

2018

Anthilia
Capital Partners
SGR

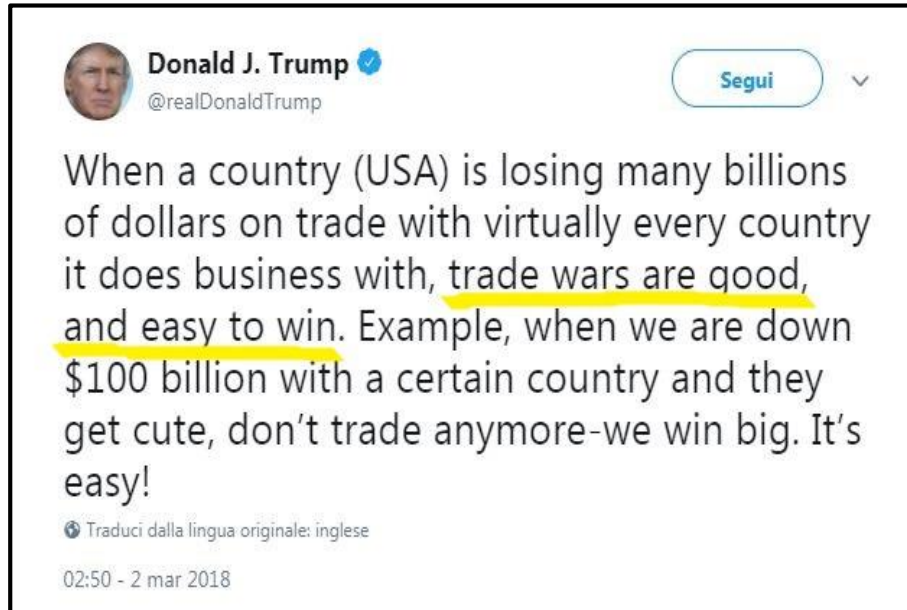
Analisi di scenario
Marzo 2018



Anthilia^{sgl}
Capital Partners



Trade War: mito o realtà? (1/6)



- Con l'avvicinarsi dell'appuntamento elettorale delle Midterm Elections, l'amministrazione Trump ha ripreso in mano la parte "protezionista" della propria agenda politica, con l'intento di rafforzare la propria immagine, in particolare tra le frange di elettorato più radicali e quelle più penalizzate dalla globalizzazione e dal progresso tecnologico.
- Manifestazioni recenti di questa svolta comprendono l'istituzione di dazi doganali su Acciaio e Alluminio, i contrasti che hanno prodotto gli avvicendamenti nello staff presidenziale (dimissioni di Cohn e licenziamento di Tillerson) e l'inasprimento della retorica del Presidente e dei suoi collaboratori sul tema.

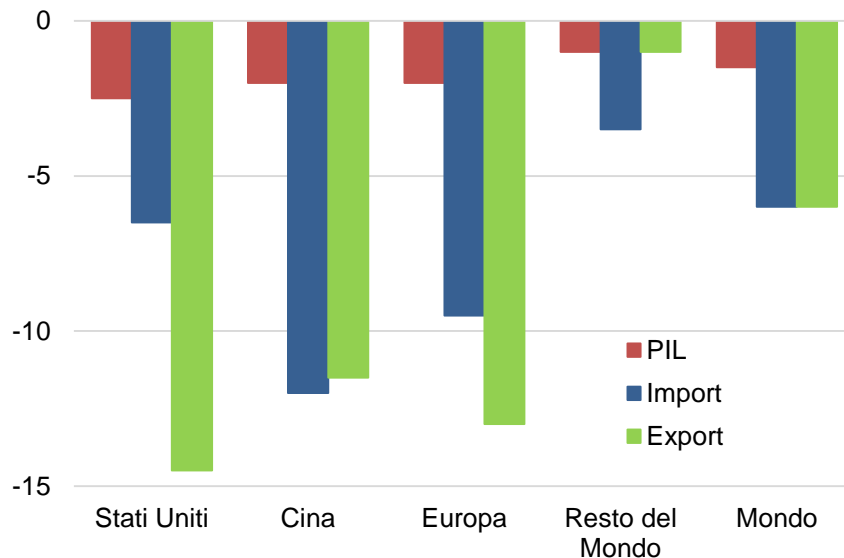
- L'impatto delle misure approvate finora è più simbolico che materiale: le importazioni di alluminio e acciaio hanno un peso modesto sul totale (2%) e sul GDP US (0.2%), e il contributo cinese è ridotto. Al di là della retorica internazionale, le rappresaglie dei partners commerciali dovrebbero essere ugualmente simboliche.
- L'aspetto più preoccupante dell'adozione di queste misure è la motivazione: ragioni di sicurezza nazionale permettono deroghe alle regole del WTO, e un ampio utilizzo di questo metodo finirebbe con il rendere inefficaci i reclami e delegittimare l'organizzazione



Trade War: mito o realtà? (2/6)

- Fini propagandistici a parte, la volontà di ridefinire i termini di trade coi partners è dovuta in primis all'intenzione di contenere il deficit commerciale e, in secondo luogo, dalla percezione, non del tutto infondata, che altri paesi attuino politiche significativamente più protezionistiche di quella vigente attualmente negli USA.
- Peraltro, il cronico deficit commerciale USA ha motivazioni principalmente macroeconomiche, ovvero il basso tasso di risparmio degli Americani, contrapposto a quello più alto di altre aree del globo. Inoltre, almeno un terzo del deficit commerciale US verso la Cina riguarda beni e servizi prodotti in altri paesi, sulla base di complesse filiere produttive.

Effetto di un aumento dei trade costs tra US, Cina ed EU



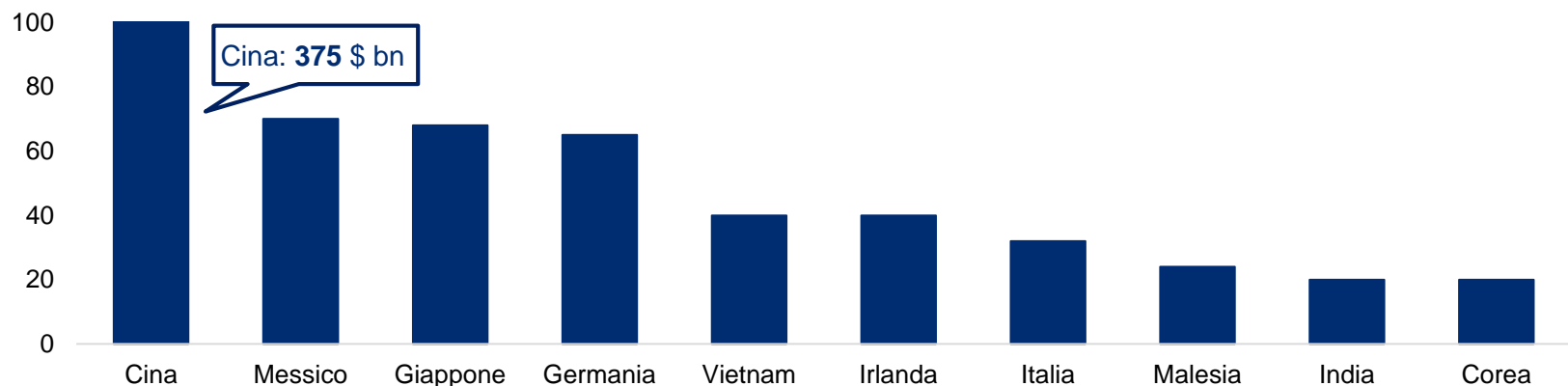
- La storia è piena di esempi che mostrano che i vantaggi delle politiche protezionistiche sono illusori. Solitamente i paesi colpiti mettono in atto rappresaglie commerciali, e l'impatto di azioni e reazioni sul global trade ha effetti negativi sull'economia globale che superano largamente i modesti effetti positivi sui settori oggetto di protezione.
- Vari studi hanno tentato di valutare l'impatto di una trade war sul ciclo macro.
 - a) L'OECD ha calcolato che un aumento permanente del 10% dei trade costs tra US, Europa e Cina: costerebbe un 1-1.5% di GDP a medio termine (grafico).
 - b) L'IMF ha stimato che un aumento del 20% dei dazi doganali US nei confronti dei paesi emergenti dell'asia, con rappresaglia simmetrica, decurterebbe uno 0.9% al GDP nel primo anno e 1.4% nello spazio di 5 anni



Trade War: mito o realtà? (3/6)

- Il prossimo catalyst di tensioni commerciali USA-Cina è costituito dall'esito dell'investigazione sulle pratiche cinesi relative alle proprietà intellettuali (IP), lanciata il 14 agosto 2017 sulla base della sezione 301 del Trade Act del 1974. Si tratta di un caso dai contorni piuttosto ampi, in grado di generare azioni da parte del United States Trade Representative (USTR) di portata elevata, e risposte commisurate da parte della Cina.
- La USTR ha tempo 12 mesi per comunicare i risultati, ma fonti interne riferiscono che questi dovrebbero essere comunicati entro qualche settimana. Una commissione bipartizan del Congresso ha stimato le perdite da violazione delle IP in 225-600 miliardi di dollari. Sui media si ipotizzano misure fino a 1 trilione di dollari e oltre.
- Secondo alcune fonti, l'amministrazione US avrebbe chiesto alla Cina di produrre misure in grado di ridurre il deficit di 100 miliardi di \$. E alcuni media rivelano che Trump sarebbe sul punto di elevare dazi su centinaia di prodotti cinesi per un ammontare di 60 miliardi di \$.

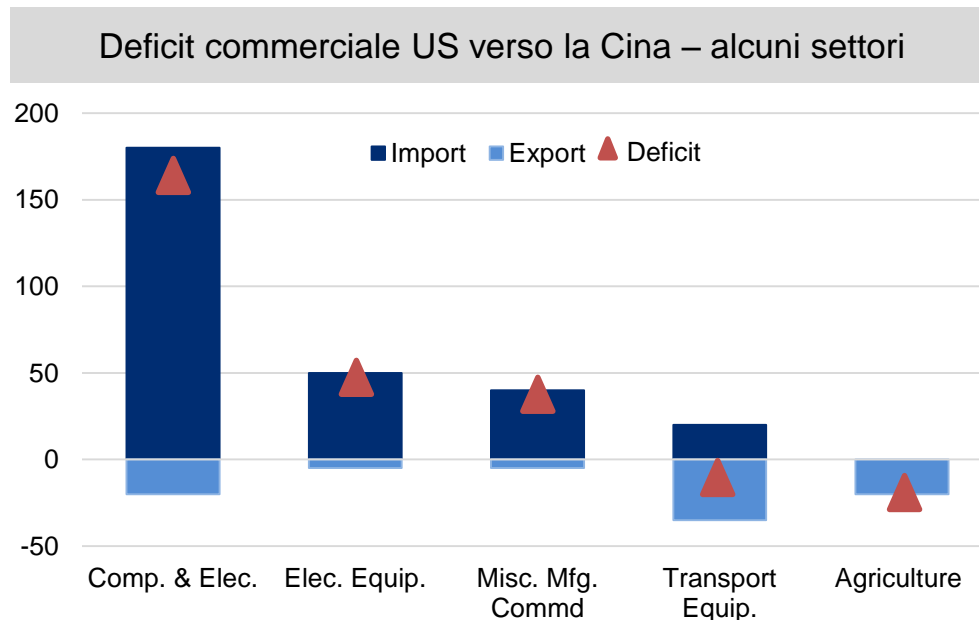
Goods Trade Balance with the US, 2017 (USD billions)





Trade War: mito o realtà? (4/6)

- Diversi fattori concorrono a ridurre il rischio che l'Amministrazione si lanci in azioni eccessivamente aggressive, tali da evolvere in una trade war:
 - Una rappresaglia commerciale cinese potrebbe avere un impatto marcato su alcuni settori US rilevanti per l'elettorato di Trump, come l'agricoltura, il settore auto e i trasporti aerei (le importazioni di beni US in Cina ammontano a oltre 150bn)
 - La reazione cinese potrebbe prendere anche strade non convenzionali, come limitazioni all'ingresso delle aziende US sui mercati cinesi, facilitazioni per fornitori di altri paesi, svalutazione della divisa, riduzione acquisti di treasury

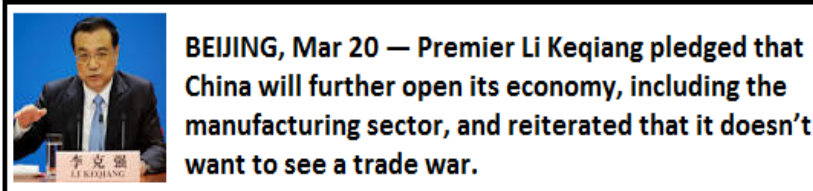


- Una buona relazione con la Cina resta fondamentale per gestire tensioni geopolitiche, in particolare con la Corea del Nord
- L'opposizione dei Repubblicani al Congresso, chiaramente percettibile in occasione delle misure su acciaio e alluminio, potrebbe crescere significativamente in caso di azioni più incisive
- L'escalation verso una trade war verrebbe accompagnata da una reazione marcatamente negativa dei mercati azionari



Trade War: mito o realtà? (5/6)

- Dal canto suo, la Cina ha tutto l'interesse ad evitare una trade war con gli USA. Gli scambi commerciali tra i 2 blocchi ammontano a 650 miliardi di dollari all'anno ed un eventuale contrazione sarebbe difficile da gestire per le autorità, in una fase in cui il focus è sul ribilanciamento dell'economia e il margine di manovra in termini di politica fiscale e monetaria è ridotto. Per questo motivo, sembra di percepire da parte cinese una certa disponibilità a concedere qualcosa per dare soddisfazione a Trump.



- Potenziali offerte potrebbero comprendere la creazione di un'agenzia di controllo dell'utilizzo delle proprietà intellettuali US, una maggiore apertura dei mercati cinesi alle aziende US, il varo di misure per ridurre il trade surplus eventualmente tramite commesse specifiche alle aziende americane. Alcuni passi in questa direzione sono già stati compiuti in questi giorni, con l'annuncio del taglio di dazi su auto e alcuni beni di consumo.
- Il Presidente Xi ha nominato il suo consulente Liu He come Vice Premier. Liu è reduce da un viaggio in USA dove ha incontrato alcuni imprenditori. Secondo alcune fonti, Liu avrebbe fatto 3 richieste all'amministrazione US: i) l'apertura di un nuovo dialogo ii) la nomina di un funzionario incaricato di gestire i problemi USA-Cina, iii) una lista di richieste precise da parte degli USA alla Cina.



Trade War: mito o realtà? Conclusioni (6/6)

- Lo scenario più probabile sembra essere che le rivendicazioni protezionistiche dell'Amministrazione US si limitino ad azioni dimostrative con alta risonanza mediatica ma impatto macroeconomico modesto, volte a:
 - Rinegoziare alcuni trattati come il NAFTA e ottenere dai partner commerciali, Cina in primis, alcune concessioni che contribuiscano a riequilibrare un po' la bilancia commerciale
 - Ottenere l'effetto sperato sull'opinione pubblica in vista delle Midterm elections, senza peggiorare i rapporti con i Repubblicani al Congresso e creare i presupposti per reazioni negative dei mercati
- La Cina ha tutto l'interesse a evitare contrasti con gli USA. Il Presidente "a vita" Xi Jinping sta perseguendo politiche volte ad un ribilanciamento dell'Economia e ad una maggiore apertura all'esterno e frizioni col principale partner commerciale sono l'ultima cosa che gli serve. Il premier Li Keqiang ha dichiarato che una trade war non ha vincitori a va contro le stesse regole del trade, che sono basate su negoziazione, consultazioni e dialogo. Eventuali reazioni potrebbero essere più di forma che di sostanza, e comunque strettamente commisurate ai reali danni subiti, allo scopo di evitare un escalation. Un ipotesi che vale anche per gli altri partner commerciali.
- Meno probabile, ma comunque possibile è uno scenario in cui le misure varate da Trump impattino in maniera significativa le importazioni da Cina ed altri paesi. In questo scenario, le rappresaglie commerciali risultano ugualmente significative, causando una contrazione del global trade e quindi un impatto sui rispettivi cicli. Nel caso della Cina, vista l'impossibilità di bilanciare interamente con misure commerciali gli svantaggi imposti dai dazi US, è probabile il ricorso a misure non convenzionali
- Assai improbabile, infine, è l'escalation in una vera e propria trade war (dazi su tutte le importazioni cinesi, ritiro dal NAFTA etc), con effetti profondi sul ciclo economico globale.



USA: Il quadro macro resta robusto

- Gli ultimi dati sui consumi US hanno alimentato timori di una perdita di momentum del ciclo nel primo trimestre del 2018. In realtà la volatilità osservata in alcune serie ha più a che vedere con effetti stagionali, e con l'impatto degli uragani. Gli indicatori di attività economica restano sui livelli elevati, la confidence dei consumatori è sui massimi e il mercato del lavoro non mostra alcun segnale di rilassamento.

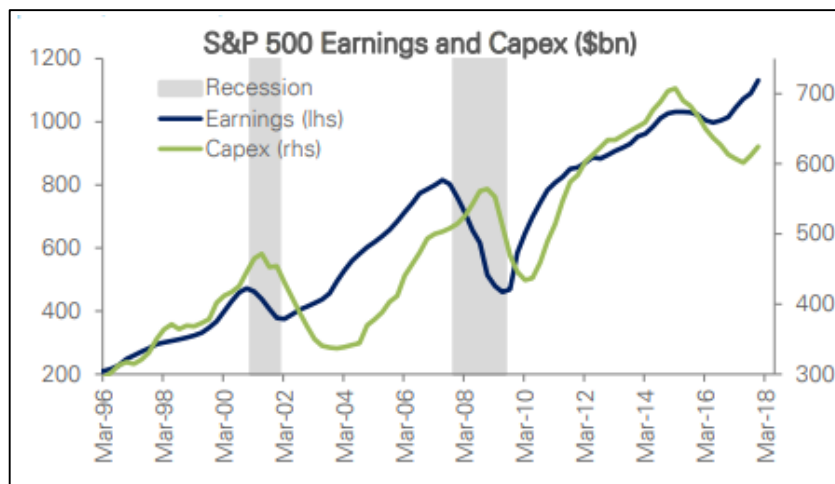




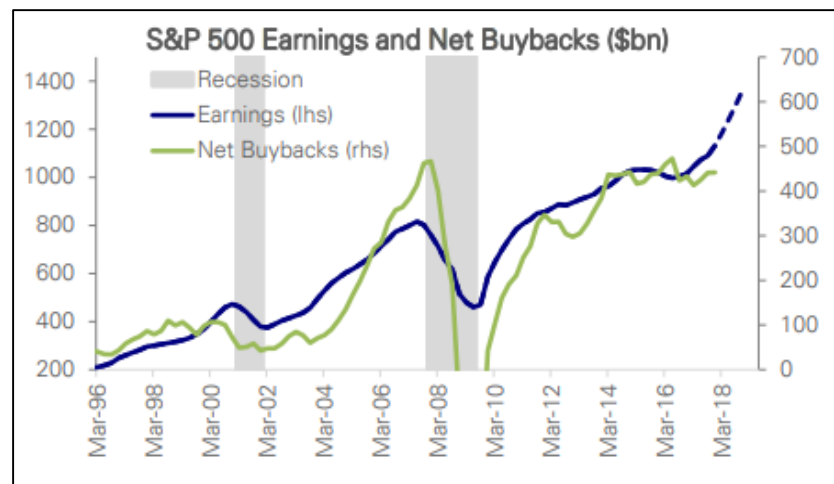
USA: Quale impatto dalla riforma fiscale?

- Il consenso degli analisti stima che il taglio alla corporate tax US incrementerà di un 10% l'earnings growth US nel 2018, portandola tra il 15% e il 22% a seconda delle stime.
- Gli investimenti hanno già cominciato a riprendersi nel 2017 grazie al rimbalzo dei profitti, e dovrebbero beneficiare ulteriormente dell'accelerazione degli utili
- Vista la natura "inattesa" del cashflow riveniente dal taglio alle tasse, è sensato attendersi che il grosso vada ad alimentare attività favorevoli agli azionisti (dividendi/buybacks) e ai lavoratori (aumenti/premi)

S&P500 – Earnings e Capex



S&P500 – Earnings e Net Buybacks

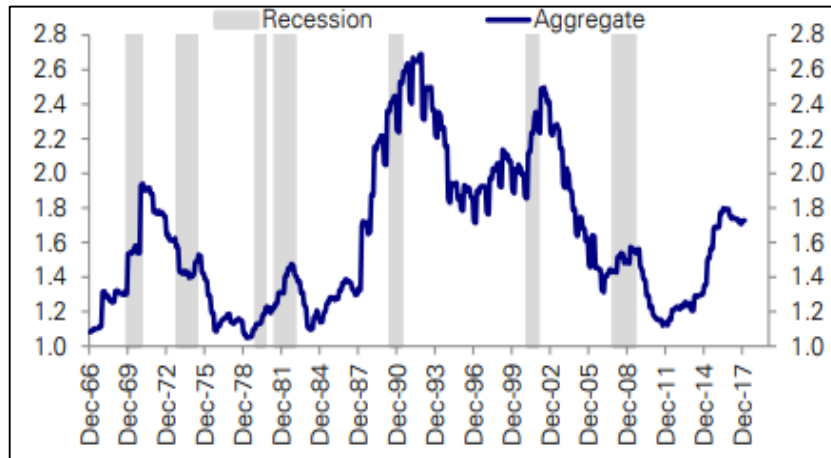




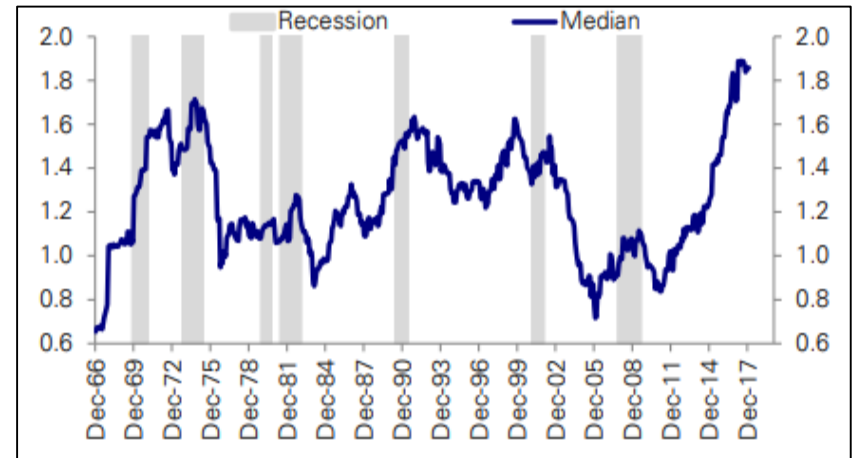
USA: Occhio al leverage

- Il leverage medio delle aziende US è cresciuto stabilmente nel corso del ciclo. L'utilizzo della mediana, che permette di depurare l'effetto delle gigantesche aziende tech, mostra che la leva media aziendale ha raggiunto i massimi storici.
- Il cashflow riveniente dal taglio alle tasse e dagli incentivi al rimpatrio degli utili potrebbe essere in parte utilizzato per rimborsare debito. Ma a medio termine il suo impatto verrà bilanciato da un incremento dei buyback di azioni e di altre iniziative favorevoli a azionisti e dipendenti e dall'incremento degli investimenti.

S&P500 Net Debt to EBITDA (ex. Fin.)



S&P500 Net Debt to EBITDA (ex. Fin.)

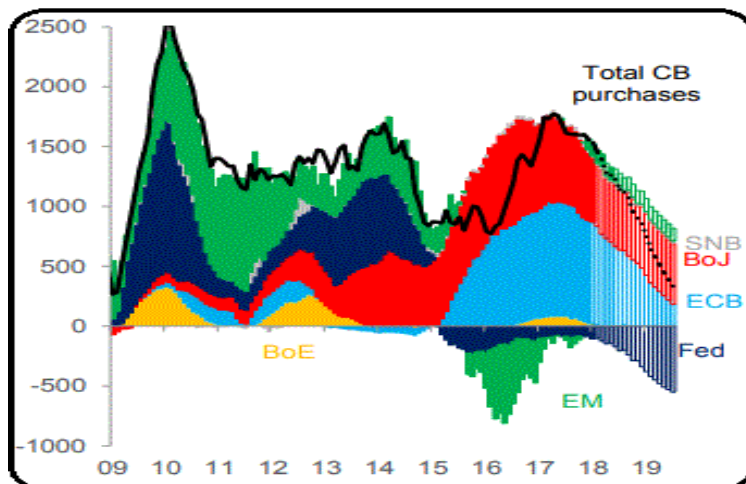




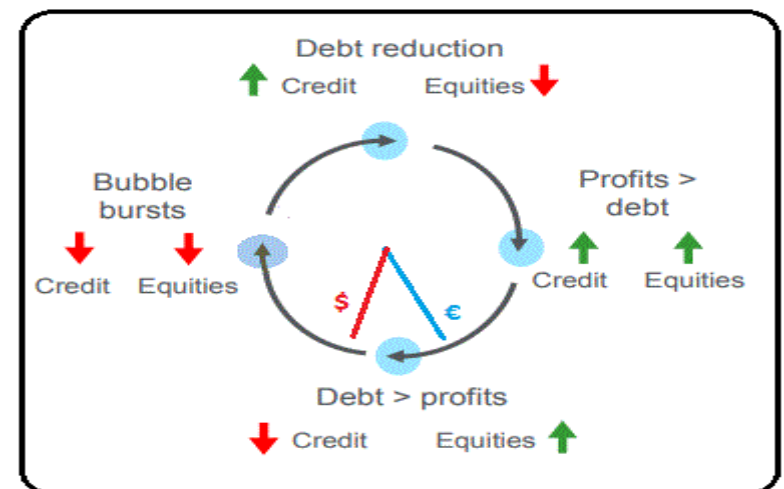
Normalizzazione delle Politiche Monetarie => ritorno alla normalità?

- I corporate bonds hanno goduto di un eccezionale supporto a livello globale dalle politiche monetarie straordinarie, grazie all'effetto sui tassi, sulla liquidità globale e ad acquisti diretti (di Mortgages in US, di credito in Eurozone). L'effetto aggregato ha prodotto una significativa compressione del premio al rischio su tutte le categorie di credito.
- Con la normalizzazione delle politiche monetarie, è probabile che i fondamentali macroeconomici e le condizioni dei bilanci aziendali tornino gradualmente ad esercitare i loro effetti sugli spreads. Su queste basi, la posizione più critica è occupata dai corporate bonds USA.

S&P500 Net Debt to EBITDA (ex. Fin.)



S&P500 Net Debt to EBITDA (ex. Fin.)



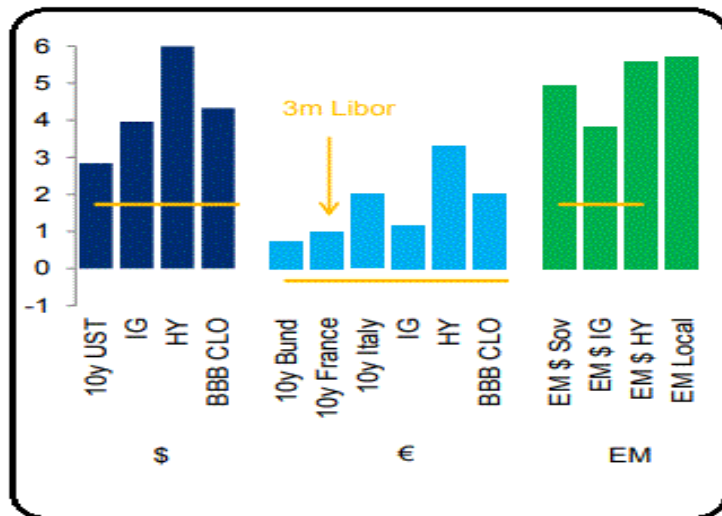
NB la figura a destra riporta il “leverage clock” ideato da **Matt King** di Citigroup. L'orologio divide idealmente il ciclo in 4 fasi. Nella prima le aziende risanano i bilanci, ripagando il debito a detrimento degli utili. Nella seconda ripartono gli investimenti ma i profitti compensano la salita del debito e sia azionario che credito mostrano performance positive. Nella terza la crescita degli utili viene ottenuta grazie all'aumento del debito e quindi il credito inizia a soffrire del peggioramento dei ratio di bilancio. Nella quarta la bolla di debito scoppia e l'azionario corregge. Le indicazioni per ciclo US ed Europeo sono opera nostra



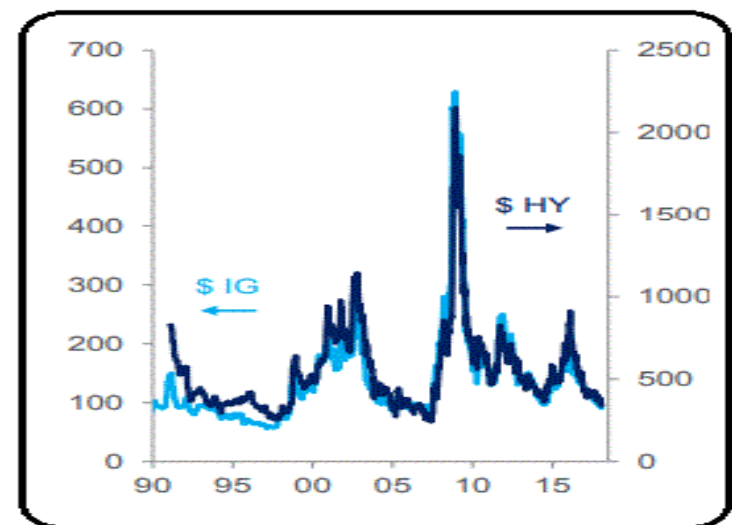
Credito: as good as it gets?

- Uno sguardo d'insieme alle varie categorie di credito mostra che in generale l'asset class risulta poco attraente, in considerazione del attuale livello degli spreads, e della fase di ciclo attraversata.
- In US, al deterioramento dei fondamentali di credito e al recente aumento della volatilità non è ancora corrisposto un analogo repricing degli spreads di Investment Grade e high yield. Il fenomeno è meno evidente in Europa, dove però i tassi negativi e il programma di acquisti restano un importantissimo fattore a supporto della compressione dei rendimenti corporate. Anche nel comparto emergenti si assiste ad una compressione degli spreads, che risultano inferiori a quelli offerti dal governativo nel caso dei corporate con rating Investment Grade.

Rendimenti obbligazionari per macro area

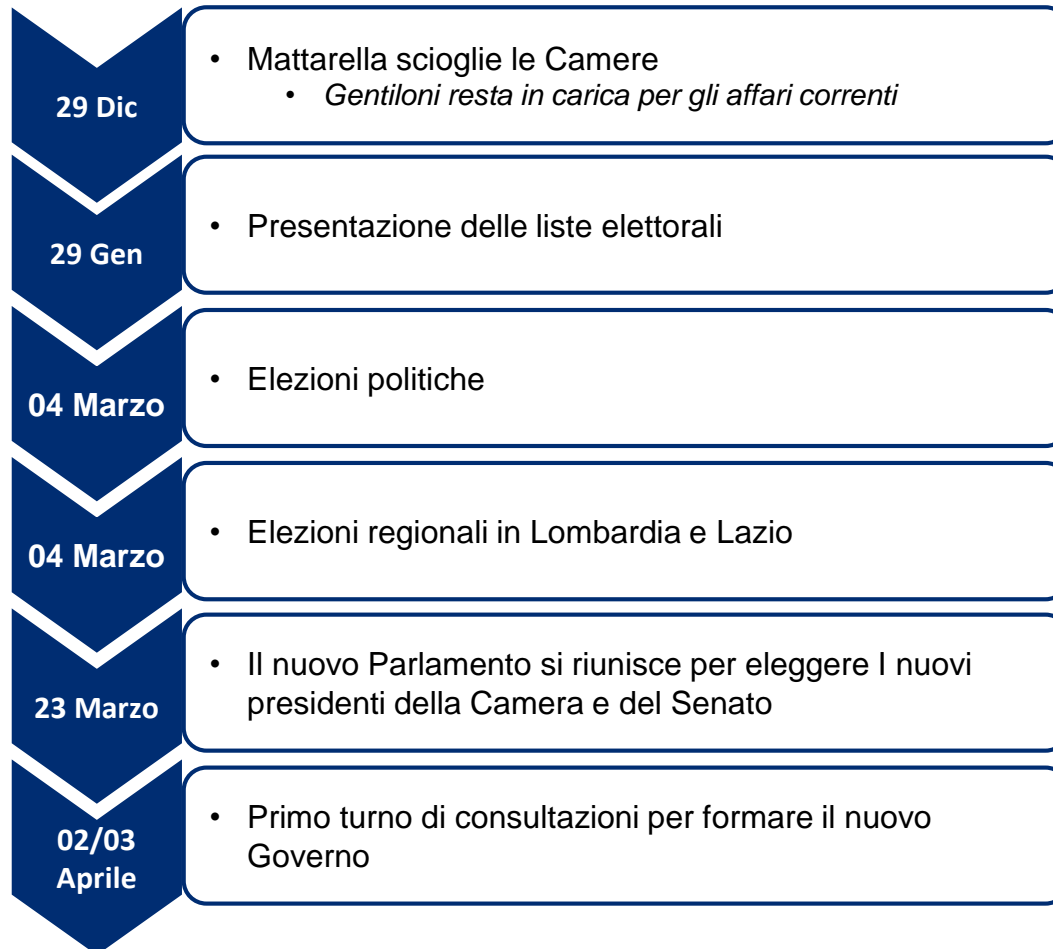


Spread Investment Grade e High Yield - US





Italia: Difficile un governo in tempi rapidi (1/2)



- Per i presidenti delle Camere sembra esserci un dialogo costruttivo tra Lega e 5 Stelle, con qualche precisazione Di Maio che ha dichiarato “inaccettabili candidati condannati o sotto processo.
- Le votazioni inizieranno venerdì, ma è probabile che i giochi si facciano durante il weekend del 24 marzo.
- Si pensa che il governo Gentiloni resti in ancora in carica per delle settimane quasi a pieni poteri: potrà emettere decreti ma non gli sarà permesso di ricorrere alla fiducia (strada spesso utilizzata nelle ultime legislature per trasformare un decreto in legge entro 60 giorni come richiesto dalla Costituzione Italiana)



Italia: Difficile un governo in tempi rapidi (2/2)



- Dal weekend del 23-24 marzo capiremo se ci sono state delle aperture a fare coalizioni in un senso o nell'altro per un governo di maggioranza come riportato nella tabella sotto oppure se occorre pensare a:
 - a) ad un governo del presidente
 - b) ad un governo di minoranza con il supporto esterno del PD o parte di esso.
- Dopo il NO di Renzi ad accordi, sono subentrate le dimissioni di Renzi da segretario PD. Si tratta di capire fino a che punto il PD resterà coeso dopo l'assemblea di fine aprile. Secondo la stampa nella Direzione PD su 214 membri, sarebbero 120 i renziani mentre nell'assemblea Nazionale su poco meno di 1000 i renziani sarebbero 460. Al Senato su 57 senatori PD, i renziani sarebbero 32-38, alla Camera su 116 deputati PD, i renziani sarebbero 70.

Possibili coalizioni	Camera dei Deputati	Senato
C. Sinistra – 5 Stelle	max 349	max 172
Lega - 5 Stelle	348	170
C. Destra – C. Sinistra	max 387	max 197



Elezioni italiane 2018: lo spaccato tra Nord e Sud

Area	Voti Validi	1							2		3		4	
		Lega	FI	FDI	Noi Italia	C-DX	C-SX	5Stelle	Disoccup '17 e % disoccupati					
Nord Ovest	8.959 73%	2.303 26%	1.219 14%	357 4,0%	79 1%	3.958 44%	2.260 25%	2.120 24%	551 7,7%					
Nord Est	4.104 75%	1.204 29%	415 10%	171 4,2%	43 1%	1.833 45%	980 24%	974 24%	202 6,1%					
Centro Nord	6.045 75%	1.199 20%	610 10%	242 4,0%	38 1%	2.089 35%	1.856 31%	1.682 28%	401 8,4%					
Centro Sud	3.849 68%	531 14%	535 14%	291 7,6%	46 1%	1.403 36%	869 23%	1.402 36%	367 11,1%					
Sud	9.739 64%	555 6%	1.813 19%	365 3,7%	223 2%	2.956 30%	1.551 16%	4.566 47%	1386 20,2%					
Totale	32.695	5.793	4.592	1.427	428	12.240	7.516	10.743	2907					
%	70%	18%	14%	4%	1,3%	37%	23%	33%						

- Per le strategie dei singoli partiti è opportuno considerare l’allocazione del voto per area geografica. Nella tabella il Centro-Nord include Emilia e Toscana, il Centro-Sud il Lazio, mentre il Sud parte dalla Campania e dalla Puglia. La lettura della tabella va fatta sapendo che erano 46.5 mio gli elettori ammessi al voto per la Camera e sono stati espressi 32.7 mio di voti validi ovvero il 70%. Dai dati del ministero dell’Interno, non ancora completi al 100% si vede che il SUD (incl. Campania e Puglia) è stato determinante con poco meno di un terzo ca. dei voti validi: cioè i 9.7 mio di voti del Sud su 32.7 mio hanno modificato completamente il quadro del resto del paese (v. tabella).
- E’ ovvio che i problemi del Sud del paese sono diversi da quelli del Nord, un indicatore su tutti è quello della disoccupazione. L’Italia ha percentuali molto diverse tra il Sud e il resto del paese come mostra la tabella che aggiunge anche il tasso di disoccupazione all’ultima colonna e la suddivisione dei complessivi 3 mio di disoccupati per area geografica.



Elezioni italiane 2018: il travaso di voti rispetto al 2013

- La tabella non è certo un'analisi esaustiva dei flussi ma all'ultima colonna si vede chi è cresciuto e chi è diminuito rispetto alle elezioni del 2013.

Camera	Voti %	seggi	Δ 2018 -2013 (000)
PD	18,7	112	-2512
+Europa/Centro Democratico	2,5	3	669
SVP	0,4	4	-12
Civica Popolare+altri		3	
Centro Sx	22,87	122	-1855
Forza Italia	14,0	107	-2742
Lega	17,4	121	4301
Fratelli d'Italia	4,3	32	759
Noi Con l'Italia	1,3	5	
Centro-dx	37,0	265	2319
5 Stelle	32,66	227	2036
Liberi e Uguali	3,4	14	20
Altri	4,1	2	-
Solo per il 2013			
Monti Scelta Civica			-2824
UDC			-608
Totale Seggi	100%	630	-



Il quadro politico italiano, programmi dei principali partiti italiani

Partiti e leaders	MDP - Bersani	PD-Renzi	Forza Italia - Berlusconi	Lega Nord - Salvini	5 Stelle - Grillo
% seggi alla Camera	2,2%	17,7%	17,0%	19,2%	36,0%
Programma Economico	Gli investimenti a traino dell'economia, contrari agli incentivi fiscali, imposta sugli immobili dei redditi elevati	Tagli fatti: 10 €mld di bonus fiscale, 6 €mld di minore Irap, 3 €mld di taglio Ires, 4 €mld di IMU sulla 1a casa	Aumento della fascia di reddito esentasse fino a 12K €, favorisce altri 5mio di contribuenti	Flat tax del 15% a sostegno di una crescita economica del 3% e surplus primario del 2% per una riduzione permanente del debito/PIL	Salario minimo a tutti, settimana lavorativa <40 ore, riforma del sindacato e supporto all'energia rinnovabile
Euro e UE	Principale obiettivo, la fine dell'Austerità. Eliminazione del Fiscal Compact per permettere maggiori investimenti (Golden rule)	Revisione del Fiscal Compact. Rispetto del limite del 3% sul deficit ma incrementare gli investimenti pubblici	Rispetto delle regole europee ma riduzione di 500bps dell' Income/GDP finanziati da una riduzione di 700bps della Spesa Pubblica/PIL. Target del deficit, 0%, per una riduzione del debito/PIL sotto il 100%	L'Area Euro a 19 non è efficiente e richiede una revisione dei trattati a supporto delle PMI	Necessaria una revisione dei trattati europei per garantire maggior flessibilità in tema di investimenti. Spending review di 50 mld per ridurre il debito/PIL sotto il 100%. Abbandonare l'euro non è più la priorità
Pensioni	Le pensioni devono tener conto degli anni di contribuzione e di quelli di disoccupazione non volontaria. Bisogna garantire un livello minimo	Garantire una pensione minima di 650€ in caso di sistema contributivo	Eliminazione della Legge Fornero (2012) che ha alzato l'età è pensionabile a 65 anni. Pensione minima di 1000€ dagli attuali 632€ mensili (842m persone)	Eliminazione della Legge Fornero (2012) permettendo di andare in pensione con il limite del 100 (somma tra età e un minimo di 42 anni di contributi)	Pensione minima di 780€ in caso di sistema contributivo. Tetto alle pensioni di 5000€, ogni eccesso viene redistribuito alle pensioni più basse
Imposte	Imposta sui redditi progressiva	Taglio ulteriore del cuneo fiscale (costo per le aziende a 29% dal 33% attuale per i lavoratori fino a 35 anni), dell'Irpef e se possibile sospendere il Fiscal Compact	Flat tax tra il 20-23% per individui e società. Eliminazione IRAP (tassa del 3.9% sul gross margin) finanziata con una riduzione dei sussidi	Flat tax al 15%, l'ipotesi che ciò riduca l'evasione fiscale del 40%, stop a 7 €mld di contributi vs UE. Cancellazione dell' IRAP	Taglio del carico fiscale per le persone meno abbienti e PMI



Il dibattito politico italiano: tra flat tax e cuneo fiscale. Come finanziare le misure?

Tabella 1. Reddito annuo e Tasse sul reddito, 2015

	Person e (000)	% Contri- buenti	Reddito imponi- bile	Tassa- zione Lorda	% Lorda media	Tax rate effettivo	Mld € di costo/ risparmio in caso di flat tax al:	
							15%	23%
Inferiore a 20k (lordi)	24,4	59,9%	221	50,4	22,8%	9%	0,0	0,0
Da 20k a 26k (lordi)	6,2	15,2%	136	33,0	24,3%	16%	-1,0	0,0
Da 26k a 40k (lordi)	6,7	16,3%	199	51,9	26,0%	20%	-10,4	0,0
Da 40k a 50k (lordi)	1,4	3,4%	57	16,6	29,2%	26%	-6,0	-1,5
Da 50k a 70k (lordi)	1,1	2,6%	58	18,1	31,4%	29%	-8,1	-3,5
Oltre 70k (lordi)	1,1	2,6%	120	44,2	37,0%	36%	-24,7	-15,1
Totale	40,8	100,0%	790	214,2	27,1%	20%	-50,2	-20,1

Tabella 2. Salario medio. Single senza figli

	Costo del lavoro	Salario lordo	Salario netto	Cuneo fiscale	A carico del lavoratore	A carico del datore di lavoro
Italia	40.411	30.642	21.107	48%	31%	31,9%
Francia	51.956	38.049	26.978	48%	29%	36,6%
Germania	57.048	47.809	28.849	49%	40%	19,3%
Spagna	34.696	26.710	20.998	39%	21%	29,9%

Tabella 3. Salario medio. Famiglia con 2 figli

	Costo del lavoro	Salario lordo	Salario netto	Cuneo fiscale	A carico del lavoratore	A carico del datore di lavoro
Italia	40.411	30.642	24.797	39%	19%	31,9%
Francia	51.956	38.049	31.171	40%	18%	36,6%
Germania	57.048	47.809	37.639	34%	21%	19,3%
Spagna	34.696	26.710	22.952	34%	14%	29,9%

- Una flat tax del 15% come ipotizzato dalla Lega andrebbe a beneficiare il 25% dei 41 mln di contribuenti italiani. Se da un lato non ci sono dubbi che la capacità di spesa crescerebbe significativamente, sembra irrealistico pensare che i maggiori consumi siano tali da coprire i 50 mld (3% del PIL) di maggior costo per lo Stato. Anche nel caso di una flat tax al 23%, suggerita da Forza Italia, comporterebbe un costo di circa 20 mld, beneficiando meno del 10% dei contribuenti.
- Il secondo tema caldo della campagna elettorale è il cuneo fiscale. Nel caso di un single senza figli a carico, il cuneo italiano del 48% risulta in linea con quello in Francia e in Germania. Una riduzione del 10% sulle nuove assunzioni (250 m l'anno) implicherebbe un costo di 1 mld per il primo anno, 2 mld per il secondo, 3 mld per il terzo....
- Spesso il dibattito politico in materia fiscale risulta piuttosto superficiale e raramente si considera il tasso di natalità italiano prossimo a 0 né si menzionano le differenze tra i casi di un single senza figli a carico e quelli di un contribuente sposato con due figli a carico. In questo ultimo caso la Germania risulta molto più competitiva di Francia e Italia.



In sintesi

- **Manteniamo a 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 le valutazioni elevate e le tensioni politiche a Washington possano nel breve condurre ad una moderata sottoperformance in relazione ad altri mercati. **Eleviamo a overweight gli emergenti**, ritenendo che alcuni indici (es. Russia, Cina e Corea del Sud), possano offrire una buona diversificazione di portafoglio. In generale pensiamo che il comparto possa beneficiare del quadro macroeconomico globale positivo, e che il Dollaro non costituisca un ostacolo significativo in questa fase.
- **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 il positioning marcatamente sottopesato degli investitori possa sostenere i corsi. **Restiamo positivi sui bond inflation link**.
- Riguardo i cambi, **riportiamo a 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.
- 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. **Portiamo a overweight i metalli preziosi**, ritenendo che su questi livelli l'oro costituisca a sua volta un hedge efficiente contro esplosioni di volatilità, ed un'accelerazione sopra attese dell'inflazione



Giudizi sintetici

Azionario		Obbligazionario governativo	
US	■	US	■
Area euro	▲	Area euro core	▼
UK	▼	Area euro periferia	▼
Giappone	▲	UK	▼ Downgrade
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	▼ Downgrade
Area euro high yield	▼	EUR/GBP	▲
Area euro finanziari subordinati	■	EUR/CHF	▼
Materie prime		USD/JPY	▼
Energetiche	▲	▲ = Overweight ■ = Neutral ▼ = Underweight	
Industriali	▲		
Agricole	■		
Metalli preziosi	▲ Upgrade		

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.