



Anthilia Capital Partners Sgr

Novembre 2016

Analisi di Scenario

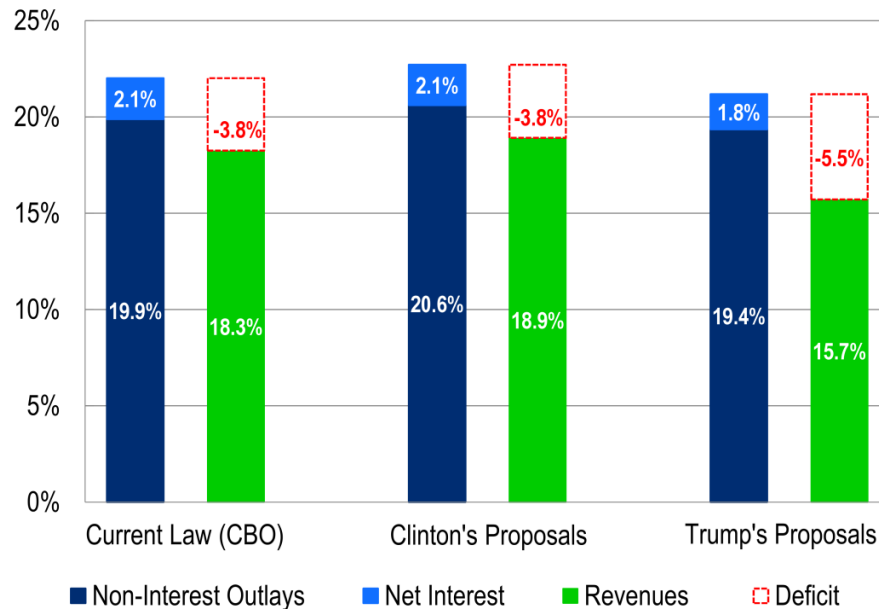




President Trump – The good: finalmente stimolo fiscale!

- Il piano di Trump prevede una robusta erogazione di stimolo fiscale, principalmente tramite un taglio a corporate e income tax, investimenti in infrastrutture, finanziati interamente con un'espansione del deficit
- Gli sgravi fiscali costituiscono la forma di stimolo più efficace, esercitando effetti benefici su utili aziendali (e quindi investimenti) e reddito disponibile dei consumatori
- Meno quantificabile l'impatto della spesa pubblica in infrastrutture, ma comunque inizialmente il mercato concederà il beneficio del dubbio

Spesa e entrate pubbliche americane
(in percentuale al PIL)



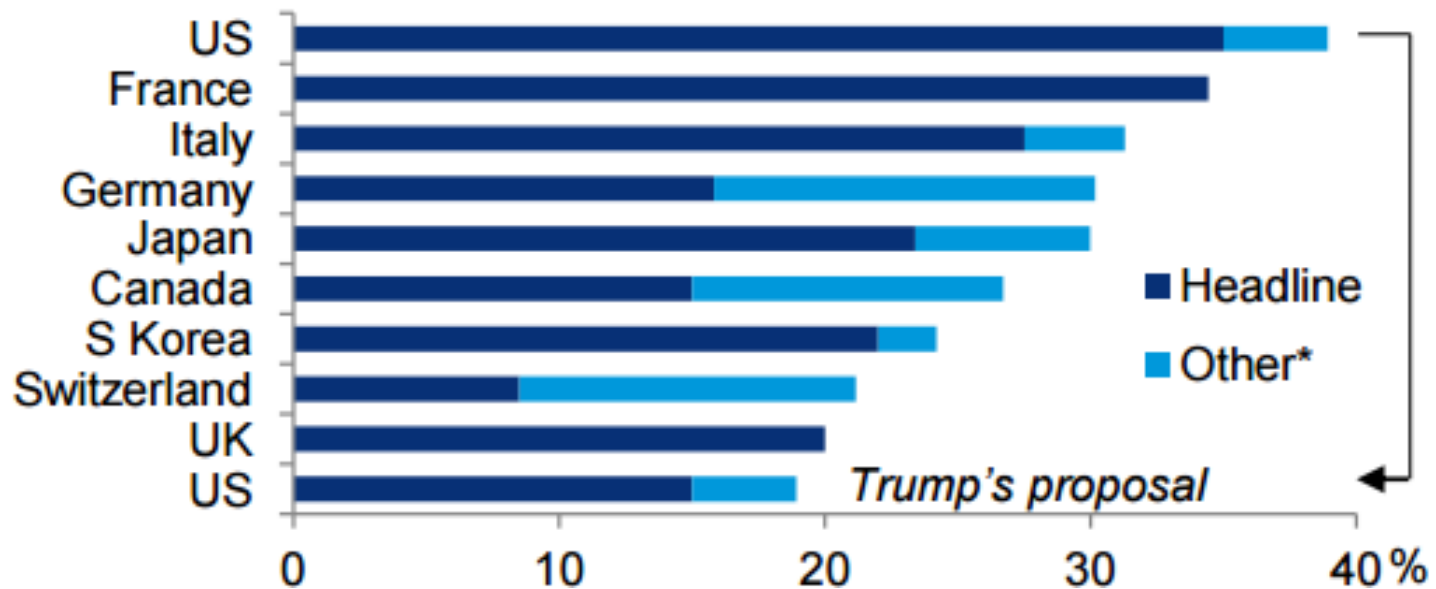
Fonte: Citi



President Trump – The good: la riscossa degli investimenti?

- La proposta di taglio alle tasse alle imprese renderà particolarmente attraente il quadro fiscale per chi vuol fare business negli USA, attirando investimenti dall'estero
- L'adozione di incentivi al rimpatrio di utili e liquidità, un nuovo homeland investment act (HIA2), potrebbe supportare gli investimenti interni da parte di Corporate America

Imposizione fiscale aggregata alle imprese



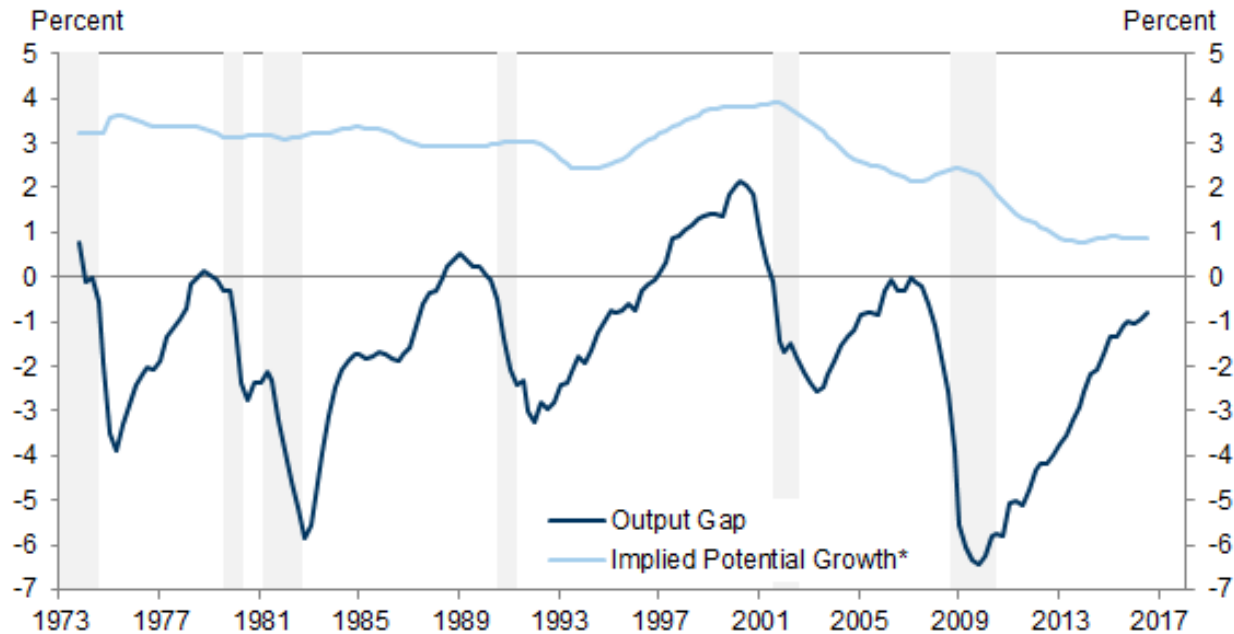
Fonte: EOCED, Deutsche Bank Research



President Trump – The good: infine, l’inflazione?

- Un incremento dello stimolo fiscale, erogato in una fase in cui il mercato del lavoro approccia la piena occupazione e in un contesto di basso potenziale di crescita, favorisce lo sviluppo di pressioni inflazionistiche, con effetti benefici su margini e reddito disponibile
- Anche l’adozione di politiche protezionistiche è foriera di inflazione, del tipo meno sano (inflazione da costi)

Output gap e crescita potenziale



Fonte: Goldman Sachs



President Trump – The good: deregulation

- Dopo la vittoria, Trump ha confermato l'intenzione di ridurre la regolamentazione in vari settori (finanza, energy, farmaceutica) a cominciare da una cancellazione della Dodd Frank
- Iniziative del genere restituiranno redditività ai settori liberalizzati (si noti la reazione del settore bancario americano), naturalmente al prezzo di un incremento dei rischi di medio termine

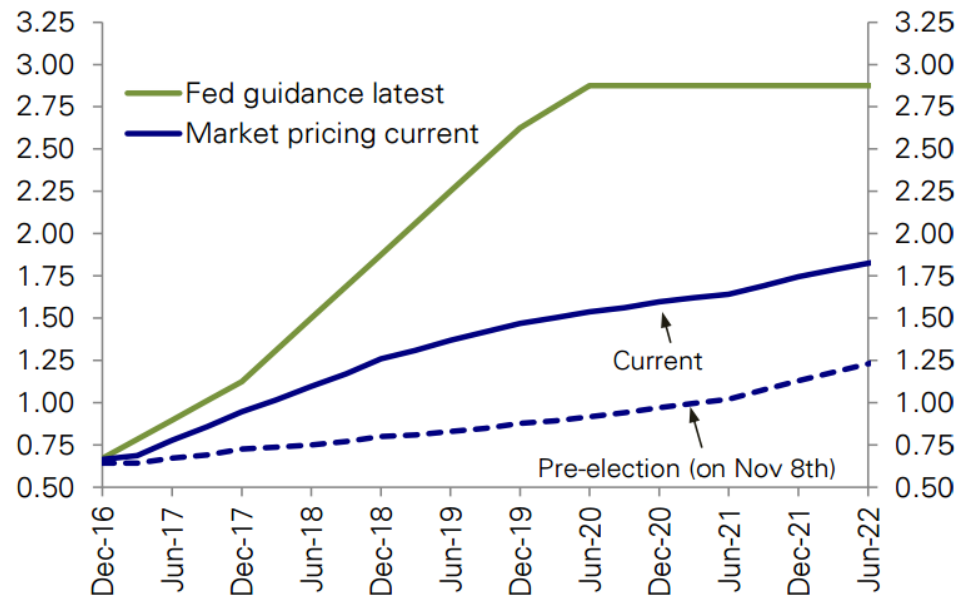




President Trump – The bad: cambio di stance al FOMC?

- Ad un corposo aumento dell'easing fiscale deve necessariamente fare contrappeso un inasprimento della politica monetaria, per evitare un eccessivo surriscaldamento del ciclo. Indizi delle intenzioni del FOMC in questo senso si potrebbero vedere già dalle proiezioni di dicembre.
- L'accelerazione della normalizzazione dei tassi americani renderà più restrittiva la stance monetaria globale, e, con la collaborazione del HIA2, alimenterà un ulteriore rafforzamento del dollaro, con le consuete ricadute su manifatturiero locale e Paesi emergenti

Aspettative di mercato e guidance della Fed sui tassi



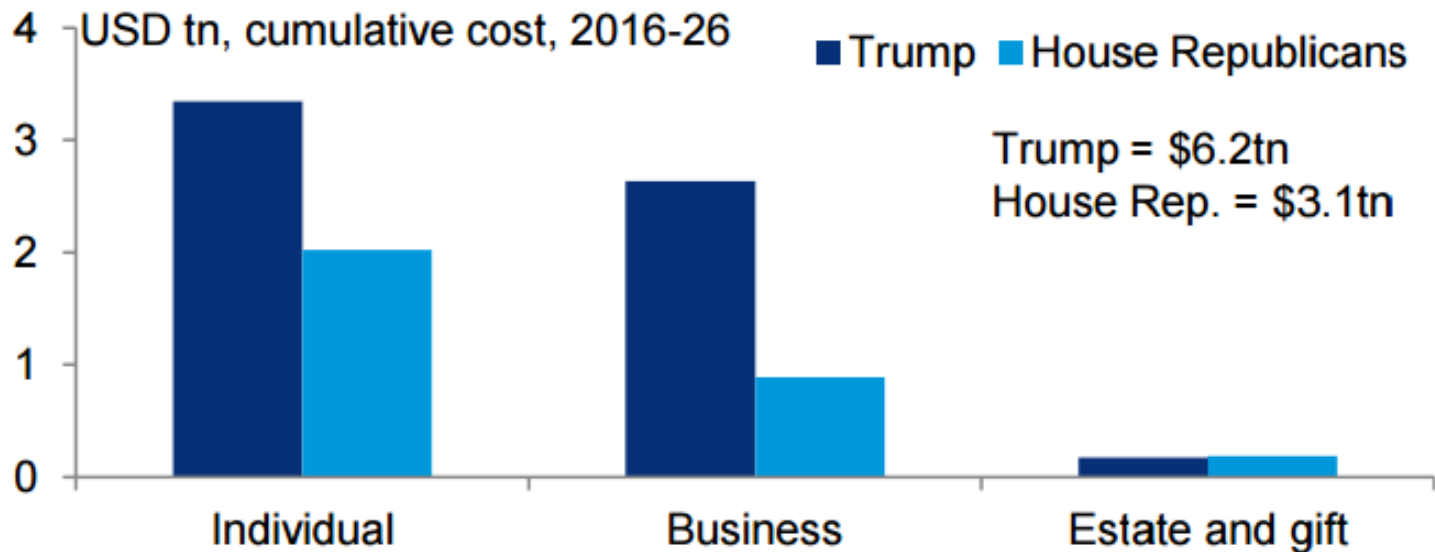
Fonte: Deutsche Bank



President Trump – The bad: differenza tra attese e realtà

- La vera sorpresa positiva delle presidenziali è la conquista della maggioranza repubblicana alla Camera dei Rappresentanti e al Senato, che rende più probabile la realizzazione di ampia parte di quanto promesso in campagna elettorale
- Ciò detto, l'ammontare di delivery delle proposte fiscali di Trump, molte delle quali approssimative e prive di copertura, resta la principale incognita, in particolare alla luce della differenza tra queste e il piano ufficiale del partito Repubblicano

Proposte di tagli fiscali



Fonte: Tax Policy Center, Deutsche Bank Research



President Trump – The bad: show me the money

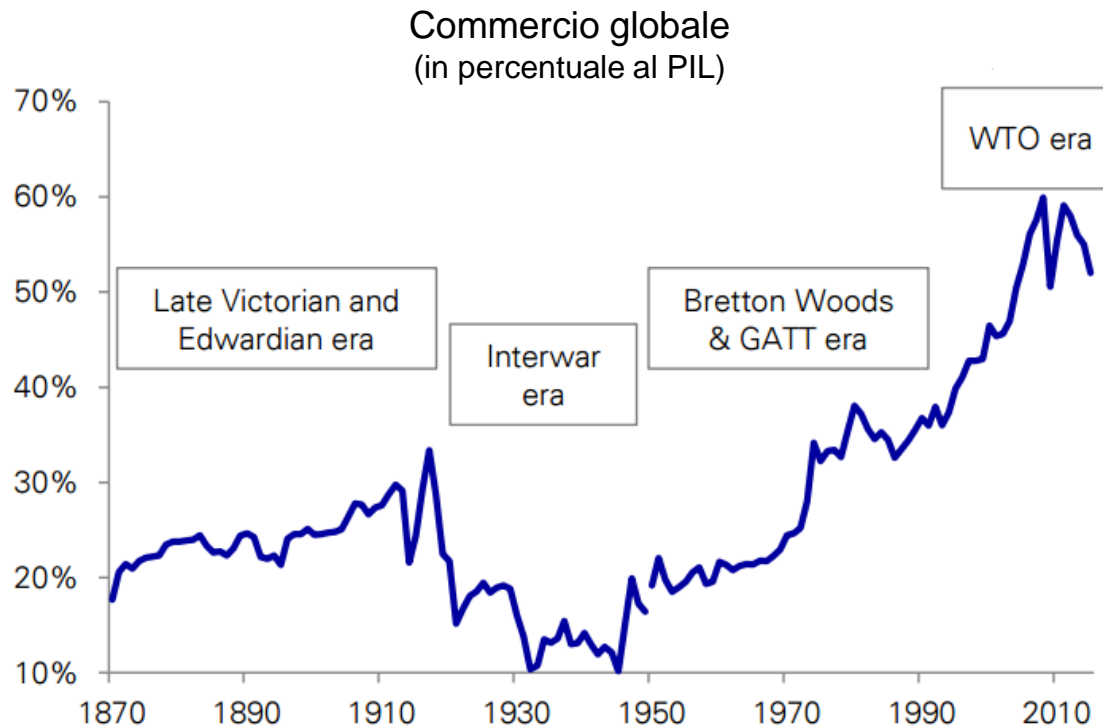
- Trump prenderà possesso della carica il 20 gennaio 2017. Gli effetti dello stimolo fiscale si manifesteranno gradualmente nei trimestri a venire
- Per contro, dollaro e tassi stanno già esercitando effetti sulle condizioni finanziarie





President Trump – The ugly: deglobalizzazione

- Il global trade era già in fase di contrazione da un paio d'anni, ma la Brexit e le presidenziali americane sembrano sancire definitivamente l'avvento di una nuova fase di protezionismo
- Le barriere alla libera circolazione di merci, capitali e persone costituiscono un balzello per aziende e consumatori e come tali impattano su crescita globale e utili aziendali



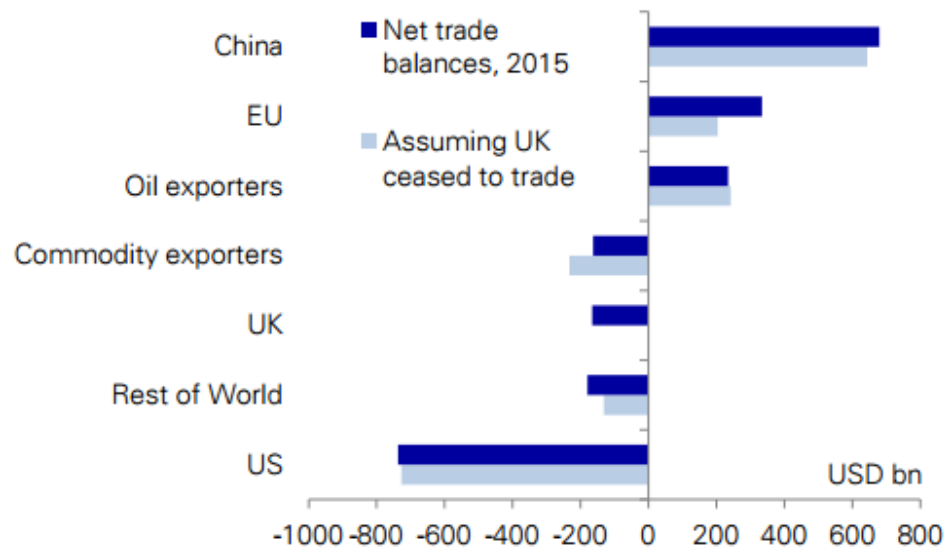
Fonte: Deutsche Bank



President Trump – The ugly: protezionismo

- Una diminuzione degli scambi commerciali impatta direttamente sui bilanci commerciali dei singoli Paesi, con contrazione dei surplus dei Paesi esportatori e dei deficit di quelli importatori
- Tra gli effetti principali, il danno all'economia dei Paesi esportatori e il calo del cosiddetto "global saving", che finirà per aumentare il funding cost, in particolare dei Paesi con deficit di bilancia dei pagamenti (una sorta di inversione del conundrum di Bernanke)

Impatto del protezionismo sul commercio globale



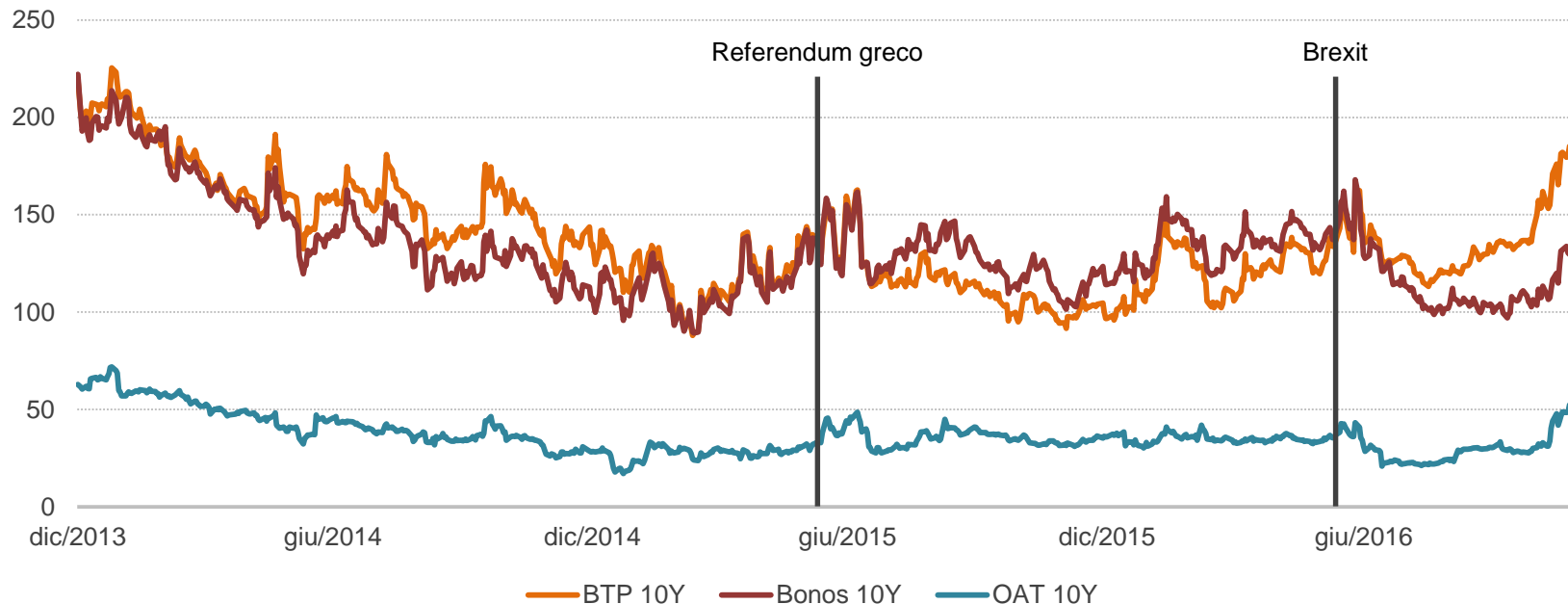
Fonte: Deutsche Bank, Haver Analytics



President Trump – The ugly: Europa e instabilità

- Una vittoria finale della Le Pen alle presidenziali francesi in programma il 23 aprile è improbabile ... come lo era quella di Trump a 6 mesi dalle presidenziali. È peraltro vero che i francesi sono in larga maggioranza favorevoli all'euro e non hanno gradito l'elezione di Trump, ad eccezione degli elettori del Front National
- In Italia la situazione è meno stabile, alla luce delle prospettive del fronte del "No" al prossimo referendum, e del testa a testa tra PD e M5S nei sondaggi

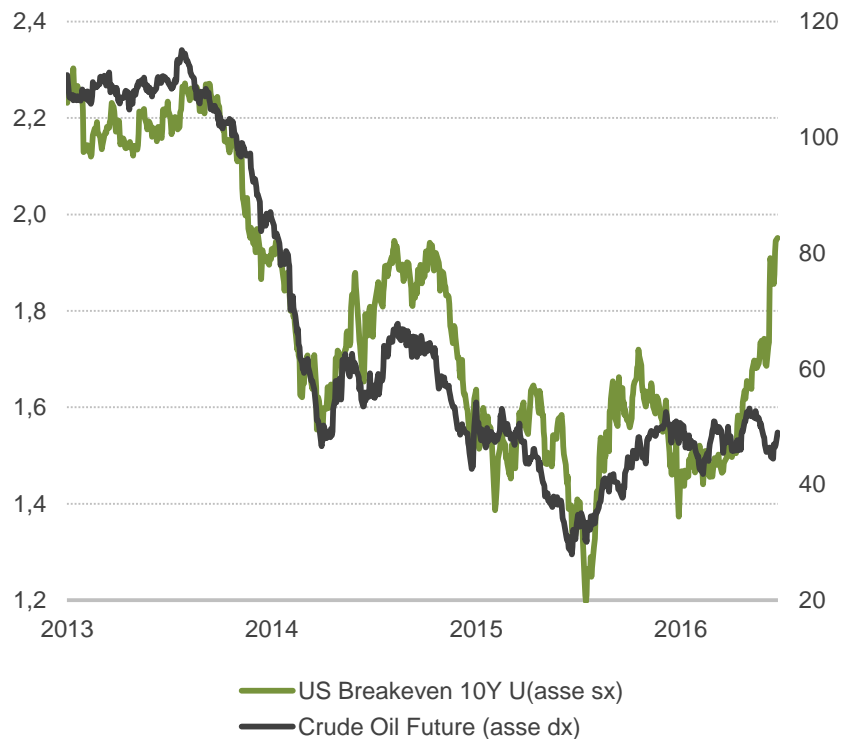
Spread vs Bund 10Y





Treasury: un repricing prematuro?

- L'entusiasmo per la "Trump reflation" ha prodotto uno scollamento dei tassi US dalle variabili che ne hanno largamente influenzato l'evoluzione in passato
- L'incertezza circa la reale dimensione delle misure di stimolo, i tempi tecnici di delibera e il ritardo temporale nell'impatto potrebbero condurre ad una temporanea ricomposizione della divergenza

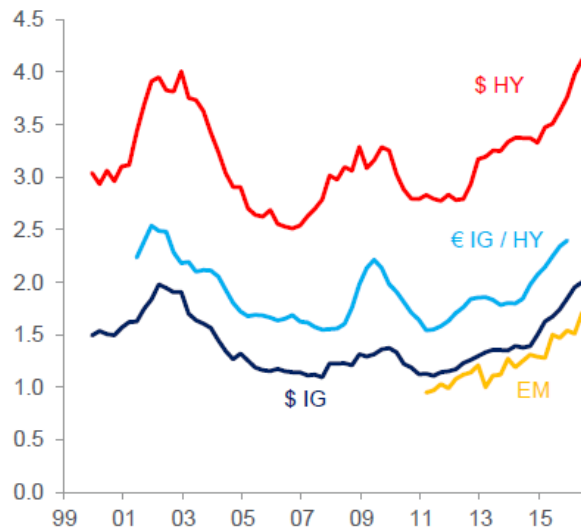




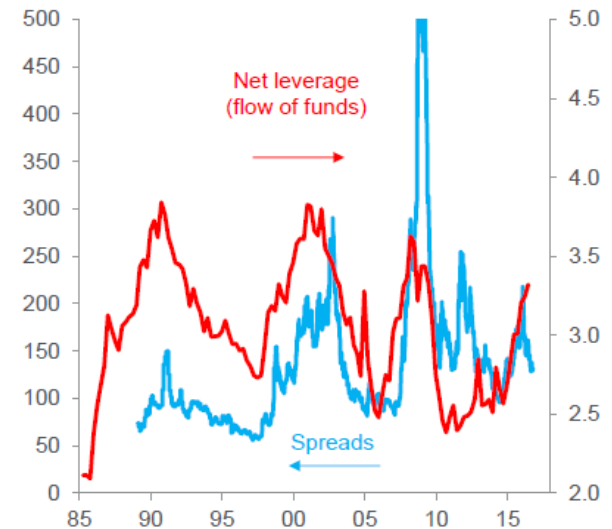
Risalita dei tassi: “adelante, con juicio”

- Il rimbalzo dei rendimenti globali è stato accolto positivamente in particolare da alcuni settori (banche, ciclici) e interpretato, correttamente, come un sintomo di ripresa del ciclo e dell'inflazione
- Ma non bisogna dimenticare che trimestri di tassi eccezionalmente bassi hanno prodotto un aumento del debito privato più o meno ovunque
- Un rimbalzo aggressivo dei rendimenti può avere ripercussioni sui costi di finanziamento e sui tassi di default globali. La normalizzazione dei tassi deve essere assai graduale per evitare circoli viziosi sul debito

Debito/EBITDA delle imprese non finanziarie



Leverage e spread delle imprese non finanziarie americane



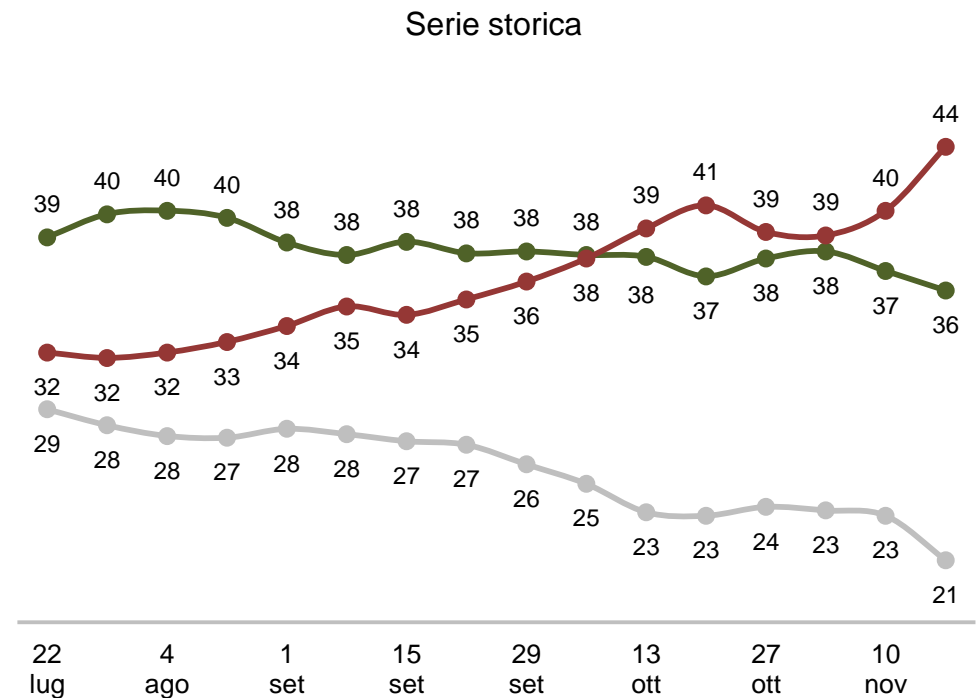
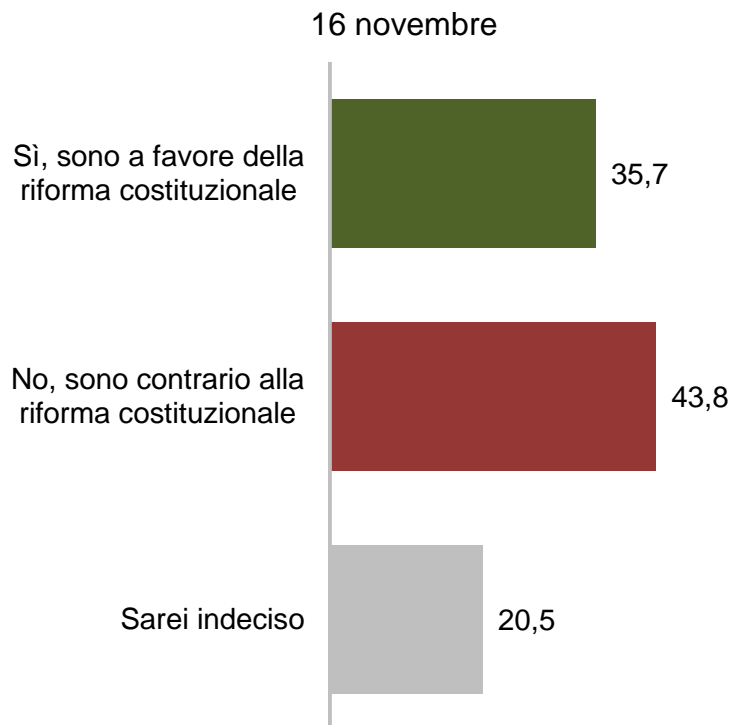
Fonte: Citi Research



Referendum: un'illustrazione che vale 1000 parole

- Gli ultimi sondaggi disponibili mostrano uno scarto a favore del "No" di entità tale da rendere difficile una sorpresa basata sull'errore statistico, nonostante l'elevato numero di incerti

Orientamenti di voto al referendum costituzionale
(sondaggio Anthilia & Cassa Lombarda, commissionato a Istituto Ixè)





Referendum web cockpit

	16 nov 2016	12:00 pm	18 nov 2016	12:00 pm	21 nov 2016	12:00 pm	23 nov 2016	12:00 pm
facebook								
Likes pagina:	71,664	120,141	82,820 ↑ +16%	122,475 ↑ +2%	107,456 ↑ +30%	127,473 ↑ +4%	114,596 ↑ +7%	132,901 ↑ +4%
Interazioni ultimi 7 giorni:	161,868	131,045	200,956 ↑ +24%	132,475 ↑ +1%	393,667 ↑ +96%	138,825 ↑ +5%	464,201 ↑ +18%	138,020 ↓ -0.5%
Nuovi likes ultimi 7 giorni:	18,855	9,435	29,876 ↑ +58%	9,520 ↑ +1%	47,746 ↑ +60%	9,931 ↑ +4%	44,738 ↓ -6%	12,560 ↑ +26%
Livello di coinvolgimento: Interazioni/Likes	226%	109%	242% ↑ +7%	108% ↓ -1%	366% ↑ +51%	109% ↑ +1%	405% ↑ +11%	104% ↓ -5%
twitter	#BastaUnSi	#IoVotoNo	#BastaUnSi	#IoVotoNo	#BastaUnSi (#IoVotoSi)	#IoVotoNo	#BastaUnSi (#IoVotoSi)	#IoVotoNo (#IoDicoNo)
Popolarità hashtag (0-100)	46.8	55.4	47.1 ↑ +0.3	55.6 ↑ +0.2	47.4 (45.3) ↑ +0.3	56.0 ↑ +0.4	47.6 (45.5) ↑ +0.2	56.2 (46.4) ↑ +0.2
Tweets per hour	28	217	33 ↑ +17%	283 ↑ +30%	38 (125) ↑ +15%	329 ↑ +16%	79 (75) ↑ +108%	275 (21) ↓ -16%
Retweets per hour	78	387	100 ↑ +28%	505 ↑ +30%	120 (117) ↑ +20%	729 ↑ +44%	117 (54) ↓ -2%	583 (171) ↓ -20%



Giudizi sintetici

Azionario

US	■	Upgrade
Area euro	■	Downgrade
UK	▼	
Giappone	■	
Cina	■	Downgrade
Emergenti	▼	Downgrade

Obbligazionario corporate

US investment grade	▼	
US high yield	▼	
Area euro investment grade	■	
Area euro high yield	■	Downgrade

Materie prime

Energetiche	■	
Industriali	■	
Agricole	▲	
Metalli preziosi	▼	

Obbligazionario governativo

US	▼	
Area euro core	■	
Area euro periferia	■	
UK	■	
Giappone	■	
Emergenti	▼	Downgrade
Inflation linked US	■	Downgrade
Inflation linked Area euro	■	Downgrade

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.