

2019

Anthilia
Capital Partners
SGR

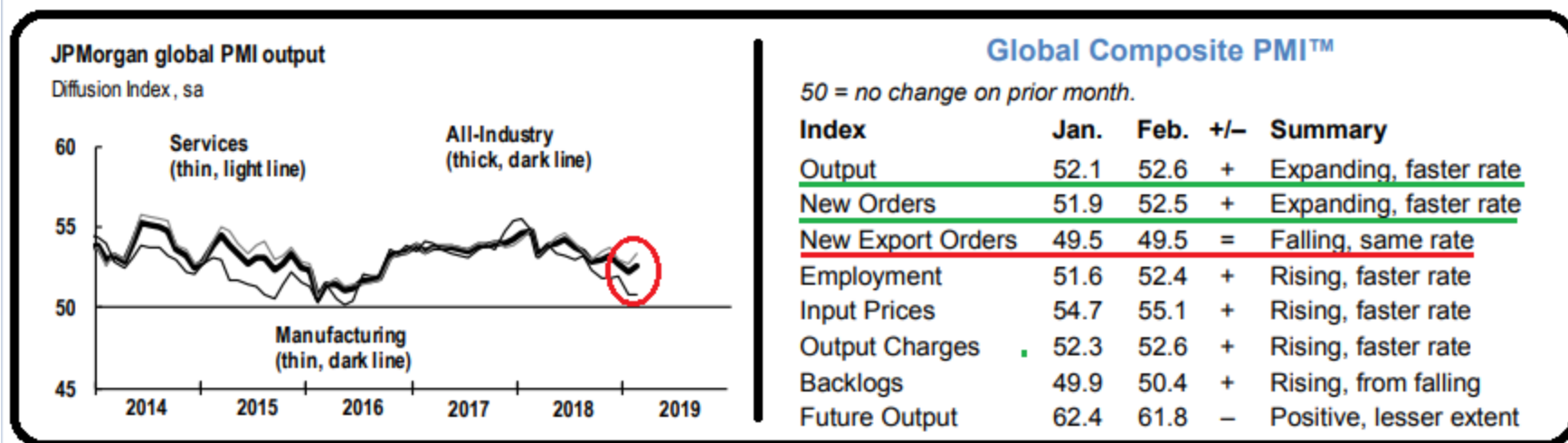
Analisi di scenario
Marzo 2019



Anthilia^{sgl}
Capital Partners



Economia globale: primi segnali di ripresa a Q1 2019.

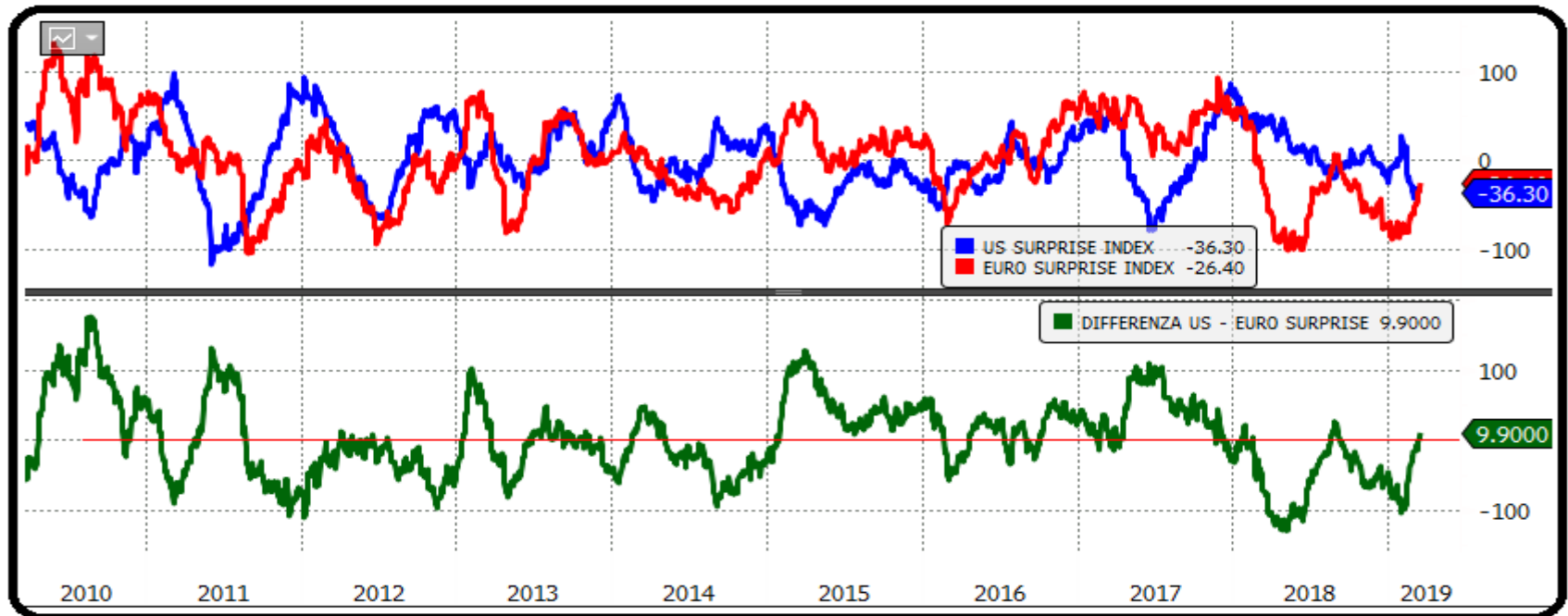


- Dopo un quarto trimestre del 2018 dai toni davvero cupi, nel primo trimestre del 2019 si cominciano a notare i primi segnali di una stabilizzazione del quadro macro globale.
- L'aspetto interessante è che questi segnali sono generalmente concentrati nel settore servizi, mentre il manifatturiero ha continuato a mostrare un deterioramento, sia pure di entità marginale. Essendo il settore servizi maggiormente dipendente dalla domanda interna, se ne deduce che è questa a mostrare i principali segnali di ripresa, mentre il global trade risulta ancora depresso nei primi 2 mesi dell'anno
- Per completare uno scenario di ripresa ciclica serve un recupero della domanda globale. Soluzioni anche temporanee sui fronti Brexit e USA-Cina trade e il consolidamento del rimbalzo congiunturale cinese potrebbero contribuire a crearne i presupposti



Si attenua la supremazia USA?

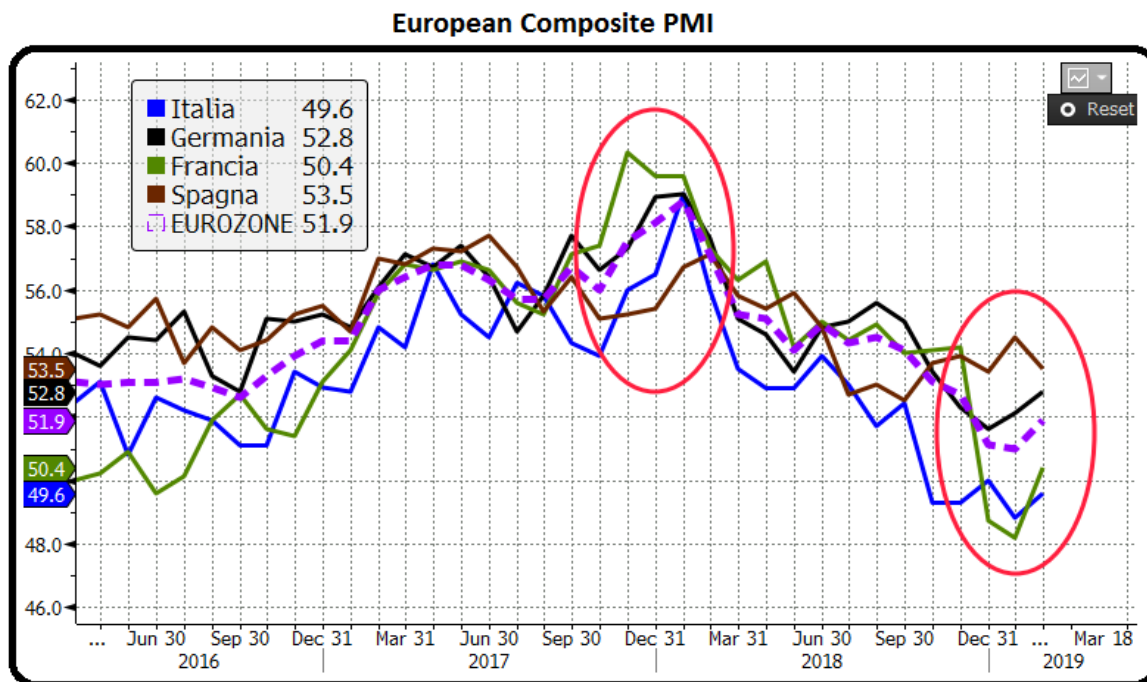
Citi Surprise Index, USA, Eurozone & differenza



- Un'altra novità di quest'inizio 2019 è che le sorprese positive stanno arrivando non più dagli USA come l'anno scorso, ma dall'Eurozone, come si nota dalla rinnovata convergenza dei Citi Surprise Indexes
- Se il 2018 è stato caratterizzato da una divergenza del ritmo di crescita tra America e resto del globo, nei prossimi mesi potremmo assistere a quadro meno sbilanciato, dove ad una moderazione del ciclo Usa (che resta comunque su livelli di attività accettabili) si contrappone un'accelerazione di Europa ed Emergenti



Eurozone: una nuova speranza

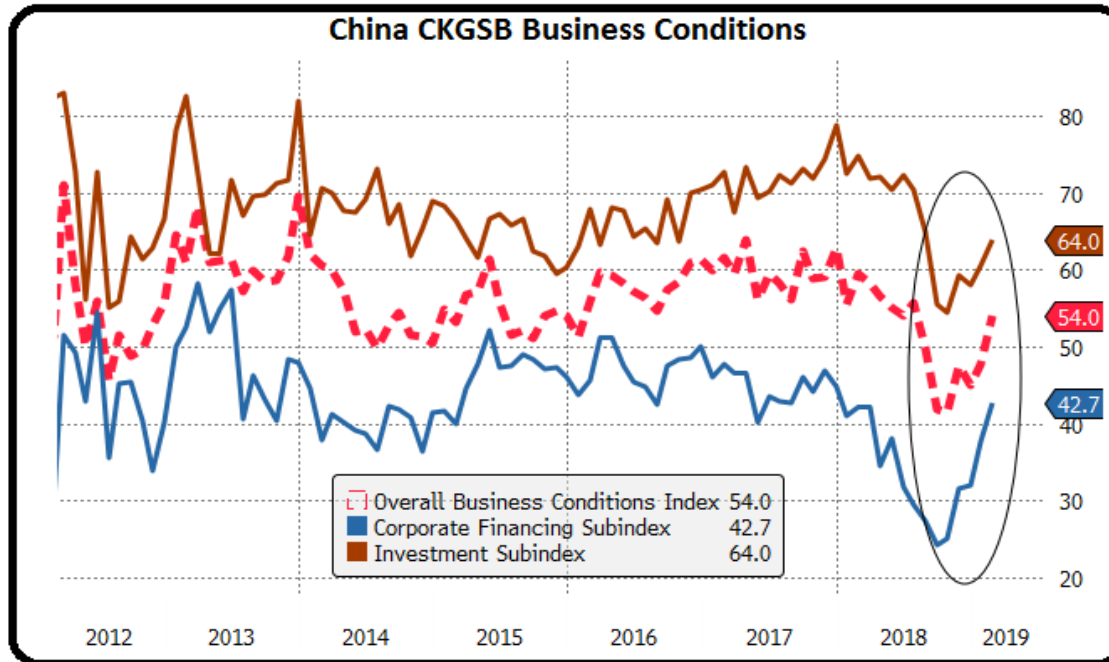


- Il quadro macro Europeo sta dando segnali di stabilizzazione. Oltre che dai surprise indexes, lo si nota dal rimbalzo dei PMI di Febbraio, che in aggregato stanno dando segnali di svolta
- Anche i dati macro, dopo il collasso di fine 2018, hanno iniziato a dare indicazioni un po' più confortanti (vedi produzione industriale e retail sales eurozone di gennaio)

- Nei prossimi mesi, l'effetto di diversi catalyst negativi sembra destinato ad attenuarsi:
 - La deadline per Brexit dovrebbe venire estesa
 - L'economia francese sembra aver smaltito l'impatto delle proteste dei Gilet Gialli
 - La produzione di auto in Germania dovrebbe normalizzarsi dopo il caos sulle emissioni
- Le fragilità e la pronunciata apertura dell'Economia Eurozone la hanno resa particolarmente vulnerabile al rallentamento della domanda globale. Ma un eventuale rimbalzo del global trade la vede ben posizionata per avvantaggiarsene. La sostanziale resilienza del settore servizi dimostra che la domanda interna ha tenuto meglio rispetto ad altre fasi di rallentamento



Cina: indizi e prove del rimbalzo congiunturale

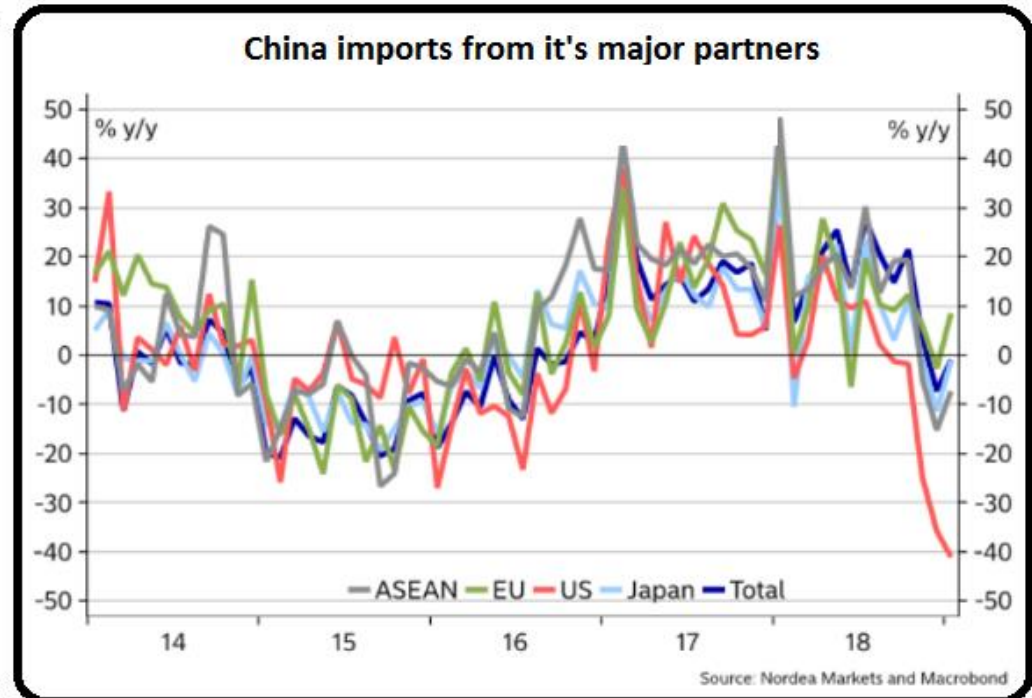


- Le distorsioni causate dalla festività del Capodanno cinese rendono di difficile lettura i dati macro cinesi dei primi 2 mesi del 2019
- Peraltro, vari indicatori mostrano che le business conditions si stanno rapidamente rafforzando
- Le anticipazioni fornite dall'amministrazione delle dogane lasciano intendere un robusto rimbalzo degli scambi commerciali a marzo

- Aggregando i dati di Total Social Financing di Gennaio e Febbraio si nota un robusto aumento dell'erogazione di credito a inizio 2019, a sottolineare il cambio di stanche delle autorità in tema di politica monetaria.
- Nei prossimi mesi si dovrebbero avvertire in pieno anche gli effetti dello stimolo fiscale erogato. Dal primo aprile entreranno in vigore i tagli alle aliquote fiscali e ai contributi, nonché il taglio dell'IVA



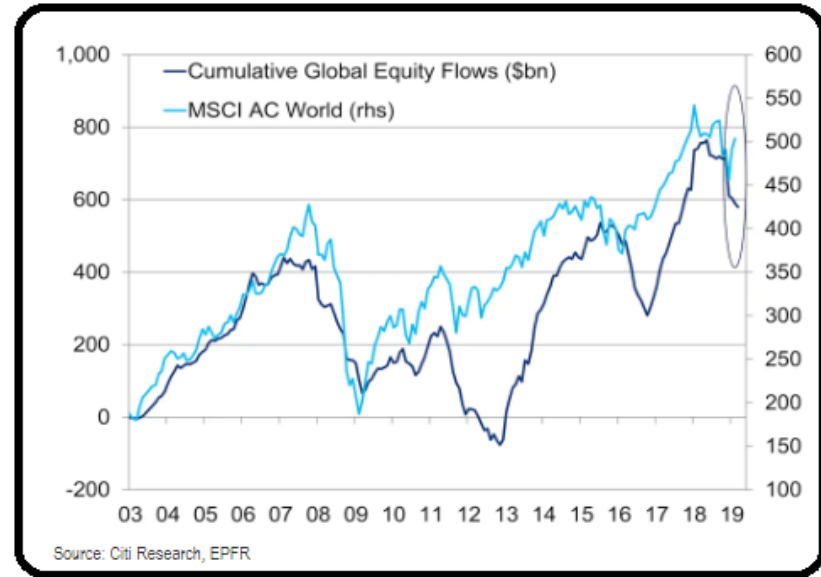
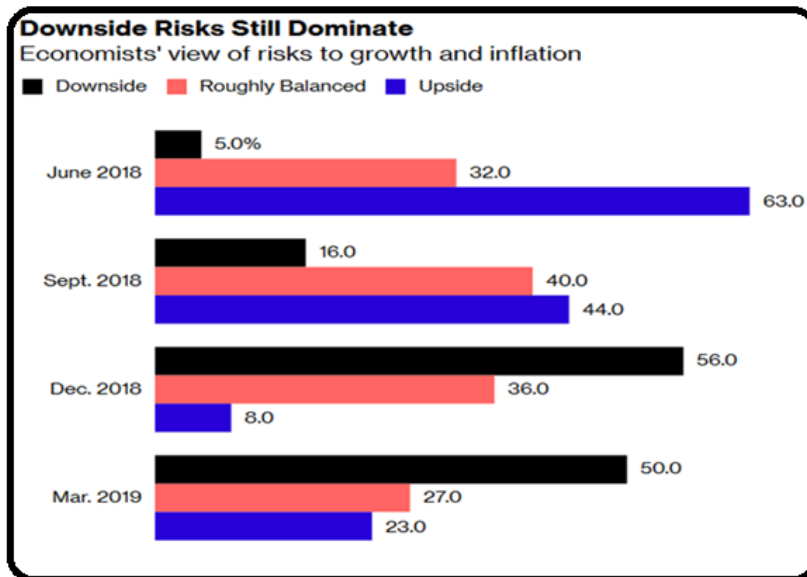
Trade War: Una tregua conviene agli USA



- Negli ultimi mesi si sta facendo sempre più evidente l'impatto sull'economia USA delle frizioni commerciali con la Cina. Prodotti e aziende USA stanno venendo praticamente escluse dal nascente rimbalzo della domanda cinese. L'effetto si comincia a notare in particolare sul manifatturiero
- I contrasti emersi con gli elementi più intransigenti del suo staff (Lighthizer) sembrano indicare che Trump è fermamente intenzionato a raggiungere un accordo commerciale di qualche tipo con la Cina. D'altronde, un rallentamento a 18 mesi dalle elezioni presidenziali è l'ultima cosa di cui Trump ha bisogno.



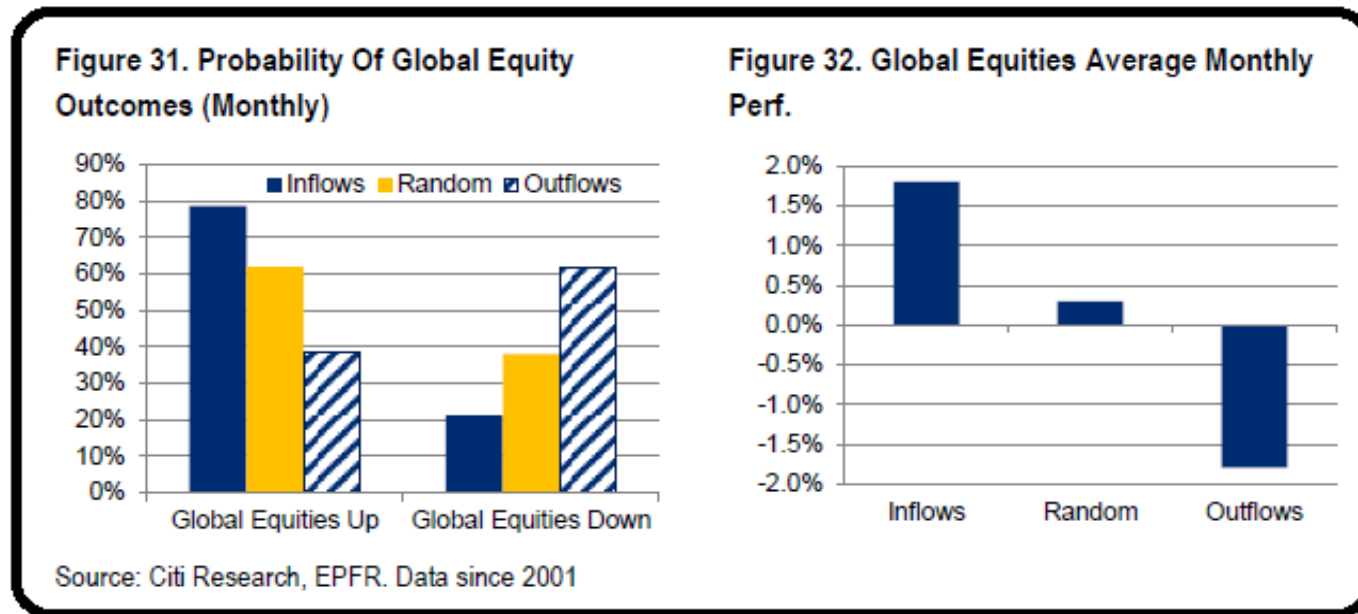
Lo scetticismo come motore del rally



- Il deterioramento del sentiment macro occorso nella parte finale del 2018 ha dimostrato una certa persistenza, con il consenso degli economisti che resta scettico sulle prospettive per la crescita globale.
- Coerentemente, gli investitori hanno utilizzato in particolare la prima parte del rimbalzo per alleggerire le posizioni, una circostanza riscontrata più volte nelle varie survey di positioning e flussi
- La comparsa dei primi segnali di ripresa globale sta facendo accelerare le ricopertura da parte degli operatori, in particolare sui mercati dove lo scetticismo era più diffuso, come Eurozone e UK
- I PMI flash di Marzo, in pubblicazione venerdì, potrebbero costituire un importante Catalyst, in un senso o nell'altro



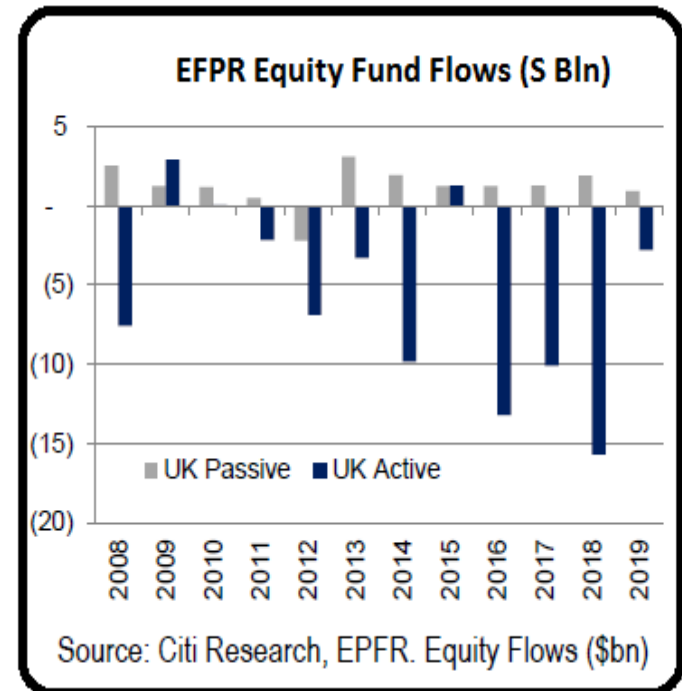
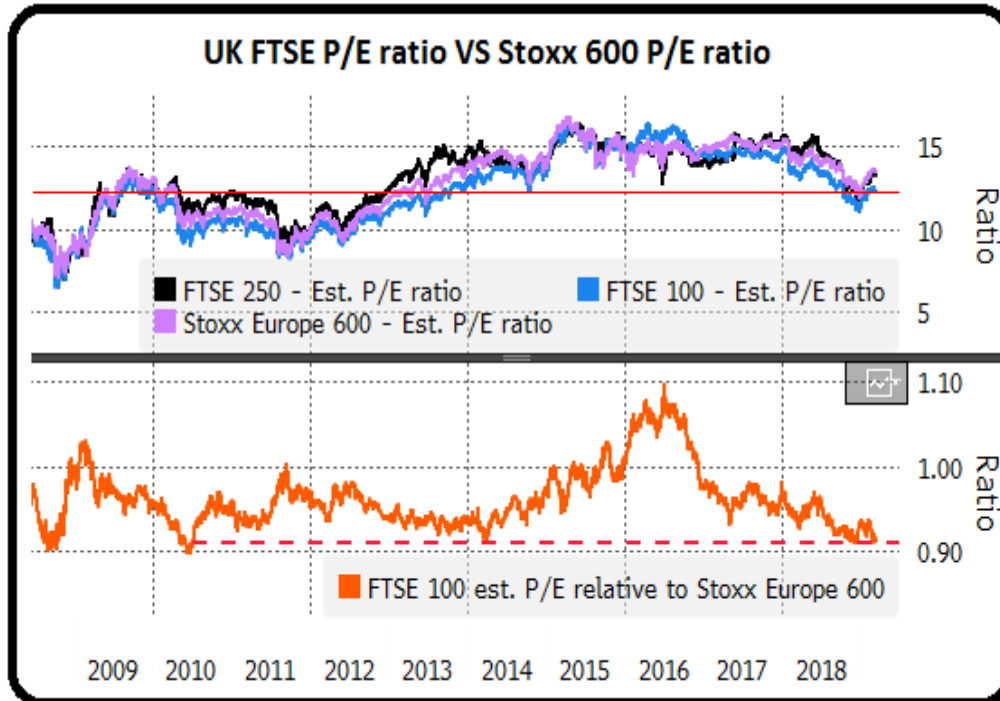
Un'inversione nei flussi potrebbe dare ulteriore supporto all'azionario



- La direzione dei flussi ha un'influenza sulla performance del mercato: un solido recupero dell'azionario globale, come quello osservato in queste settimane, a fronte di significativi deflussi, è un evento relativamente raro.
- Una possibile spiegazione è che i mercati azionari avvertano un miglioramento delle business conditions, che ancora non è evidente nelle survey e nei dati macro
- Un'eventuale accelerazione dei flussi in entrata può aggiungere carburante al rally nei prossimi mesi.



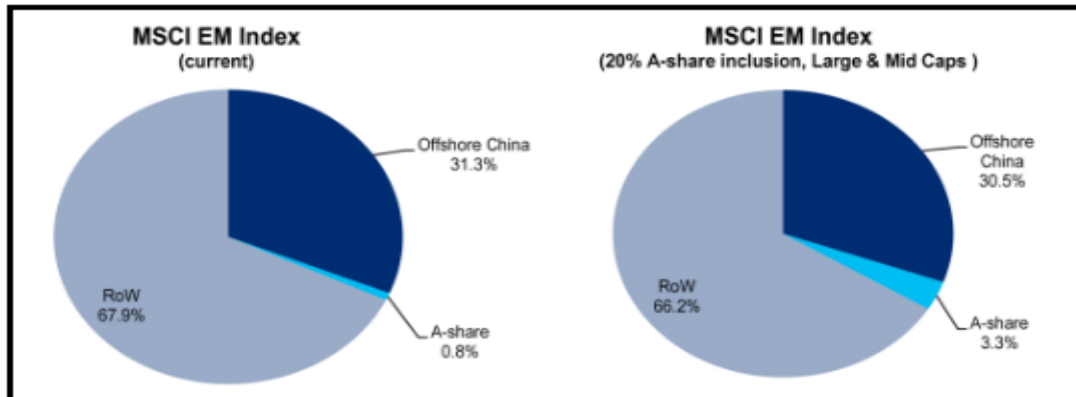
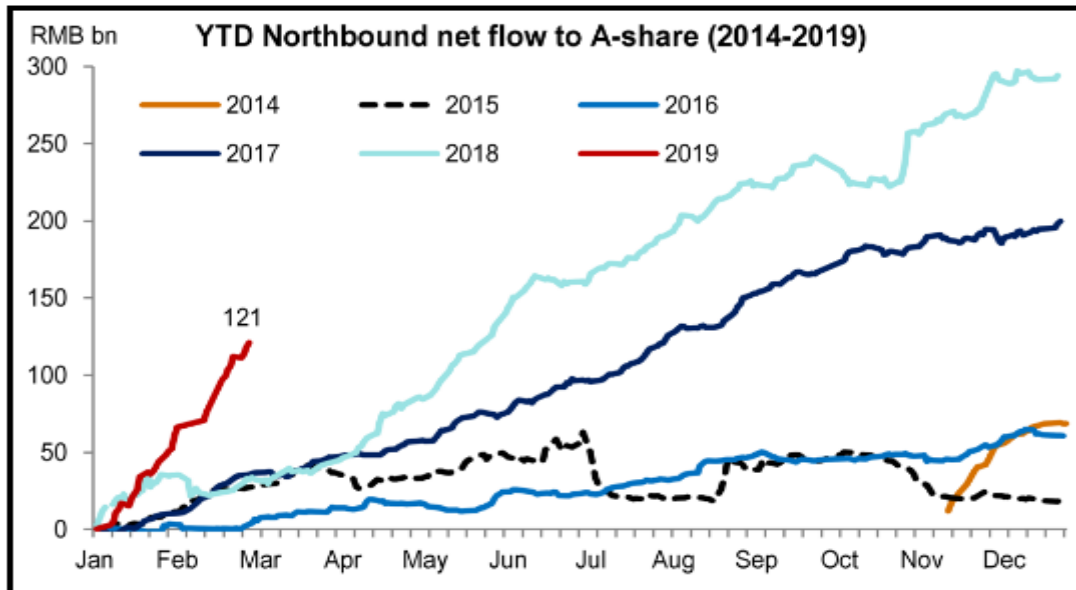
UK Equity: Cheap & Underowned



- Mesi di tensioni sulla Brexit hanno alimentato una fuga dagli asset UK . L'azionario inglese, e la Sterlina figurano da mesi in cima alla lista degli asset sottopesati dagli investitori.
- A 13,8 forward P/E, 1,6 di Price/Book, e con 5% di dividend yield, il Ftse 100 è tra gli indici dei paesi industrializzati con i multipli più bassi, e il rapporto tra il suo P/E e quello dello Stoxx 600 è ai minimi da 5 anni



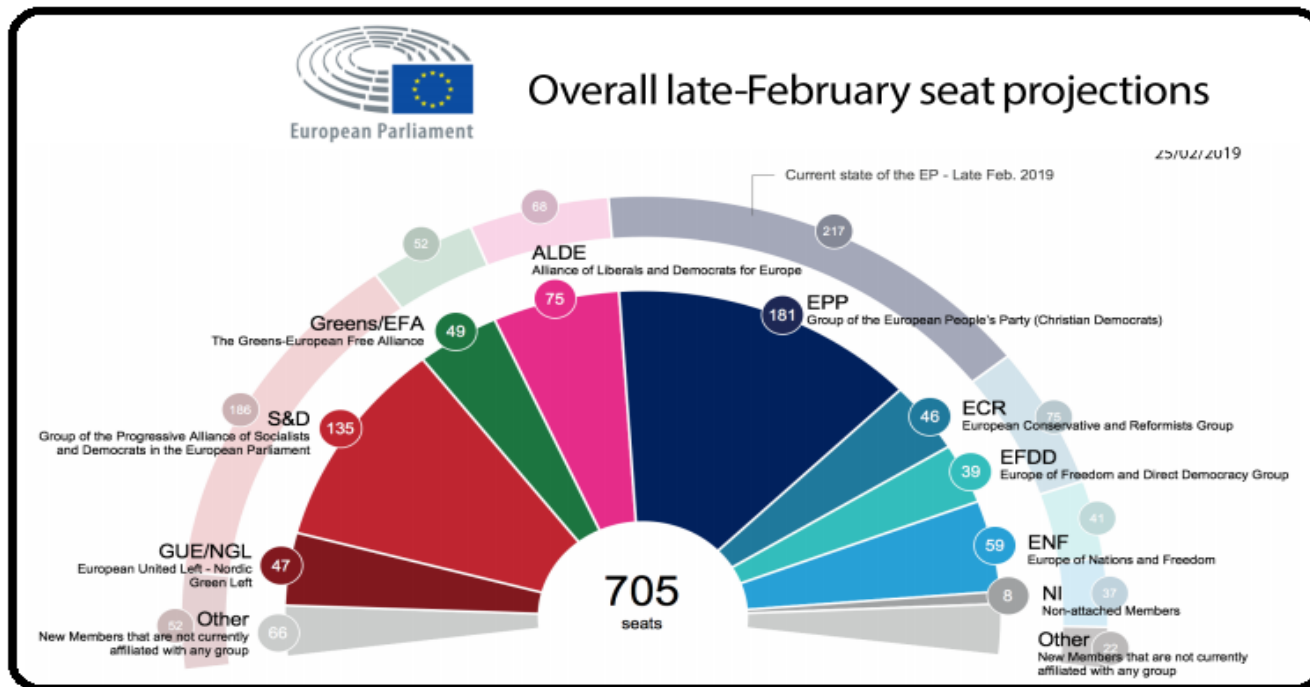
A – Shares cinesi: Dal rebalancing degli indici un supporto ai flussi



- Diversamente dagli altri mercati azionari globali, Shanghai ha visto una brusca accelerazione dei flussi in ingresso dall'inizio dell'anno.
- Ciò è in parte dovuto alle attese di aumento del fattore di inclusione delle «A» shares nell'indice MSCI Emerging, poi confermato il 28 Febbraio
- L'aumento, che avverrà in 3 rate (Maggio, Agosto e Novembre), vedrà il peso dell'azionario locale cinese quadruplicare (da 0,8% a 3,3%). Questa mossa segue quella di FTSE Russell, che porterà le «A shares a costituire il 5,6% dell'indice Emerging entro il 2020
- Citigroup stima che i flussi in entrata potrebbero totalizzare i 100 bln \$ per l'anno in corso, tra fondi attivi e passivi. A fine Febbraio i flussi in entrata hanno totalizzato 18 bln, ovviamente non tutti ascrivibili all'aumento di peso negli indici



Elezioni Europee 2019: Cambierà davvero qualcosa?

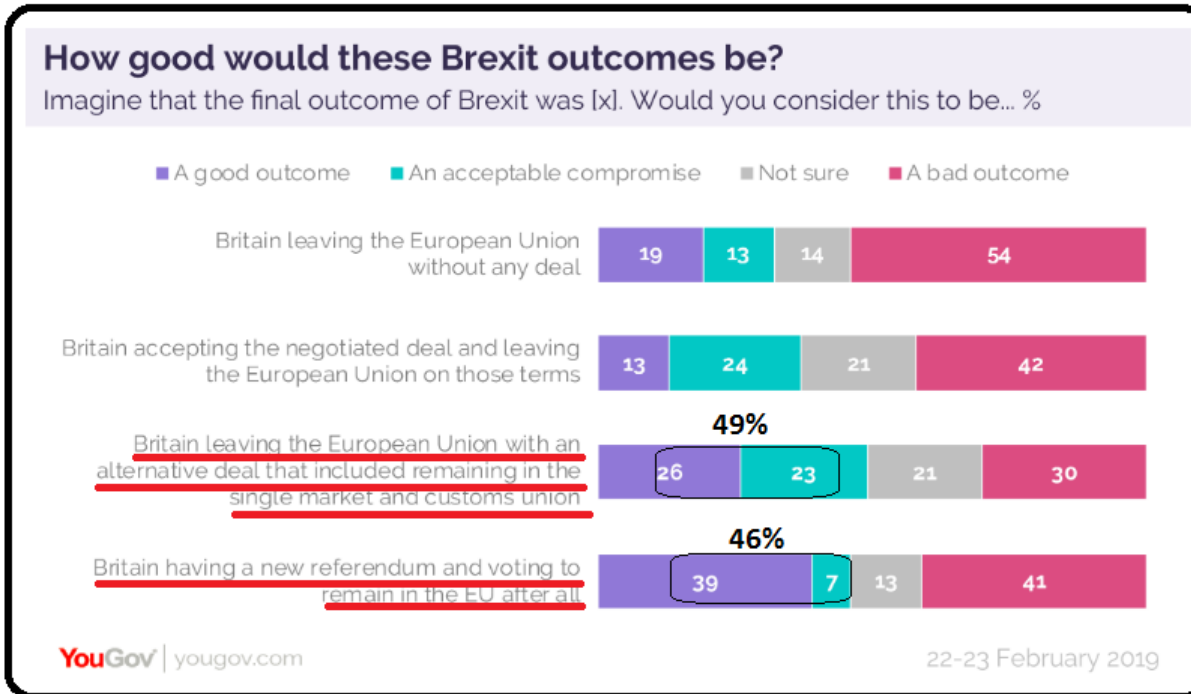


- Alla luce dell'avanzata, in alcuni paesi, di schieramenti euroscettici/populisti, gli investitori guardano con trepidazione alle elezioni Europee del 23 maggio.
- Il risultato della consultazione, potrà impattare anche a livello locale, ad esempio sugli equilibri della coalizione alla guida del Governo Italiano.

- A 2 mesi dalle elezioni, i sondaggi indicano che il Partito Popolare e i Socialdemocratici cederanno in aggregato il 9% fermandosi rispettivamente al 25,7% e al 19,1%. Impossibile replicare quindi l'attuale maggioranza
- Il fronte euroscettico, composto da ENF, EFDD (M5S e AFD) parte dell'ECR, e gli indipendenti dovrebbe fermarsi attorno al 32%, un successo considerevole, ma insufficiente a assicurarli un peso determinante nell'Assemblea.
- L'ipotesi più credibile vede l'ALDE andare a colmare il gap alleandosi con PPE e SD. In alternativa, una coalizione di maggioranza può essere formata con l'aggiunta dei Verdi.



Brexit : o «soft» o «avoided» ?

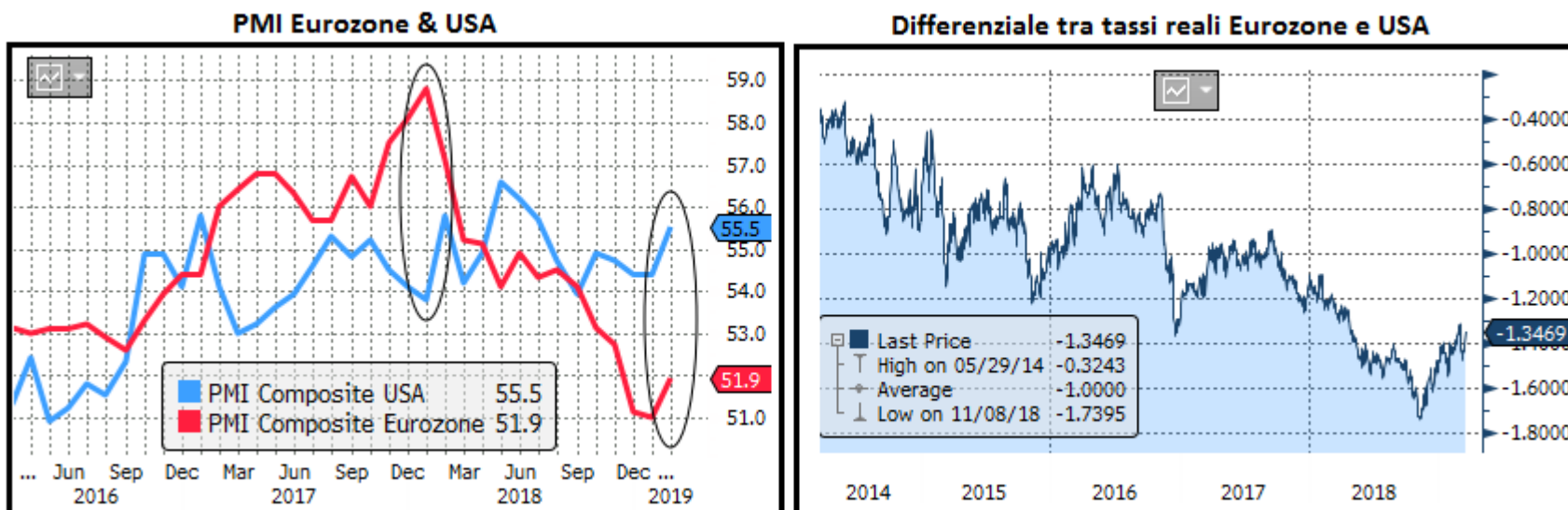


- La questione Brexit entra in una settimana di passione
- Il Governo UK si trova di fronte alla scelta se azzardare un'estensione breve, per elaborare un accordo che ottenga l'approvazione in Parlamento, e abbia il benplacito di Bruxelles, o chiederne una lunga, per organizzare nuove elezioni o un nuovo Referendum
- Lo spartiacque sono le elezioni europee di Maggio. Un'estensione lunga imporrebbe alla Gran Bretagna la partecipazione.

- Sulla carta, una Brexit senza accordo resta un'ipotesi marginale, legata ad un incidente di percorso. Il Governo UK è obbligato ad «evitarla in ogni condizione» e l'EU non ha alcun interesse a permetterla
- L'impressione è che stiamo assistendo agli ultimi tentativi del Governo di evitare un'estensione lunga, che metterebbe in discussione l'uscita attraverso nuove elezioni e/o un nuovo Referendum. Dai sondaggi sembra evidente che una larga maggioranza degli elettori non vuole un'uscita dal mercato unico e dall'unione doganale, e che il numero di favorevoli a una nuova consultazione supera quello dei contrari



Dollaro: diversi fattori di debolezza relativa 1/3

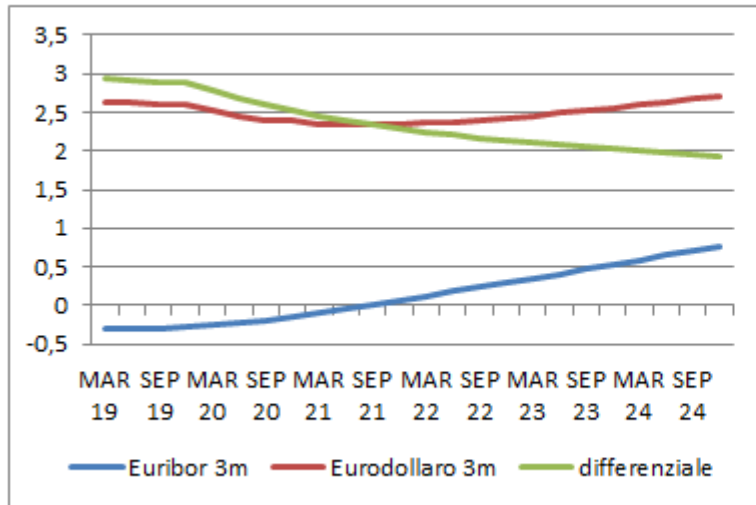


- L'adequarsi, da parte delle altre principali banche centrali, alla stance FED, ha moderato l'impatto della svolta dovish di Powell sul Dollaro. Il risultato è stato un crollo della volatilità sui cambi, con i principali cross che lavorano in range ristretti (ad eccezione della Sterlina)
- Peraltro, nei prossimi mesi diversi fattori dovrebbero contribuire a frenare il biglietto verde.
- La marcata sottoperformance dell'economia europea rispetto a quella USA, perfettamente rappresentata dalla forza relativa dei rispettivi PMI, potrebbe lasciare spazio ad un po' di «mean reversion».
- Lo scarso spazio al ribasso della curva dei tassi Europea, a fronte del deterioramento delle aspettative di inflazione, sta producendo un recupero dei tassi reali in relativo vs quelli USA (sindrome giapponese).



Dollaro: diversi fattori di debolezza relativa 2/3

US - Eurozone 3m rates, & differential



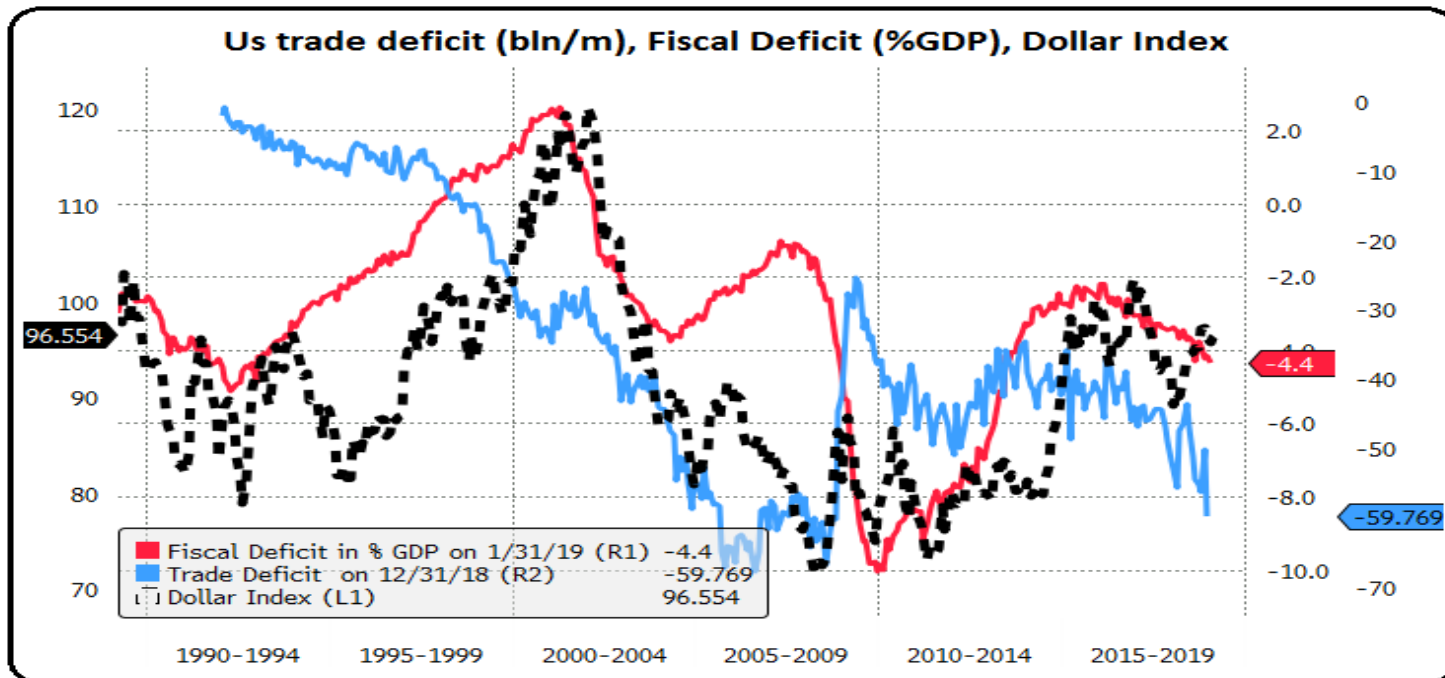
Global - US policy uncertainty differential



- E' probabile che la FED entro i prossimi 2 meeting annunci la fine della normalizzazione del suo bilancio. Lo stop potrebbe arrivare a fine anno, previo un rallentamento del ritmo di riduzione nel 2° semestre.
- Il margine di manovra per l'ECB in direzione di una politica monetaria più accomodante è invece ridotto. La curva prezza uno scenario assai asimmetrico, col primo rialzo di 20 Bps dei tassi scontato a fine 2020 e il ritorno dei tassi in positivo non prima di inizio 2021
- Anche sul fronte politico, potremmo assistere ad una migrazione del relativo premio al rischio dal Resto del Mondo agli USA. Se le tensioni interne all'Eurozone e quelle legate alla Brexit sembrano recedere, in America l'avvicinarsi delle Presidenziali e il Congresso diviso minacciano di alimentare una maggiore conflittualità interna



Dollaro: diversi fattori di debolezza relativa 3/3



- Infine, esiste la nota questione dei «twin deficits», quello fiscale e quello commerciale
- La relazione tra questi dati e la direzione del Dollaro è tutt'altro che perfetta, in particolare quando questi hanno direzioni opposte (come nel 2008 o negli anni '90).
- Quando però la direzione dei deficit coincide (primi anni 2000, 2014) si nota una correlazione più forte.



In sintesi

- Portiamo a **Underweight l'azionario US**. Il quadro macro comincia a dare qualche segnale di indebolimento. Il recupero dai minimi messo a segno nel primo trimestre 2019 è di entità tale da rendere probabile una fase di consolidamento dei corsi. **Manteniamo a neutral l'azionario europeo**. Le valutazioni restano attraenti (13,7 fwd P/E 2019, 3,7 dividend yield) e il comparto dovrebbe beneficiare di un recupero ciclico dell'area. Una pausa è però da mettere in conto, dopo il recupero da inizio anno. Manteniamo **overweight l'azionario cinese**, nella convinzione che i segnali di un impatto sull'economia dello stimolo fiscale e monetario erogato si stiano rafforzando. Un accordo tra Cina e USA sul trade potrebbe offrire ulteriore supporto al sentiment. **Manteniamo a overweight l'azionario UK**, ritenendo che le valutazioni siano attraenti, e che il positioning scarico possa dar luogo a ricoperture, una volta attenuatesi le tensioni sulla Brexit. **Manteniamo a overweight l'azionario emergente**, ritenendo che una ripresa del ciclo cinese e una distensione sul fronte delle dispute sul trade possano favorire un recupero dell'area, che tratta su multipli attraenti (11,9x fwd P/E 2019, 3,1 dividend yield)
- Restiamo **negativi sull'obbligazionario governativo core Eurozone**. Il mercato dei tassi europeo prezza troppo poco in termini di crescita e inflazione, e non ha minimamente reagito al ritorno del risk appetite. Manteniamo a **neutral i bond periferici**, con l'idea che un attenuazione dei timori sulla crescita Eurozone offra supporto agli spreads. Manteniamo a **underweight l'obbligazionario US**, ritenendo i rendimenti troppo contenuti a fronte del recupero del sentiment. Inoltre il cambio di stance FED può indurre la curva a prezzare un'inflazione più elevata a medio termine. Manteniamo a **overweight l'obbligazionario emergenti** ritenendo che, alla luce della nuova stance FED, possa attirare flussi alla ricerca di carry.
- Manteniamo in **neutral il debito corporate US sia Investment grade che High Yield**, ritenendo adeguato in questa fare il rendimento offerto. Riguardo il **credito europeo**, manteniamo a neutral quello **High Yield** ma riteniamo che i rendimenti offerti da quello **investment grade** siano penalizzanti rispetto a quanto offerto dal BTP e non compensino a sufficienza nel caso intervenga un rialzo di quelli governativi. Manteniamo in **sovrappeso i subordinati finanziari europei**, in quanto riteniamo sui livelli attuali offra valore e che il calo della volatilità sull'azionario europeo non si sia ancora riflesso interamente sui prezzi.



In sintesi (segue)

- Riguardo i cambi, manteniamo **underweight il \$**, nella convinzione che il cambio di stance FED e un minor differenziale di crescita tra l'area USA e il resto del mondo possano favorire un moderato indebolimento. Restiamo **sovrappesati su Yen**, ritenendo, nel corso del 2019, 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 **overweight la Sterlina** nella convinzione che la Brexit evolverà verso un accordo «soft» oppure verrà evitata. Manteniamo 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 il recente recupero renda probabile una fase di consolidamento. Manteniamo a **overweight le industriali**, nella convinzione che la domanda dalla Cina 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	■	Area euro core	▼
Italia	■	Italia/Periferia	■
UK	▲	UK	▼
Giappone	■	Giappone	▼
Cina	▲	Emergenti Local Currency	▲
Emergenti	▲	Emergenti Hard Currency	▲
Valute		Inflation linked US	▲
EUR/USD	▲	Inflation linked Area euro	▲
EUR/GBP	▼	Obbligazionario corporate	
EUR/CHF	■	US investment grade	■
USD/JPY	▼	US high yield	■
Materie prime		Area euro investment grade	▼
Energetiche	■	Area Euro high yield	■
Industriali	▲	Area euro finanziari subordinati	▲
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.