

2018

Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Gennaio 2018



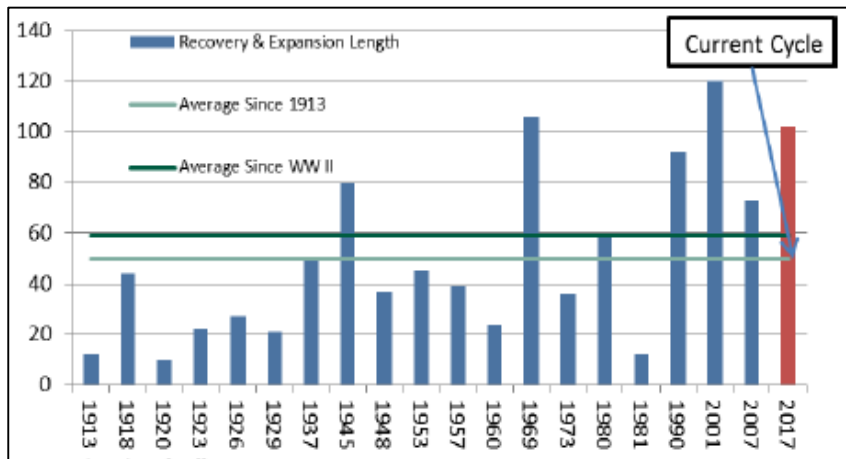
Anthilia^{sgl}
Capital Partners



Tax Cut: Una “sugar rush” per l’economia US (1/3)

- Le misure fiscali varate dall’esecutivo Trump giungono in un momento poco appropriato. Il ciclo US è assai maturo, il ritmo di crescita ha recentemente accelerato e il mercato del lavoro è prossimo alla piena occupazione
- In questo contesto, il probabile effetto dell’erogazione di un corposo stimolo fiscale è un surriscaldamento dell’economia US nei prossimi 2 anni. Inoltre, l’aumento del deficit andrà ad impattare un mercato dei tassi che già deve farsi carico dell’entrata a regime della Balance Sheet Reduction FED, in un contesto di inflazione in ripresa e conseguente ulteriore rialzo dei FED Funds

Length of US recovery/expansions



Consumer confidence and unemployment

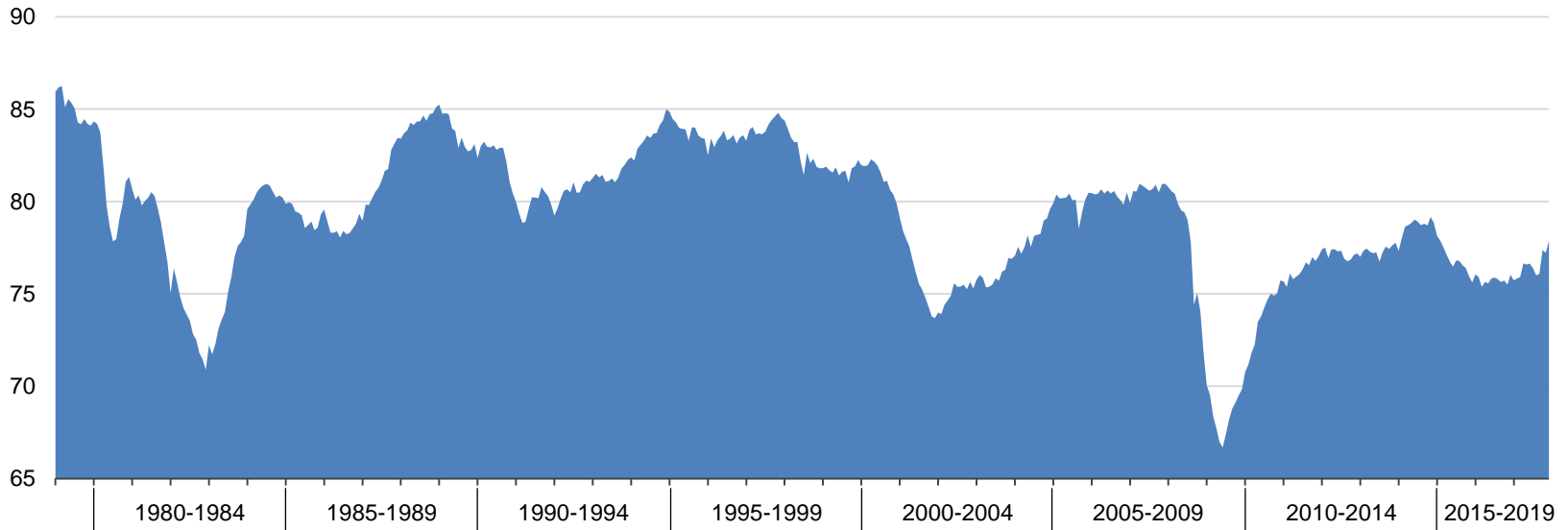




Tax Cut: Una “sugar rush” per l’economia US (2/3)

- A contenere il contributo degli investimenti a questo ciclo, non è stata la scarsità di risorse da destinarvi, ma l’eccesso di capacità produttiva, ancora non riassorbito interamente. Il taglio alla corporate tax e l’anticipo degli ammortamenti daranno un impulso di breve al capex il cui impatto si esaurirà presumibilmente nei prossimi 2/3 anni
- Il grosso delle risorse liberate dal taglio della corporate tax e dagli incentivi al rimpatrio degli utili verrà dirottato agli azionisti, sotto forma di dividendi, e ai lavoratori, sotto forma di aumenti di salario e maggiore competizione sul mercato del lavoro. All’aumento del reddito disponibile contribuirà anche il taglio alle aliquote fiscali dei privati

US Capacity Utilization % of Total Capacity

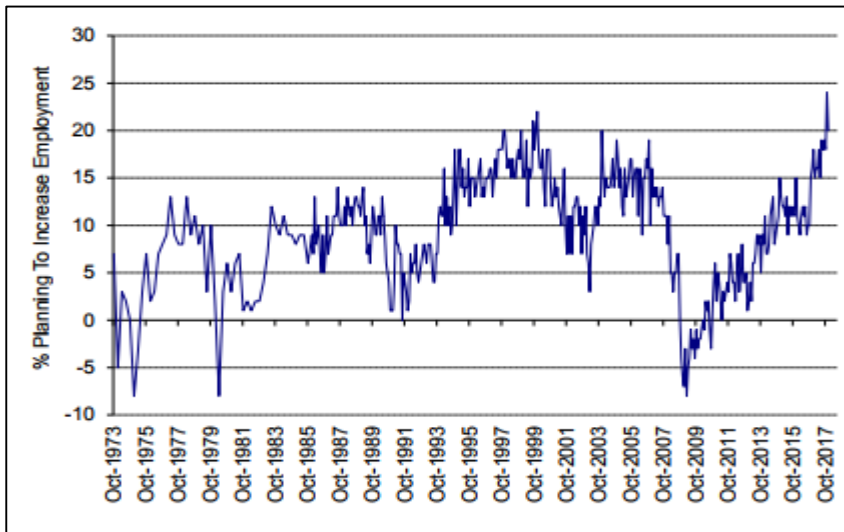




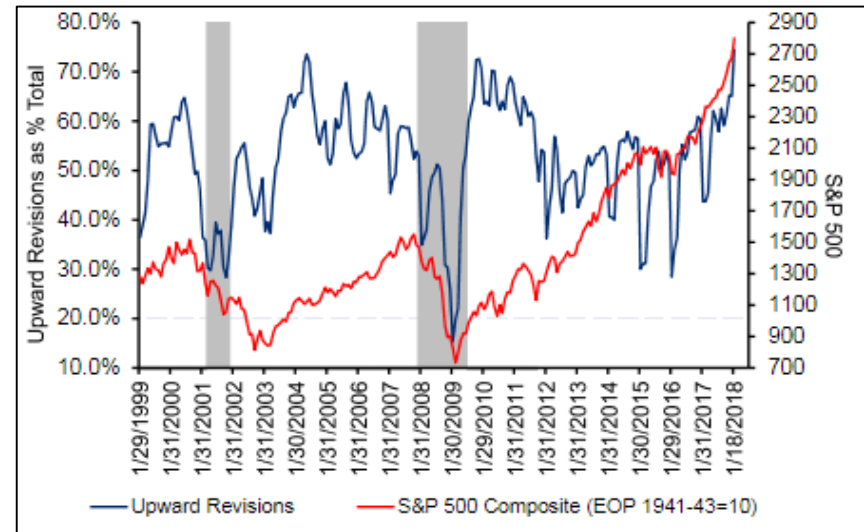
Tax Cut: Una “sugar rush” per l’economia US (3/3)

- In sintesi, le aziende americane non necessitano, in questa fase, di stimolo fiscale. Hanno accesso a capitale e credito in abbondanza, e a costi ridotti, e dispongono di capacità produttiva in eccesso
- I maggiori benefici della riforma fiscale si vedranno, nei prossimi 2 anni, sugli utili aziendali e sulla domanda per consumi e investimenti. Successivamente, l’impatto verrà progressivamente attenuato dall’inasprimento della politica monetaria US, in reazione al surriscaldamento dell’economia, e dall’impatto dell’aumento del deficit sui tassi. Il probabile effetto di un forte stimolo monetario, erogato su un’economia che cresce già significativamente sopra il potenziale, è di anticipare la fine del ciclo

% Planning to increase employment



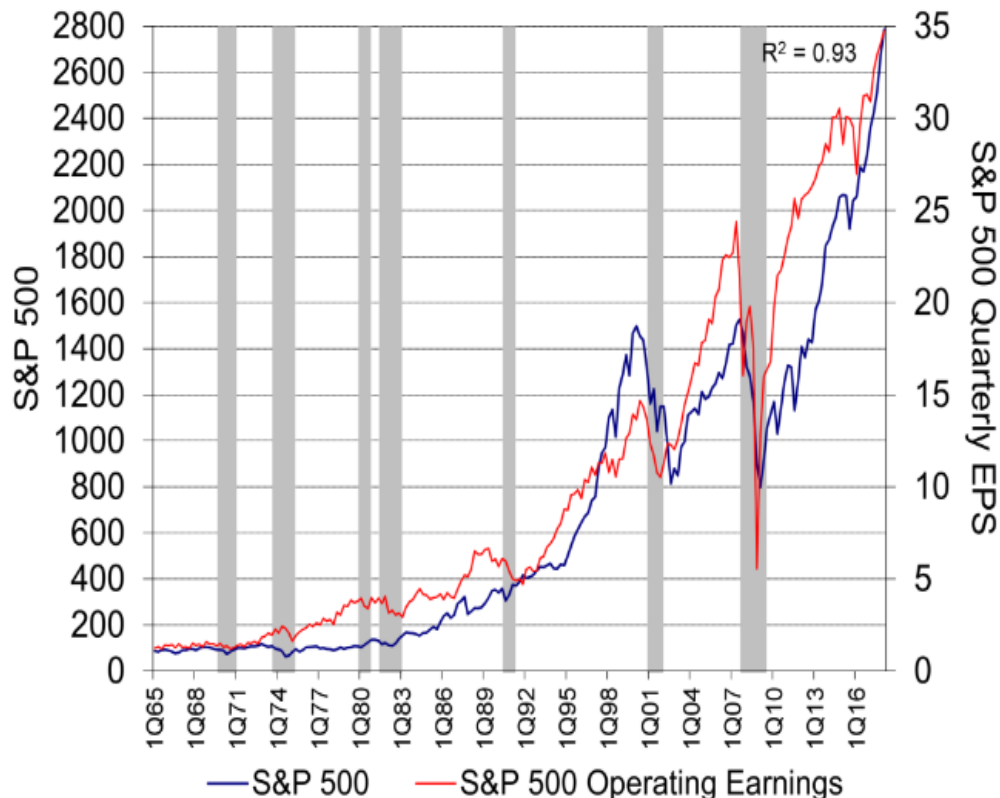
S&P500: upward revision - Total vs SP500 (%)





Azionario US: don't fight the business conditions

S&P500 e S&P500 Operating Earnings



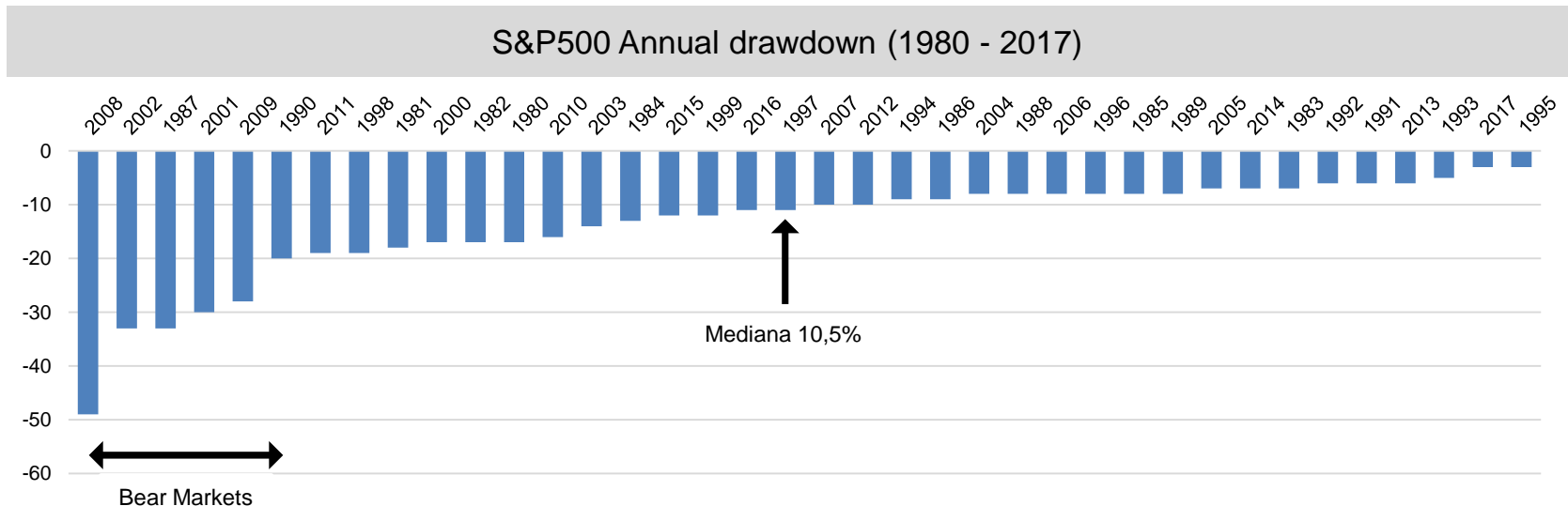
- I pianeti sembrano allineati per un altro anno di crescita robusta degli utili per Corporate America. Margini aziendali già in fase di espansione grazie all'accelerazione ciclica del 2017 possono ora contare sull'impatto del taglio alle tasse su investimenti, redditi e consumi.
- L'elevata correlazione del mercato azionario con la direzione degli utili lascia intendere che anche per il 2018 una prosecuzione del rialzo è l'outcome più probabile. Le valutazioni elevate sono un ostacolo nel medio periodo, ma, come dimostra il 2017, hanno poca rilevanza nel determinare la performance di un anno
- In generale, la concomitanza di un ciclo maturo, un significativo step up tecnologico, un forte stimolo fiscale e condizioni finanziarie espansive, costituisce un contesto adatto alla formazione di una nuova bolla.



Azionario US: Elevato rischio correzione

Vari fattori depongono a favore di una significativa fase correttiva per l'azionario US nella prima metà del 2018:

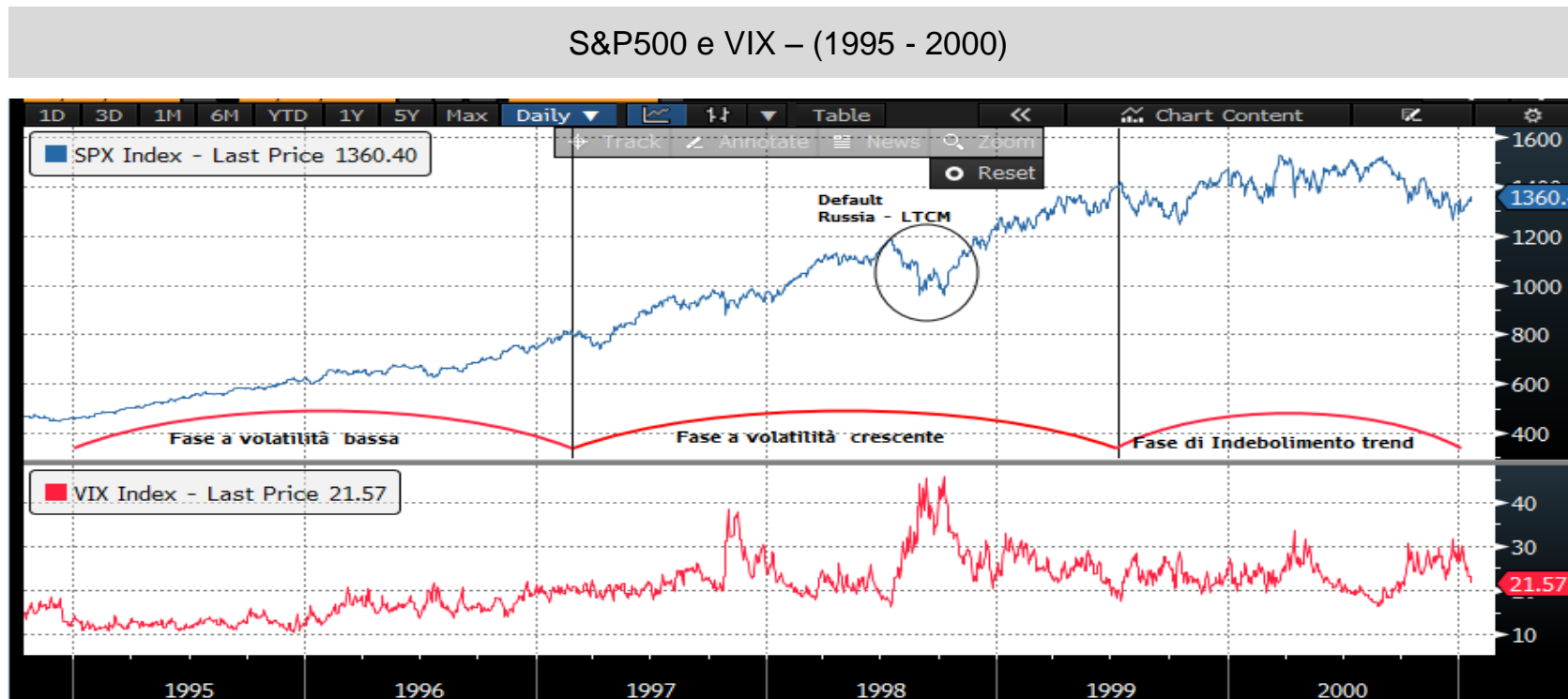
- Dall'ultima correzione di entità superiore al 5% sono passati 19 mesi
- Nel 2017 il massimo drawdown è stato inferiore al 3%, un caso osservato solo un'altra volta negli ultimi 38 anni. La norma per l'S&P 500 è una correzione media del 10%
- La fase di volatilità bassa e il varo della riforma fiscale hanno prodotto un eccesso di ottimismo tra gli investitori, misurabile su una varietà di parametri
- L'impatto, sul mercato dei tassi, dell'aumento del deficit, della balance Sheet reduction, e del ritorno dell'inflazione, potrebbe causare un significativo inasprimento delle condizioni finanziarie nei prossimi mesi, mettendo fine allo scenario "Goldilocks"





Azionario US: party like is '98? (1/2)

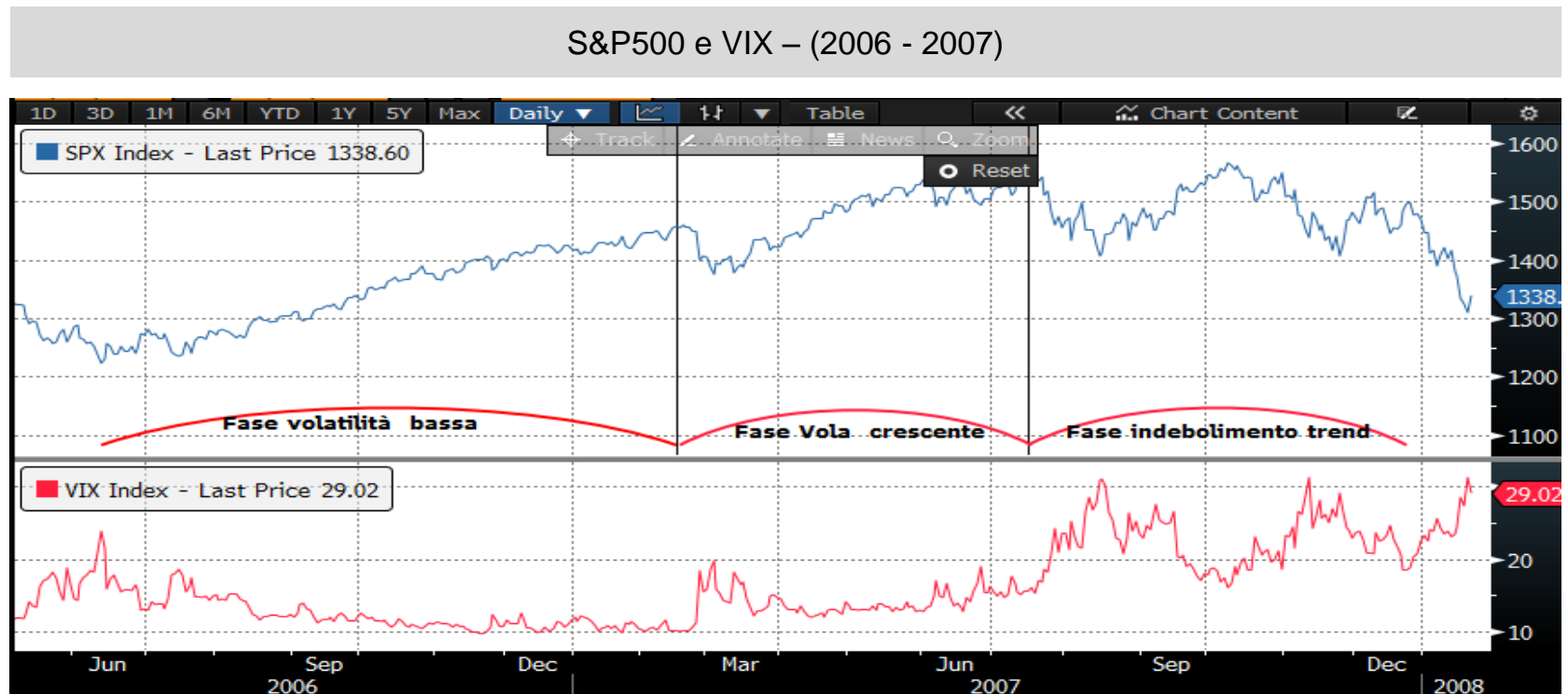
- L'osservazione dei precedenti cicli mostra che raramente una fase di mercato caratterizzata da trend rialzista in un contesto di volatilità bassa transita direttamente in una fase ribassista
- L'esperienza degli anni 90 e dello scorso decennio mostra che ad una fase di stabile apprezzamento di solito ne segue una in cui la volatilità cresce insieme ai corsi e l'entità e la frequenza delle correzioni aumenta





Azionario US: party like is '98? (2/2)

- Successivamente, il trend prima di invertirsi, attraversa una fase di indebolimento in cui la profondità delle correzioni aumenta e i successivi rimbalzi perdono vigore
- Sulla base di quest'analisi, sembra sensato paragonare l'attuale fase con quella imboccata nel '98, o, in occasione di un ciclo più corto, nel 2006





Dollaro: Balancing act

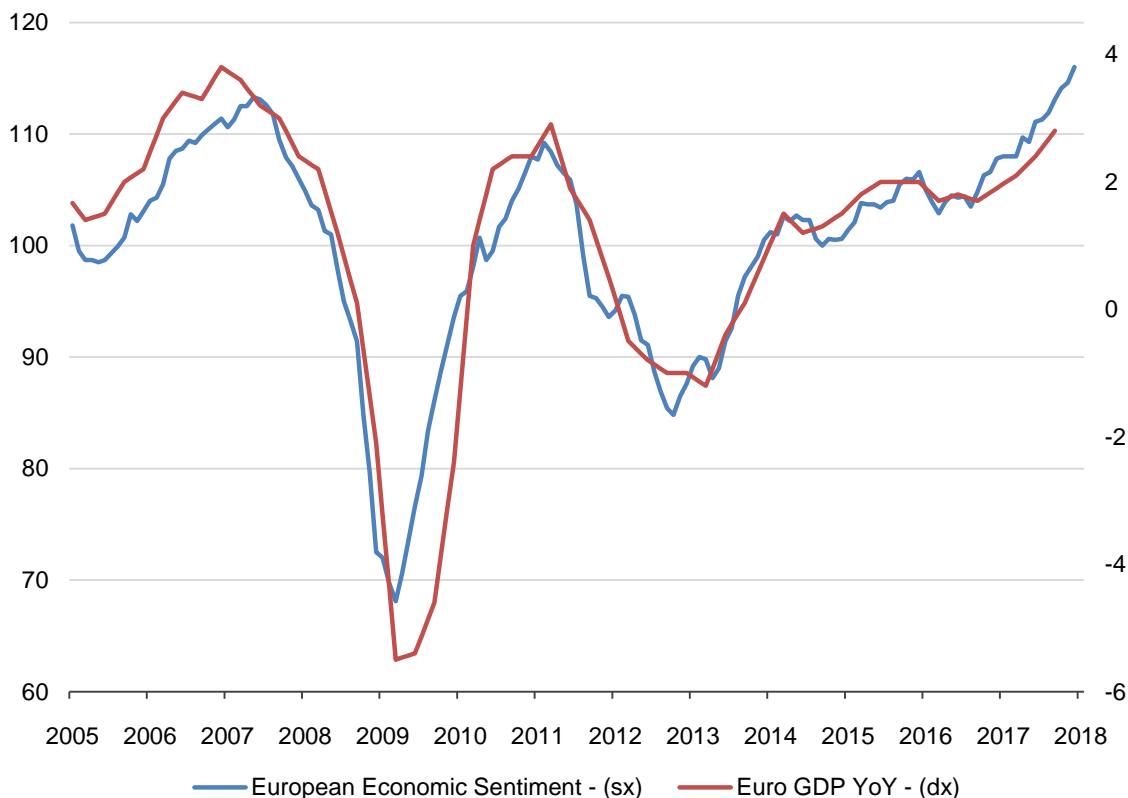


- Sordo alla normalizzazione della politica monetaria, all'inizio della Balance Sheet Reduction, al differenziale tassi in crescita e all'impatto dei potenziali flussi di rimpatrio degli utili aziendali, il Dollaro ha ripreso il trend di ribasso interrotto quest'estate, quando l'inflazione US ha dato i primi segnali di risveglio
- Alla base del recente movimento, **i)** le attese di impatto delle misure fiscali sui "twin deficits" (commerciale e di bilancio) **ii)** il miglioramento del quadro macro nelle altre aree del globo, **iii)** settori di diversificazione delle riserve valutarie globali, e **iv)** il chiaro ed esplicito interesse dell'amministrazione US a tenere bassa la divisa con obiettivi commerciali
- In questo contesto, il ritorno dell'inflazione, con il conseguente inasprimento della politica monetaria, e un incremento di afflusso dei capitali in US grazie agli incentivi e agli stimoli all'investimento possono, a medio termine, bilanciare questi effetti, ma nel breve l'attenzione resterà sulla crescita dei deficit e sul protezionismo



Eurozone: Da ripresa a espansione?

European Economic Sentiment - Euro GDP (Chained 2010 Prices)



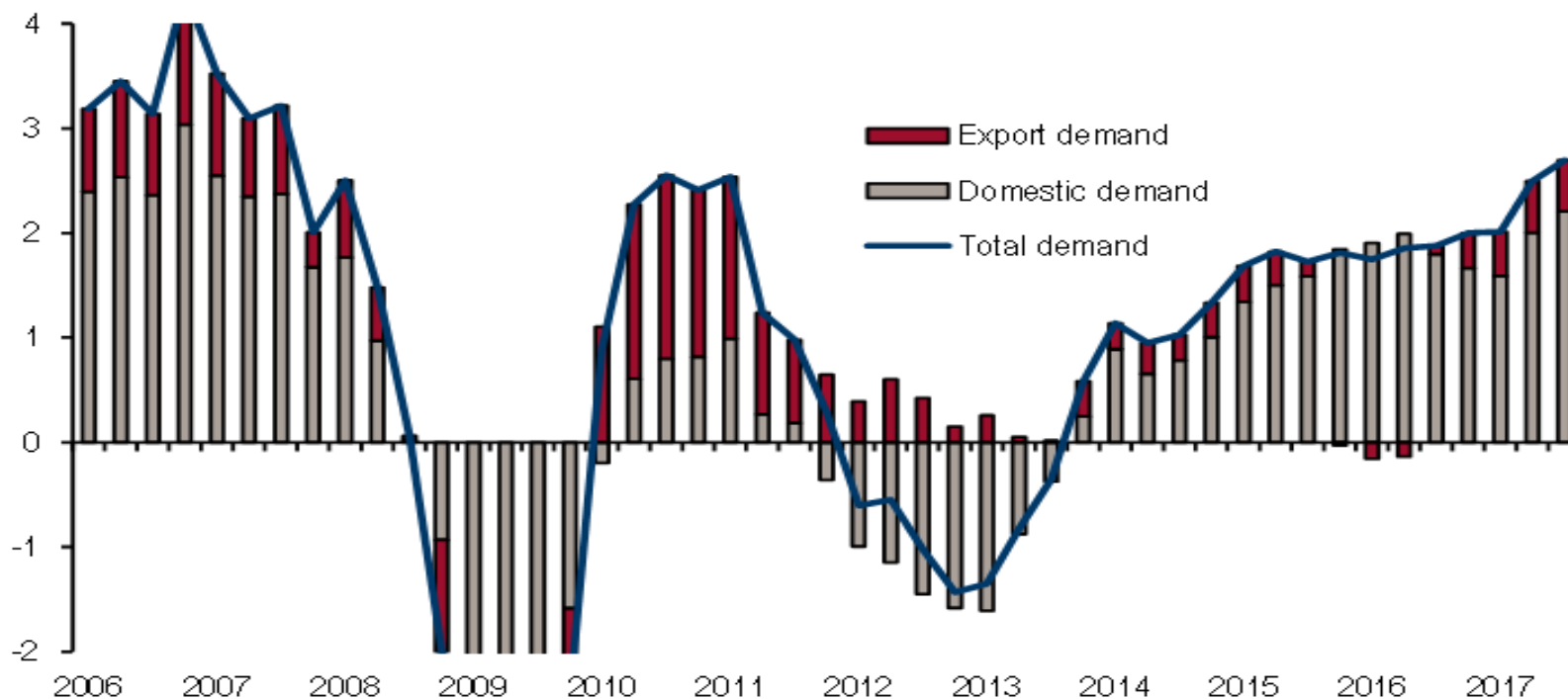
- Con una crescita intorno al 2,3%, il 2017 si appresta a diventare il miglior anno per l'economia europea da 10 anni a questa parte
- Le survey di attività economica, pur mettendo in conto una moderata stabilizzazione, segnalano un'ulteriore accelerazione del ciclo nei prossimi mesi



Fattore 1: Il risveglio della domanda interna

- Senza sottovalutare il contributo del canale estero, è stato l'incremento della domanda interna a fornire il maggior impulso alla crescita negli ultimi trimestri

Euro area total demand growth, with contributions (% YoY)

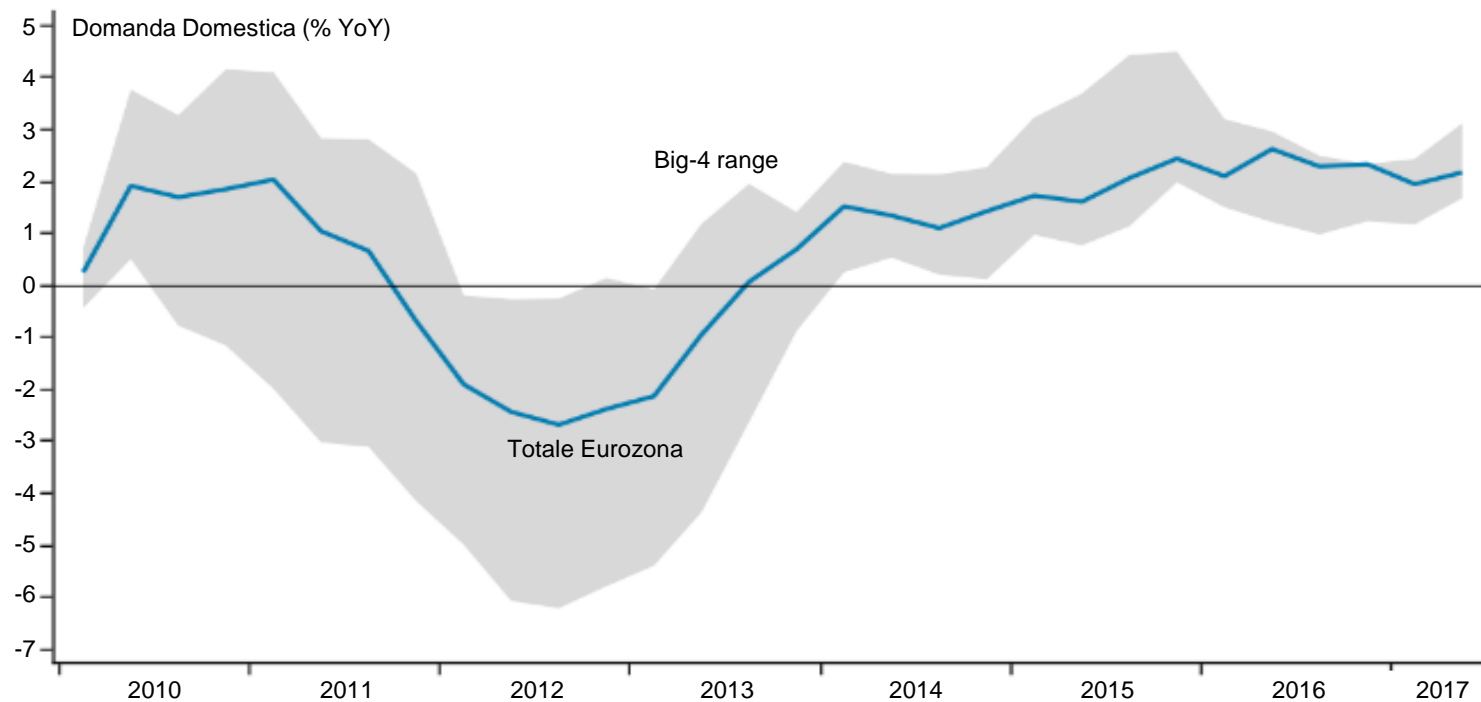




Fattore 2: Migliora l'integrazione

- La dispersione di performance tra le singole economie è ai minimi dall'esordio dell'€

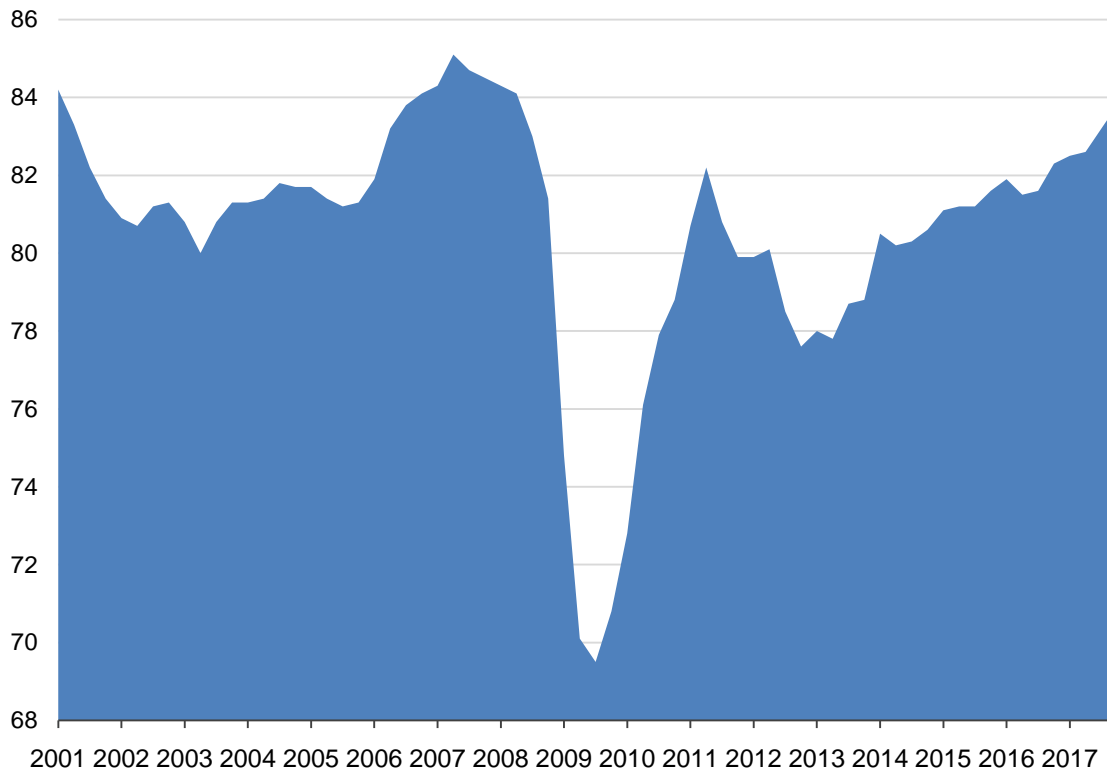
Domanda Domestica Eurozona (% YoY)





Fattore 3: Ripresa degli investimenti

EC Capacity Utilization Eurozone Index

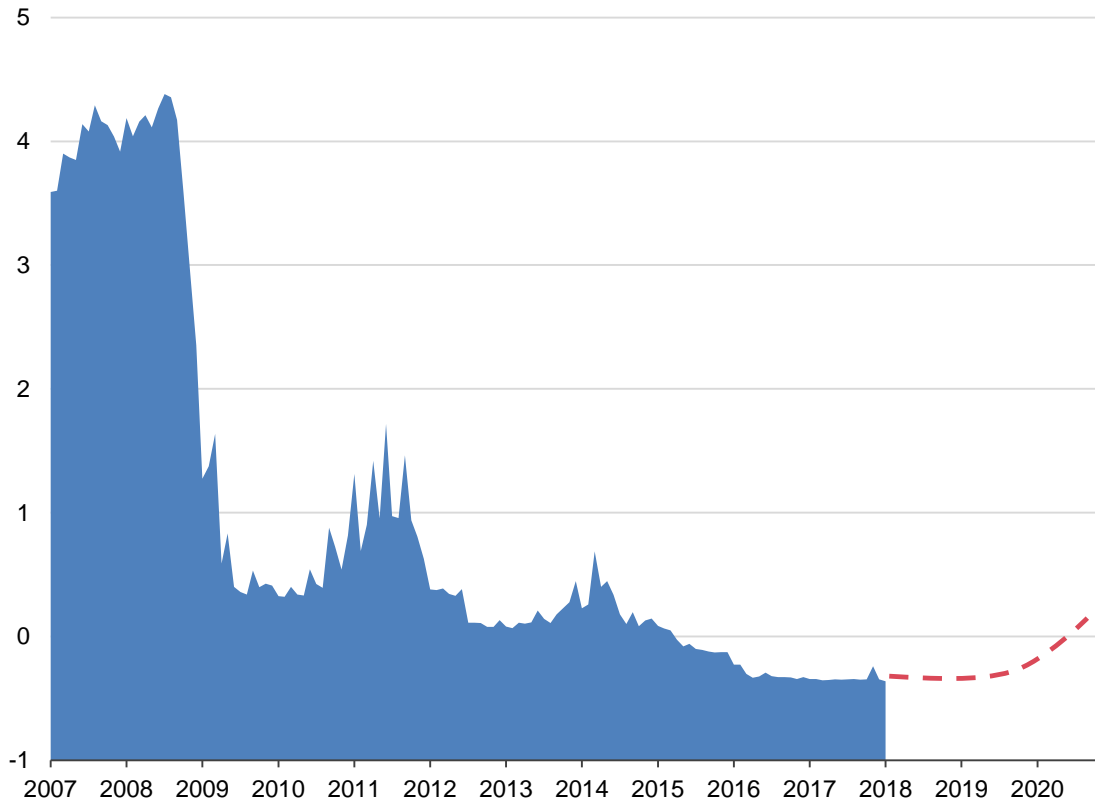


- Per effetto della ripresa, l'eccesso di capacità produttiva sta venendo riassorbito rapidamente, un ulteriore stimolo al ciclo degli investimenti



Fattore 4: Condizioni finanziarie espansive

EONIA, with market implied path



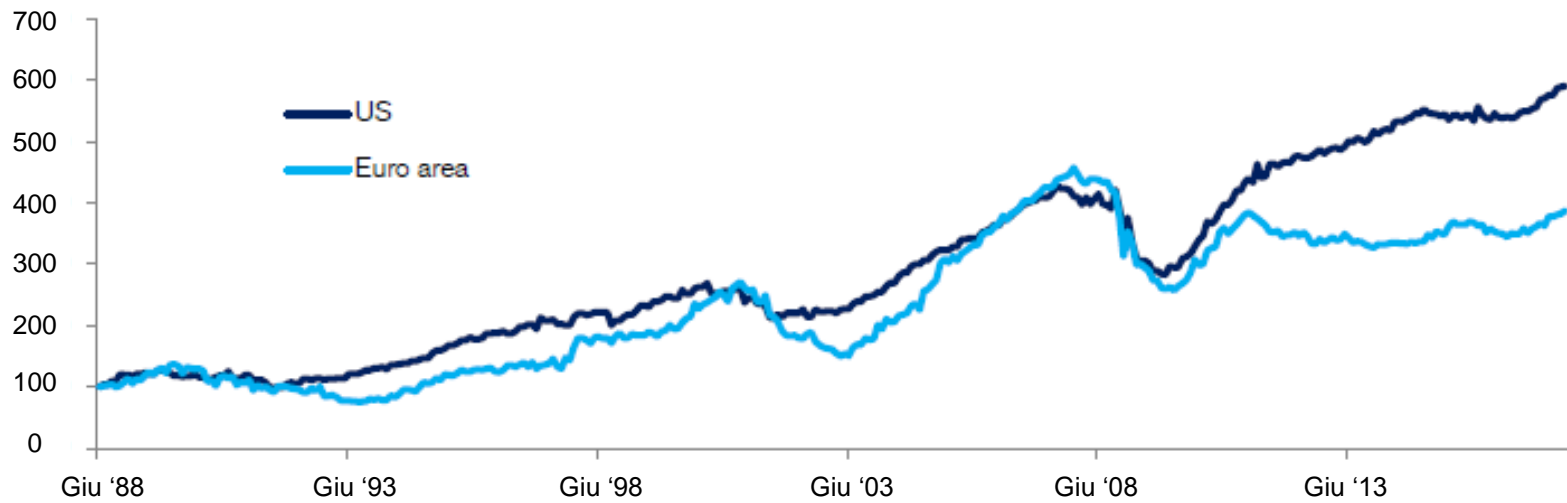
- L'estrema cautela usata dall'ECB nel normalizzare la politica monetaria garantisce la permanenza di condizioni finanziarie assai espansive
- L'apprezzamento della divisa è compensato in questa fase dalla tenuta della domanda globale, e contribuisce a contenere le pressioni inflazionistiche



Ulteriore catch up nel 2018 per i profitti delle aziende europee?

- Il consolidamento dell'espansione, la ripresa degli investimenti, la permanenza di condizioni finanziarie generalmente espansive rispetto allo stato del ciclo costituiscono condizioni ideali per la continuazione del recupero dei profitti aziendali europei
- L'apprezzamento della divisa costituisce un ostacolo, ma il suo impatto è mitigato dalla forza della domanda globale, e dall'attenuazione degli effetti negativi della politica monetaria ultra espansiva su alcuni settori (banche e assicurazioni)

EPS (1989=100) – MSCI US e Europe ex-UK





In sintesi

- **Eleviamo a overweight l'azionario europeo**, nella convinzione che gli attuali livelli non incorporino interamente l'impatto sugli utili aziendali della recente accelerazione ciclica. Portiamo a **neutral l'azionario US**, ritenendo che l'impatto del corposo stimolo fiscale in arrivo produrrà effetti benefici ciclo e margini, prolungando il rally a Wall Street, sia pure in un contesto di volatilità crescente. Portiamo a **neutral anche l'azionario emergenti**, in quanto riteniamo che le ridotte prospettive di apprezzamento del Dollaro costituiscano fattore positivo per il comparto
- **Restiamo sottopesati sull'obbligazionario governativo US ed Eurozone**. Diversi fattori concorrono ad alimentare la nostra view negativa: In US al probabile recupero dell'inflazione si aggiungono gli effetti negativi sui flussi derivanti dalla salita del deficit pubblico e dall'entrata a regime della riduzione del bilancio FED. In Eurozone il mercato dei tassi prezza troppo poco in termini di crescita e la riduzione degli acquisti ECB potrebbe produrre un calo dello "scarcity premium" sui bonds tedeschi. **Restiamo sottopesati anche di bonds periferici**, ritenendo che l'eventuale compressione dello spread prodotta dal miglioramento del quadro macro si rivelerà insufficiente a compensare il rialzo dei rendimenti "core europe", risultando in un rialzo dei rendimenti assoluti. **Restiamo positivi sui bond inflation link**
- **Riguardo i cambi, portiamo a neutrale il \$**, nella convinzione che l'esplosione del deficit pubblico e il probabile incremento del deficit commerciale bilancino in parte gli effetti positivi di differenziale tassi, riduzione bilancio FED e flussi di rimpatrio dei profitti. Inoltre, l'amministrazione mostra un chiaro interesse a mantenere debole il \$. **Portiamo a sovrappeso lo Yen**, ritenendo, nel corso del 2018, inevitabile una modifica della stance monetaria da parte della Bank of Japan
- Riguardo le commodities, portiamo a **overweight energetiche e industriali** ritenendo che possano beneficiare dell'accelerazione del ciclo degli investimenti e dal ritorno di un po' di inflazione



Giudizi sintetici

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