

2018

Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Febbraio 2018



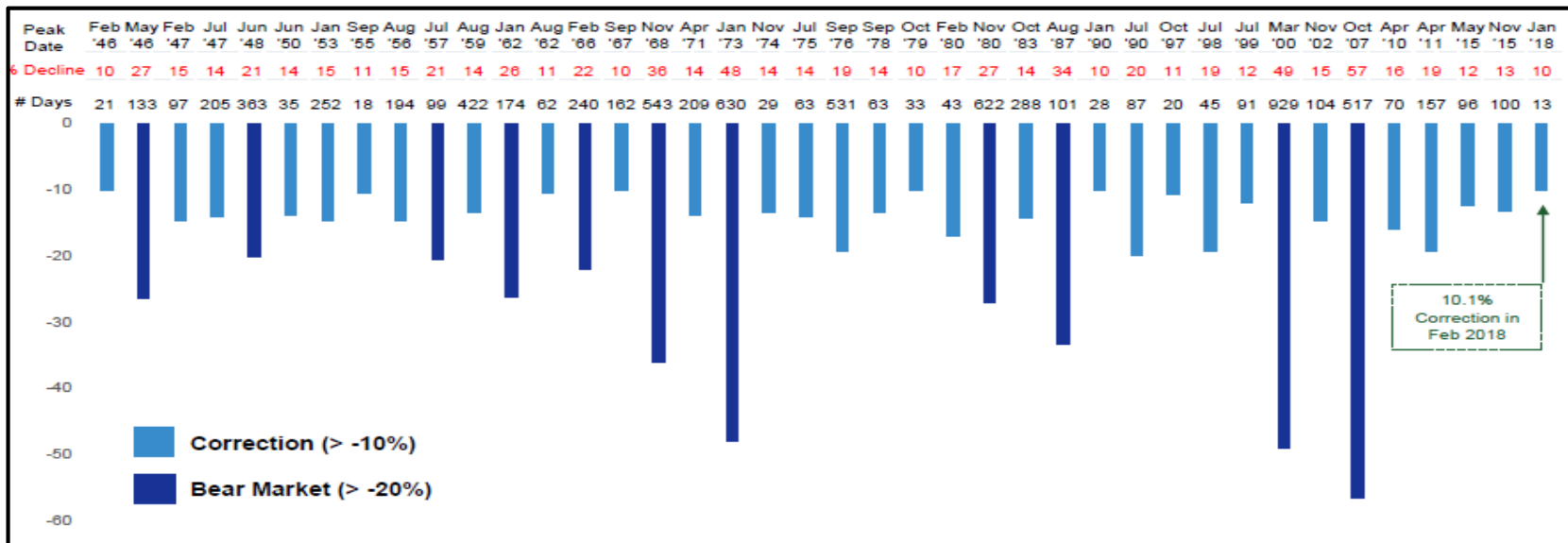
Anthilia^{sgl}
Capital Partners



Febbraio 2018: una correzione annunciata?

- Dopo l'estrema tranquillità del 2017 (399 sedute senza una correzione superiore al 5%), Wall Street, nel 2018 ci ha messo poco più di un mese a riportarsi in linea con la volatilità media, correggendo di quasi il 12% dai massimi.
- Dal dopoguerra in poi, le correzioni dell' S&P 500 superiori al 10% sono state circa 40, al ritmo di oltre una ogni 2 anni. Peraltro, escludendo dal computo quelle avvenute in occasione di una recessione, questi eventi diventano più rari, verificandosi in media una volta ogni 4/5 anni, in seguito alla comparsa di un catalyst inatteso (default russo, downgrade degli USA, crisi sovereign europea, crollo del petrolio, svalutazione cinese per citarne alcuni)

S&P500 Corrections (>10% decline)

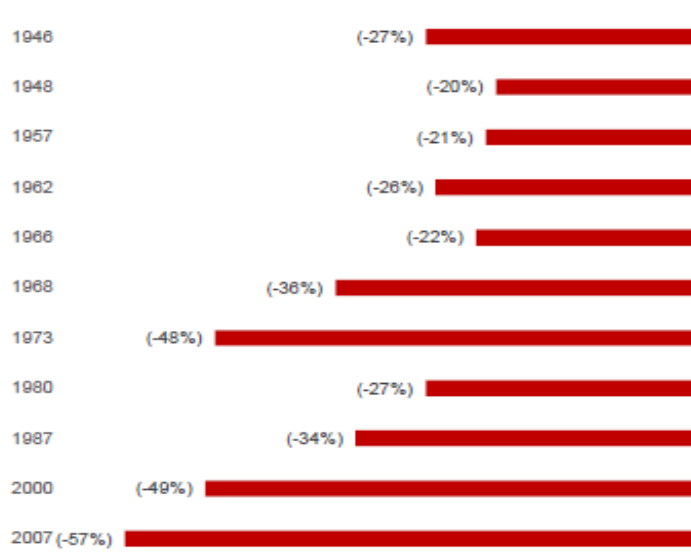




Bear markets, correzioni e recessioni

- I bear markets (cali di entità superiore al 20%) sono solitamente associati a recessioni nell'economia US e raramente avvengono fuori da questo ambito. Dal 1945 in poi ne abbiamo avuti 12, dei quali solo uno (il crollo del 1987) è avvenuto al di fuori di una recessione.
- Peraltro, una recessione non è sempre stata una condizione sufficiente per un bear market. Dal 1946 in poi in 4 occasioni le correzioni si sono mantenute al di sotto del 20%.

S&P500 Bear Markets (>20% decline)



S&P500 in Recession

Recession	S&P 500 Decline	
	Duration (months)	Magnitude (%)
1929-1932	33 months	(-86%)
1937-1938	13	(-55)
1945	2	(-6)
1948-1949	12	(-21)
1953-1954	8	(-15)
1957-1958	3	(-21)
1960-1961	15	(-14)
1970	18	(-36)
1973-1975	21	(-48)
1980	1	(-17)
1981-1982	21	(-27)
1990-1991	4	(-19)
2001	31	(-49)
2007-2009	17	(-57)
Median	14 months	(-24%)



I rialzi dei tassi storicamente non sono invisi all'azionario (1/2)

- La principale causa accreditata per l'attuale correzione è stata un brusco aumento dei tassi di interesse, recentemente aggravato dall'insorgere di tensioni inflattive.
- Peraltro, uno sguardo al recente passato non conferma la relazione inversa tra tassi e azionario. Ad esempio, durante il "Taper tantrum" l'S&P perse effettivamente il 6% ma recuperò interamente entro 6 settimane e proseguì il rialzo nonostante l'ulteriore salita dei rendimenti.

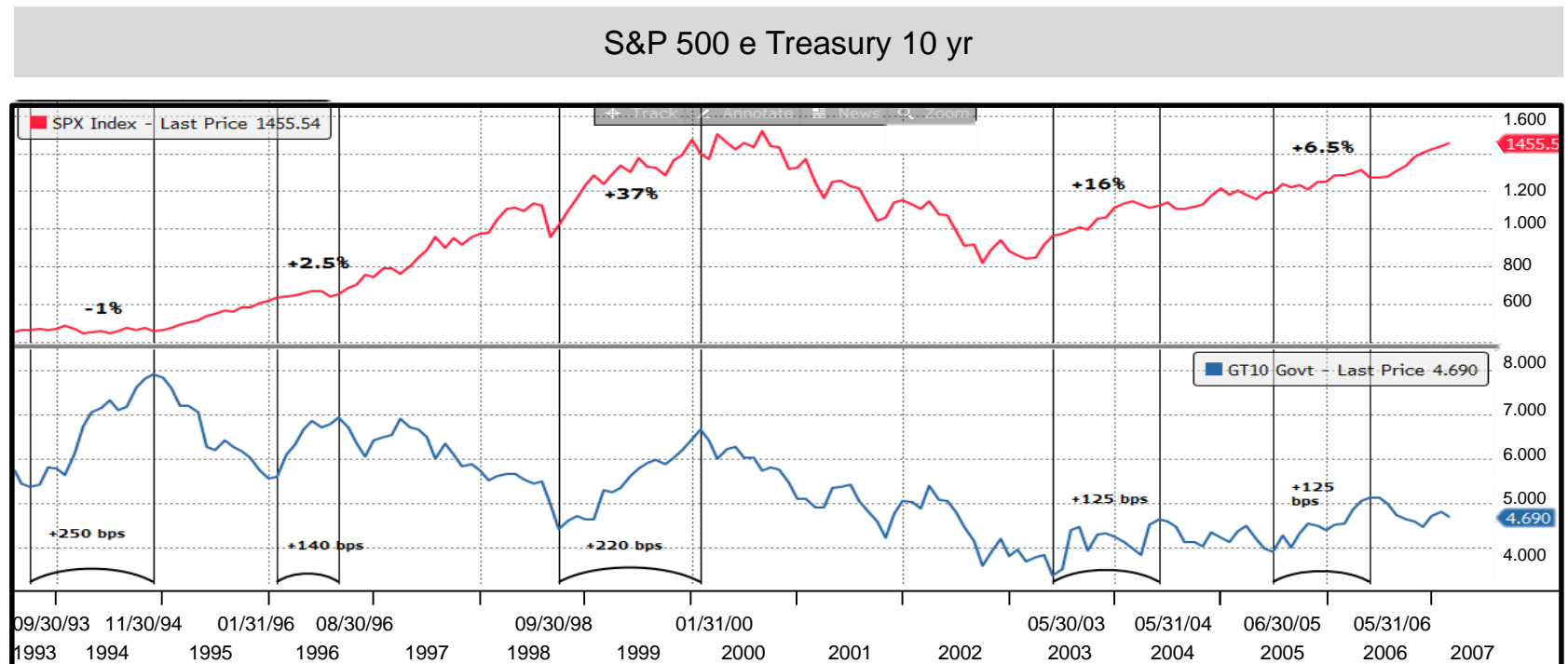
S&P 500 e Treasury 10 yr





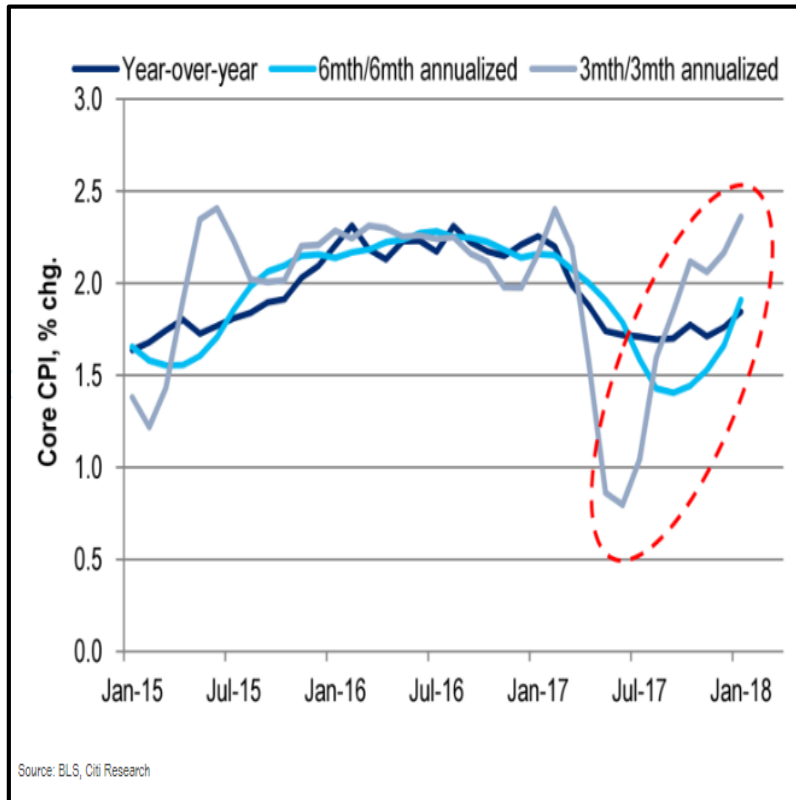
I rialzi dei tassi storicamente non sono invisi all'azionario (2/2)

- In generale, fin dal famoso bond bear market del '94, i rialzi dei rendimenti, hanno talvolta apportato volatilità ai corsi azionari, ma sono stati nella peggiore delle ipotesi ininfluenti sulla direzione dell'S&P 500
- Se ne desume che i tassi in generale possono fungere da innesco per una correzione, ma difficilmente sono sufficienti, da soli, a invertire un trend azionario. Questo perché nella maggior parte dei casi vengono associati a un'accelerazione della crescita.





L'inflazione si, quando è forte e inattesa



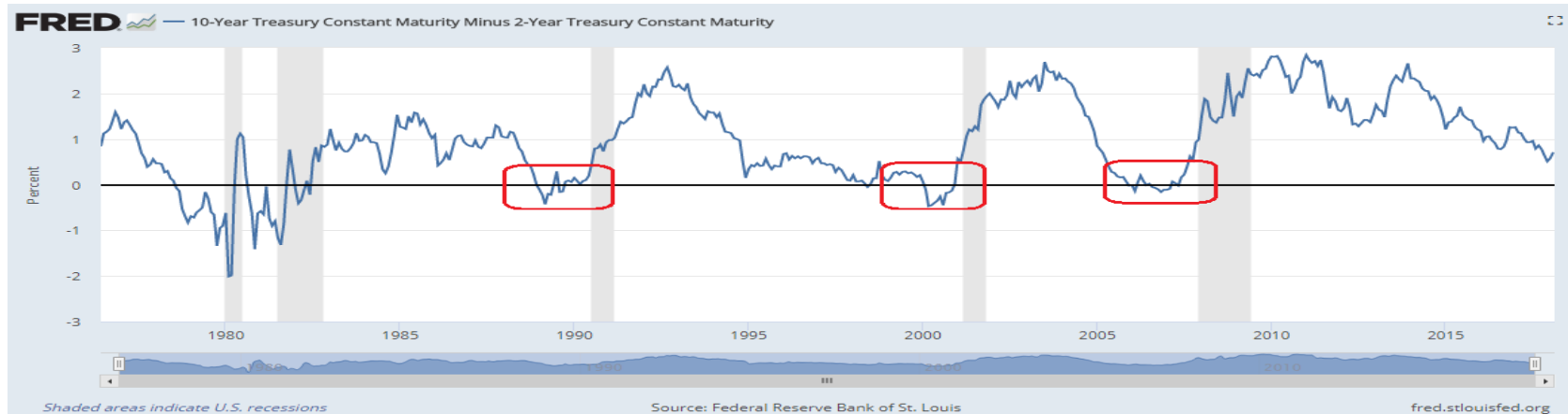
- Uno studio di Deutsche Bank ha evidenziato come effettivamente l'inflazione storicamente abbia avuto un impatto negativo sull'azionario US, quantificabile però in una compressione di 1 punto di multiplo (pari a 5% di indice sulla base dei multipli attuali) per ogni punto di inflazione.
- Gli ultimi dati mostrano che la fase di accelerazione della crescita degli ultimi trimestri e l'approccio del mercato del lavoro US alla piena occupazione stanno finalmente facendo la loro comparsa nei prezzi. Ciò detto, non è il caso di attribuire troppo peso ai movimenti di breve. A maggio scorso, il tasso di incremento trimestrale annualizzato del core CPI ristagnava sullo 0.4%, e il consenso parlava di fallimento della curva di Phillips. Ad oggi lo stesso tasso è balzato al 2.4%.
- In generale, le forze strutturalmente disinflazionarie lungamente citate nel corso del 2017 per giustificare le delusioni sul fronte del CPI (Tecnologia, Amazon, Demografia, Globalizzazione etc) non hanno smesso di esercitare i loro effetti. Quello che stiamo per osservare è un rimbalzo della componente ciclica. E' bene ricordare che il 3% è rimasta una soglia inviolata per il CPI core dal 1996 in poi.



Quanto è probabile una recessione in US nel breve? Recession Test 1: la Curva

- Alla luce di quanto osservato alle slide 2 e 3, il primo passo per valutare la probabilità che questa correzione annunci un'inversione del trend rialzista sull'azionario US consiste nel determinare il rischio di una recessione imminente, o quanto meno di un rallentamento per l'economia americana.
- Prima che il rimbalzo dell'inflazione portasse ad un'inversione di tendenza, era stato lo spread di rendimento tra il 2 anni e il 10 anni treasury a focalizzare l'attenzione di chi temeva per la tenuta del ciclo.
- Effettivamente il 2-10 si è invertito prima di ognuna delle ultime 5 recessioni. Peraltro, negli ultimi 3 casi il segnale ha anticipato di diversi trimestri l'evento.
- Stante il quadro macroeconomico e quello inflattivo, sembra improbabile un'inversione della curva in tempi brevi. Su queste basi, la fine del ciclo sembra ancora ragionevolmente lontana

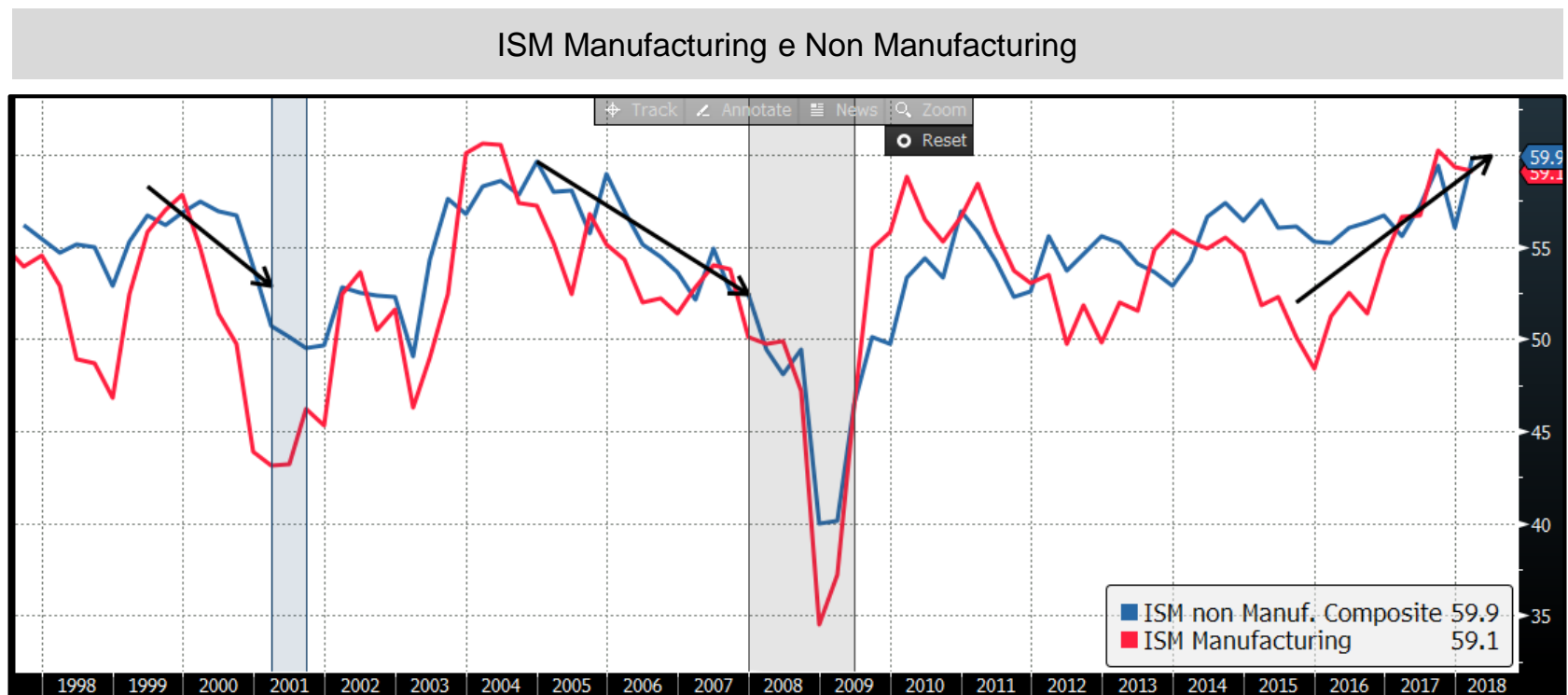
Treasury 10yr – Treasury 2yr constant maturity





Recession Test 2: l'Attività Economica

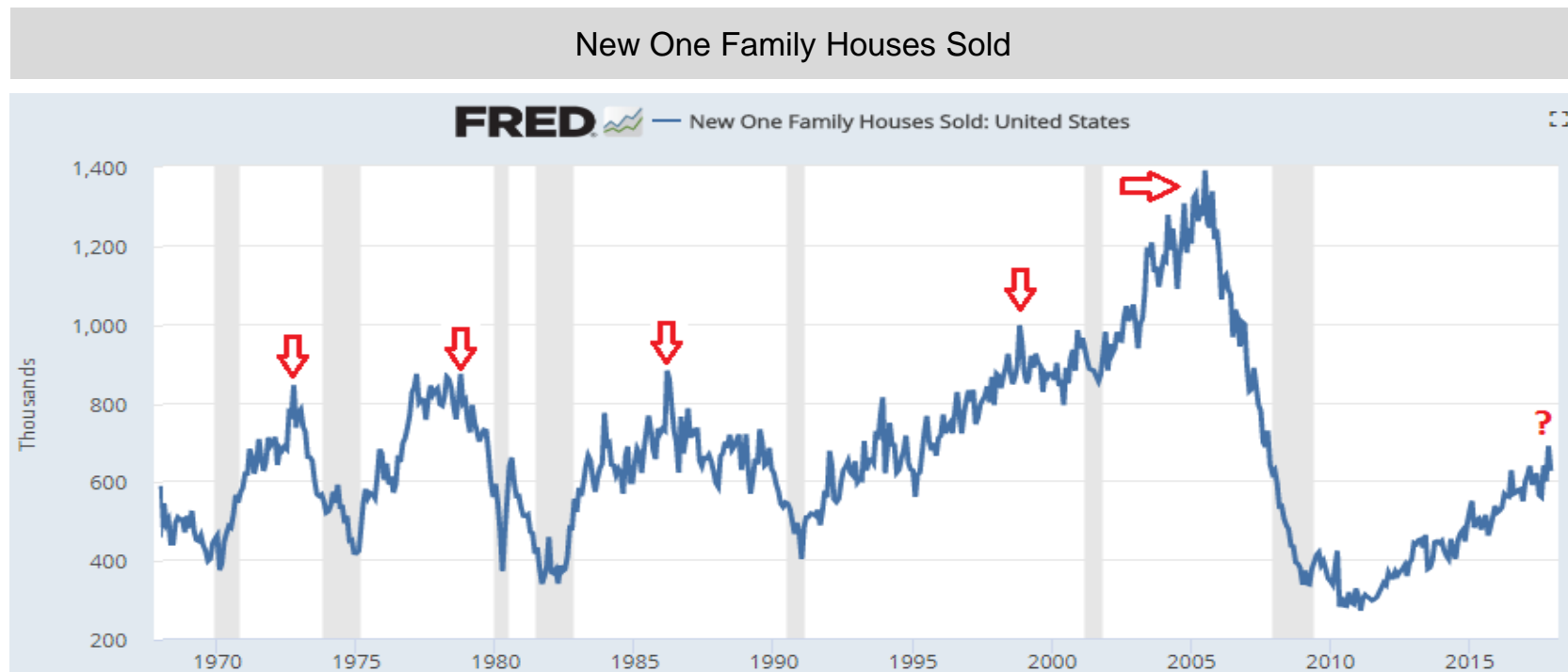
- L'attività nel settore manifatturiero e servizi è entrata nel 2018 in fase di accelerazione.
- Entrambe le ultime recessioni sono state precedute da una perdita di momentum del business sentiment





Recession Test 3: Real Estate

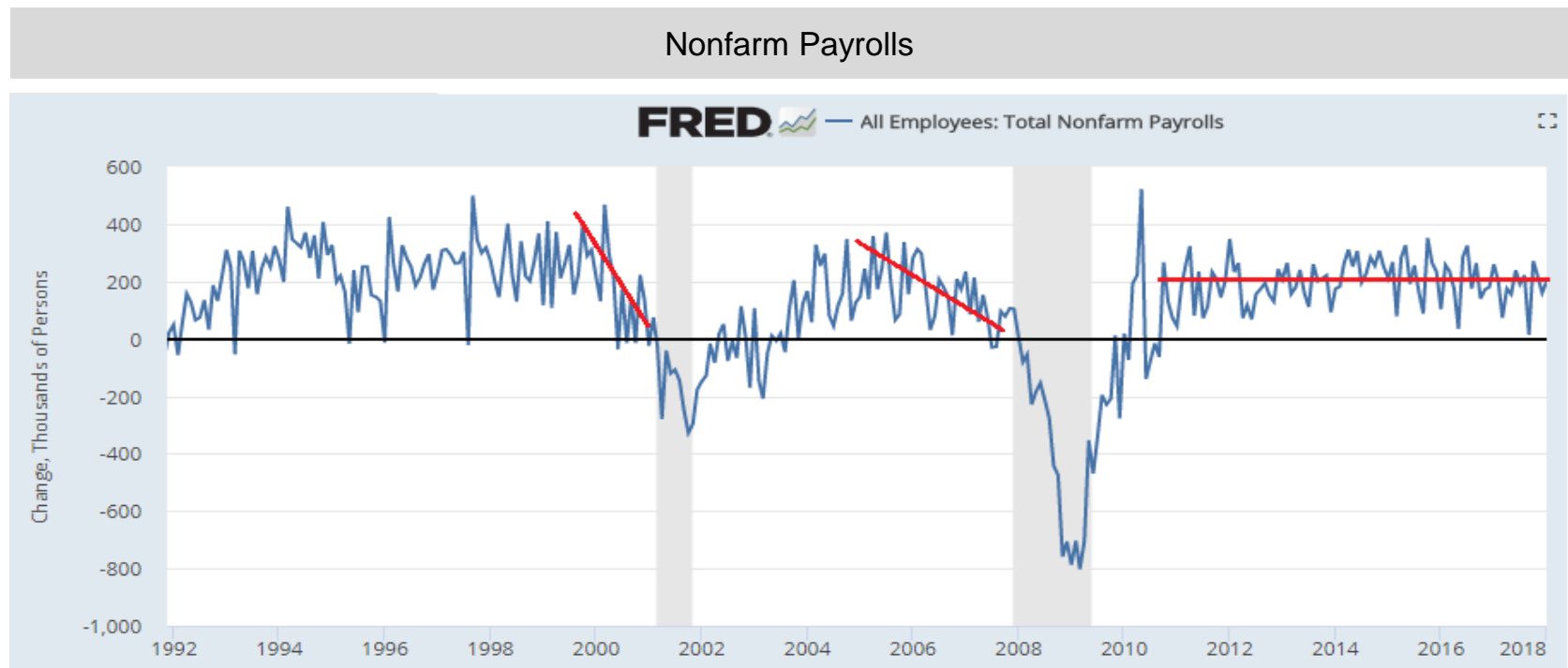
- Storicamente, il settore immobiliare ha fatto un picco diversi trimestri prima del ciclo (in alcuni casi anni prima).
- Al momento l'attività registra una crescita robusta (+9% new home sales nel 2017) ed il livello è ancora ben al di sotto della media storica tra il 1960 e il 2000, ovvero prima della bolla (1.5 mln di vendite annue). Il buon quadro macro suggerisce che l'attività potrebbe accelerare nel 2018.





Recession Test 4: Mercato del lavoro (1/2)

- Con la crescita dei nuovi occupati grossomodo stabile intorno ai 180.000-200.000 unità/mese e i jobless claims settimanali ai minimi storici, il mercato del lavoro US si mostra ancora robusto
- Diversamente, aveva iniziato a perdere momentum in maniera percettibile, in particolare nei trimestri precedenti la Grande Crisi Finanziaria

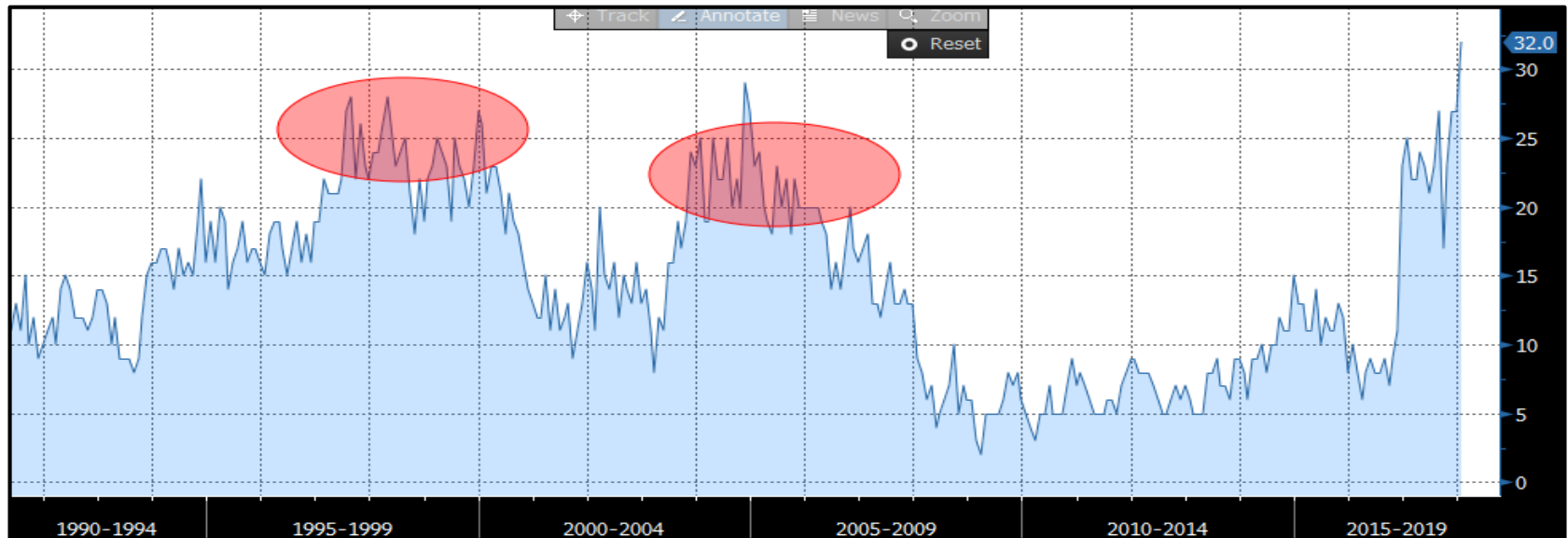




Recession Test 4: Mercato del lavoro (1/2)

- Si può obiettare che il mercato del lavoro è per definizione lagging, e il preavviso offerto in occasione della recessione del 2001 è stato modesto.
- Ma uno sguardo agli indicatori più affidabili di domanda di lavoro mostra che questa si trova ai massimi ciclici. L'esperienza passata dimostra che i rialzi sono dotati di una certa persistenza.
- Su queste basi, è possibile che il basso livello di disoccupazione impedisca una significativa accelerazione del ritmo di creazione di posti di lavoro, ma un rallentamento è assai improbabile nei prossimi trimestri

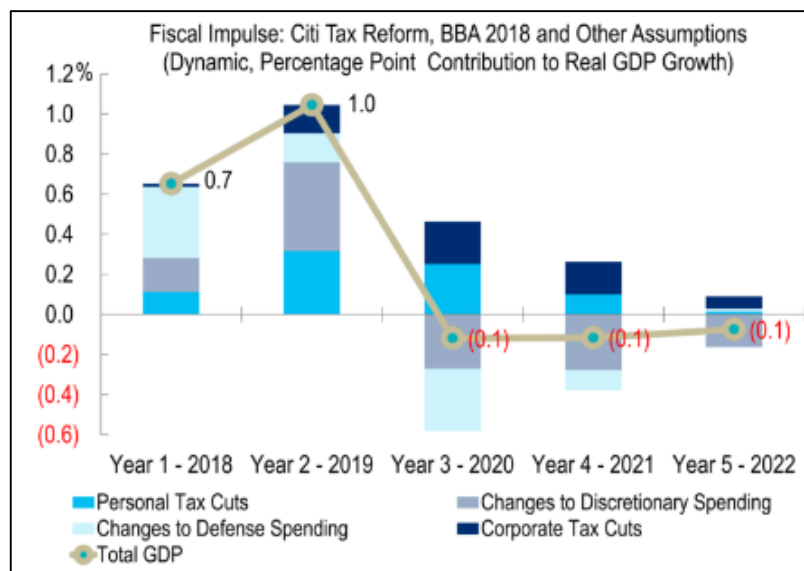
NFIB Small Business - Good Time to Expand





Ulteriore stimolo fiscale a supporto di un ciclo già robusto

Bipartisan Budget Act of 2018 Increases	FY2018	FY2019	FY2020
Spending Cap Increase	41	161	58
Disaster Relief	11	14	8
Other disc spending changes	6	6	2
Other disc spending changes (-)	10	0	4
	68	181	70



- Il Bipartisan Budget Act 2018 approvato al Congresso il 9 Febbraio scorso, oltre a evitare uno shutdown governativo e rinviare la questione del debt ceiling a marzo 2019, ha incrementato la spesa pubblica di circa 300 bln nei prossimi 2 anni.
- Questo nuovo budget va ad aggiungersi agli effetti della riforma fiscale, e alla potenziale delibera di un budget supplementare di 200 bln da destinare al piano infrastrutture. In sostanza, nel corso dei prossimi 2 anni l'economia US potrà contare su un robusto stimolo fiscale, atto a incrementare il GDP rispettivamente di uno 0.7% nel 2018 e di un 1% nel 2019, secondo le stime di Citigroup.
- Per effetto degli incrementi, il deficit pubblico supererà 5% nel 2019, con probabile impatto sui tassi. In assenza di ulteriori elargizioni, la politica fiscale tornerà marginalmente restrittiva dal 2020 in poi.



I multipli dell'azionario europeo sono tornati ragionevoli

- Per effetto dell'impatto della correzione "made in US", i multipli dell'azionario europeo sono scesi sotto i livelli medi degli ultimi 3 anni (13.7 per Eurostoxx)
- Si tratta di valutazioni attraenti, in particolare in relazione a quelle US, ma anche in assoluto

Price Earnings Ratios

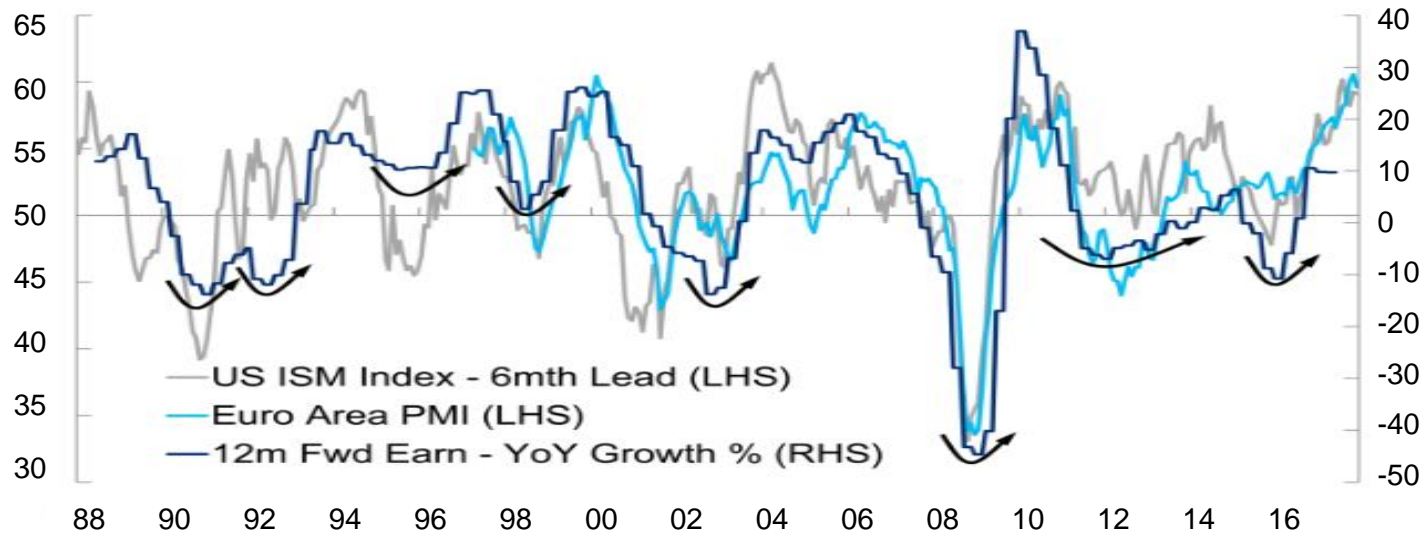




Quadro macro favorevole ad ulteriore salita degli utili

- Le previsioni di rialzo degli utili europei (+10%) sembrano quasi conservative se messe in relazione con il quadro macro continentale e globale, e il livello ancora espansivo della politica monetaria
- Le trimestrali relative al quarto trimestre del 2017 stanno battendo le stime con un discreto margine (2.5% circa, per un earnings growth anno su anno indicata da Bloomberg all'11%). Le revisioni agli EPS sono state stabili nell'ultimo mese, e le guidance sono state sostanzialmente confermate

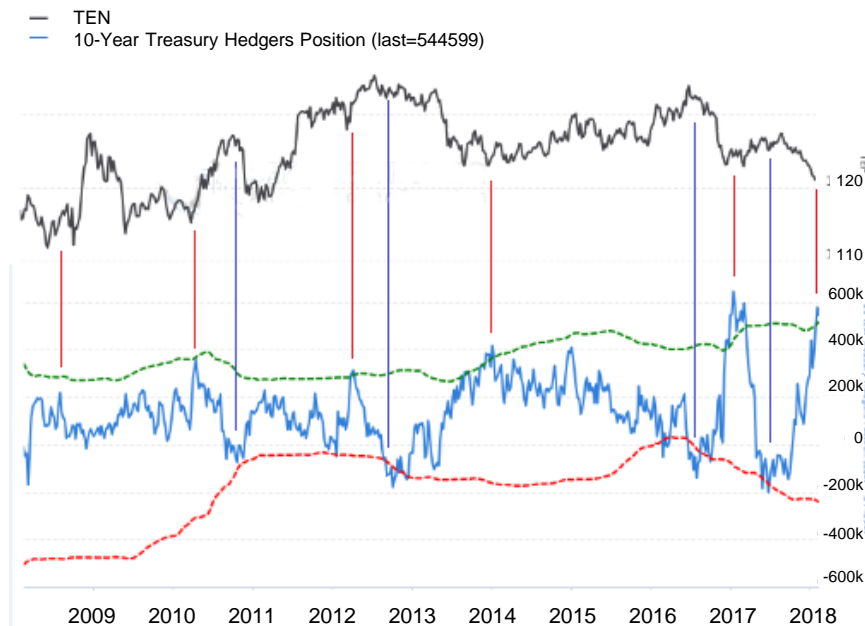
EPS Eurozona





US Treasury: è possibile una pausa nel movimento di rialzo dei tassi?

10-Year Treasury Hedgers Position



- L'accelerazione del ciclo US, e il citato risveglio dell'inflazione hanno prodotto, da settembre in poi, un mercato repricing sulla curva dei tassi USA: 80 basis points sul 10 anni e addirittura 100 Bps sul 2 anni. Il quadro macro US e l'impatto atteso della riforma fiscale e del budget 2018 rendono difficile diventare strutturalmente positivi sull'obbligazionario americano
- Peraltro, la violenza del movimento ha indotto varie categorie di investitori ad assumere posizionamenti estremamente difensivi sui tassi US. L'ultimo Commitment of traders report ha riportato un livello di corto sui futures ai massimi dal 20 anni (2.269.000 lotti in 10y equivalent)
- Per contro, la categoria dei Large Commercial Hedgers, un gruppo di operatori che ha un buon track record nel intuire la direzione del mercato, ha accumulato un lungo record sul future a 10 anni. (fonte Sentimentrader.com)



In sintesi

- **Manteniamo overweight l'azionario europeo**, ritenendo che la recente correzione abbia portato i multipli su livelli attraenti, e che le previsioni sugli utili incorporino solo in parte l'impatto della recente accelerazione ciclica.
Manteniamo neutral l'azionario US, ritenendo che l'impatto del corposo stimolo fiscale in arrivo produrrà effetti benefici su ciclo e margini, prolungando il rally a Wall Street, ma che la fase di volatilità possa protrarsi ancora un po'.
Manteniamo neutral anche l'azionario emergenti, in quanto riteniamo che possa beneficiare del quadro macroeconomico globale positivo, e che le ridotte prospettive di apprezzamento del Dollaro rimuovano un ostacolo per il comparto.
- **Restiamo negativi sull'obbligazionario governativo 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. **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. **Portiamo tatticamente a neutral l'obbligazionario US**, nella convinzione che, nel breve, il repricing sia stato significativo e il positioning marcatamente sottopesato degli investitori possa favorire un rimbalzo. **Restiamo positivi sui bond inflation link**.
- Riguardo i cambi, **manteniamo la neutralità sul \$**, 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 \$.
Manteniamo il sovrappeso sullo Yen, ritenendo inevitabile, nel corso del 2018, una modifica della stance monetaria da parte della BoJ.
- Riguardo le commodities, manteniamo **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	■	US	■ Upgrade
Area euro	▲	Area euro core	▼
UK	▼	Area euro periferia	▼
Giappone	▲	UK	■
Cina	■	Giappone	▼
Emergenti	■	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	▲	▲ = 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.