

2018

Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Settembre 2018

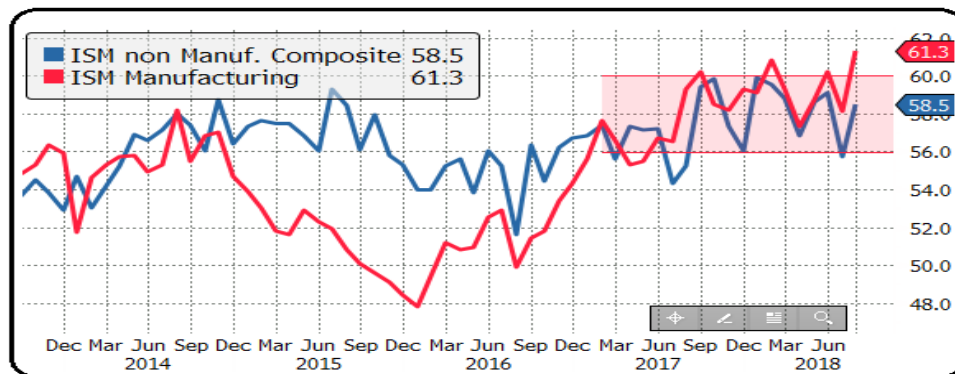


Anthilia^{sgl}
Capital Partners

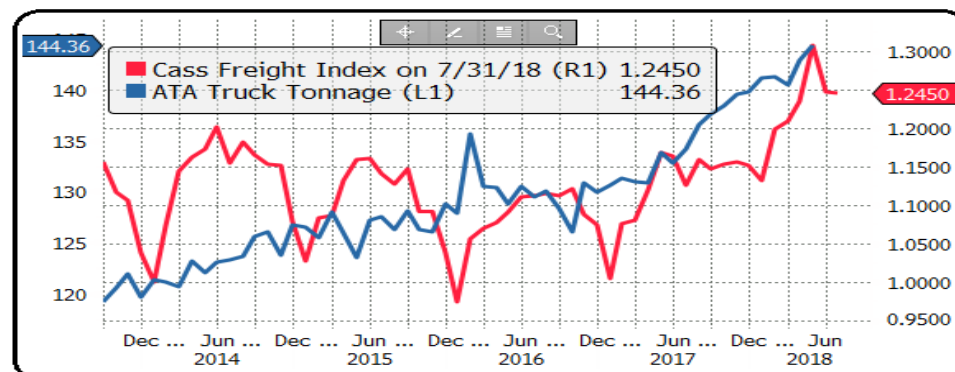


US Economy: "steady as she goes"

ISM US manifatturiero e servizi



Cass Freight Index e ATA Truck Tonnage



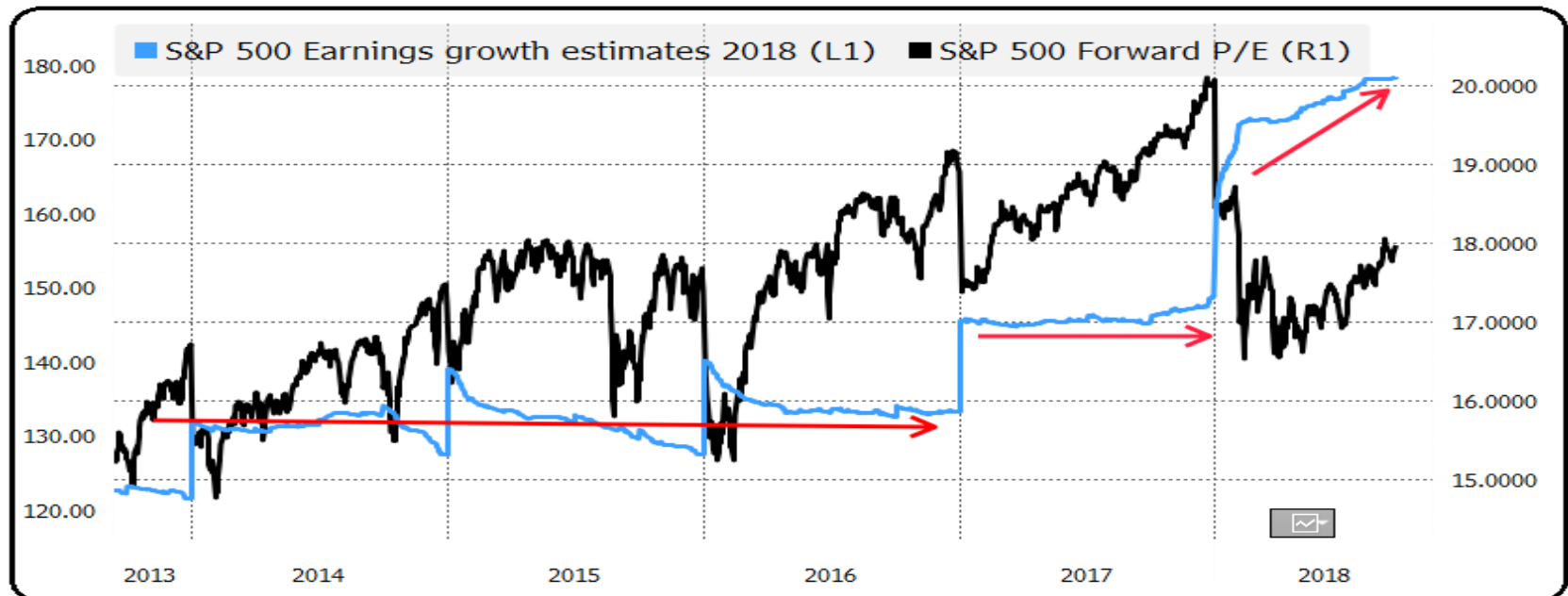
- Continua la fase felice dell'economia USA. Gli indicatori di attività economica del settore manifatturiero e servizi stazionano da oltre un anno all'interno di un range elevato (56-60) e la crescita nel trimestre passato e in quello in corso si attesta attorno al 4% annualizzato.
- Al momento, i dati, in aggregato, non offrono alcun indizio di un significativo rallentamento, al di là di un fisiologico rilassamento del ciclo dopo 2 trimestri di crescita 2 punti oltre il potenziale
- In assenza di shock significativi, la crescita USA dovrebbe restare nell'ambito del 3-3.5% per i prossimi 2-4 trimestri.



US Equities: "it's the earnings, stupid" (1/3)

- Il forte apprezzamento dell'azionario USA degli ultimi 24 mesi è interamente giustificato dall'aumento degli utili delle aziende dell' S&P 500, mentre i multipli si trovano sui livelli del 2015, in linea con la media storica degli ultimi 25 anni.
- Nel 2017 le attese sui profitti sono rimaste stabili sui livelli di inizio anno, mentre quest'anno hanno continuato ad incrementare, nonostante la fase di volatilità sui mercati.

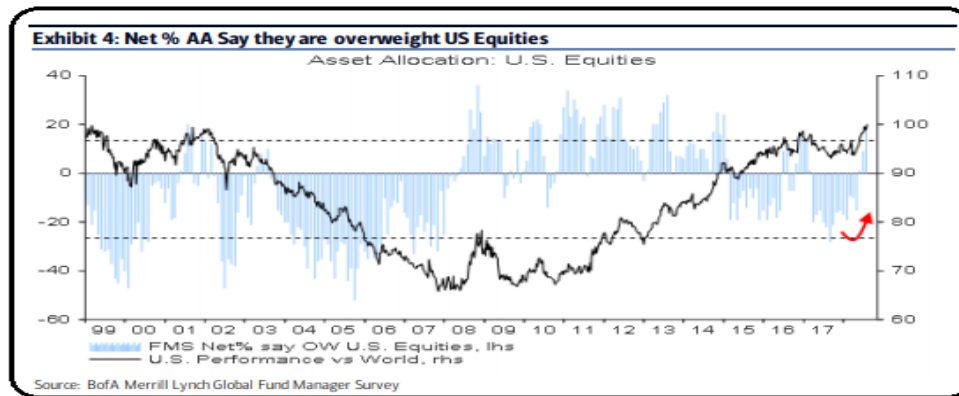
Multipli e crescita degli utili attesa – S&P500



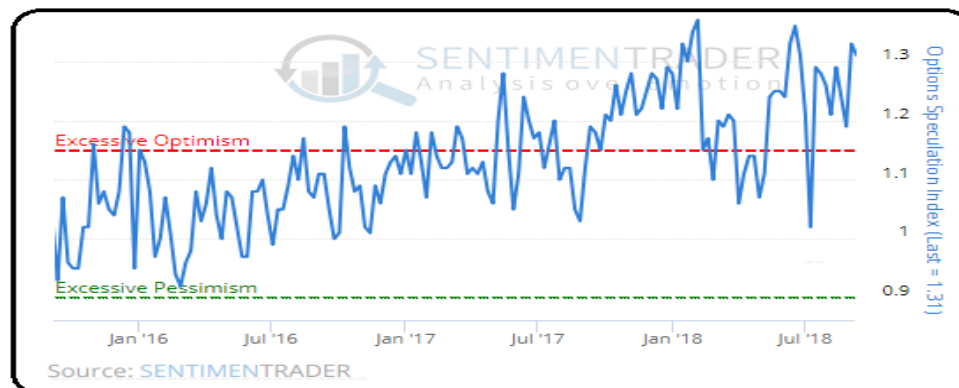


US Equities: alcuni segnali di un eccesso di ottimismo di breve (2/3)

BofA Merrill Lynch – Fund Manager Survey



SENTIMENTRADER - Option Speculation Index



- Il ritorno a segnare i massimi ha riportato l'ottimismo nei confronti dell'azionario USA. Ad agosto la Fund manager Survey di Merrill Lynch colloca il sovrappeso di azioni USA ai massimi dal 2015, e indica gli USA come l'area geografica preferita dagli investitori per la prima volta da 5 anni
- Alcuni indicatori di sentiment sono tornati a segnalare un eccesso di ottimismo di breve. La domanda di hedge è bassa, l'attività in derivati è incentrata sull'acquisto di strutture rialziste, e vari indicatori, tra cui il noto Panic/Euphoria model di Citigroup, mostrano letture elevate.

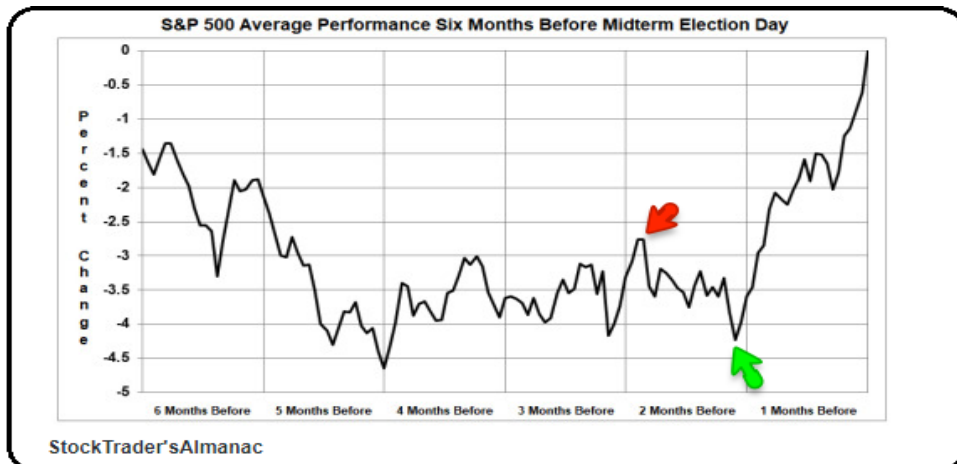


US Equities: la stagionalità induce alla cautela (3/3)

S&P500 – Performance dopo i massimi estivi



S&P500 – Performance media pre Mid Term Elections



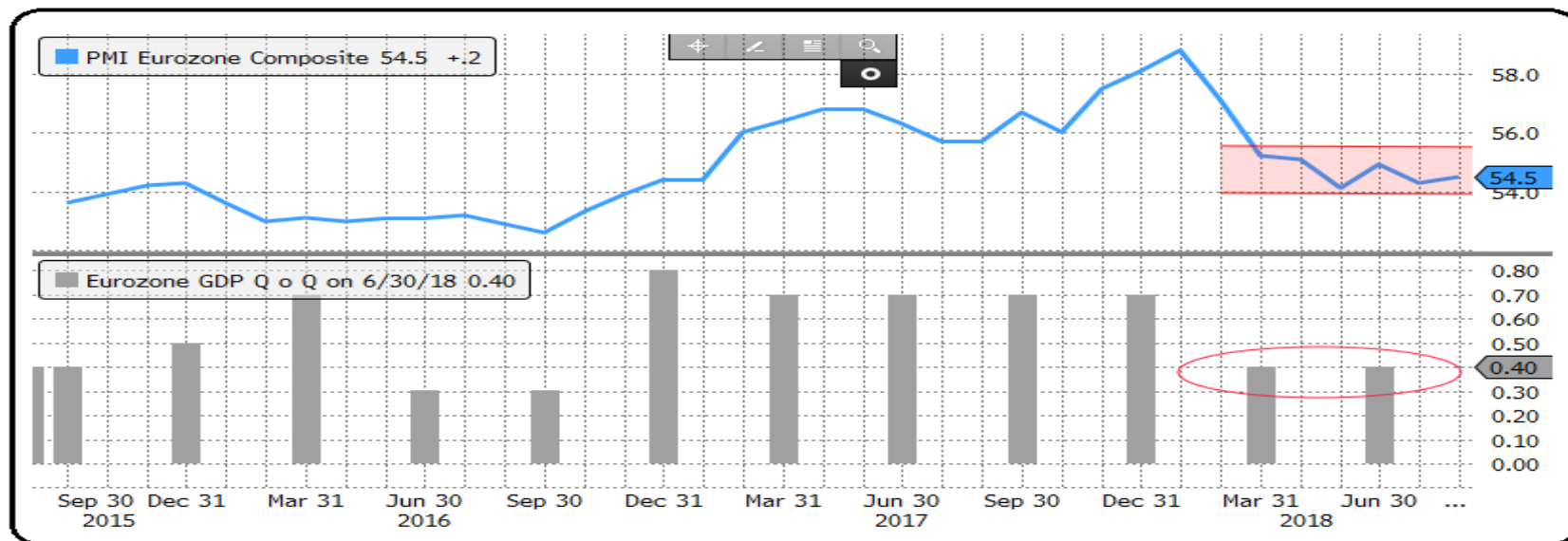
- Settembre è solitamente un mese avaro per l'azionario USA. La performance media peggiora quando sono stati segnati massimi poliennali ad Agosto.
- L'incombere delle Midterm Elections (6 Novembre) aggiunge un'incognita nelle prossime settimane
- Nel complesso, i fondamentali per l'azionario USA restano supportivi, ma nel breve una fase di consolidamento sembra auspicabile prima di una ripresa del trend



Eurozone: eppur si muove (1/3)

- L'indiscutibile rallentamento osservato nei primi mesi del 2018 lascia però l'economia Eurozone su un ritmo di crescita accettabile, e ancora marginalmente superiore al potenziale.
- A fronte di un marcato calo della domanda estera, il ciclo europeo ha continuato a godere del miglioramento di quella interna, supportato da una politica monetaria ECB che resta eccezionalmente espansiva
- La sostanziale tenuta degli ultimi mesi, nonostante l'abbondanza di shock (global trade, emerging turmoil, politica italiana) supporta la teoria dell' "underlying strenght" propugnata da Draghi

Eurozona – PMI e PIL dell'AreaEuro

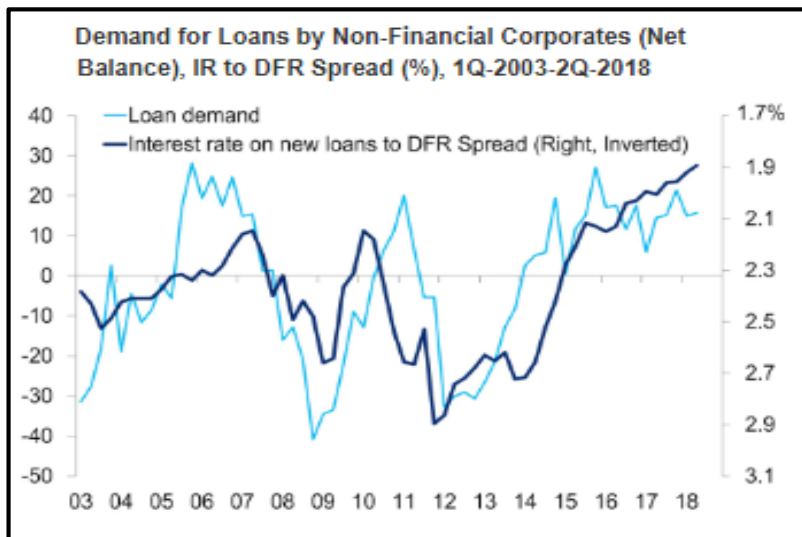




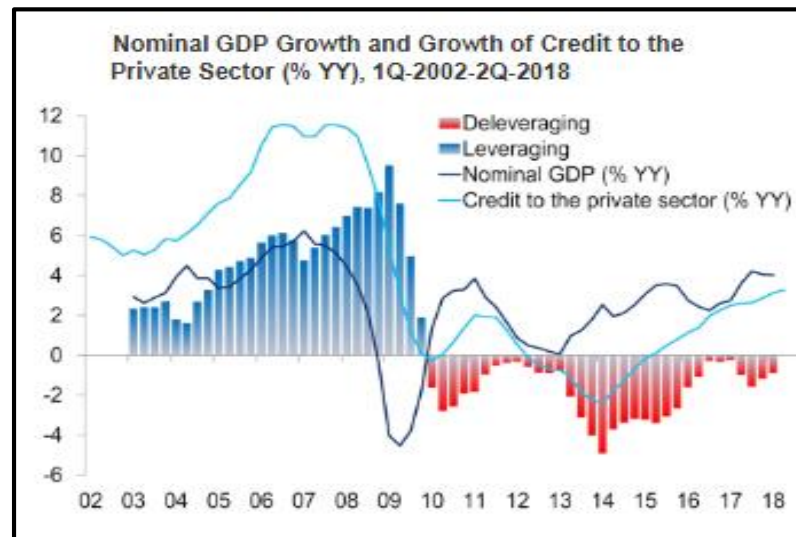
Eurozone: una ripresa equilibrata (2/3)

- La lunga fase di deleveraging delle aziende europee ha riportato la crescita del credito in linea con quella del PIL, eliminando gli squilibri pre crisi. Il progressivo easing dei lending standards sta avendo effetti positivi sulla domanda.
- L'accesso facilitato al credito e il miglioramento dei bilanci delle aziende europee stanno influenzando positivamente sul ciclo degli investimenti.

Domanda di credito e tassi



Leva finanziaria e PIL

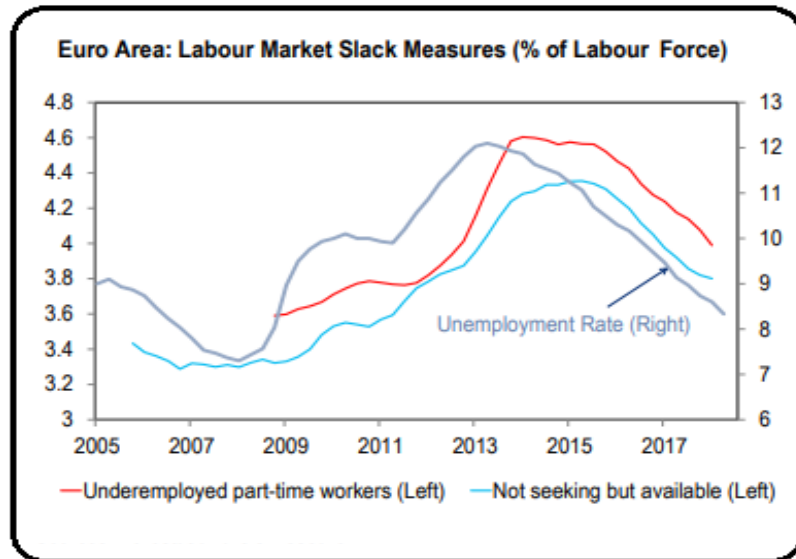




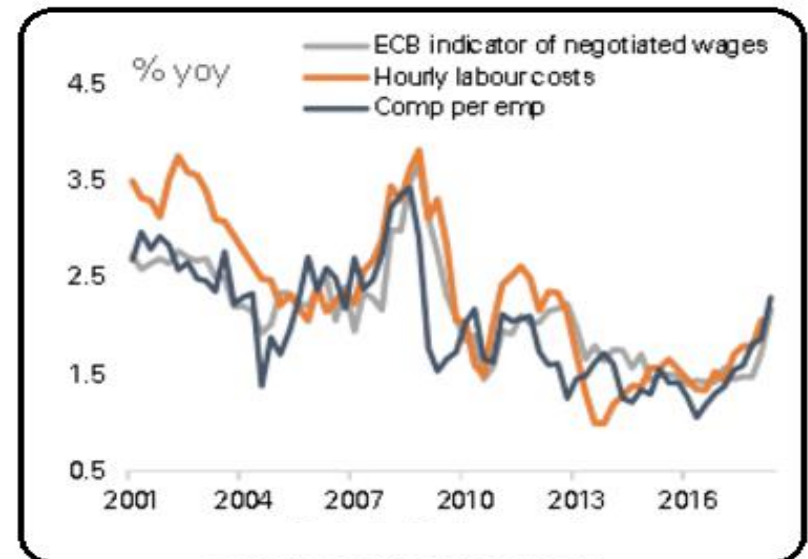
Eurozone: segnali di vita per l'ECB (3/3)

- Il progressivo recupero del mercato del lavoro europeo sta infine avendo un impatto sui salari, che crescono su ritmi simili a quelli USA. Effetti benefici su inflazione, reddito disponibile e consumi dovrebbero materializzarsi nei prossimi trimestri.
- In assenza di un materializzarsi dei cosiddetti “downside risks” per l'economia europea, la stance ECB potrebbe inasprirsi moderatamente. Il livello dei tassi europei “core” offre ben poca protezione a fronte di quest'evenienza.

EuroArea – il mercato del lavoro



EuroArea – crescita salariale





Azionario europeo: un derating eccessivo? (1/2)

- Gli effetti dell'abbondanza di catalyst negativi osservati negli ultimi mesi sono ben evidenti sull'azionario europeo, che risulta negativo da inizio anno, nonostante le attese sugli utili si siano mantenute stabili in corso d'anno
- Ne consegue che i multipli sono tornati nella parte bassa del range dell'ultimo quinquennio, su livelli toccati in fasi in cui la crescita era meno stabile e il trend degli utili più incerto.

Multipli e crescita degli utili attesa – Stoxx600

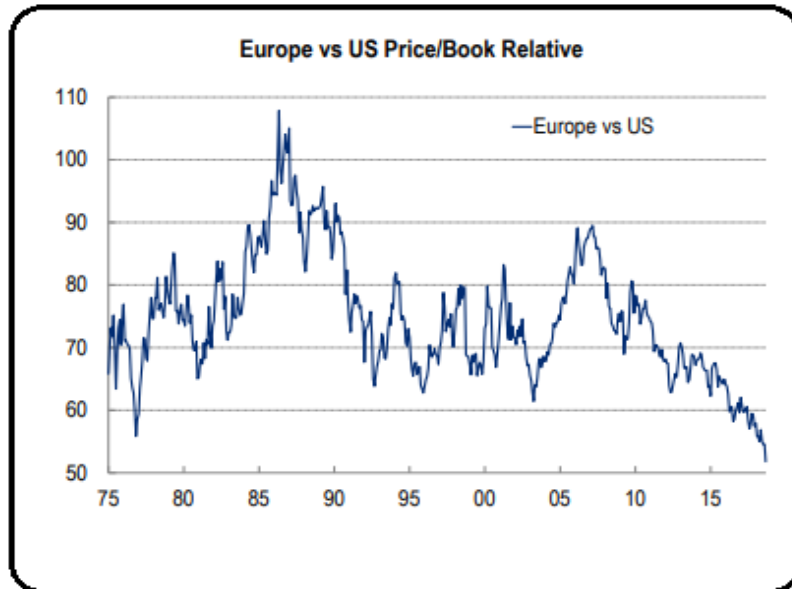




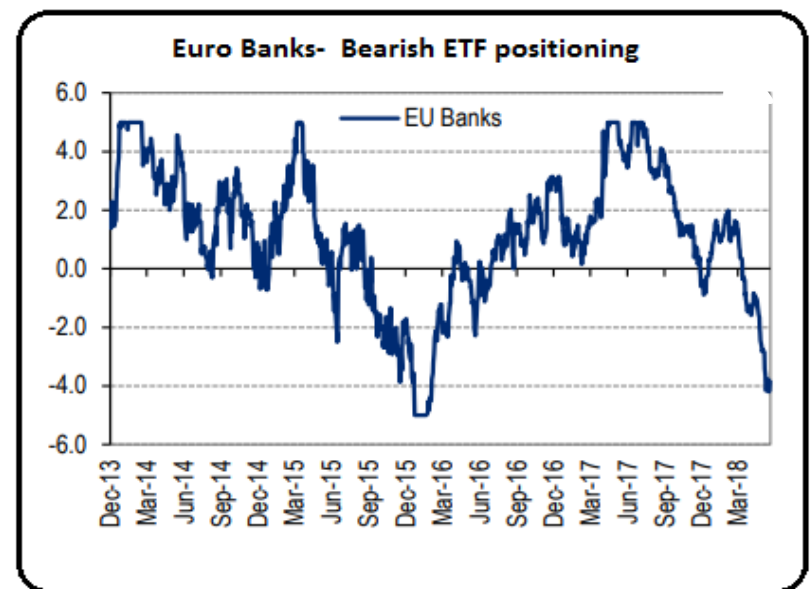
Azionario europeo: un eccesso di pessimismo? (2/2)

- Una misura dello scetticismo nei confronti delle aziende europee la fornisce il raffronto tra il Price/book Euro con quello US. Il ratio sta toccando i minimi storici
- Discorso analogo per il positioning sul settore bancario europeo, tra i grandi favoriti nella seconda metà del 2017

Price/Book – Europa vs US



Banche Europee – ETF positioning

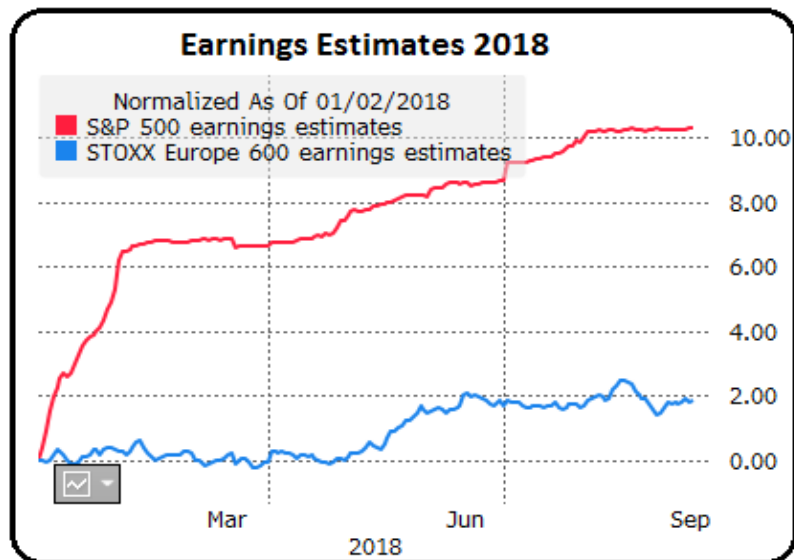




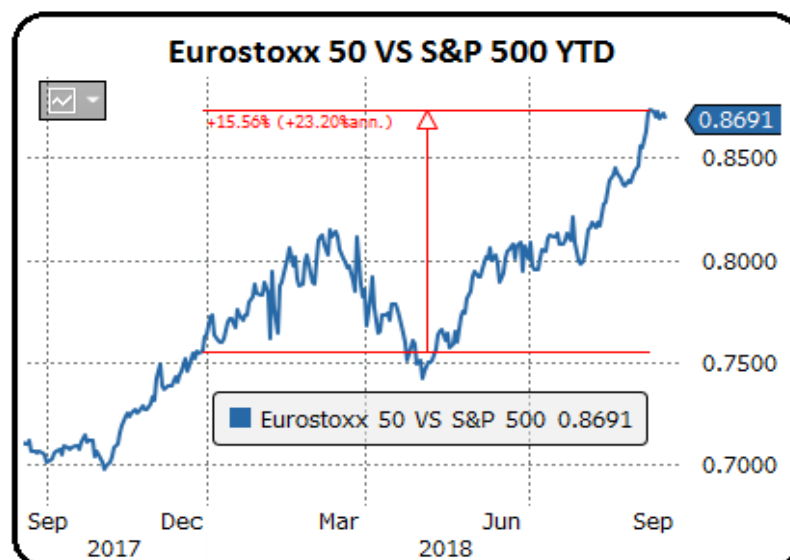
Azionario US vs Euro: è giustificato il gap?

- Le aziende Americane hanno potuto fruire del “one off” del taglio della corporate tax sugli utili. La crescita delle stime degli utili dello Stoxx 600 è una frazione di quella US, ma è comunque positiva.
- L’outperformance dell’S&P500 sull’Eurostox ammonta al 15% da inizio anno, a cui possiamo aggiungere circa un 3% dovuto all’apprezzamento del \$. A 12 mesi l’outperformance è del 24%.
- Un gap del genere dovrebbe permettere all’azionario europeo di assorbire un moderato consolidamento di quello USA, e di operare un parziale catch up in caso il rally US continui.

Crescita degli utili – S&P500 vs Stoxx600



S&P500 vs Stoxx50 YTD

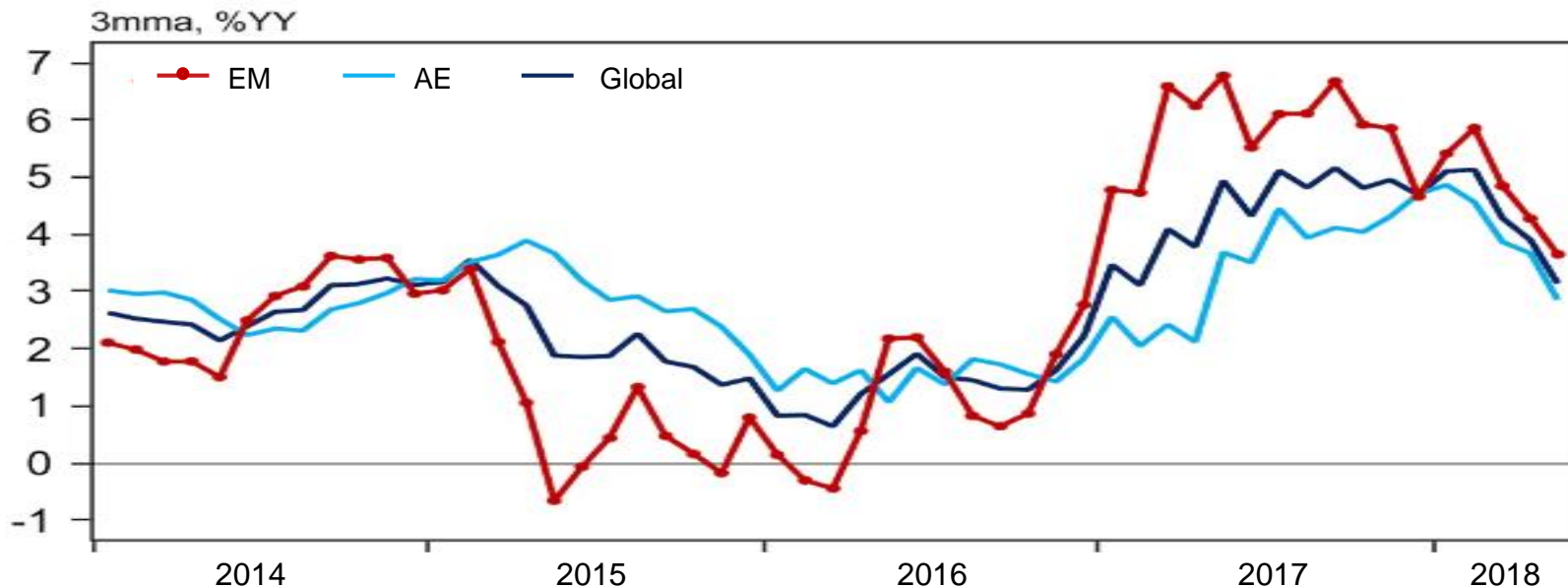




Trade War: l'impatto si nota (1/2)

- Il global trade ammonta al 44% del GDP globale. Anche se il bilateral trade tra USA e Cina ammonta a solo l'1% del GDP globale, la forte presenza cinese nelle *global value chains* ne moltiplica l'effetto sugli scambi commerciali globali
- Non a caso, i volumi di merci scambiate hanno cominciato a rallentare negli ultimi mesi, e nei PMI dei principali paesi, i sottoindici "new export orders" indicano ulteriore rallentamento per i prossimi mesi

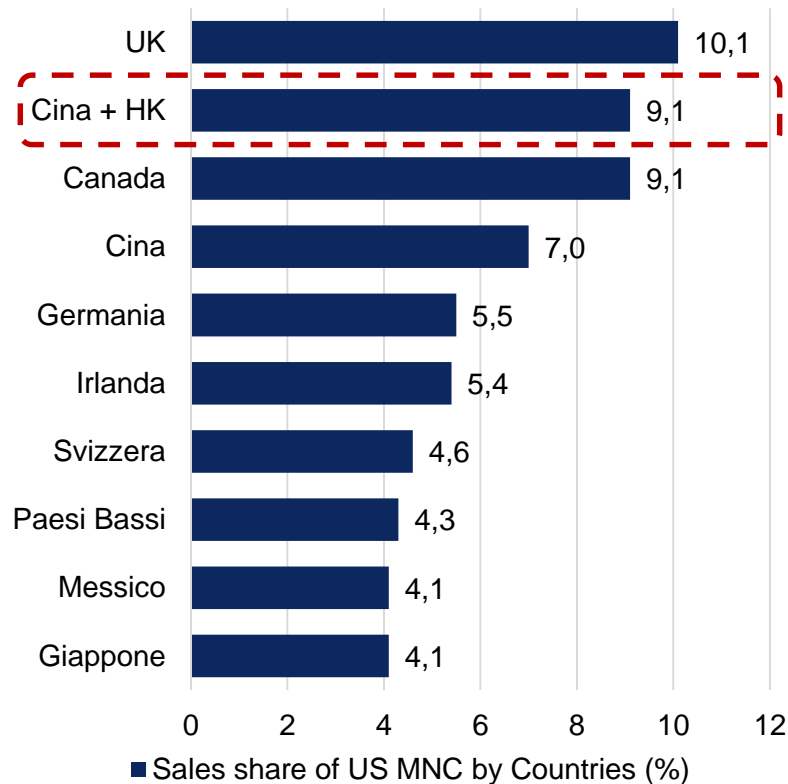
Commercio internazionale – volumi 2014 - 2018





Trade War: un escalation ha conseguenze per entrambi (2/2)

Commercio internazionale – volumi 2014 - 2018



- Dal momento in cui verrà elevato il secondo round di dazi, oltre l'80% dell'export USA in Cina e più della metà di quello cinese negli USA saranno sottoposti a tariffe doganali. Un'ulteriore escalation renderà impossibile alla Cina di reagire in maniera adeguata (già ora la rappresaglia ha una dimensione significativamente inferiore alle misure ipotizzate dall'USTR)
- Una potenziale soluzione è di minacciare gli interessi delle Multinational Companies US in Cina. Un'analisi del BEA rileva che già nel 2015 le vendite delle MNC in Cina ammontavano a 630 blns, ben oltre il valore dell'export cinese in USA.
- L'eventuale aggressione da parte della Cina dei corpi interessi USA sul territorio non è priva di conseguenze. Le MNCs USA danno occupazione a 2.25 mln di lavoratori. Inoltre la capacità del paese di attrarre gli investimenti ne risulterebbe impattata.
- Peraltro, vista l'importanza degli interessi delle Multinazionali USA in Cina, anche la prospettiva di un impatto indiretto di una trade war sul loro business può essere sufficiente a indurre le aziende a fare lobbying a favore di un atteggiamento negoziale.



In sintesi

- **Abbassiamo a neutral l'azionario US.** Il quadro macro è solido e le valutazioni restano su livelli accettabili ma, diversamente da altri mercati, i corsi prezzano in misura marginale un escalation della trade war. Inoltre alcuni indicatori di sentiment sono tornati a mostrare letture estreme, e l'incombere delle Midterm Elections e la stagionalità invitano alla prudenza. **Eleviamo a overweight l'azionario europeo**, ritenendo che le attuali valutazioni siano attraenti e che la sottoperformance accumulata contro l'azionario US permetta di assorbire un eventuale consolidamento del mercato americano. **Manteniamo overweight l'azionario cinese**, nella convinzione che, sui livelli attuali, prezzi a sufficienza i rischi imposti dalle frizioni commerciali con gli USA. Gli effetti dell'easing monetario e fiscale erogato dovrebbero manifestarsi sul ciclo in tempi non troppo lunghi. **Manteniamo a neutral l'azionario emergenti**, ritenendo sufficiente in questa fase l'esposizione all'asset class derivante dal sovrappeso dell'azionario cinese.
- **Restiamo negativi sull'obbligazionario governativo core Eurozone.** Il mercato dei tassi europeo prezza troppo poco in termini di crescita e inflazione, e la riduzione degli acquisti ECB potrebbe produrre un calo dello "scarcity premium" sui bonds tedeschi. **Manteniamo a neutral i bond periferici**, nella convinzione che il repricing occorso in seguito alle vicende politiche italiane e abbia riportato gli spreads su livelli adeguati al quadro macro di riferimento. **Manteniamo underweight l'obbligazionario US**, nella convinzione che i livelli attuali offrano scarsa protezione nell'eventualità di un attenuazione delle tensioni commerciali USA-Cina. **Portiamo a overweight l'obbligazionario emergenti** in quanto riteniamo che ai livelli attuali si sia aperta una finestra di valore, in particolare su quello cinese e russo.
- **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 un calo della volatilità sull'azionario europeo possa favorire un rientro degli spread nei prossimi mesi.
- 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 i livelli attuali prezzino una sufficiente probabilità di una "no deal brexit". **Portiamo a Neutral il franco Svizzero** con l'idea che ai livelli attuali la sua funzione di hedge contro esplosioni di volatilità sia ridotta.
- 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	■ Downgrade	US	▼
Area euro	▲ Upgrade	Area euro core	▼
UK	▼	Area euro periferia	■
Giappone	▲	UK	▼
Cina	▲	Giappone	▼
Emergenti	■	Emergenti	▲ Upgrade
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	■ Upgrade
Materie prime		USD/JPY	▼
Energetiche	■	▲ = Overweight ■ = Neutral ▼ = Underweight	
Industriali	▲		
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.