

2018

Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Aprile 2018



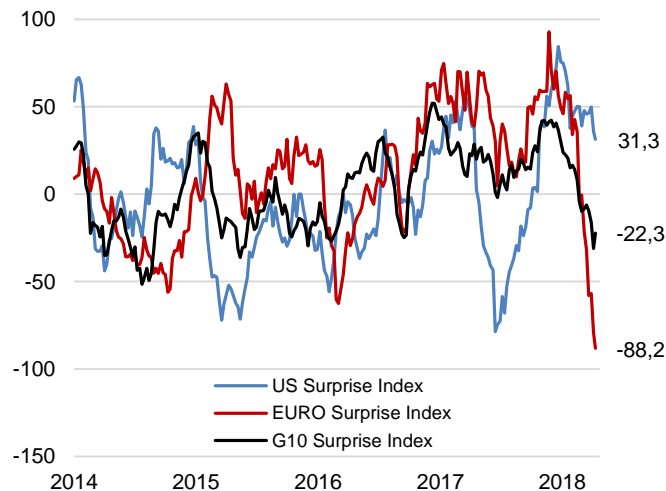
Anthilia sgr
Capital Partners



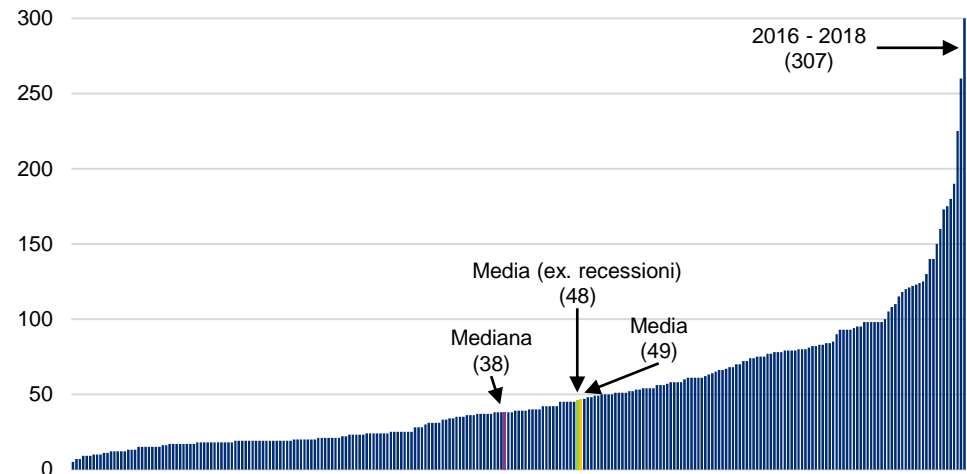
La lunga fase correttiva

- Con un'estensione temporale che si appresta ad approssicare i 3 mesi, l'attuale correzione supera di un buon margine la durata media delle correzioni tipiche fin dal dopoguerra. Peraltro, durata e profondità delle correzioni sono determinate dall'entità e dal numero dei catalyst negativi e dalle dimensioni del positioning, che è in gran parte funzione dall'estensione del rally che le ha precedute.
- In questo caso, il periodo record di bassa volatilità che ha preceduto lo storno aveva alimentato una confidence e un'esposizione media ai risk assets estremi. I timori di accelerazione dell'inflazione hanno fornito la scusa per la correzione. Una perdita di momentum del ciclo globale, le frizioni commerciali Cina -USA, alcune special situations nel settore Tech e la geopolitica (Russia-Siria) sono alcuni dei temi che, in successione, hanno alimentato la volatilità

Surprise Indexes



S&P 500 – durata tra 2 drawdowns (>3%) dal 2° dopo guerra

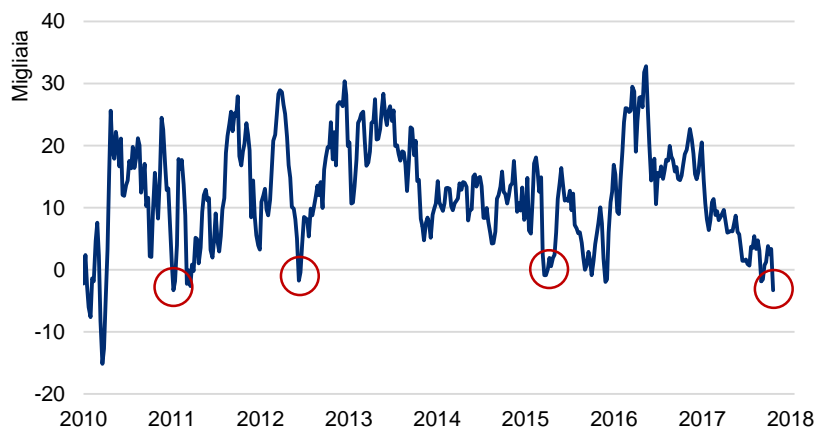




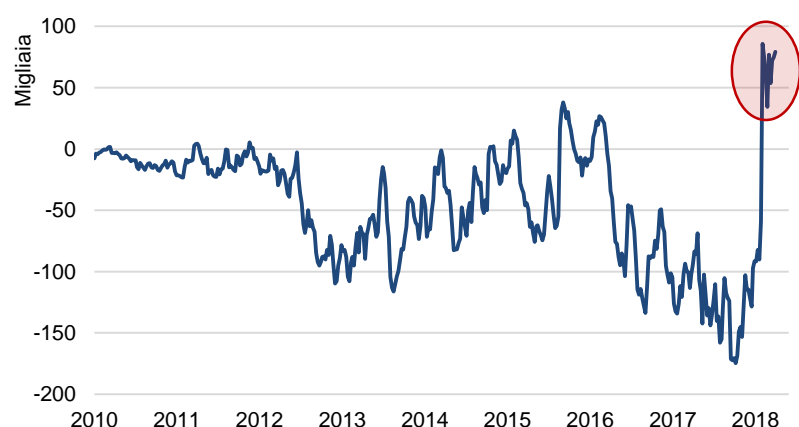
Gli eccessi sono definitivamente rientrati

- Gli ultimi 2 mesi hanno mostrato un livello di volatilità sull'azionario tra i più elevati dell'ultimo ciclo. Dal primo febbraio, le sedute con una variazione superiore all'1% sono state 26, contro le 10 osservate in tutto il 2017. Il quadro sull'azionario contrasta abbastanza con quanto osservato su cambi, tassi e credito, dove la volatilità è rimasta in linea coi livelli di lungo periodo.
- La fase correttiva ha avuto un impatto significativo sulla confidence degli investitori. Il posizionamento degli operatori speculativi sul future Vix ha cambiato volto, passando da un significativo corto ad un lungo record. Per contro, il posizionamento sul future Nasdaq mostra uno dei rari posizionamenti negativi degli ultimi 7 anni.
- Tenuto conto anche delle indicazioni provenienti da alcune survey (AAII, CNN greed/fear) si può affermare che l'eccesso di confidence con cui gli investitori hanno iniziato il 2018 è totalmente svanito, lasciando il posto ad un sentiment marcatamente difensivo

Nasdaq 100 non-commercial CFTC positioning



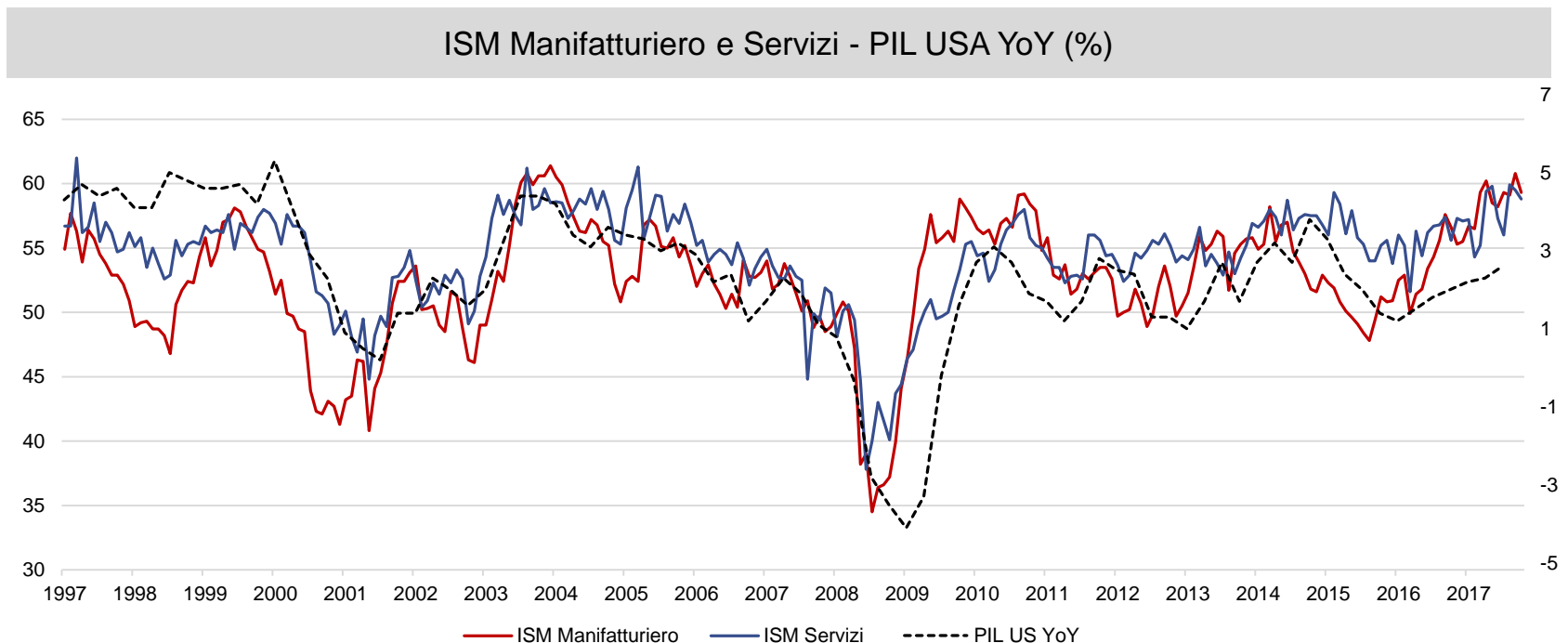
VIX Future non-commercial net positioning





Il ciclo US resta robusto

- L'economia US è rimasta abbastanza isolata dalla fase di rilassamento che sta attraversando il ciclo globale. Il ritracciamento delle survey dai picchi di inizio anno è stato minimo.
- L'easing fiscale deve ancora dispiegare pienamente i suoi effetti. L'accelerazione dell'inflazione non è tale da imprimere, per il momento, una spinta eccessiva al tightening FED.
- Il graduale rialzo dei tassi restituirà redditività alle banche, ma anche ai consumatori che detengono oltre 11 trilioni di \$ in cash. Il dollaro debole costituisce un fattore positivo in più.





Il ritorno della geopolitica

Equity market selloffs e recovery – i principali eventi geopolitici

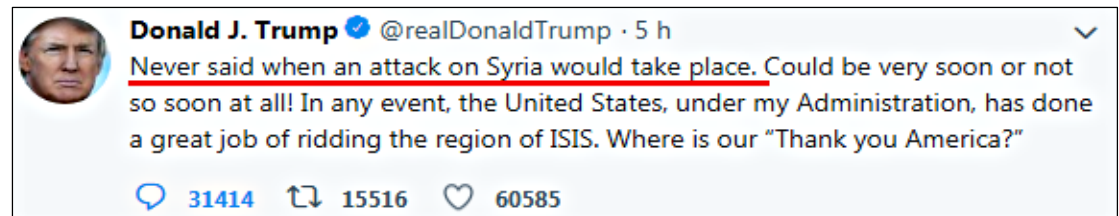
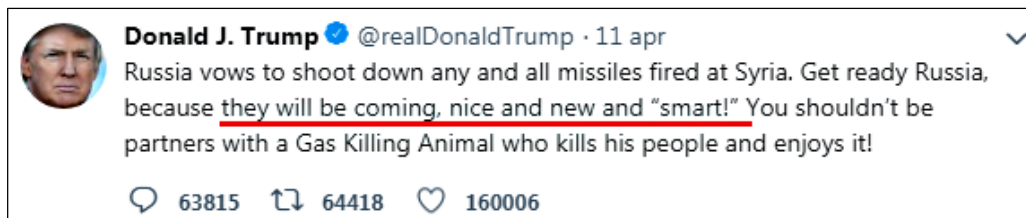
Event	Event date	Start of selloff	Duration of selloff (Trading Days)	Duration to recover		Size of selloff (%)	1w from bottom	1m from bottom	3m from bottom	6m from bottom	12m from bottom
				(Trading Days)	prior level (Trading Days)						
WW-II Germany annexes Czechoslovakia	15-Mar-39	10-Mar-39	22	108	-20.5	2.0	8.3	8.5	23.2	18.9	
WW-II Germany attacks France	9-May-40	9-May-40	22	745	-25.8	10.6	10.9	17.1	18.0	9.2	
WW-II Pearl Harbor	7-Dec-41	4-Dec-41	17	201	-10.8	6.2	6.5	-3.8	-1.1	15.3	
N. Korea invades S. Korea	24-Jun-50	22-Jun-50	17	43	-12.9	5.5	11.2	19.2	29.2	31.4	
Suez Crisis	29-Oct-56	5-Nov-56	17	131	-6.8	3.3	4.9	-1.4	6.2	-6.0	
Berlin Wall built	13-Aug-61	22-Aug-61	25	18	-3.9	1.4	4.1	8.0	6.2	-14.6	
Cuban missile crisis	14-Oct-62	15-Oct-62	7	9	-6.6	2.0	15.0	22.7	30.0	36.5	
Assassination of President Kennedy	22-Nov-63	21-Nov-63	2	1	-2.8	3.8	6.7	11.5	16.0	23.9	
Authorization of military operations in Vietnam	7-Aug-64	17-Jul-64	15	36	-3.2	0.5	1.7	4.8	7.3	5.8	
Six Day Israel Arab war	5-Jun-67	8-May-67	20	40	-6.5	3.5	3.3	6.5	7.7	13.0	
Israel Arab war/Oil embargo	16-Oct-73	29-Oct-73	27	1475	-17.1	6.3	7.3	5.6	-2.0	-28.2	
President Nixon impeachment proceedings	6-Feb-74	30-Jan-74	9	16	-6.6	1.8	9.1	0.9	-10.8	-13.3	
Shah of Iran exiled	16-Jan-79	26-Jan-79	9	34	-4.6	1.1	1.3	1.9	8.7	19.7	
Iranian hostage crisis	4-Nov-79	5-Oct-79	24	51	-10.2	3.6	7.7	16.4	7.3	29.3	
Soviet invasion of Afghanistan	24-Dec-79	17-Dec-79	12	6	-3.8	3.5	9.4	-2.9	11.6	29.6	
Invasion of Grenada	25-Oct-83	10-Oct-83	22	304	-6.3	2.8	2.1	-3.7	-0.8	4.3	
Bombing of Libya	15-Apr-86	21-Apr-86	20	7	-4.9	1.2	5.7	6.2	5.0	23.5	
First Gulf War	16-Jan-91	1-Jan-91	6	8	-5.7	0.3	15.4	19.9	20.7	34.1	
President Clinton impeachment proceedings	19-Dec-98	7-Dec-98	6	5	-3.9	4.1	6.2	13.4	13.4	23.0	
Kosovo bombing	24-Mar-99	18-Mar-99	4	9	-4.1	1.6	7.5	5.6	1.4	21.0	
9/11 attacks	11-Sep-01	10-Sep-01	6	15	-11.6	4.3	11.1	18.5	19.4	-12.5	
Iraq war	20-Mar-03	21-Mar-03	7	16	-5.3	3.6	8.0	15.8	20.0	32.8	
Arab spring (Egypt)	25-Jan-11	27-Jan-11	2	3	-1.8	2.2	4.0	6.6	1.9	3.1	
Intervention in Libya	19-Mar-11	18-Feb-11	18	29	-6.4	3.3	5.0	0.9	-3.3	11.7	
Ukraine conflict	14-Mar-14	7-Mar-14	6	13	-2.0	1.1	-0.6	5.2	7.8	11.5	
Intervention in Syria	22-Sep-14	18-Sep-14	21	12	-7.4	4.2	9.5	8.4	13.0	9.1	
Brexit vote	23-Jun-16	8-Jun-16	14	9	-5.6	5.1	8.3	8.0	13.4	20.9	
Airstrike on Syrian airbase	7-Apr-17	1-Mar-17	32	16	-2.8	0.6	2.7	5.1	4.2	4.2	
Median			16	16	-5.7	3.9	6.7	6.5	7.7	13.0	

- L'emergere di focolai geopolitici (le frizioni commerciali con la Cina e altri partners, la crisi diplomatica con la Russia e l'emergente questione siriana) viene esaltato dall'imprevedibilità delle reazioni del Presidente Trump e dall'instabilità del suo staff.
- Peraltro, gli eventi politici/geopolitici normalmente creano le condizioni per storni profondi ma di durata esigua. Una circostanza confermata, di recente, in occasione dei precedenti episodi siriani, la crisi Ucraina e anche della Brexit.



Che probabilità di un escalation in Siria?

- La nuova crisi siriana arriva in una fase critica dei rapporti Russia-USA e alleati. La vicenda dell'omicidio dell'ex spia, il nuovo round di sanzioni erogato dall'amministrazione US - hanno ulteriormente deteriorato i rapporti tra i blocchi, il procedere dell'indagine Russiagate e l'incombere delle Midterm elections costituiscono ulteriori turbative.
- Sebbene la prospettiva di uno scontro aperto non attragga nessuna delle parti in causa, il rischio è che l'eventuale succedersi di azioni di rappresaglia alleate nell'area conduca ad uno scontro militare diretto tra le forze USA e quelle russe



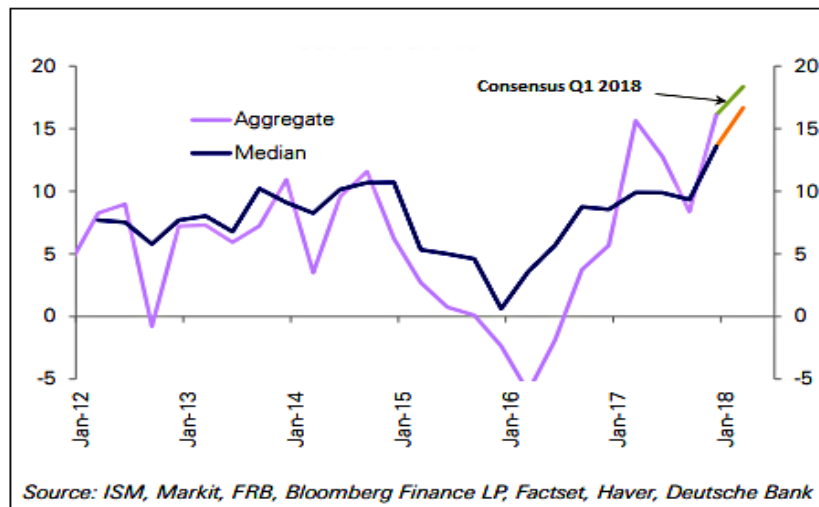
- In questo contesto, le modalità con cui è avvenuto l'attacco missilistico alleato alla Siria nel week end consentono un cauto ottimismo di breve:
 - *Diversamente da un anno fa, gli USA hanno chiesto la collaborazione di Francia e UK, e il supporto della Turchia.*
 - *Il bombardamento ha colpito solo gli obiettivi stabiliti e non ha causato incidenti (coinvolgimento di civili o di forze russe)*
 - *La Russia era stata preavvisata e la reazione è stata solo retorica, principalmente diretta a salvare la faccia con l'elettorato*
 - *Sebbene Trump abbia chiarito che gli USA restano pronti a ulteriori azioni in caso di nuove violazioni da parte del Regime di Assad, al momento l'attacco è considerato concluso e non sono previsti altri interventi*



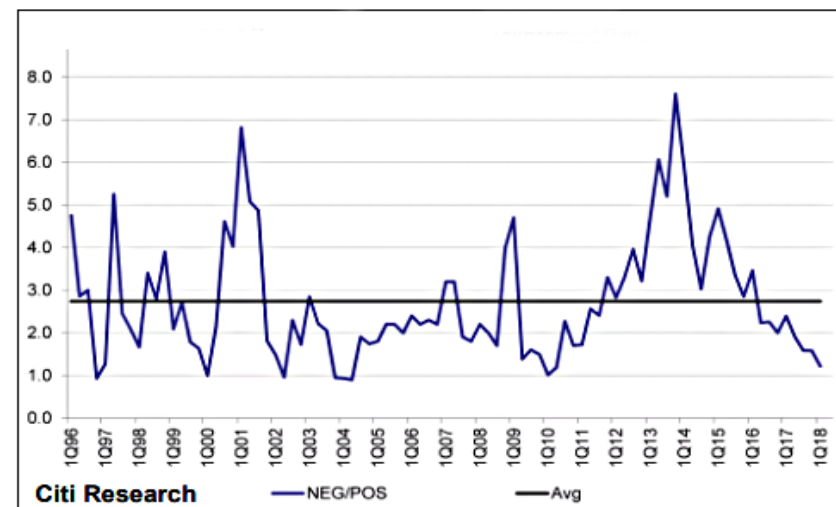
Earning season, un catalyst positivo?

- Diversamente dal passato, l'acuta fase di volatilità che ha caratterizzato gli ultimi mesi non ha avuto un particolare impatto sulle attese per l'earning season in corso. Il consenso degli analisti continua ad attendersi una crescita anno su anno degli EPS pari a 17-18%.
- La permanenza del rapporto tra i positive e i negative warnings sui minimi storici indica che le aziende sono a loro agio con questo livello di attese.
- Un beat ratio in linea con quelli delle scorse trimestrali vedrebbe l'earning growth attestarsi sopra il 20%, in marcata accelerazione rispetto a un 2017 già egregio e ai massimi del recente passato. Un quadro decisamente supportivo per l'azionario US.

S&P500 - EPS Growth



S&P500 - Negative to positive ratio

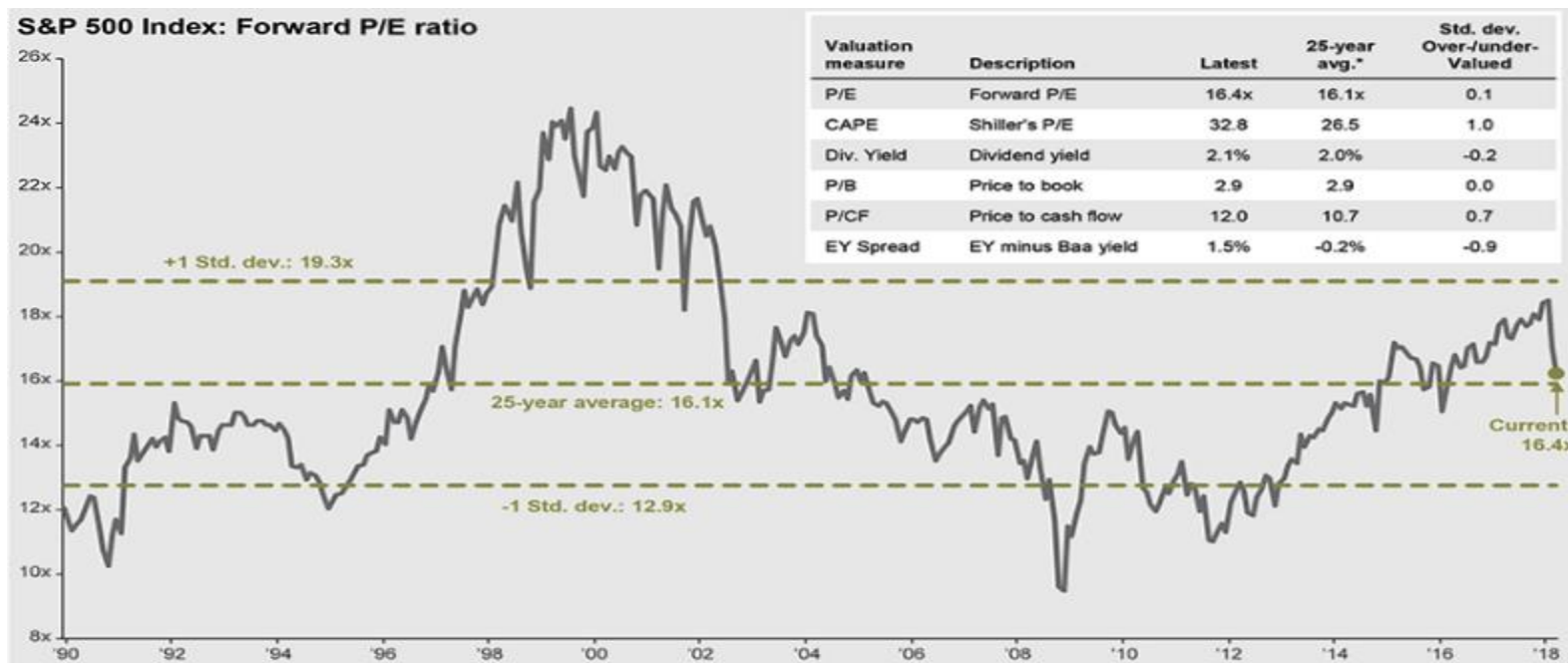




Wall Street non è più così cara

- La tenuta del consenso sugli EPS a fronte della correzione ha prodotto un significativo ridimensionamento dei multipli dell'azionario US, tornati non troppo distanti dalla media di lungo periodo (dati di JP Morgan).
- A meno di un serio catalyst negativo, un significativo de-rating da questi livelli sembra improbabile, visto il quadro macro e quello sugli utili aziendali.

S&P 500 - Forward PE ratio





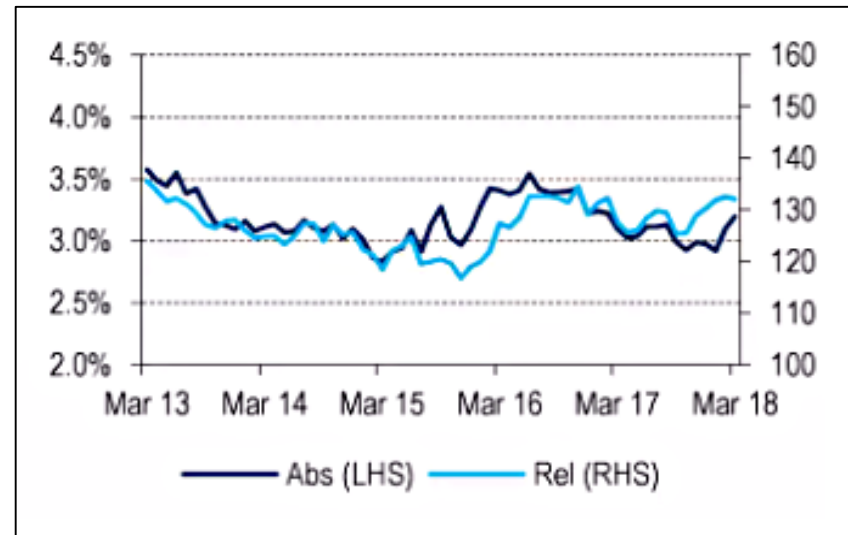
Eurozone: Quanto è giustificato il de-rating?

- La correzione dell'azionario globale ha portato quello europeo su livelli di multipli osservati oltre 2 anni fa (sotto 14 volte i forward earnings).
- Il processo di revisione della crescita degli EPS li lascia su livelli apprezzabili (10/12% EPS growth), per quanto inferiori agli USA. Il Dividend Yield è su livelli attraenti, in particolare se paragonato coi rendimenti dell'obbligazionario.
- Il ciclo macro Eurozone ha rallentato dal picco di gennaio ma si trova ancora sopra il potenziale. Il grosso dell'impatto dell'apprezzamento dell'€ dovrebbe essere alle spalle.

12Mth Forward PE



Dividend Yield





In sintesi

- **Portiamo a overweight l'azionario US.** La recente fase correttiva, unitamente alla sostanziale tenuta delle aspettative sugli utili, hanno prodotto un ridimensionamento delle valutazioni, che sono tornate nei pressi delle medie di lungo periodo. L'earning season in corso dovrebbe battere agevolmente le stime, offrendo supporto ai corsi. **Manteniamo a overweight l'azionario europeo**, ritenendo che la recente correzione abbia portato i multipli su livelli attraenti, e che il quadro macro, pur in moderato rallentamento rispetto al picco di crescita di inizio anno, resti coerente con una significativa crescita degli utili. **Manteniamo overweight gli emergenti**, ritenendo che il comparto offra valutazioni congrue e che il consenso sull'earning growth per il 2018 (+15%) sia realistico.
- **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. **Manteniamo neutral l'obbligazionario US**, nella convinzione che, nel breve, il repricing sia stato significativo e che il positioning marcatamente sottopesato degli investitori possa sostenere i corsi. **Portiamo a neutral l'obbligazionario emergenti**, ritenendo che possa beneficiare in aggregato di un calo della volatilità. **Restiamo positivi sui bond inflation link.**
- **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. **Portiamo tatticamente in sovrappeso i subordinati finanziari europei**, in quanto riteniamo che la recente correzione abbia creato sacche di valore in particolare nel settore assicurativo, e sui livelli di subordinazione più elevata (AT1) limitatamente agli emittenti di migliore standing.
- Riguardo i cambi, **manteniamo overweight il \$**, nella convinzione che l'attenuarsi, nei prossimi mesi, dei timori di una trade war possa condurre ad un moderato apprezzamento del biglietto verde nei confronti dell'€, sul quale il consenso positivo e il positioning hanno raggiunto livelli estremi. **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. **Portiamo a neutral la Sterlina** nella convinzione che le prospettive per un accordo di transizione siano migliorate. Inoltre, un accelerazione dei prezzi potrebbe indurre la Bank of England a inasprire la politica monetaria.
- 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. Inoltre l'oil potrebbe beneficiare ulteriormente delle tensioni in Medio Oriente. **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	▲ Upgrade	US	■
Area euro	▲	Area euro core	▼
UK	▼	Area euro periferia	▼
Giappone	▲	UK	▼
Cina	■	Giappone	▼
Emergenti	▲	Emergenti	■ Upgrade
Inflation linked US		Inflation linked US	▲
Inflation linked Area euro		Inflation linked Area euro	▲
Obbligazionario corporate		Valute	
US investment grade	▼	EUR/USD	▼
US high yield	▼	EUR/GBP	■ Downgrade
Area euro investment grade	▼	EUR/CHF	▼
Area euro high yield	▼	USD/JPY	▼
Area euro finanziari subordinati	▲ Upgrade		
Materie prime			
Energetiche	▲		
Industriali	▲		
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.