

**2018**

Anthilia  
Capital Partners  
SGR

Analisi di scenario  
Giugno 2018

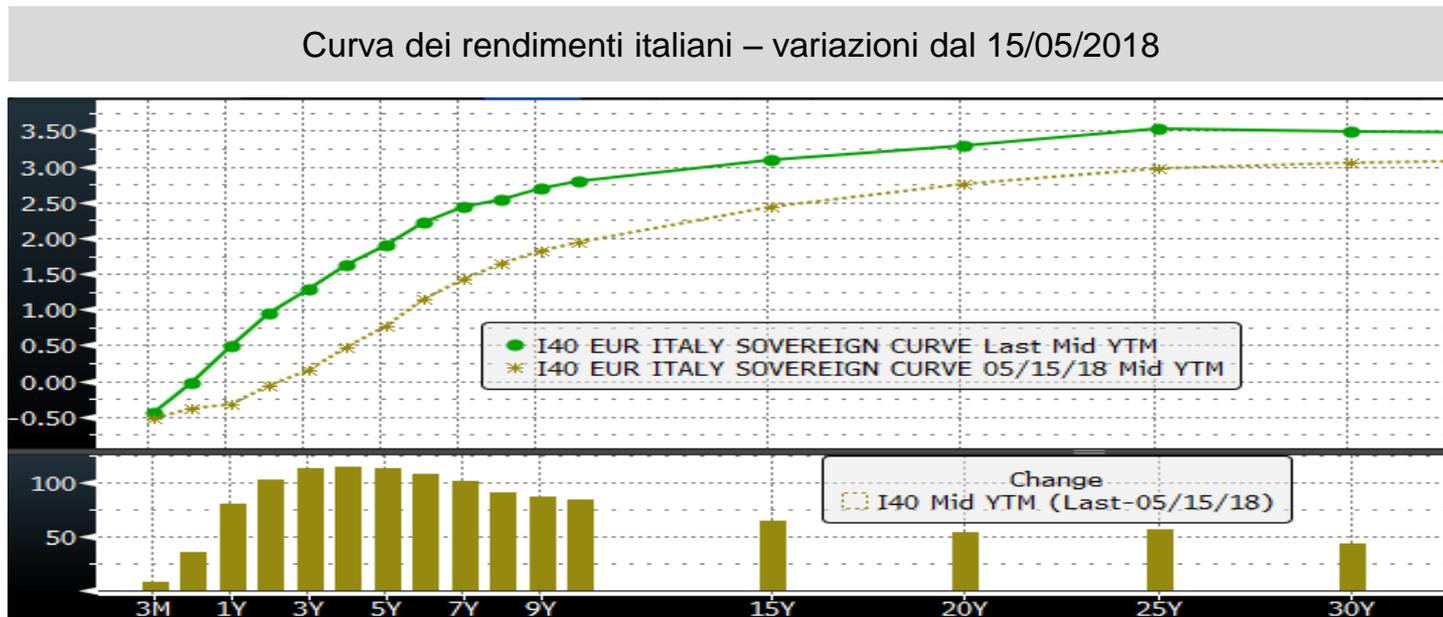


**Anthilia**<sup>sgl</sup>  
Capital Partners



## Asset italiani: un brusco risveglio

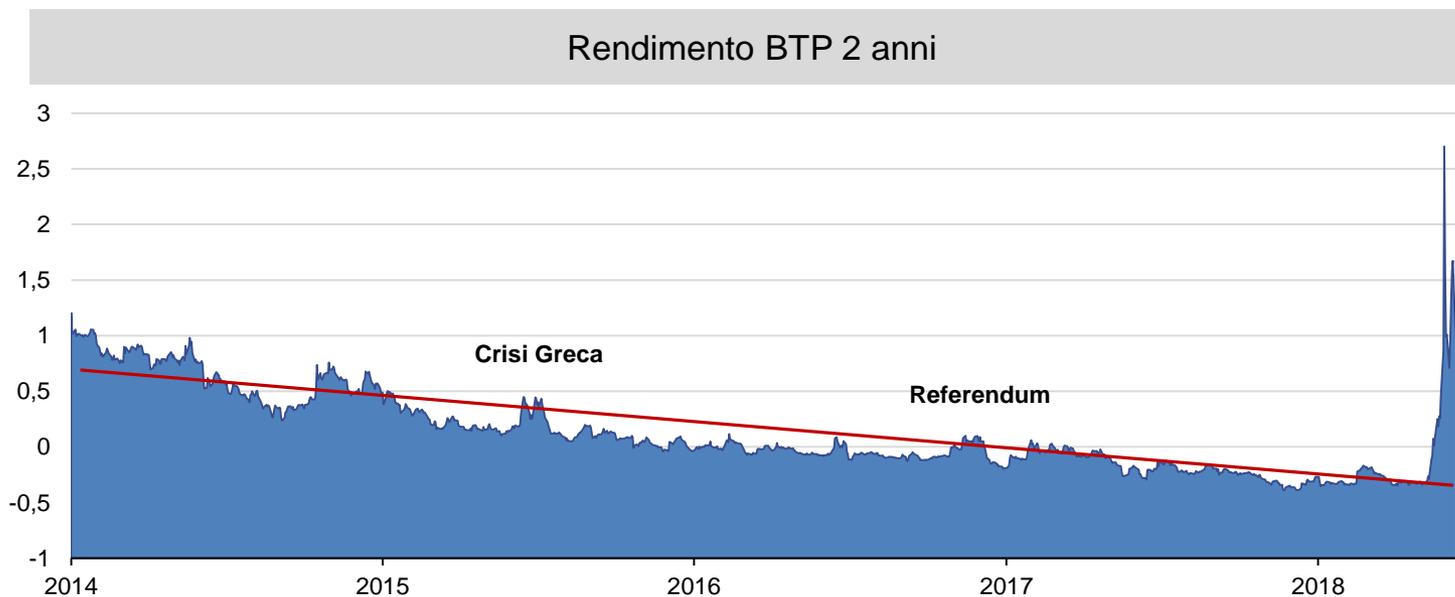
- La relativa tranquillità degli investitori nei confronti dei titoli di debito italiani, e la buona predisposizione verso Piazza Affari sono state improvvisamente turbate dall'avvento, al governo del paese, della Coalizione Giallo-Verde.
- Il grande favore riscontrato presso l'elettorato dal programma del Governo del Cambiamento ha indotto sui mercati timori di un marcato deterioramento delle finanze pubbliche, di smantellamento delle riforme, e di un aumento delle frizioni con l'EU.
- Il movimento di rialzo dei rendimenti è stato brusco e repentino, corredato da una tendenza della curva dei rendimenti ad appiattirsi, tipica delle fasi di stress acuto.





### Spread: il positioning dietro la violenza della reazione

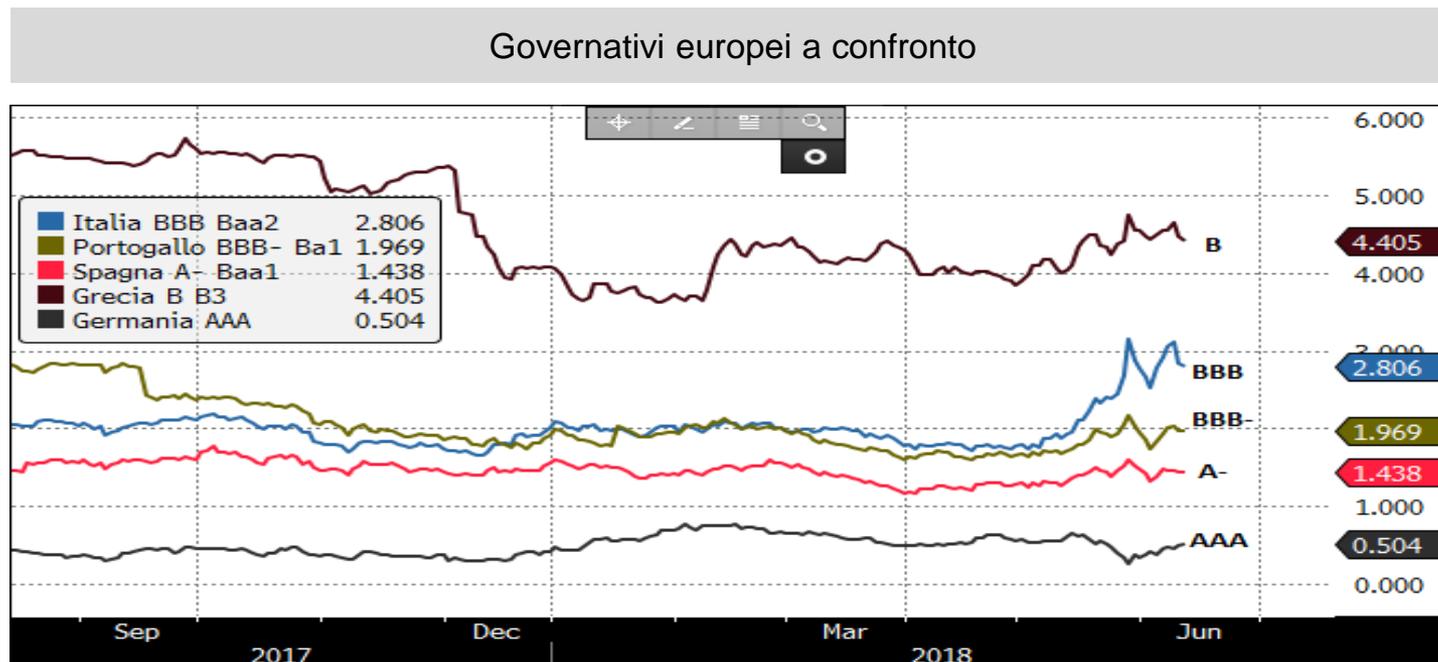
- La stabilità delle finanze pubbliche italiane e le misure straordinarie di politica monetaria dell'ECB hanno offerto un robusto supporto ai BTP negli ultimi anni. Il miglioramento del quadro macro nel 2017 ha costituito un ulteriore effetto benefico. L'impatto di questi fattori è particolarmente evidente sulle parti brevi della curva: il rendimento del BTP a 2 anni è rimasto sotto 0.1% per la quasi totalità degli ultimi 2 anni e mezzo.
- Questa situazione di rendimenti ridotti ma senza nessun rischio ha prodotto un posizionamento enorme su queste scadenze. Lo shock delle ultime settimane ha mandato in crisi questo posizionamento, alimentando l'ondata di volatilità scatenata dal cambio dello scenario politico.





## Spread: il repricing è significativo

- Agli attuali livelli, il rendimento del BTP a 10 anni si trova 80 basis points sopra quello del Portogallo, che ha un rating assai peggiore, e 140 bps sopra la Spagna, a cui Moody's attribuisce un rating migliore di appena un notch.
- In altre parole, l'attuale spread implica un downgrade del rating italiano di complessivi 2 notch per agenzia, che lo porti al primo livello di "junk" (BB+ aggregate). Un livello che copre abbondantemente il "worst case scenario" per il rating italiano.





### Spread: un'opportunità sulla parte breve

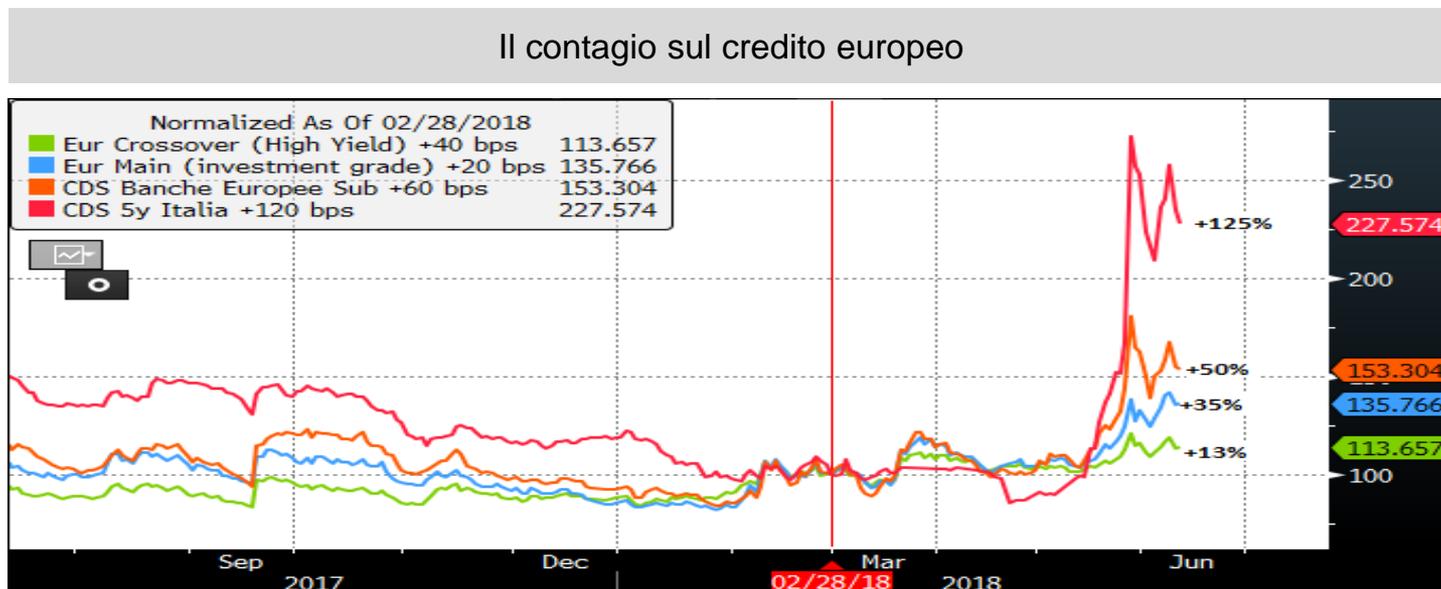
- Il citato positioning shock ha prodotto una significativa divergenza tra i rendimenti della parte monetaria della curva italiana ed il tasso “free risk”.
- Stante la situazione attuale delle finanze pubbliche italiane, e il fatto che i tassi resteranno negativi con ogni probabilità per i prossimi 18 mesi e oltre, tale divergenza risulta ingiustificata, ed il suo progressivo rientro contribuirà ad un attenuazione della volatilità lungo la curva.





### Credito Euro: Opportunità sul subordinato bancario, il resto rimane caro

- La fiammata di volatilità sugli spread periferici ha prodotto un contagio sul credito europeo, in misura variabile a seconda delle categorie
- I 60 basis points (+50% circa) di allargamento osservati sui subordinati bancari europei offrono un'occasione di acquisto limitata agli emittenti più solidi (core europe bank and insurance).
- I 40 Bps osservati sul High Yield (+13% circa) offrono troppa poca protezione in caso di un ulteriore indebolimento della congiuntura europea, e a fronte della probabile chiusura del QE ECB entro il 2018. I 20 bps (+35%) osservati sull'investment grade offrono qualcosa in più, ma l'effetto sui rendimenti potrebbe essere in parte bilanciato da un rialzo dei rendimenti dei tassi eurozona sulle scadenze medio lunghe.





### Spread: il bilancio domanda-offerta è favorevole nei prossimi mesi

- Anche quest'anno il Tesoro italiano ha attuato il consueto anticipo nel rifinanziamento del debito. Le emissioni nette sono state elevate nei primi 6 mesi dell'anno, e nella seconda metà il saldo è solo marginalmente positivo, e diventerà negativo grazie agli acquisti operati dall'ECB in base al suo programma.
- Al contrario, l'emissione netta di titoli tedeschi ha mostrato un maggior deficit nel primo semestre, e il saldo, ancorché marginalmente negativo in base alle principali stime, risulta più bilanciato nella seconda metà del 2018.

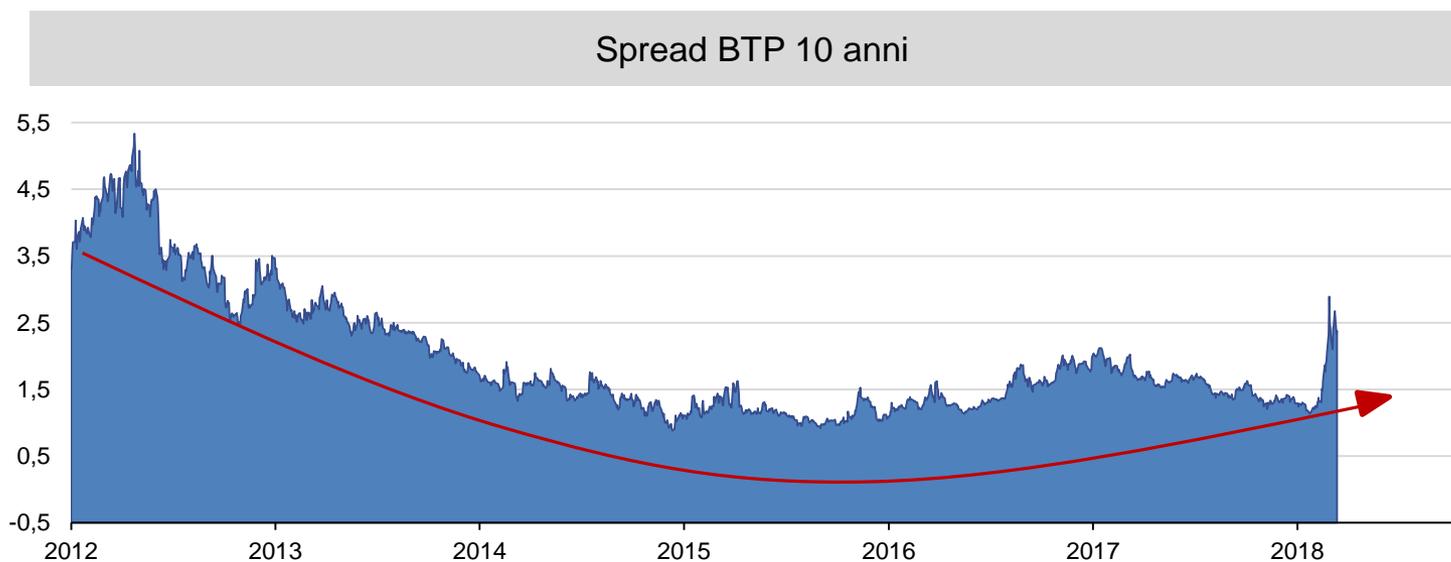
### Nuove emissioni e acquisti PSPP

2018 Country	YTD			Total (Expected)			Remaining		
	Gross Issuance	Net Issuance	PSPP Buying	Gross Issuance	Net Issuance	PSPP Buying	Gross Issuance	Net Issuance	PSPP Buying
Germany	70.0	-13.2	27.8	153.0	-8.3	53.1	83.0	4.9	25.3
France	115.2	37.5	22.3	225.0	90.6	44.9	109.8	53.2	22.6
Netherlands	11.5	-15.3	6.0	28.0	-11.7	11.7	16.5	3.6	5.6
Finland	4.0	2.5	2.0	10.0	2.0	3.4	6.0	-0.5	1.4
Austria	11.4	-1.1	3.1	23.0	3.5	6.3	11.6	4.5	3.2
Belgium	18.4	4.9	4.0	31.0	6.3	8.1	12.6	1.4	4.1
Italy	138.3	43.8	19.3	235.0	50.8	39.0	96.7	7.0	19.8
Spain	69.7	31.7	15.0	125.0	45.8	28.0	55.3	14.0	13.0
Ireland	11.3	9.8	2.4	18.0	7.7	3.4	6.7	-2.2	1.0
Portugal	10.8	10.4	2.7	15.0	8.0	3.8	4.2	-2.4	1.1
Slovakia	2.4	2.1	0.8	4.0	0.7	1.3	1.6	-1.4	0.5
Slovenia	2.8	0.8	0.6	4.0	2.1	1.1	1.3	1.3	0.5
Greece	3.0	3.0	0.0	3.0	1.1	0.0	0.0	-1.9	0.0
EA13	468.8	117.1	105.9	874.0	198.6	204.1	405.2	81.5	98.2



### Spread: Il quadro di medio termine è mutato

- Diversi fattori rendono improbabile un ritorno stabile dello spread nel range che lo ha contenuto per larga parte del 2015-2016 e negli ultimi trimestri (100-150).
- Il quadro politico resta instabile, e un eventuale crisi di risultati per l'esecutivo nei prossimi mesi può indurre, in particolare la Lega, a staccare la spina al Governo, per puntare a nuove elezioni.
- Pur con la vigilanza della Ragioneria dello Stato e della Presidenza della Repubblica, una certa deriva fiscale e il parziale smantellamento di alcune riforme sono da mettere in conto.
- Nel volgere di 6 mesi con ogni probabilità il programma di acquisti ECB verrà arrestato, e la quota di emissioni nette che questo tuttora assorbe tornerà a gravare sui mercati

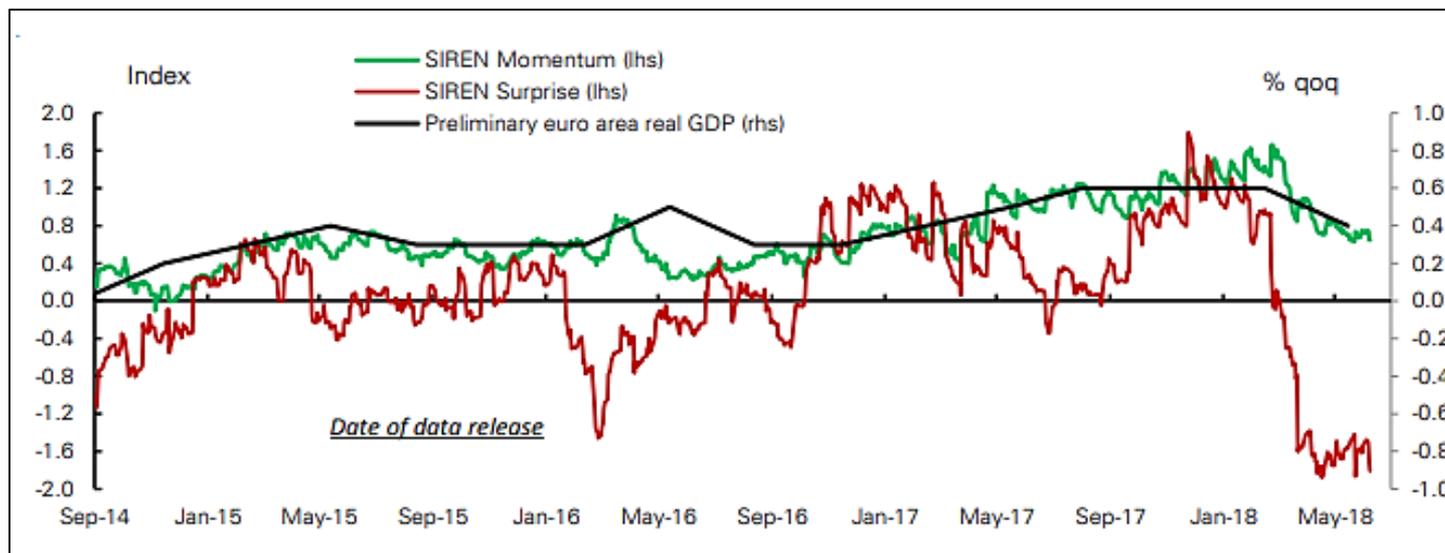




### Economia Eurozone: nessuna accelerazione in vista

- Gli ultimi dati macro pubblicati in Eurozone alimentano ulteriori dubbi circa la temporaneità del rallentamento osservato nei primi mesi del 2018. I surprise index mostrano la divergenza tra dati e consenso più rilevante e prolungata dalla crisi sovereign del 2011
- Il livello dei PMI resta coerente con una crescita pari a +0.4% trimestre su trimestre (1.6-1.7% anno su anno), ma la debolezza degli ordinativi e l'elevato accumulo di scorte al GDP del primo trimestre evidenziano un rischio che anche i prossimi mesi potrebbero deludere.

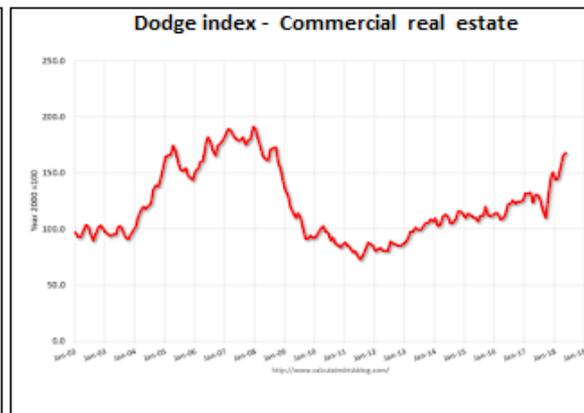
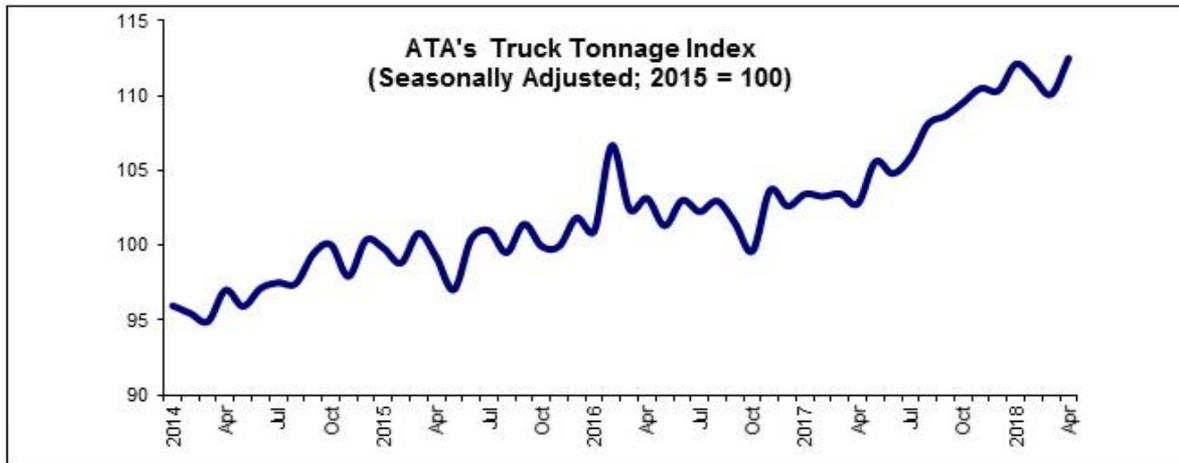
SIREN – Summary Index of Relevant Economic News





## Economia USA: segnali di forza

### US rail & road freight; Non residential building projects in planning index

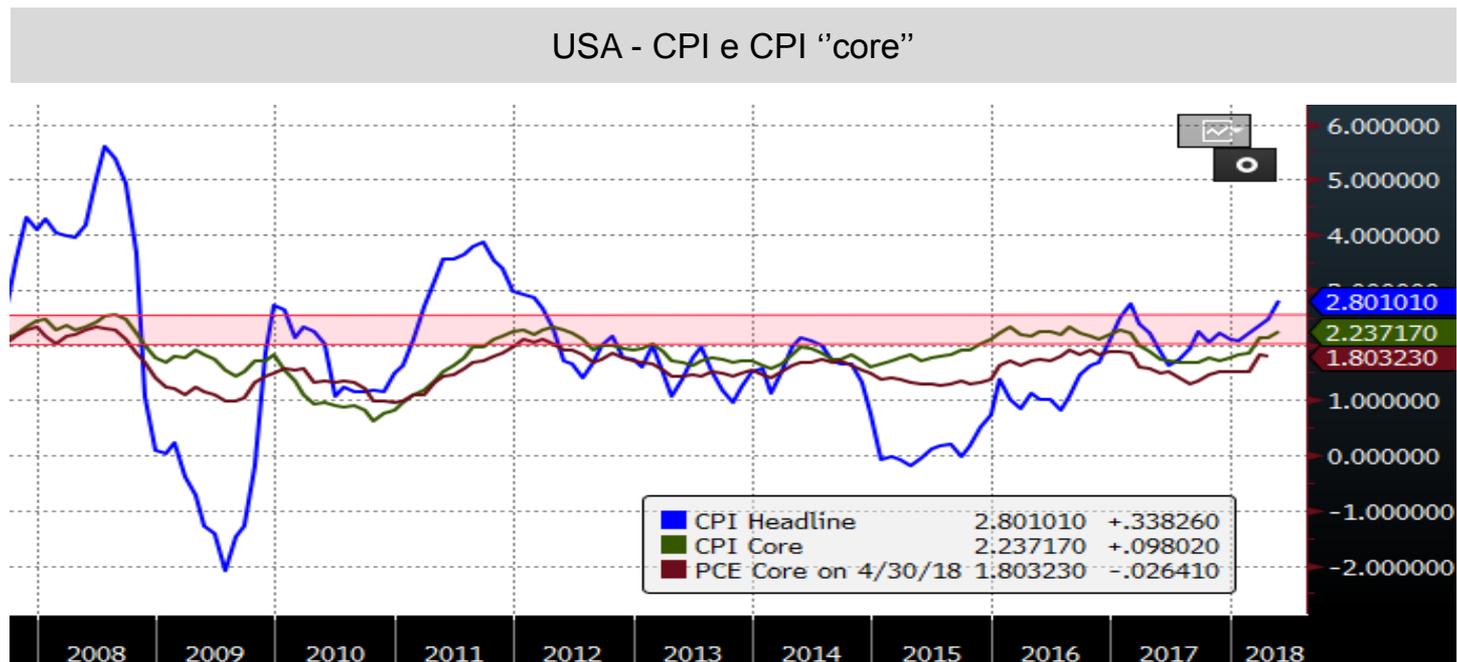


- I dati macro US hanno costantemente sorpreso al rialzo nelle ultime settimane, rafforzando l'impressione di un'economia che cresce stabilmente sopra il potenziale, e con un mercato del lavoro prossimo alla piena occupazione.
- Anche indicatori indiretti del ciclo continuano a segnalare un livello di attività robusto. I livelli di traffico di merci sono ai massimi storici, e anche la domanda di spazi commerciali è tornata ai livelli pre crisi e cresce rapidamente.



## Inflazione al target, food for thought per la Fed

- Grazie ai rialzi di maggio, l'inflazione US si presenta all'appuntamento con il FOMC di giugno con entrambi i valori, headline e core, significativamente sopra il target FED.
- Si può quindi affermare che il "doppio mandato" risulta al momento interamente raggiunto e la normalizzazione della politica monetaria Usa potrebbe addirittura accelerare, al bisogno.

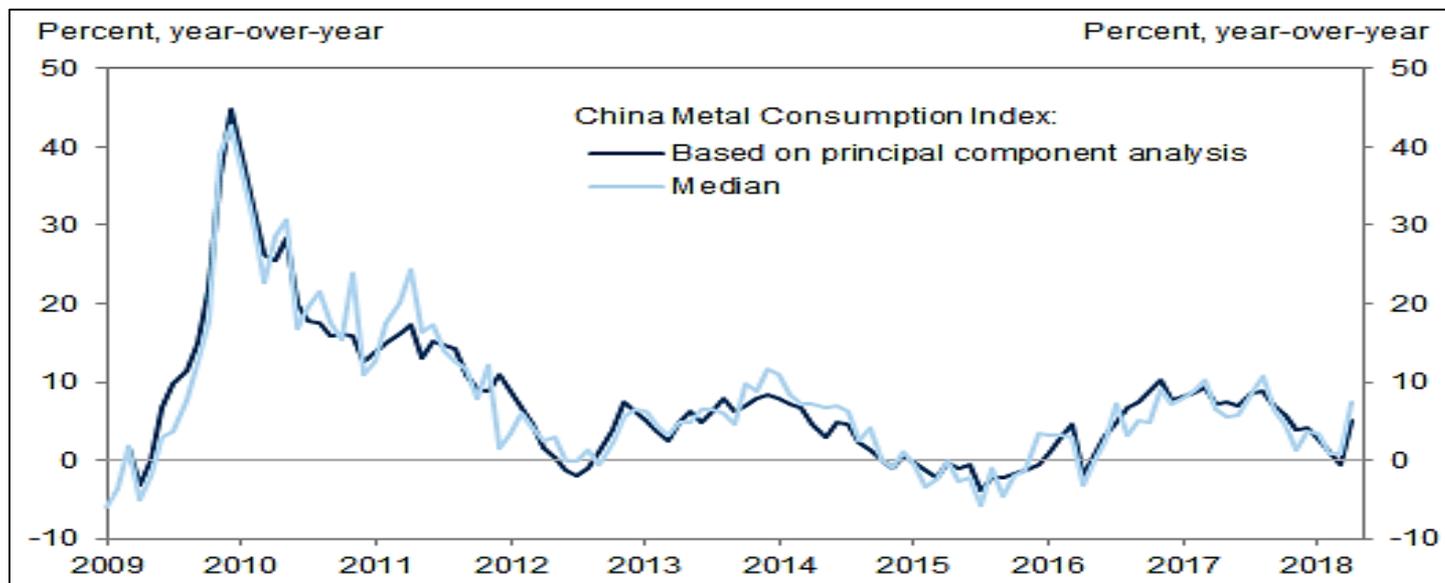




### Cina: lo stimolo come assicurazione contro la Trade War

- Gli effetti della recente modifica del mix di politica fiscale e monetaria occorsa in Cina, in direzione di maggiore supporto al ciclo, cominciano a farsi più evidenti sull'attività economica locale, e sulla domanda di materie prime.
- Dovesse inasprirsi ulteriormente la frattura con l'America sul bilateral trade, le autorità compenseranno gli effetti sul ciclo di un eventuale guerra commerciale con ulteriore stimolo fiscale, e un abbandono temporaneo degli obiettivi di deleverage e contenimento della speculazione immobiliare. Ciò supporterà nel breve l'economia, ma ne aggraverà gli sbilanci nel medio periodo.

GS China metal consumption index





### 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. **Manteniamo a neutral l'azionario europeo** ritenendo che il quadro macro stia dando dei segnali di indebolimento che richiedono una valutazione approfondita. **Manteniamo a neutral anche l'azionario emergenti**, in quanto riteniamo che l'apprezzamento del dollaro nel breve possa inasprire le condizioni finanziarie in alcune aree. **Manteniamo overweight l'azionario cinese**, nella convinzione che possa ottenere supporto da una modifica della stance fiscale e monetaria in direzione espansiva, per bilanciare il potenziale impatto di frizioni commerciali con gli USA.
- **Restiamo negativi sull'obbligazionario governativo core 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. **Portiamo a neutral i bond periferici**, nella convinzione che il repricing occorso in seguito alle vicende politiche italiane e spagnole abbia riportato gli spreads su livelli adeguati al quadro macro di riferimento. In particolare, vediamo valore sulla parte breve della curva italiana, mentre riteniamo che le scadenze medio lunghe, pur offrendo rendimenti attraenti, potrebbero conservare una certa volatilità nei mesi a venire. **Manteniamo neutral l'obbligazionario US**, nella convinzione che, i dubbi sul quadro macro globale possano impedire al treasury 10 anni di portarsi significativamente sopra il livello del 3%. **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, **manteniamo 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		Obbligazionario governativo	
US	▲	■	
Area euro	■	▼	
UK	▼	■	Upgrade
Giappone	▲	▼	
Cina	▲	▼	
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	■
Area euro finanziari subordinati	▲	EUR/CHF	▼
Materie prime		USD/JPY	▼
Energetiche	■		
Industriali	▲		
Agricole	■		
Metalli preziosi	▲		

▲ = 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.