- Idealmente, i primi 100 giorni di ogni nuova amministrazione servono al neopresidente per porre le basi alla realizzazione del suo programma
- Nel caso di Trump, il primo trimestre di presidenza ha visto significativi cambi di rotta rispetto agli aspetti più peculiari della sua campagna elettorale ed un costante ridimensionamento delle aspettative di riforma di fisco e pubblica amministrazione

12 settembre 2016 (CNBC)

“Janet Yellen should be ‘ashamed’ of what she’s doing to the country. She is doing what President Barack Obama wants by keeping interest rates low”



12 aprile 2017

“I do like a low interest rate policy ... I think the dollar is getting too strong ... She is not ‘toast’, it’s very early but I like her, I respect her”

25 ottobre 2016

“My first day in office, I’m going to ask the Congress to put a bill on my desk getting rid of this disastrous law ... You’re going to have such great health care, at a tiny fraction of the cost, and it’s going to be so easy”



25 marzo 2017

“I never said ‘repeal and replace Obamacare’, you’ve all heard my speeches. I never said ‘repeal it and replace it within 64 days’ ”

9 novembre 2016 (WSJ)

“China is raping us by suppressing the Yuan to make its exports more competitive with US goods. I will label the country a currency manipulator on my first day in office”



12 aprile 2017

“They are not currency manipulators”

9 febbraio 2017

“We’re going to be announcing something over the next, I would say, two or three weeks that will be phenomenal in terms of tax”



12 aprile 2017

“We’re going to have a phenomenal tax reform, but I have to do health care first ... I don’t want to put deadlines ... Health care is going to happen at some point. Now if it doesn’t start fast enough, I’ll start the taxes”

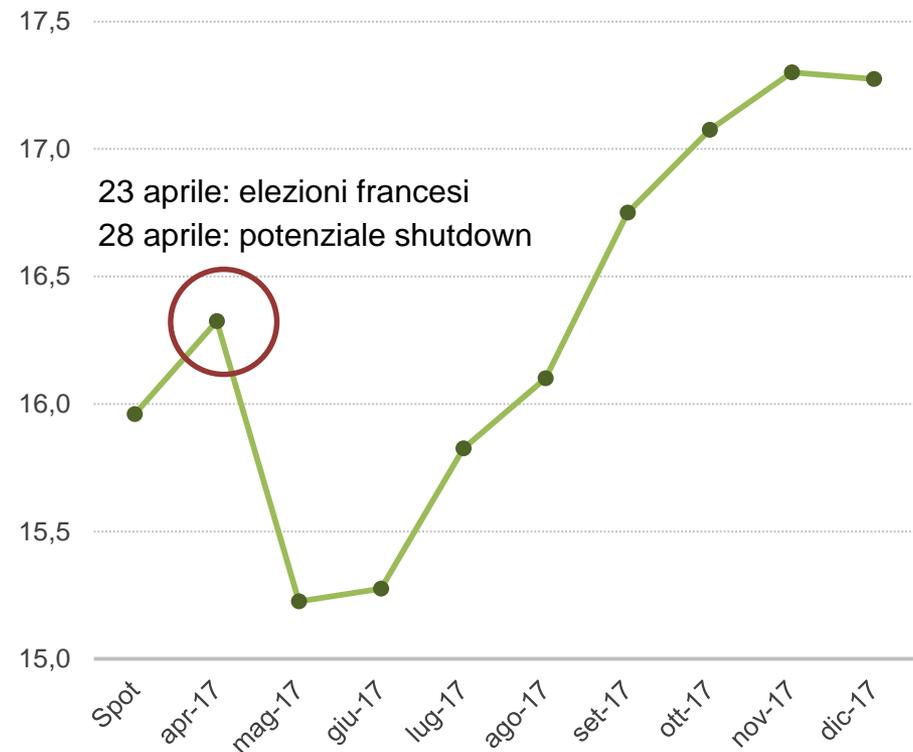


“Washington, we have a problem”

- Il 28 aprile scade la Continuing Resolution, che ha finanziato finora l'attività governativa. Il 21 aprile, al rientro dall'Easter Recess, il Congresso avrà una sola settimana per trovare un accordo che copra le spese fino a fine anno, sia esso un'estensione della CR o un nuovo budget
- Il Freedom Caucus, che ha affossato l'AHCA potrebbe rifiutarsi di approvare un budget e i Democratici, indispettiti dalla vicenda che ha portato all'elezione di Gorsuch alla Corte Suprema contro il loro volere, potrebbero rifiutarsi di fornire i voti necessari, in particolare al Senato
- Uno shutdown di breve entità ha ricadute modeste sull'attività economica, ma potrebbe essere interpretato dal mercato come un segnale preoccupante in vista del dibattito sul Debt Ceiling (deadline tra agosto e ottobre), a seconda di quando si esauriranno le misure straordinarie, e sull'approvazione del Budget 2018 (deadline 1 ottobre)

Curva forward dell'indice VIX

13 aprile 2017



Fonte: Bloomberg



La riforma fiscale e la realtà dei fatti

- Il ripudio dell’Affordable Care Act avrebbe dovuto fornire il grosso dei risparmi fiscali necessari per la riforma fiscale. Il suo fallimento lascia all’esecutivo la scelta tra una riforma assai meno ambiziosa ed una finanziata interamente con nuovo deficit
- Un taglio alla tassa sulle imprese senza coperture rischia di incappare nei medesimi problemi che hanno affossato l’AHCA: i gruppi più conservativi dei Repubblicani si opporranno ad un aumento indiscriminato del debito e Democratici si opporranno ad un progetto che favorisce sicuramente i ceti più elevati
- Reperire le coperture necessarie ad un congruo taglio della Corporate Tax è ugualmente complesso. L’adozione di una Border Tax è assai controversa (ed è contraria alle regole WTO) e trova opposizione tra gli stessi Repubblicani. Inoltre, il principale effetto collaterale sarebbe un apprezzamento del dollaro, un fenomeno indesiderato, secondo gli ultimi umori della casa bianca. Gli effetti di dazi doganali sarebbero non dissimili. La Holiday Tax per il rimpatrio degli utili non fornirebbe che una piccola parte delle risorse necessarie a un taglio del 20% della Corporate Tax (e spingerebbe il dollaro al rialzo)
- Anche il taglio della tassa sul reddito risulta di difficile attuazione. La scelta sarebbe nuovamente tra un massiccio ricorso al deficit e la ricerca di coperture mediante riduzione delle esenzioni e degli sgravi, un suicidio politico in vista delle Mid Term Election dell’anno prossimo
- Il risultato più probabile sembra una ridotta riduzione dell’aliquota corporate (di 5-7 punti) e un’altrettanto modesta riduzione della tassa sul reddito



Donald J. Trump @SurrealDonaldTrump · 13 gen

The "Unaffordable" Care Act will soon be history!



39111



30410



131057



USA: un altro trimestre di crescita deludente?

- Con la media degli analisti che prevede una prima stima del PIL americano del primo trimestre di poco sopra l'1%, le ambizioni di accelerazione sono rinviate al secondo quarto
- Sicuramente il clima ha avuto nuovamente un impatto, ma la dinamica dei consumi non è stata brillante, in particolare se paragonata col livello della Consumer Confidence
- In generale, gli ultimi dati macro alimentano dubbi che la marcata divergenza tra survey e dati reali possa comporsi a favore delle prime. Il rischio è che la "Trumpeuforia" si atteni nei prossimi mesi

Stime Nowcast di crescita del PIL americano nel Q1 2017



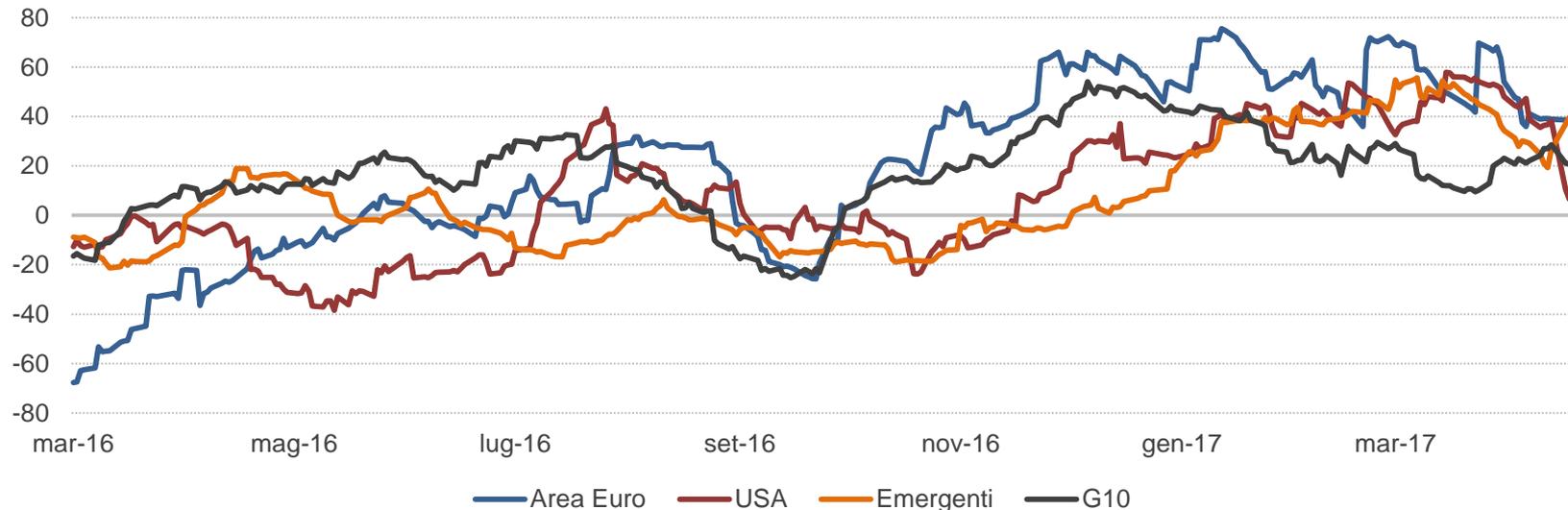
Fonte: FT, Atlanta Fed, New York Fed



Crescita globale: downside risk?

- Dopo mesi di sorprese positive, il consenso sulla crescita globale si è adeguato, ed è diventato vulnerabile alle delusioni
- Il ridimensionamento delle attese è già rilevante negli USA, mentre l'indice europeo, pur in significativo calo, si trova ancora su livelli storicamente elevati. In controtendenza l'indice giapponese, i cui dati avevano deluso nella seconda metà del primo trimestre, mentre quello dei Paesi emergenti è stato supportato dal balzo dei dati macro cinesi
- La correzione nell'indice del G10 (-25 punti in 3 settimane) è marcata, ma nel caso di un ulteriore deterioramento dei dati il downside è ancora consistente

Citi Economic Surprise Index

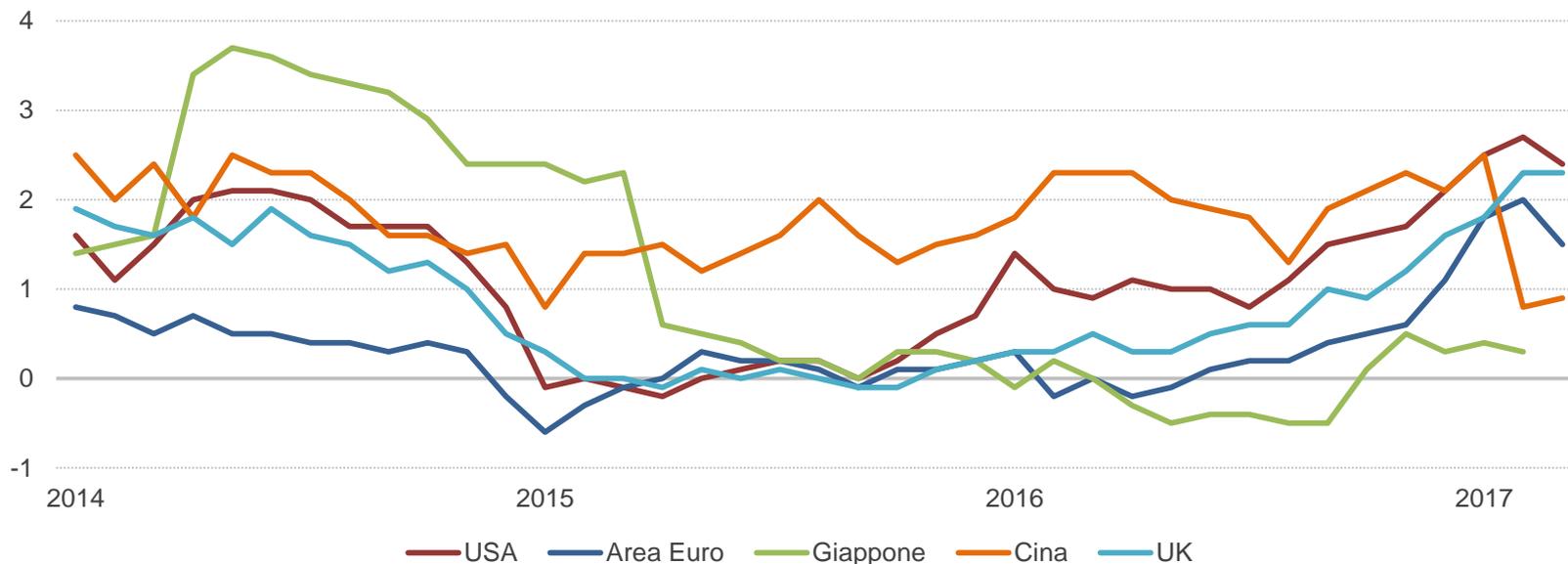




CPI globali in ritirata a marzo

- Una parte rilevante nel calo dei Surprise Index globali è ascrivibile a una brusca interruzione nel trend globale di rialzo dei prezzi, osservato tra la seconda parte del 2016 e i primi mesi del 2017
- Oltre ai noti effetti base sull'energia, a influire negativamente sui dati sono stati il collocamento della Pasqua, il calo delle tariffe di telefonia mobile in America, i prezzi del cibo eccezionalmente bassi in Cina negli ultimi 2 mesi
- Ciò detto, gli effetti base potrebbero continuare nei prossimi mesi, mentre i dati core sono risultati sotto le attese sia negli USA che nell'Area Euro (dove la lettura è tornata quasi sui minimi ciclici)

CPI YoY

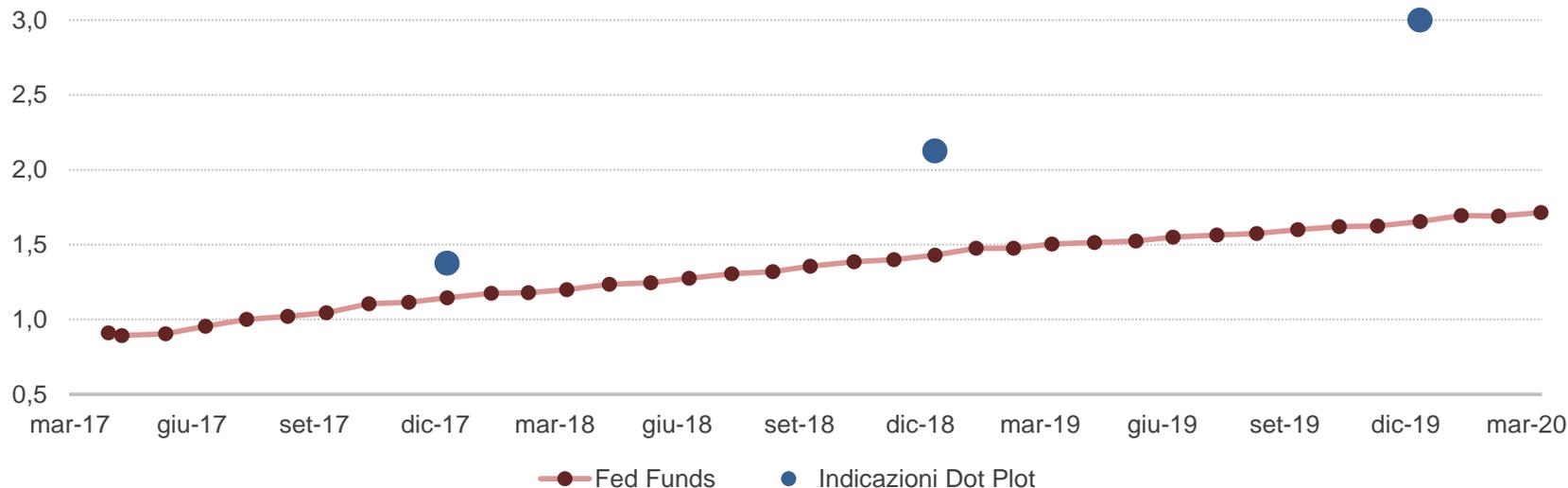




Fed: la maledizione di giugno

- Il prossimo meeting candidato a deliberare un rialzo dei tassi e quello del 15 giugno. La Fed rischia di arrivarci con un'inflazione in calo e un PIL del primo trimestre mediocre
- Il FOMC ha fretta di normalizzare e iniziare a ridurre il bilancio. Quindi, a meno di gravi incidenti, opterà per guardare oltre la momentanea debolezza di prezzi e ciclo, e alzerà i tassi
- La seconda parte dell'anno è quanto mai "data dependant". Ma il mercato prezza uno scenario assai più conservativo rispetto al FOMC, con poco più di un rialzo per fine 2017 e nemmeno 3 rialzi in totale entro il 2018, ovvero meno della metà della Dot Plot. In altre parole, nei livelli attuali è fattorizzata una significativa pausa nel percorso di rialzo

Tassi forward impliciti nelle quotazioni dei future sui Fed Funds

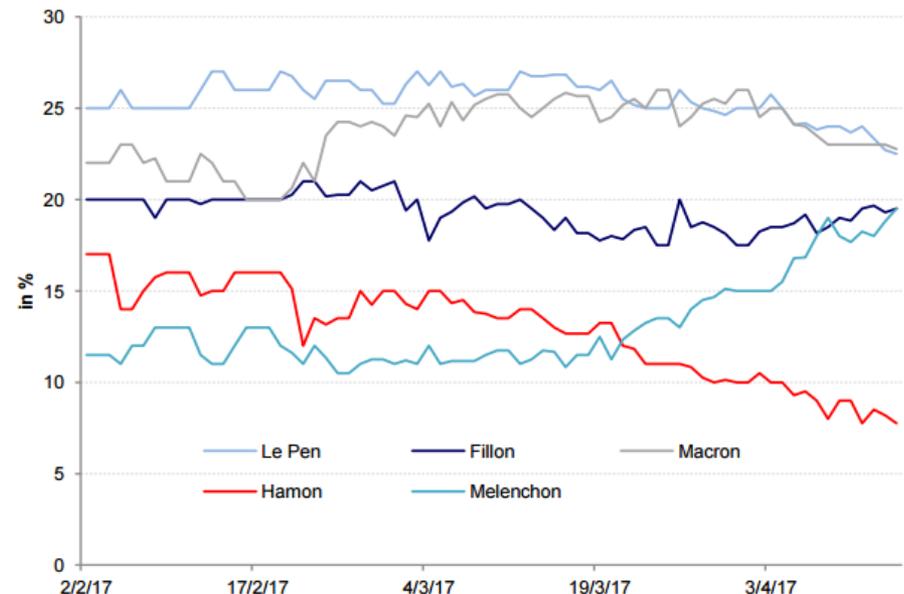




Elezioni francesi: incertezza sui finalisti

- A pochi giorni dal primo round delle presidenziali francesi, i differenziali tra i 4 principali candidati si sono assottigliati al punto che, tenendo conto del margine d'errore nei sondaggi (2-3% sul singolo), un ballottaggio Le Pen/Melenchon non si può escludere a priori. Infatti il range tra il primo e il quarto candidato è di 5-6%
- Larghissima parte del guadagno di Melenchon proviene a detrimento di Hamon. Sembra improbabile che il downside sia ancora significativo per quest'ultimo. Ciò detto, Le Figaro ha ipotizzato che Hamon possa cessare la campagna elettorale e implicitamente indirizzare i suoi residui elettori verso Melenchon
- Le Pen e Fillon dispongono dell'elettorato più convinto ad andare a votare (rispettivamente 85% e 78%) rispetto a Macron (68%) e Melenchon (65%). Ciò potrebbe costituire un'indicazione rilevante per la direzione degli errori nei sondaggi, favorendo un ballottaggio Le Pen/Macron o Le Pen/Melenchon

Sondaggi di voto per le elezioni presidenziali francesi



Fonte: Deutsche Bank



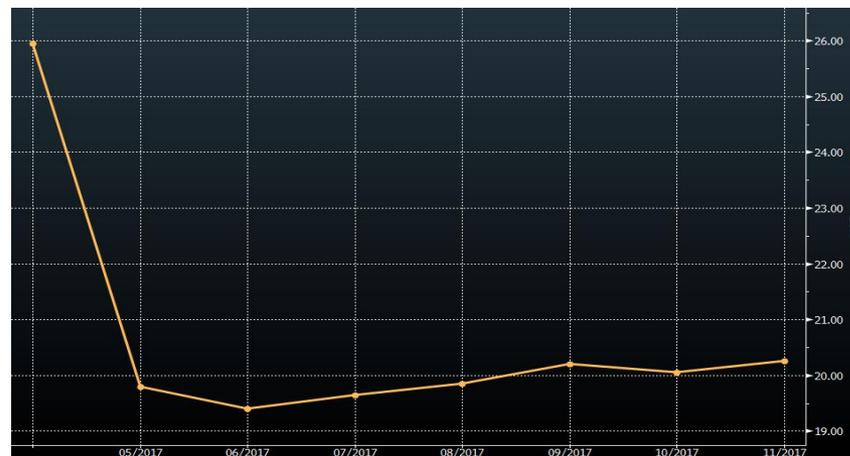
Elezioni francesi: il nervosismo fa salire il costo degli hedge

- L'abbondanza di tail risk del periodo ha fatto gonfiare i costi per la protezione dei portafogli, in particolare nell'Area Euro per via delle elezioni francesi, ma non solo
- Un risultato positivo potrebbe dar luogo a sollievo di breve sui mercati azionari, ad un rimbalzo dei rendimenti tedeschi e compressione degli spread

Volatilità implicita sul future su Bund 10Y
(opzioni a 1 mese, delta 25%)



Curva forward dell'indice VSTOXX
18 aprile 2017



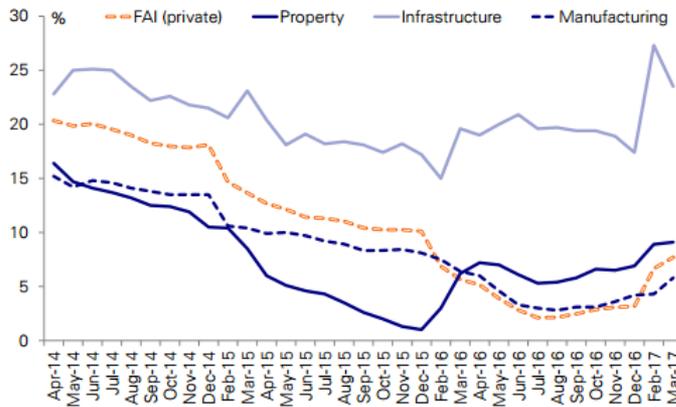
Fonte: Bloomberg



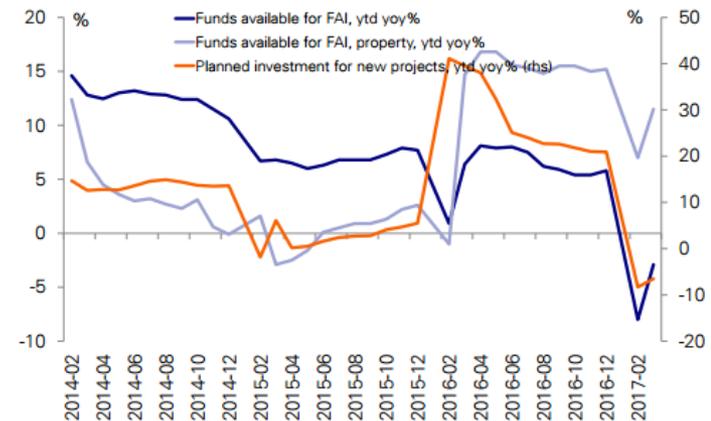
Cina: ciclo robusto ma il miglior momentum è alle spalle

- I dati macro di marzo hanno confermato che la crescita cinese si colloca sui massimi di periodo (o quanto meno questo è il messaggio che le autorità vogliono passare)
- Peraltro, uno sguardo ai piani di investimento e ai fondi disponibili per gli investimenti mostra che nei prossimi mesi dovremmo assistere ad un rallentamento degli investimenti fissi
- Il settore immobiliare continua a mostrare crescita robusta, ma i livelli indicano una probabile moderazione nella seconda parte dell'anno
- I dati sugli aggregati monetari in rallentamento confermano che la PBOC è determinata a riportare il credito sotto controllo. Il PIL sopra il target appare come una conferma che le autorità ritengono di avere spazio per inasprire la stance monetaria

Crescita YoY degli investimenti fissi



Crescita YoY dei fondi disponibili per investimenti fissi



Fonte: Deutsche Bank



Il punto sulle valutazioni

- Numerose metriche collocano l'azionario americano su livelli cari. Oltre ai P/E, abbiamo il price to book, il price to sales e il cyclically adjusted P/E
- Meno estrema la situazione europea, con un dividend yield attraente, ma attese sugli utili per il 2017 assai spinte
- Tra i mercati dei Paesi sviluppati, il Giappone sembra attraente sotto diverse metriche, mentre i Paesi emergenti sono decisamente cheap sugli utili

	USA	Europa ex UK	Giappone	Emergenti
P/E medio 2017E-2018E	17,52	15,08	13,63	11,81
P/E 12M Forward	18,01	15,40	13,90	12,08
Crescita EPS 2017 (%)	10,2	18,5	13,5	19,8
Crescita EPS 2018 (%)	12,4	10,0	9,1	11,4
Price to book 2017E	2,90	1,77	1,24	1,49
Dividend Yield 2017E (%)	2,04	3,25	2,21	2,70
Yield 10Y (%)	2,33	0,27	0,06	5,52

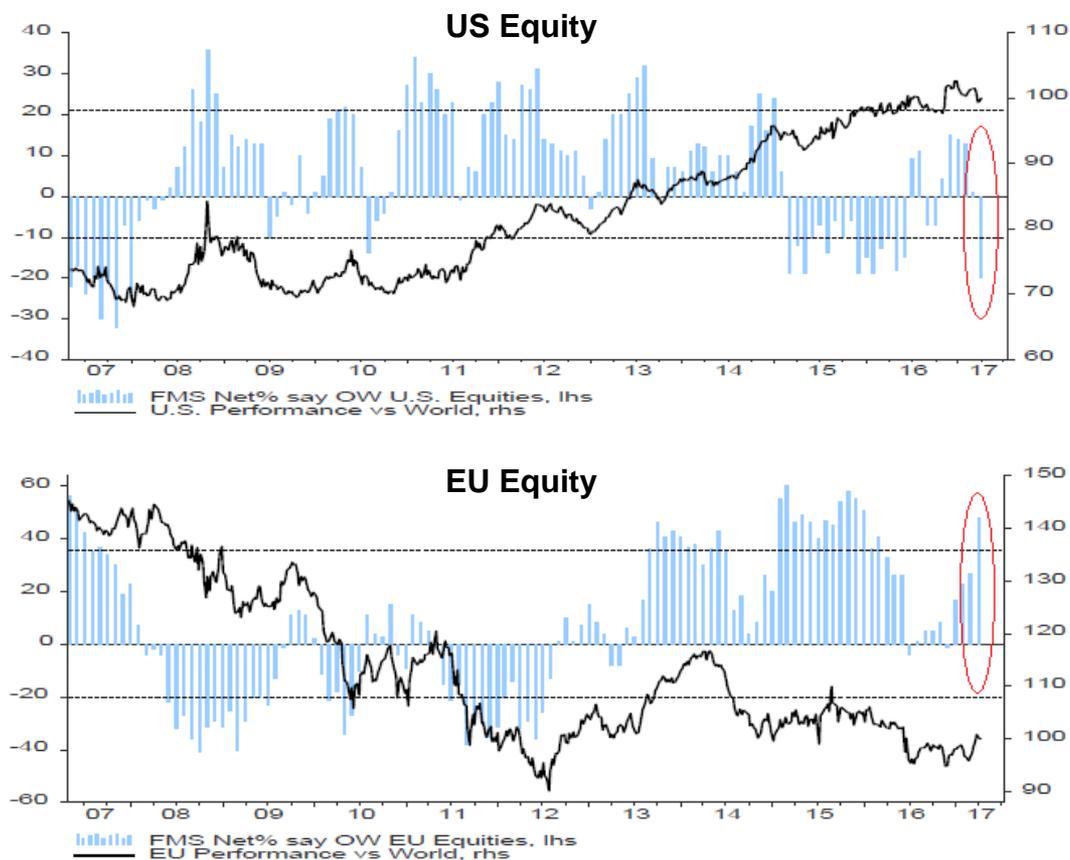
Fonte: Citigroup



Dal positioning un ostacolo di breve per il value investing

- La rotazione da azionario americano verso quello europeo dell'ultimo mese è stata la quinta per dimensioni dal 1999
- Tra le cause per l'uscita da Wall Street, le valutazioni e il rinvio della riforma fiscale
- Un'allocazione sottopesata non ha impedito all'S&P 500 di restare laterale in regime di alta volatilità, da metà 2015 ai primi mesi del 2016
- L'allocazione sull'Europa ex UK è ai massimi da 15 mesi, quella sui Paesi emergenti è ai massimi da 5 anni

Asset allocation dei fund manager su azionario



Fonte: BoA Merrill Lynch Global Fund Manager Survey



Euro-Dollaro: 100% differenziale tassi?

- Nell'ultimo periodo la correlazione tra Euro e Dollaro e differenziale di tassi è diventata quasi perfetta
- Se ne desume che nell'ultimo periodo i tassi decennali sintetizzano alla perfezione il mix di politica monetaria e attese su crescita e inflazione
- Nel breve la divisa unica potrebbe beneficiare di un esito positivo delle elezioni francesi, mentre a medio periodo un ritorno dei tassi americani verso la view della Fed dovrebbe ridare forza al biglietto verde





Giudizi sintetici

Azionario		Obbligazionario governativo	
US	▼	US	▼
Area euro	▲ Upgrade	Area euro core	▼
UK	▼	Area euro periferia	▼
Giappone	▲	UK	■
Cina	■	Giappone	▼ Downgrade
Emergenti	▼ Downgrade	Emergenti	■
Obbligazionario corporate		Inflation linked US	▲
US investment grade	▼	Inflation linked Area euro	■
US high yield	▼	Valute	
Area euro investment grade	▼	EUR/USD	▼
Area euro high yield	▼	EUR/GBP	▼ Downgrade
Materie prime		EUR/CHF	■
Energetiche	▼	USD/JPY	▲
Industriali	■	▲ = Overweight ■ = Neutral ▼ = Underweight	
Agricole	▲		
Metalli preziosi	■		

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.