

2018

Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Ottobre 2018

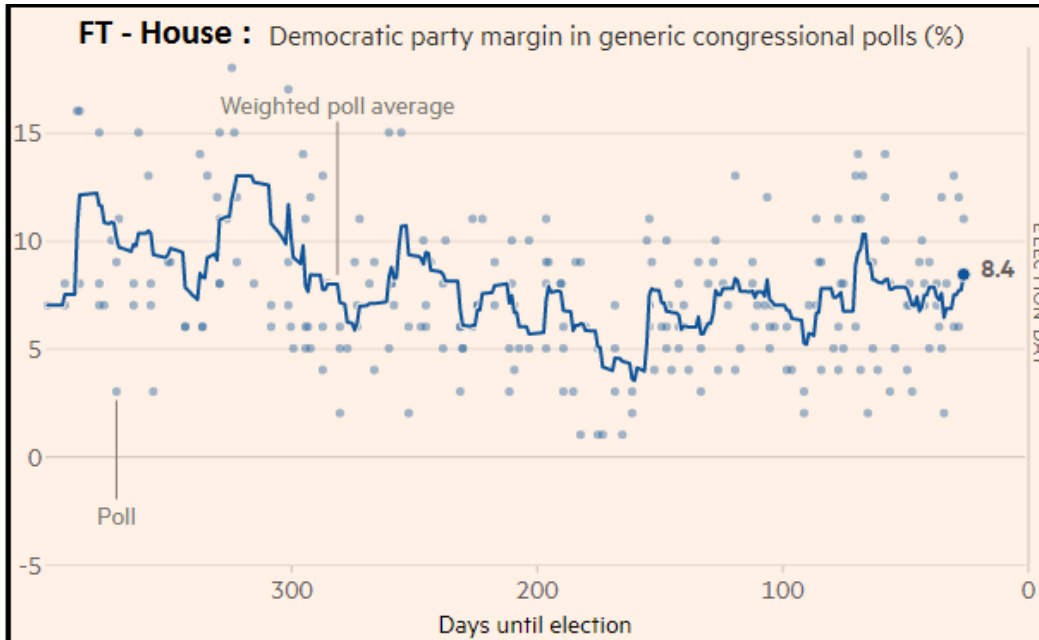


Anthilia^{sgl}
Capital Partners



Midterm Elections: Banco di prova per il “Trumpismo”

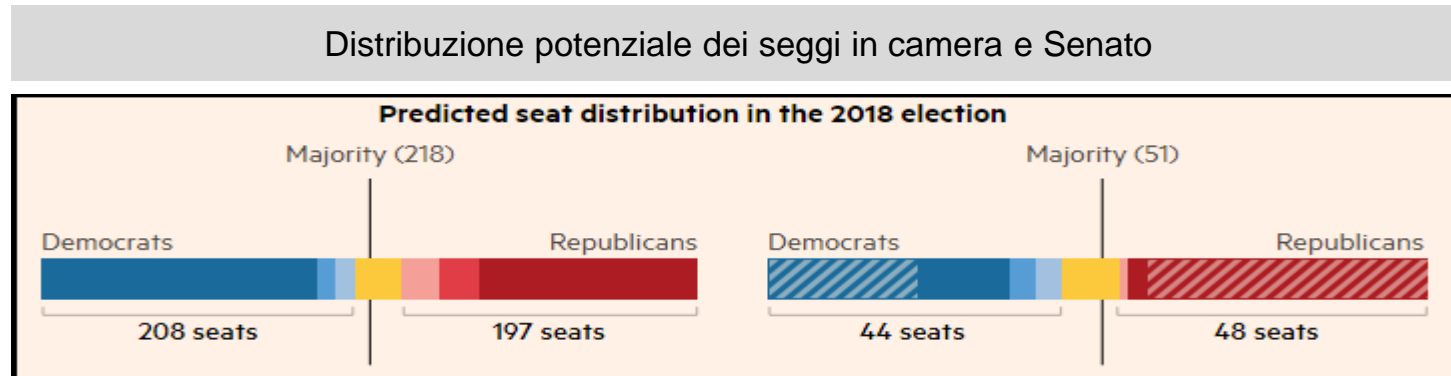
Andamento del margine a favore dei Democratici alla Camera



- A meno di un mese dalle Midterm elections, i sondaggi attribuiscono oltre l'80% di probabilità ad uno scenario in cui i Democratici prendono il controllo della House of Reps, mentre i Repubblicani mantengono il controllo del Senato. Considerando il margine d'errore, possiamo collocare la probabilità intorno al 70%
- Scenari in cui i Democratici controllano l'intero Congresso, in cui i Repubblicani conservano la Camera, hanno una probabilità assai più ridotta di verificarsi, ma non sono da escludere completamente.
- In generale, dalla performance relativa dei 2 schieramenti si potrà ottenere una buona indicazione del giudizio dell'elettorato USA sulle politiche di Trump



Midterm Elections: Quale impatto?



- Le conseguenze per la politica economica e quella estera di un eventuale arretramento dei Repubblicani al Congresso dipendono anche dalla reazione del Presidente. Trump potrebbe attenuare la conflittualità coi Democratici, e diventare più collaborativo, oppure radicalizzare ulteriormente il suo approccio.
- L'area che potrebbe risentire maggiormente di un forte risultato dei Democratici è quella fiscale. Lo scenario centrale (Camera ai Dems) potrebbe produrre progressi sul fronte piano infrastrutture, caro ai Democratici. Una forte prevalenza, tale da condurre eventualmente alla conquista delle 2 camere, condurrebbe ad uno stallo dello stimolo fiscale ed eventualmente ad una sua parziale rimozione. Un'affermazione repubblicana, per contro, aumenterebbe le probabilità di una tax reform 2.0
- Sul fronte trade, una vittoria democratica avrebbe un impatto moderato, poiché la politica commerciale è interamente in mano al Presidente. Maggiore impatto si noterebbe sulla deregulation.
- Infine, un risultato forte dei Democratici creerebbe i presupposti per un aumento dell'attività ostile a Trump (inchiesta Russiagate e altre iniziative). Con un Congresso Democratico, la probabilità di un impeachment non sarebbe più così remota.

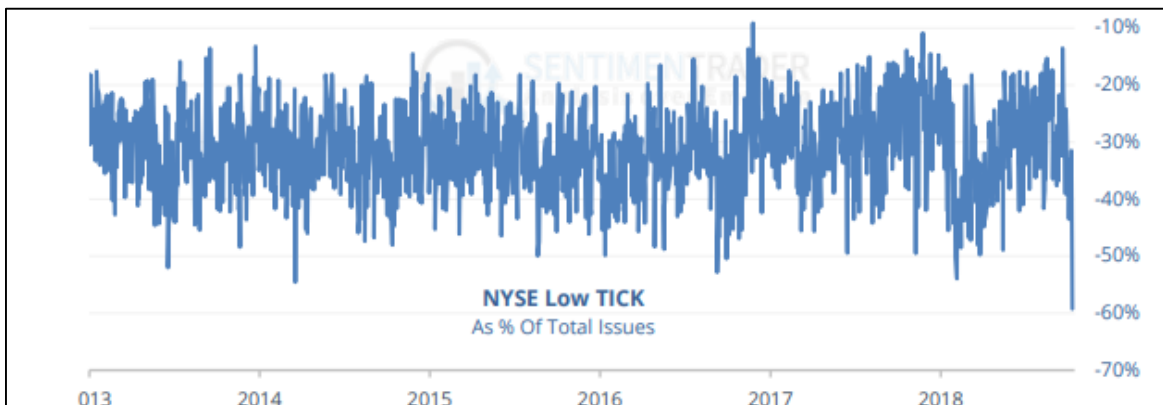


Wall Street: Lo storno ha corretto gli eccessi, la stagionalità diventa supportiva

Stagionalità del principale ETF sull' S&P 500



“Low Tick” - NYSE

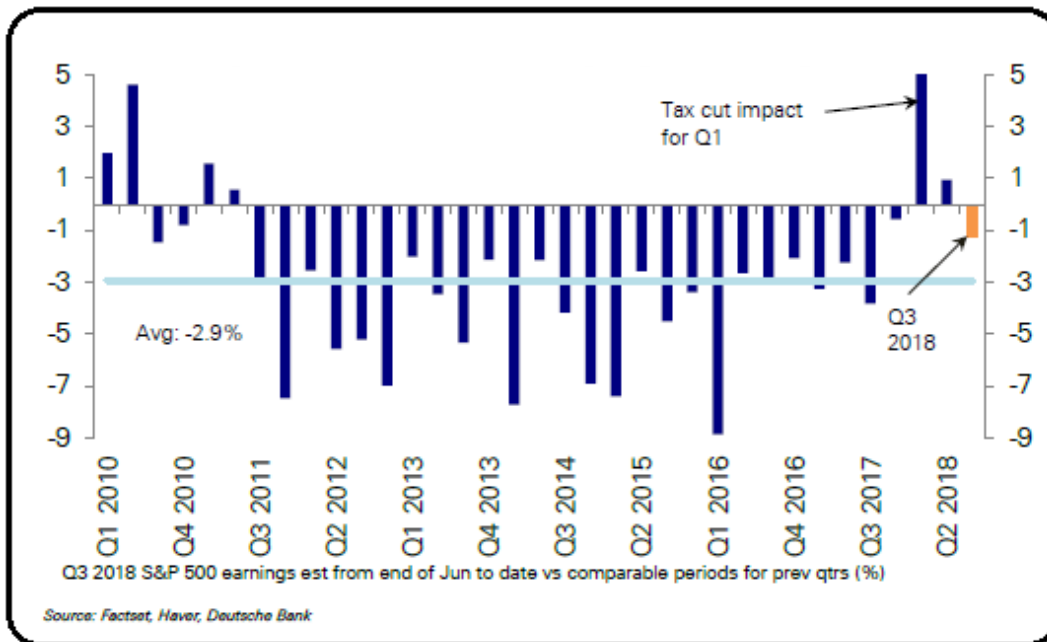


- La brusca discesa occorsa i giorni scorsi ha corretto gli eccessi di ottimismo di breve osservati a settembre su alcuni indicatori. Anzi, su altre misure sono comparsi eccessi in senso opposto (livelli di ipervenduto, flussi nei reverse ETF, Program trades in vendita).
- Anche la tipica stagionalità autunnale è stata rispettata. Da metà ottobre in poi, questa diventa più favorevole.
- Negli anni in cui si tengono delle midterm elections quest'effetto stagionale risulta assai accentuato.



Earning season US: si torna alla normalità

Change in Consensus Estimates - Going into Earning Season

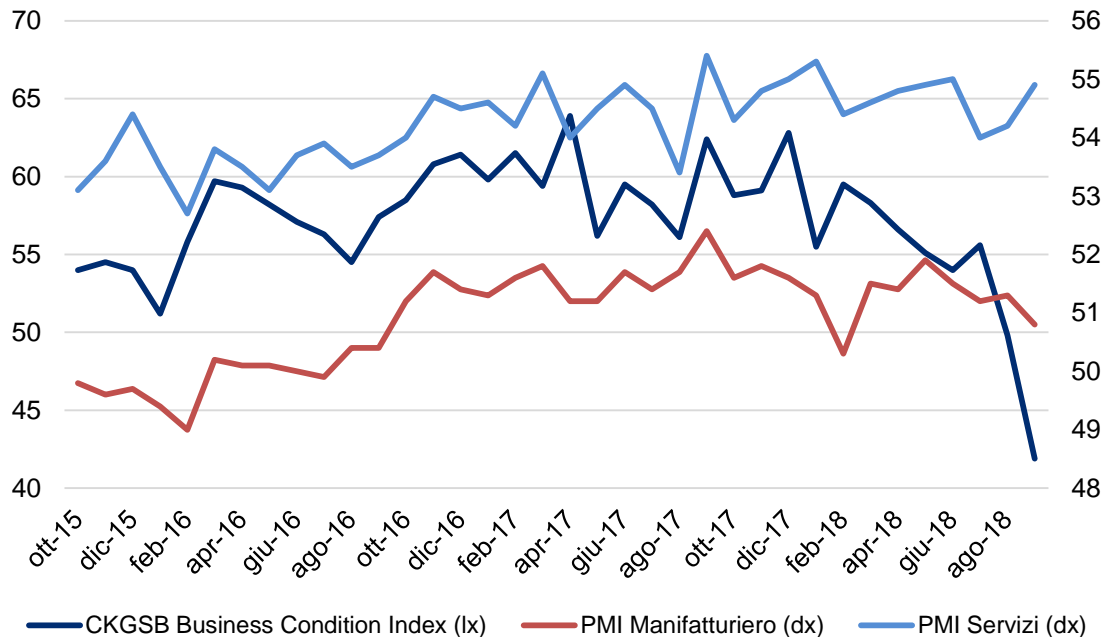


- Il consenso sull'earning growth si è moderatamente ridimensionato nelle ultime settimane, segno che le aziende avevano bisogno di attese un po' più basse per poterle battere agevolmente. In realtà si tratta di un fenomeno normale, abbandonato solo recentemente grazie all'impatto del taglio alle tasse
- Con attese assestate su un 21% di earning growth, mettendo in conto un beat margin tipico (3%) otteniamo un 24% di crescita degli EPS. Come al solito, saranno le guidances a dare la direzione. Con il comparire dei primi effetti delle frizioni commerciali con la Cina, e la forza del Dollaro, è possibile che i toni siano più prudenti rispetto agli ultimi trimestri.



Cina: L'inasprimento dello scontro con gli USA "morde"

Cina - PMI e Business Conditions

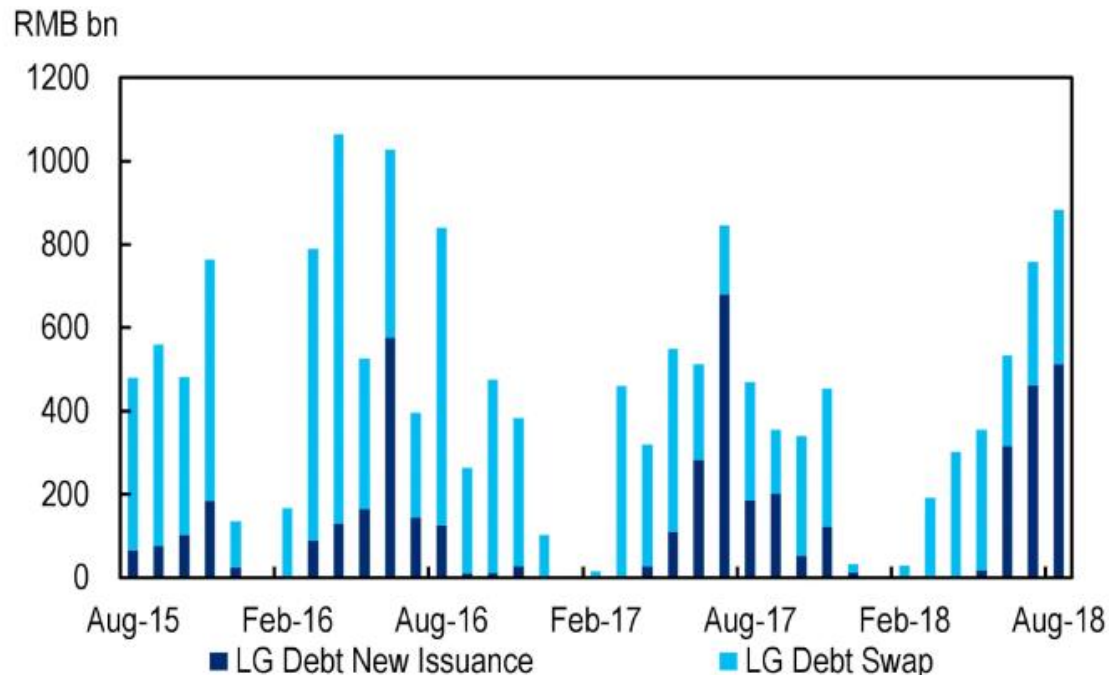


- L'escalation delle frizioni commerciali con gli USA ha prodotto un ulteriore rallentamento dell'economia cinese negli ultimi mesi. Se l'attività economica sembra tenere, gli indicatori con maggior capacità anticipatrice segnalano un brusco deterioramento delle business conditions.
- A pesare sul sentiment, anche la sensazione che le misure di stimolo erogate finora non abbiano ottenuto effetti tangibili.



Cina: Aumenta la proattività della politica fiscale (1/2)

China Local Government Bond Issuance



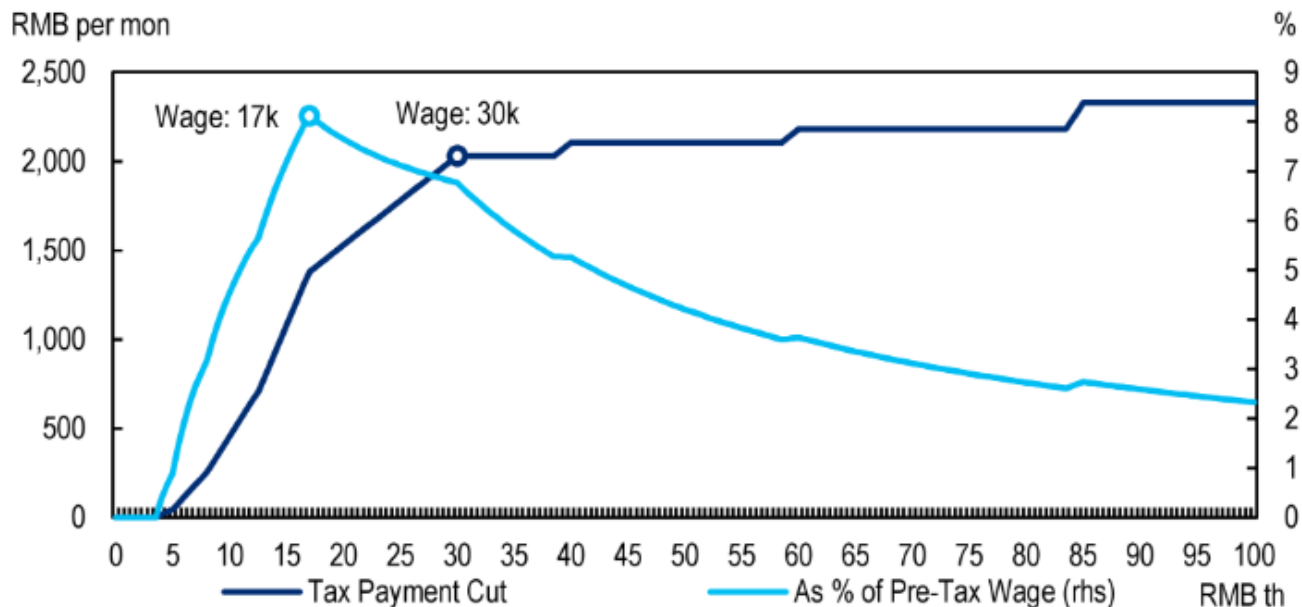
- Il Governo cinese sta intensificando gli sforzi per contrastare gli effetti della trade war e far riaccelerare il ciclo. Le autorità hanno dato chiari segnali che nella seconda metà del 2018 la politica fiscale sarà assai più proattiva
- Le emissioni di bonds dei governi locali hanno ripreso ad aumentare bruscamente. Anche il debt swap ha ripreso vita. Ciò pone le premesse per un'accelerazione degli investimenti in infrastrutture.



Cina: Aumenta la proattività della politica fiscale (2/2)

- A inizio ottobre è entrato in vigore anche l'aumento della soglia per l'esenzione fiscale (portata da 3500 Yuan mensili di stipendio a 5.000 yuan). La riforma prevede anche l'aumento delle deduzioni e il passaggio dalla tassazione delle entrate mensili ad una sul reddito annuo.
- Si tratta di una misura di importo non particolarmente elevato ma comunque in grado di impattare, secondo alcune stime, sul reddito disponibile dell'80% della popolazione urbana impiegata.

Tax Cut by Monthly Pre-Tax Wage

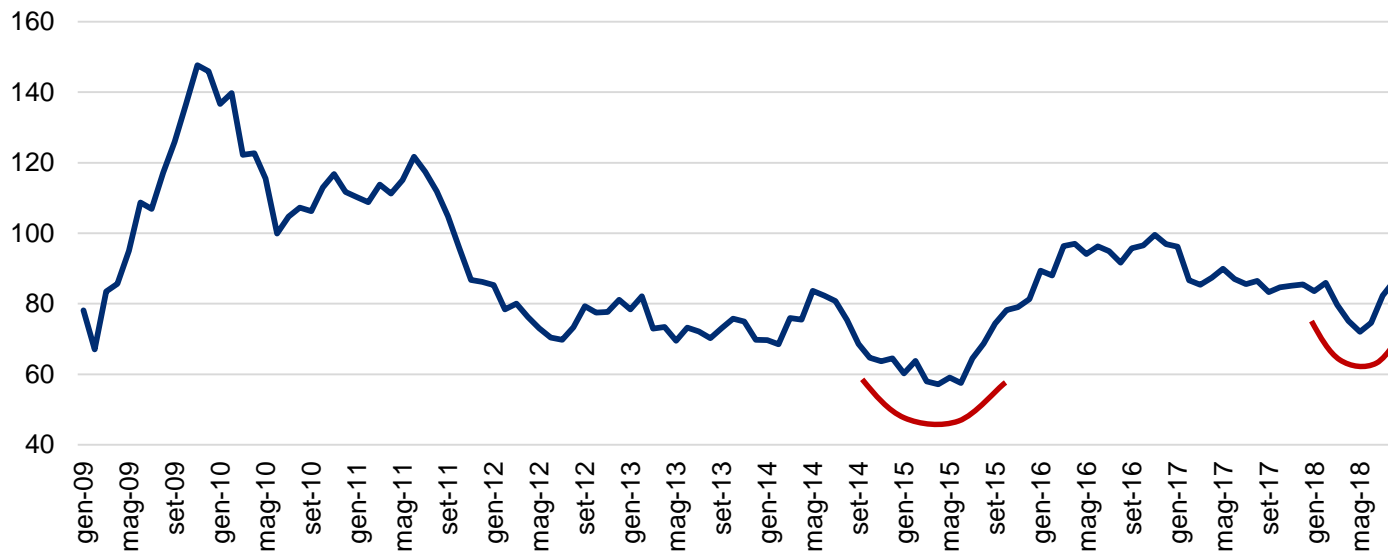




Cina: Deciso cambio della stance monetaria

- Il Governo di Pechino sta imprimendo anche una svolta alla politica monetaria. L'obiettivo di deleverage dell'economia è stato accantonato a favore di un concreto sforzo per rendere più accomodanti le financial conditions.
- Tra le principali misure i 3 tagli della riserva obbligatoria bancaria in corso d'anno, (29/4, 8/7 e 7/10), per un totale di 250 bps, l'allargamento del pool di collaterale per partecipare alle facilities PBOC (1/6), e l'attenuazione delle norme per contenere lo shadow banking system (20/6). Nel contempo, lo Yuan si è deprezzato dell'8% da giugno.

China Monetary Conditions

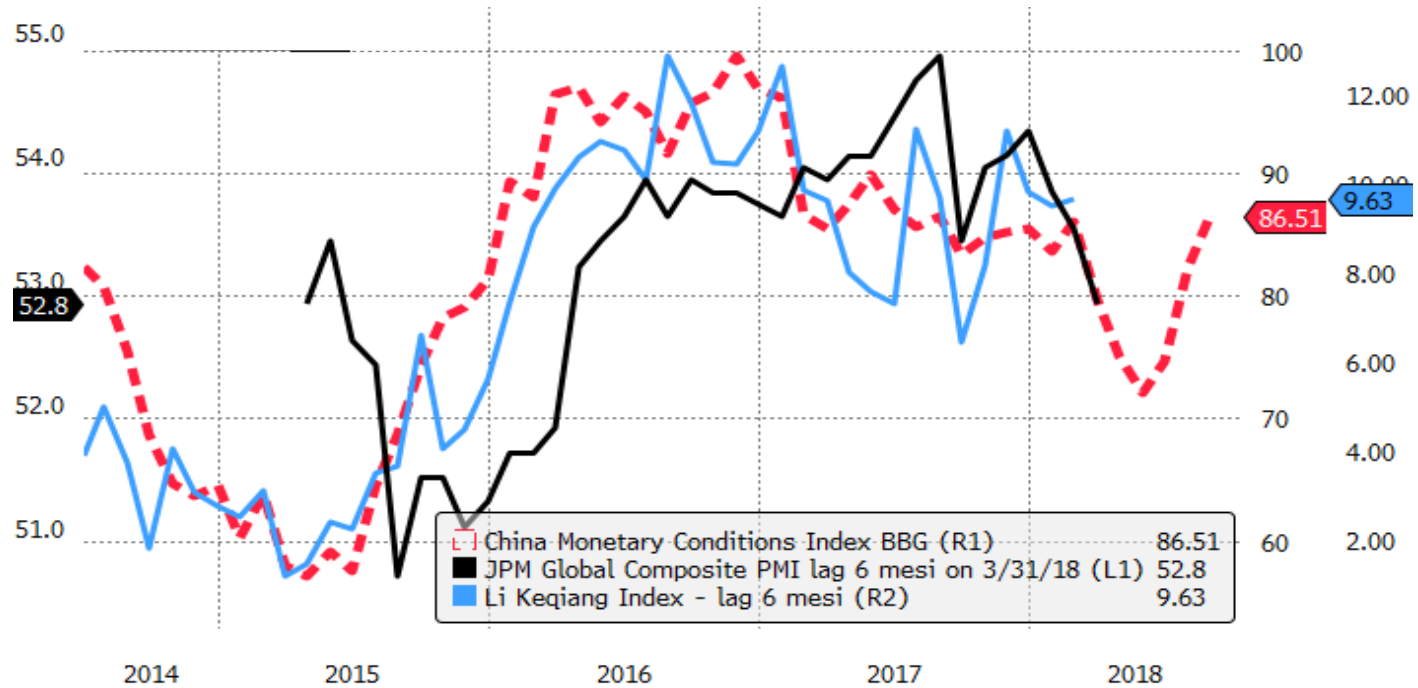




Cina: 2015 reloaded?

- L'analisi dei casi precedenti mostra come un significativo easing delle financial conditions impieghi dai 6 ai 9 mesi per generare un rimbalzo congiunturale.

China Monetary Conditions ve Economic Activity





Cina: Forte impatto sul ciclo globale

China Activity vs Global PMI



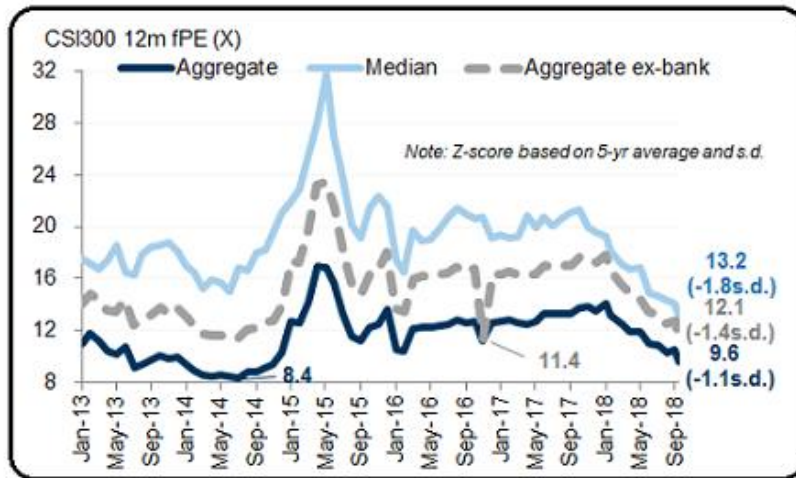
- Un eventuale riaccelerazione dell'economia cinese avrebbe un effetto benefico sul ciclo globale, che ne ha chiaramente avvertito il rallentamento
- A ricevere il maggior supporto sarebbero asia ed emergenti. Ma anche l'Eurozona ne trarrebbe beneficio, grazie all'apertura della sua economia.
- Europa e Giappone potrebbero fruire anche di un effetto "trade War". Le frizioni commerciali tra Cina ed USA potrebbero dirottare verso di loro parte della domanda cinese di beni e servizi.



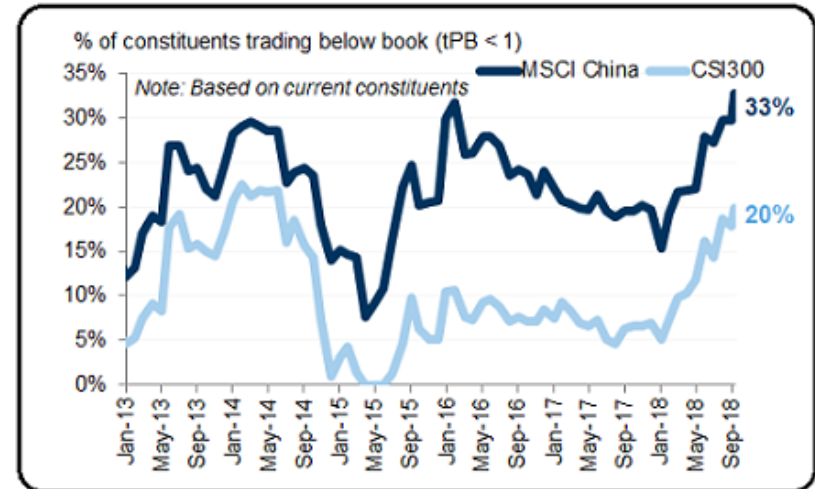
Cina Equity: Mai così cheap negli ultimi 5 anni

- Rallentamento ciclico e frizioni commerciali hanno avuto un impatto pesante sull'azionario cinese. Attorno a 10 volte i Forward PE, i multipli delle "A" shares stazionano ai minimi da 5 anni, ben oltre una standard deviation sotto la media.
- Altre indicazioni del livello depresso del sentiment sono costituite dalle percentuali di titoli che quotano sotto il book value, e dal margin debt, ai minimi dal 2014.

CSI300 – 12m Forward PE



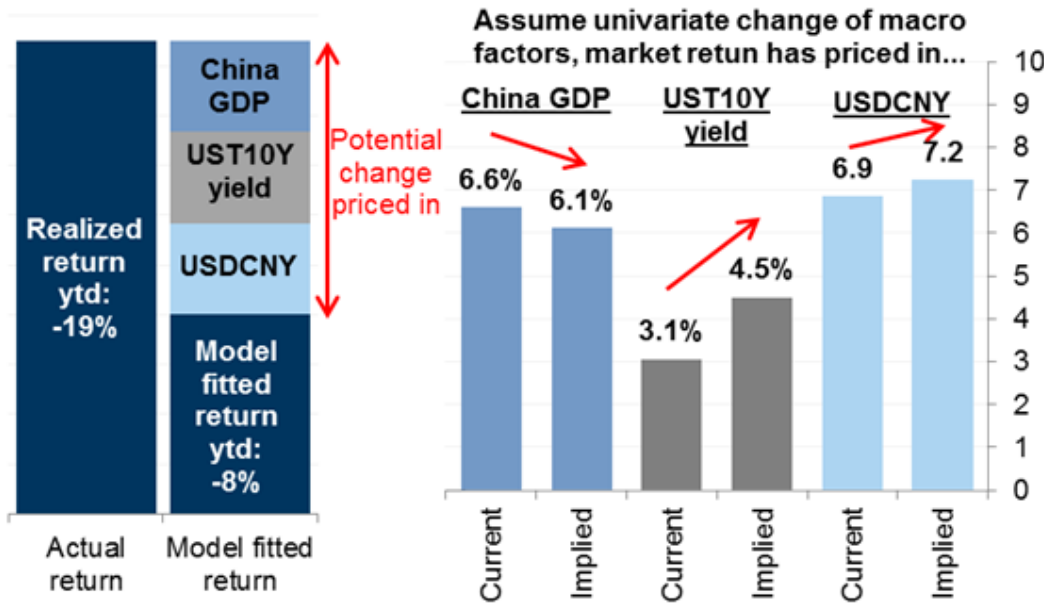
PB - % below Book Value





China Equity: cosa c'è nei prezzi?

GS Model on China Equity



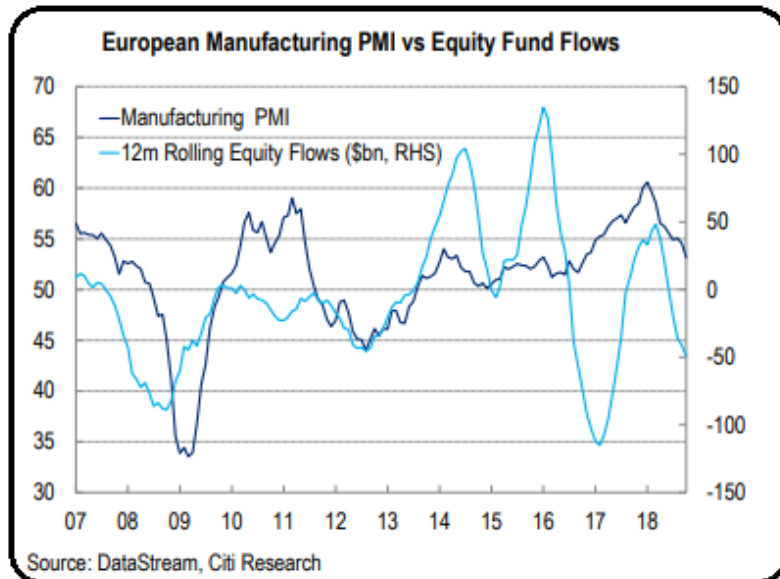
- Il modello di valutazione di Goldman Sachs indica che sui livelli attuali l'azionario cinese sconta contemporaneamente 0.5% di calo del GDP, un aumento di 150 bps dei rendimenti del Treasury USA, e una svalutazione dello Yuan di un ulteriore 0.3 vs \$ a 7,2%
- Un eventuale riaccelerazione ciclica nei prossimi mesi avrebbe un forte impatto sui corsi



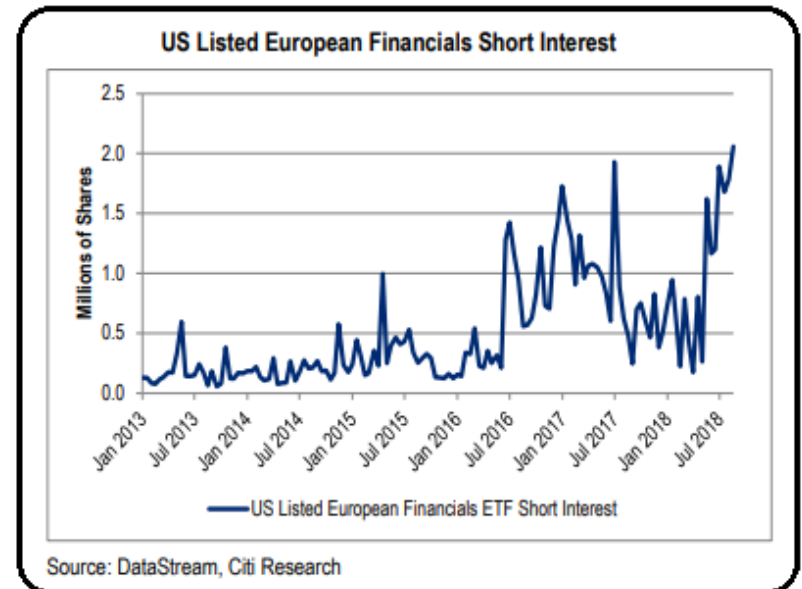
Europa: La tempesta perfetta

- La correzione USA ha nuovamente imposto un pesante dazio ad un azionario Eurozone già frenato dalla Trade War e dai focolai politici (Brexit, Italia). La disaffezione degli investitori per l'Europa è evidente dai flussi (50 bln di riscatti secondo i dati EFPR) e dal livello di corto sui settori più sensibili al quadro macro.
- In realtà negli ultimi mesi i principali indici macro segnalano una stabilizzazione dell'attività economica, e un costante miglioramento della domanda interna

EU Manufacturing PMI vs Equity Fund Flows



US Listed European Financials Short Interest

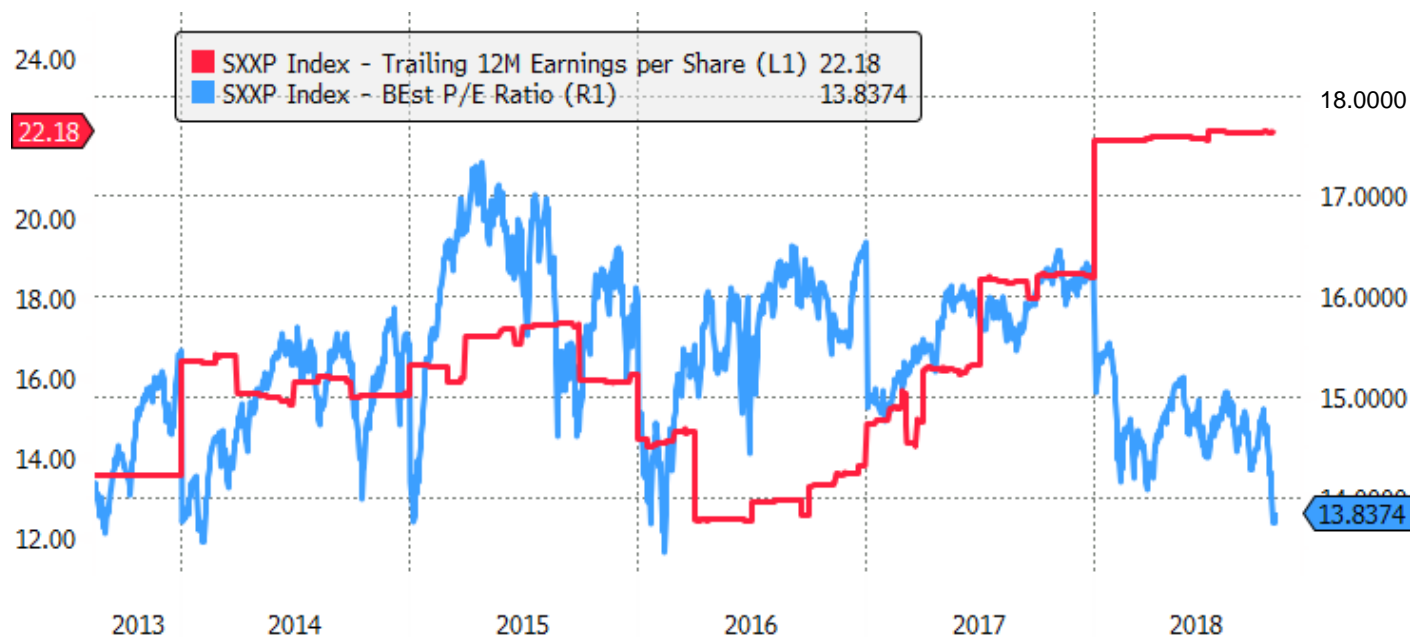




Europa: Fondamentali buoni e valutazioni compresse

- Per una volta, gli utili aziendali non possono essere considerati la causa della performance negativa dell'azionario europeo da inizio anno. Le stime sono rimaste costanti durante l'anno.
- Gli EPS europei hanno recuperato il 30% dai minimi del 2016 (dati Bloomberg). La correzione in atto ha portato il PE dello Stoxx 600 su livelli osservati a inizio 2016 e, prima, nelle fasi peggiori del biennio 2014-2015

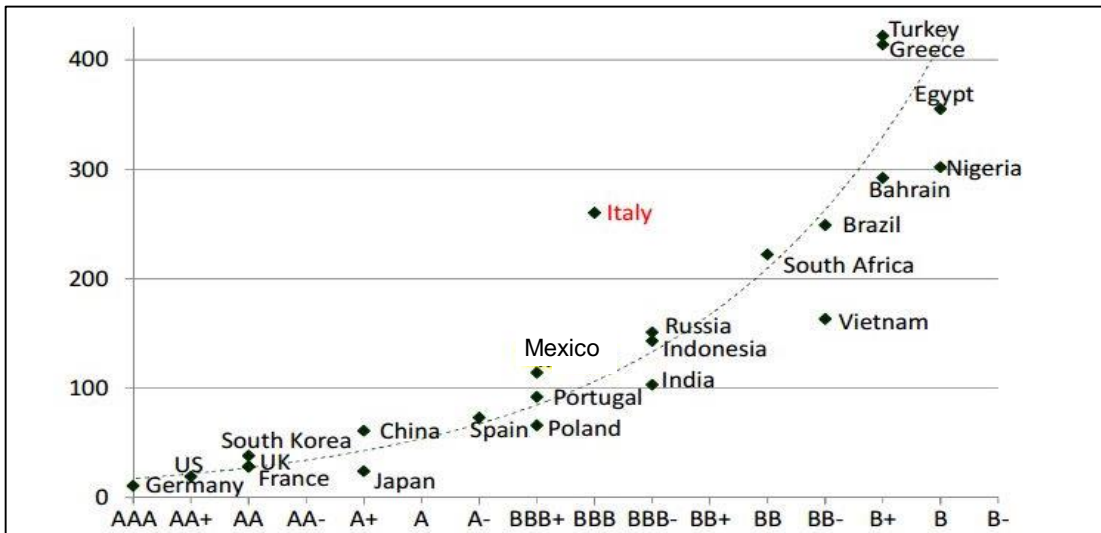
Trailing 12m EPS vs Best P/E Ratio





Italia: cosa c'è nei prezzi?

5y CDS Levels vs S&P Credit Rating



- Il rigetto della manovra da parte dell'EU è pressochè certo. La probabile indisponibilità del Governo a modificare il provvedimento porterà ad un ufficiale apertura di una procedura di infrazione (peraltro già vista nel recente passato). La legge deve anche superare lo scoglio del Quirinale, che potrebbe eccepire la sua costituzionalità, aprendo una crisi istituzionale.

- Sui livelli attuali (300 bps di spread) il BTP prezza uno scenario alquanto pessimistico per le finanze pubbliche. Il rating implicito si colloca tra la doppia e la singola "B". L'eventualità della comparsa di forces sellers è remota per il momento. Per determinare l'uscita dei BTP dagli indici occorrerebbero 2 downgrade da Moody's e S&P (Citi index) oppure 4 cumulativi (Bloomberg Barclays). La inidoneità a collaterale presso ECB richiede rating junk da tutte le agenzie e l'assenza di un programma di assistenza finanziaria EU.
- Sentiment e positioning sulla carta italiana sembrano alquanto difensivi. All'attuale livello di spread i rischi di breve ci paiono simmetrici.



In sintesi

- Manteniamo 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. Recentemente, le stime sugli utili si sono leggermente ridimensionate, anche se il tasso di earnings growth resta eccellente. La recente volatilità necessita di qualche tempo prima di essere riassorbita. Manteniamo a **overweight l'azionario europeo**, ritenendo che le attuali valutazioni siano attraenti e che l'earning season dovrebbe confermare il trend di graduale crescita degli EPS. 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 emergente**, 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 di riferimento. Portiamo a **neutral l'obbligazionario US**, nella convinzione eventuali ulteriori fasi di volatilità potrebbero portare a significative ricoperture, visto il positioning assai scarico. Manteniamo 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

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

Obbligazionario corporate

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

Materie prime

Energetiche	■
Industriali	▲
Agricole	■
Metalli preziosi	▲

Obbligazionario governativo

US	■	Upgrade
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.