

2025

Anthilia
Capital Partners
SGR

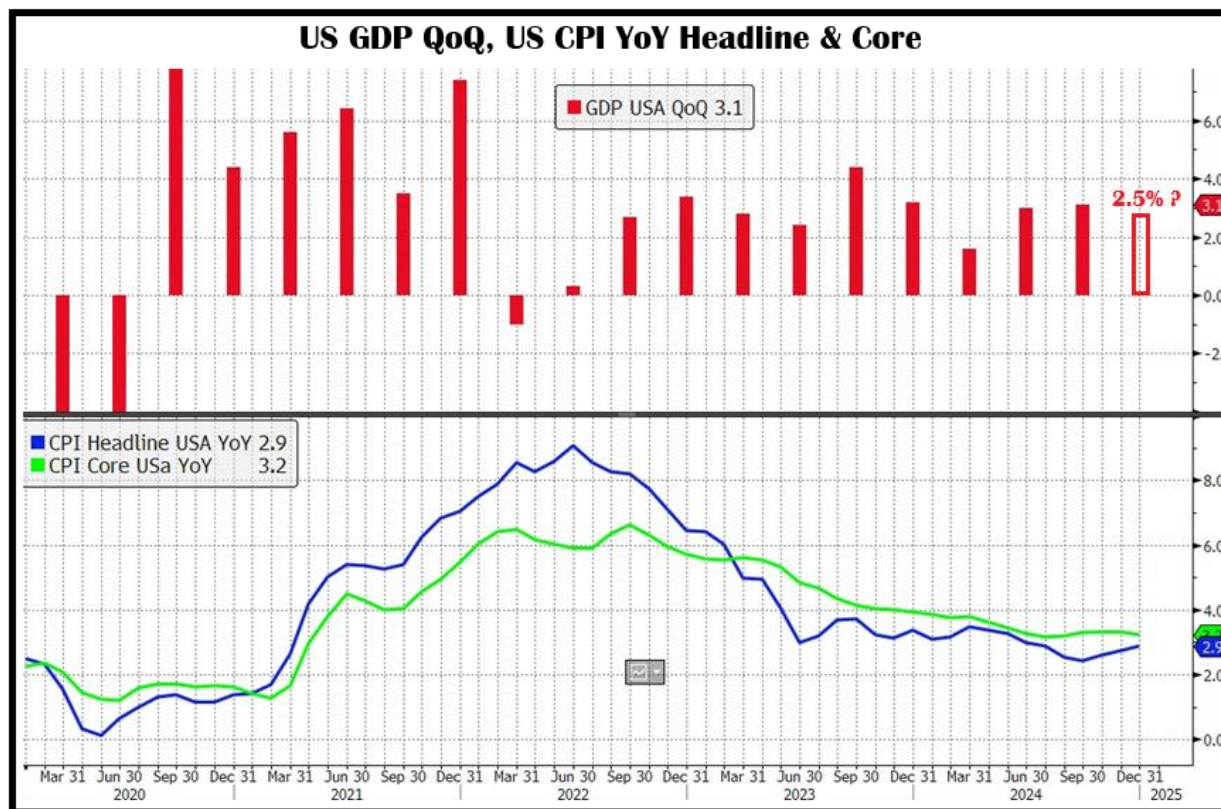
Analisi di scenario
Gennaio 2025



Anthilia^{sgr}
Capital Partners



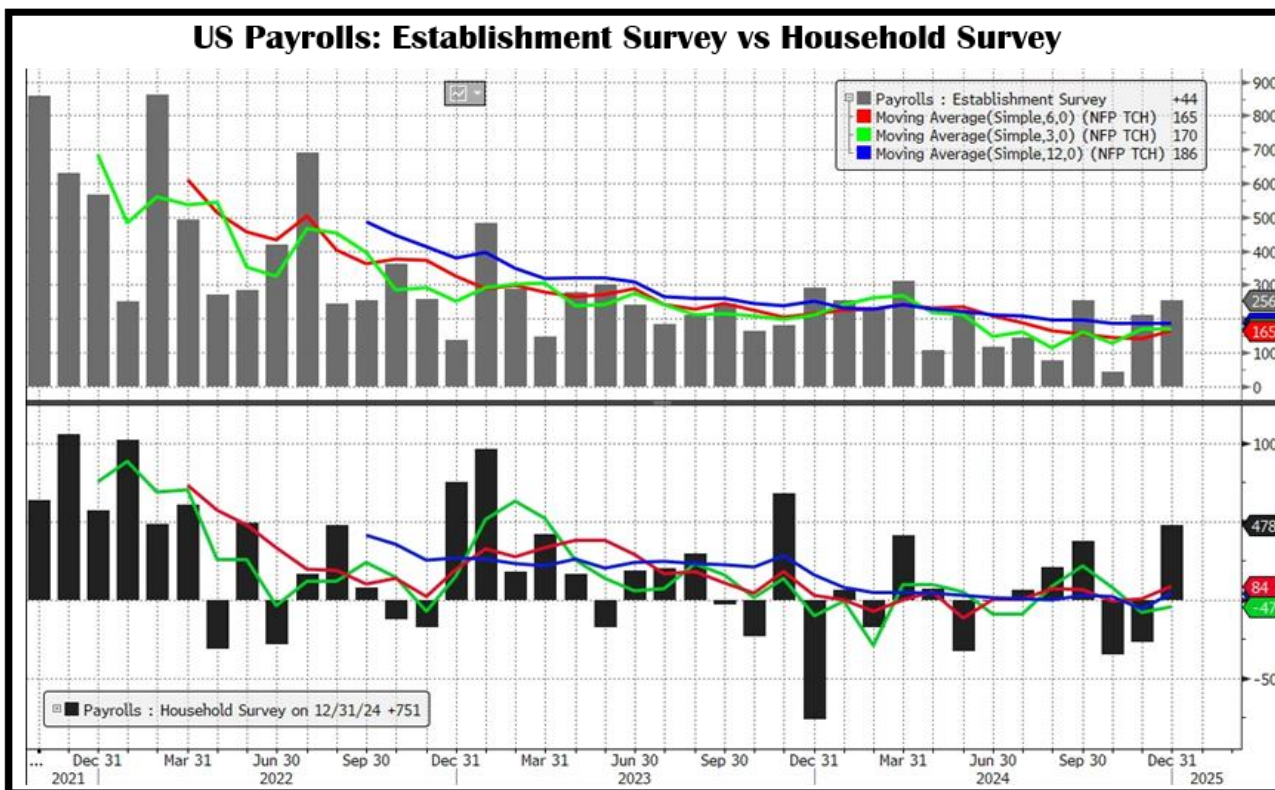
Biden lascia a Trump un'economia in discreta forma



- **L'economia US appropia la presidenza Trump in uno stato di discreta salute.** Il consenso si attende una crescita attorno al 2,5% annualizzato nel quarto trimestre del 2024, e di circa il 2,7% anno su anno.
- Riguardo il quadro inflattivo, **il rientro del CPI al target ha un po' rallentato**, negli ultimi mesi, **ma l'ultimo report è tornato a sorprendere al ribasso** e mostrare un rallentamento del CPI Core, e in particolare dei servizi. Prima che le politiche di Trump entrino in vigore, i rischi sui prezzi sembrano bilanciati.



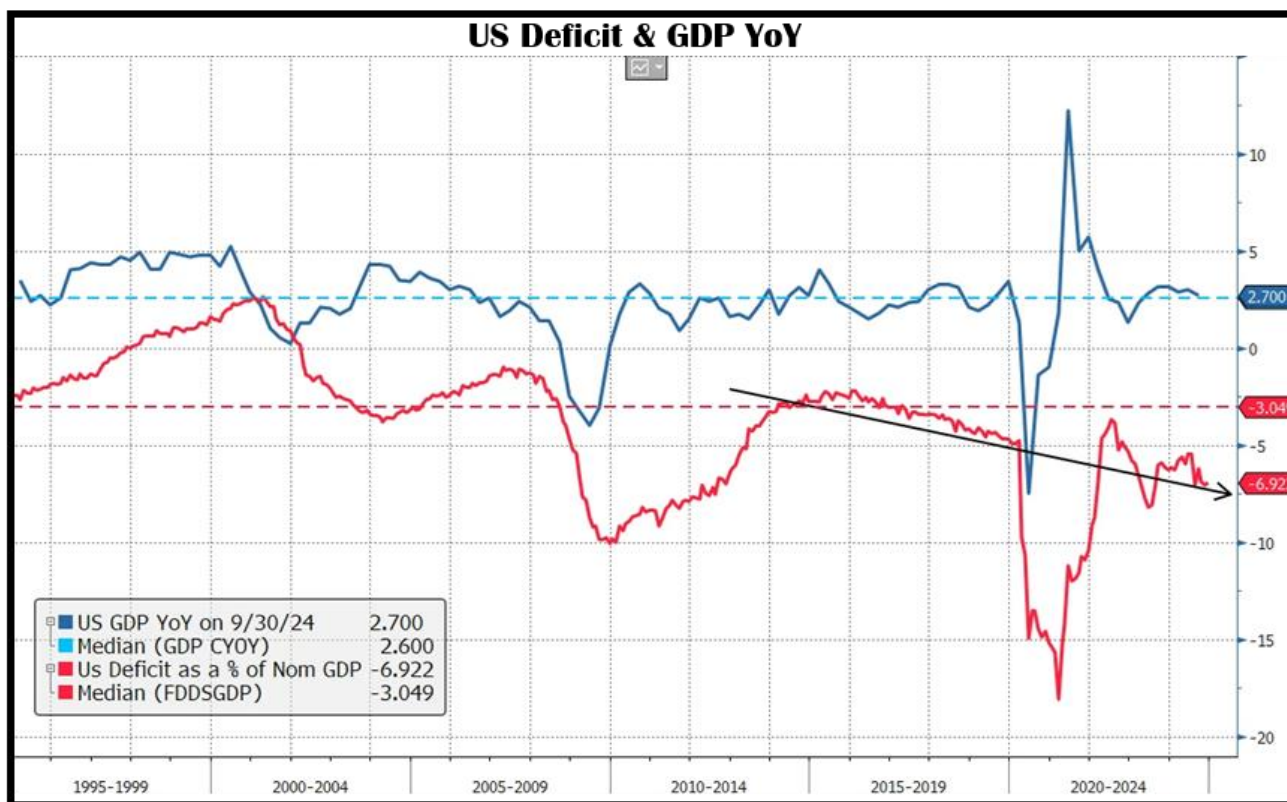
Il mercato del lavoro sembra tornato robusto



- **I segnali di debolezza dell'occupazione intravisti a metà 2024 sembrano riassorbiti.** La creazione di posti di lavoro si è recentemente riportata sopra le 200,000 unità al mese, con tutte le medie mobili sopra il livello di 150,000 (neutralità per la disoccupazione).
- Anche le offerte di lavoro si sono riportate sopra gli 8 milioni a Novembre 2024, mentre i sussidi di disoccupazione si mantengono su livelli bassi.
- **Il mercato del lavoro USA appare come solido, ma non surriscaldato come nel 2021.** La miglior condizione possibile.



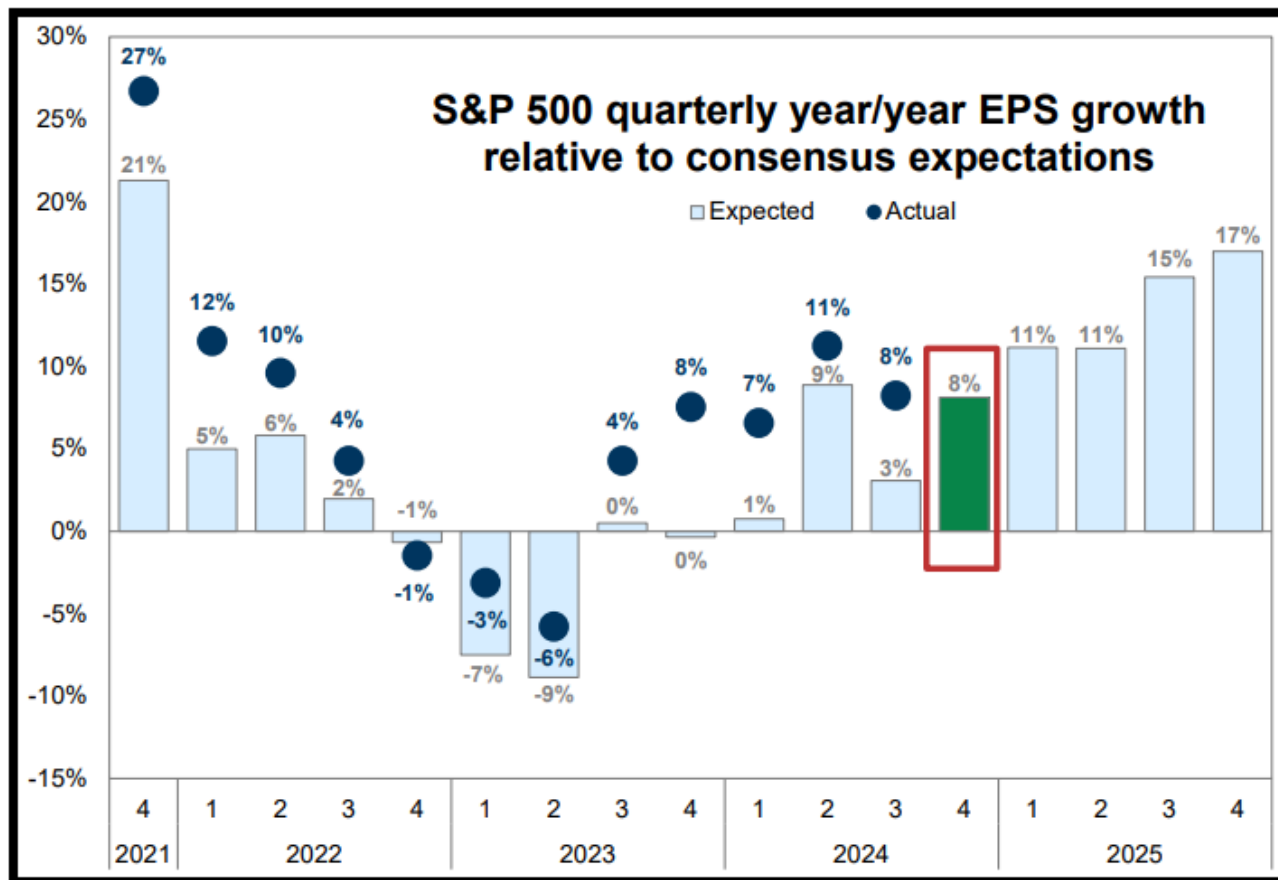
Lo stimolo fiscale resta abbondante



- **Tra le promesse elettorali di Trump vi sono tagli alle tasse e aumento del deficit.** Il nuovo Segretario del Tesoro Bessent ha evidenziato che il margine di manovra è scarso e sottolineato l'importanza di riportare le finanze pubbliche su un percorso sostenibile. Considerando che la disciplina fiscale è materia per il Congresso, **per ulteriore stimolo potrebbero volerci tempi lunghi.**
- Peraltro, anche senza ulteriore easing, con un deficit/GDP al 7% al momento **la politica fiscale USA presenta livelli di espansività elevati.**



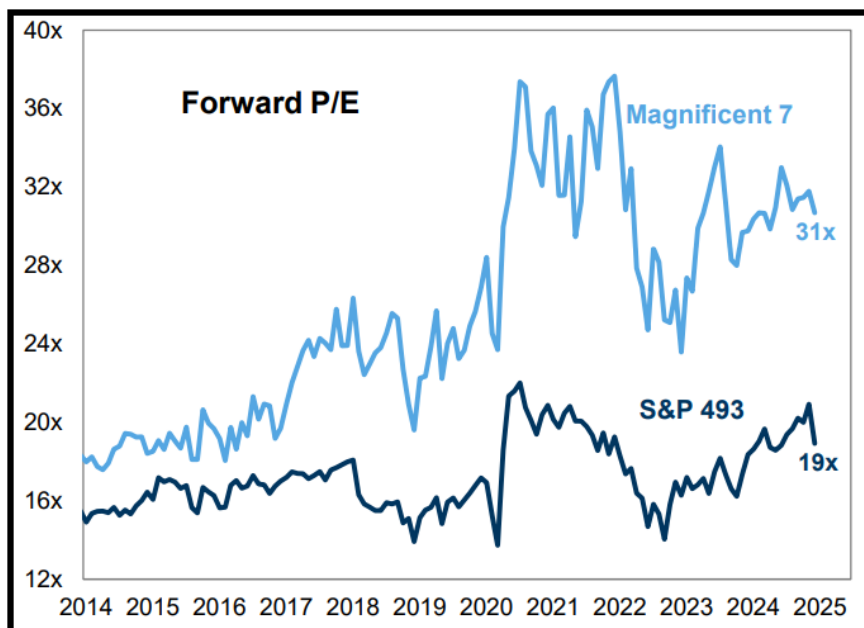
Wall Street? Cara, ma supportata dall'earning growth



- **Wall Street** giunge all'appuntamento con l'amministrazione Trump su **livelli elevati**, dopo 2 anni di progressi a doppia cifra. Sicuramente il rientro dell'inflazione e conseguente easing Fed, e l'euforia per l'AI sono stati tra i driver di un aumento cospicuo dei multipli. Ma è stata la **corposa crescita degli utili**, significativamente sopra attese, a **spingere il listino**.

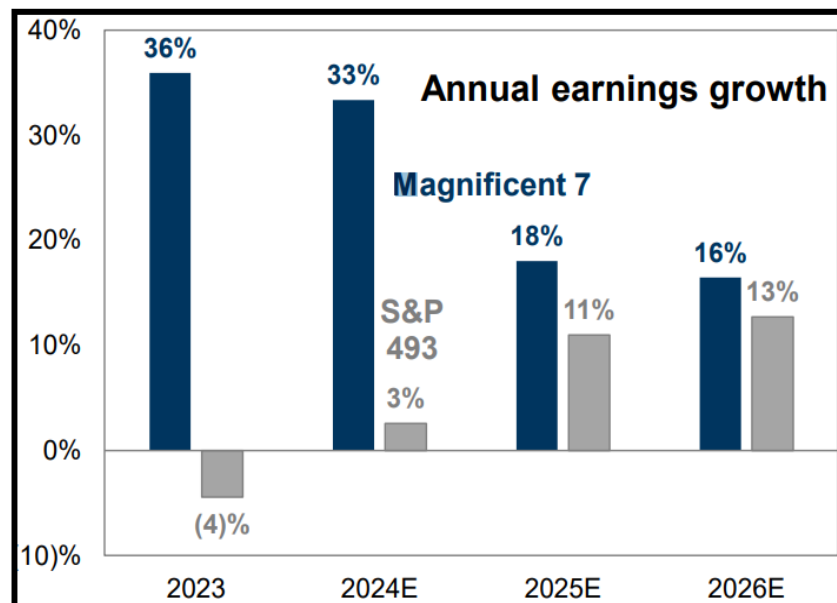


Le Magnificent Seven a rischio *derating*



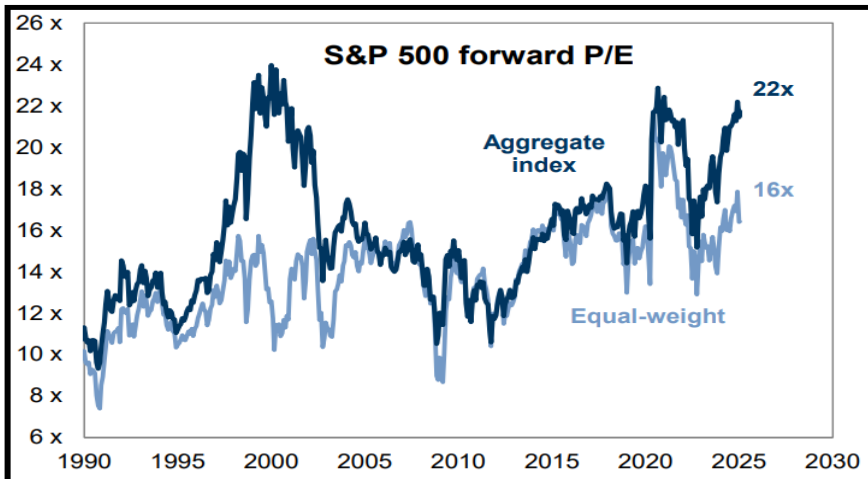
- Un **graduale rientro della crescita degli utili delle Mag 7** sui livelli di lungo periodo fa venire meno il principale motivo della loro outperformance e potrebbe riflettersi, a margine, negativamente sui multipli del «settore» sui quali hanno impattato anche fattori parzialmente «emotivi» come l'euforia da AI (Nvidia) e l'impatto del cambio della guardia alla Casa Bianca (Tesla)
- Viceversa, un'**accelerazione dell'earning growth nel resto dell'indice S&P 500** potrebbe supportare i corsi e compensare un eventuale fase correttiva del big Tech.

- Una buona fetta dell'**ipervalutazione dell'S&P 500** è dovuta all'impatto dei **multipli delle Big Cap del tech**.
- Queste 7 azioni sono giunte a pesare in aggregato oltre il 30% dell'indice, mentre l'S&P Ex Mag7 ha dei multipli assai più vicini alla media di lungo periodo
- Diversamente dalla bolla tecnologica di fine anni 90, in questo caso la performance eccezionale di queste aziende trova riscontro in **una crescita rapidissima degli utili**.
- Peraltro, di recente si nota un **rallentamento**, e il consenso si attende una convergenza tra l'earning growth del big tech e quella del resto dell'indice

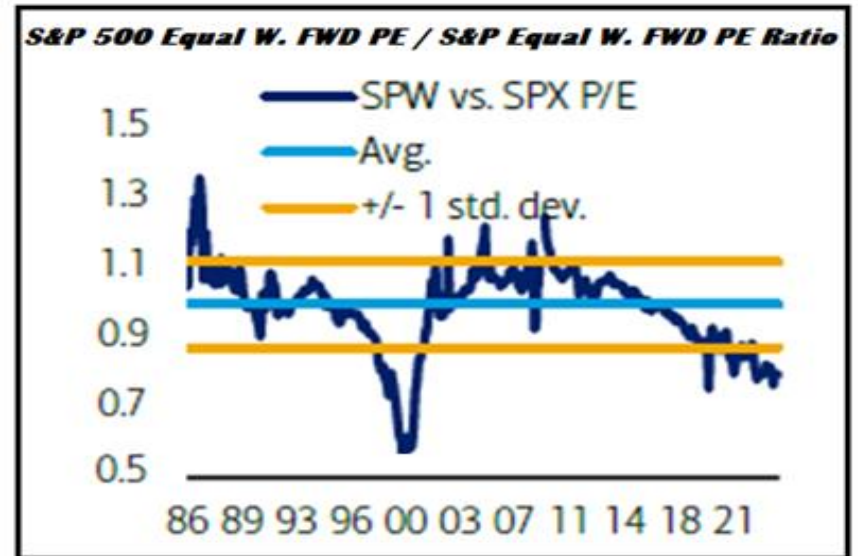
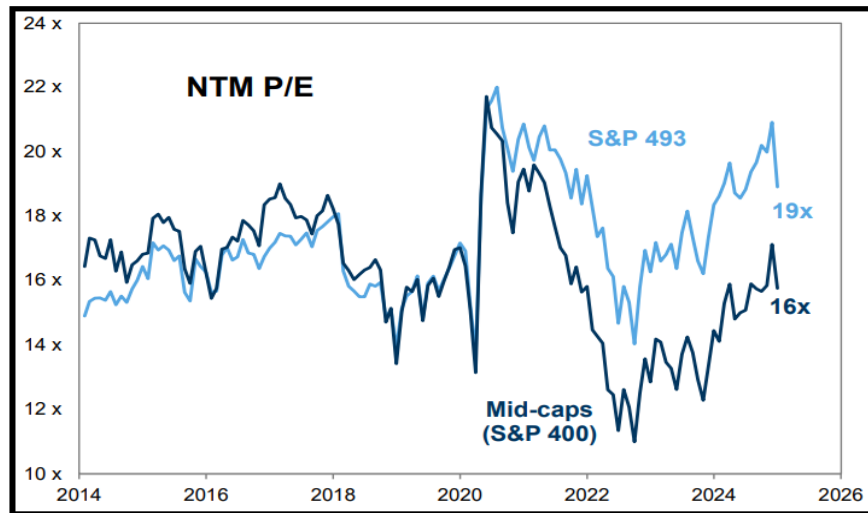




Il Valore nelle Mid Caps USA



- Il tema dell'elevatezza dei multipli USA si stempera ulteriormente se si guarda alle **mid e small cap**. Infatti, i **multipli dell'S&P 500 equal weight sono assai inferiori** a quelli dell'indice *capital weighted*: Il ratio tra i PE dista oltre una standard deviation dalla sua media.
- Discorso analogo per le **Mid Cap USA**, che trattano a significativo sconto anche sull'S&P 500 depurato delle Mag7.
- Avendo business più domestici, i titoli a capitalizzazione media sono anche meglio posizionati per beneficiare dell'ambiente «pro business» che Trump dovrebbe produrre negli USA





Inizia il *Trump II*. Cosa ci attende?

- 1. Dazi : Un approccio apparentemente meno aggressivo delle attese.** Trump ha dichiarato di non essere ancora pronto per un «dazio universale». Ha messo una deadline ravvicinata per dazi del 25% sui beni provenienti da Messico e Canada, ma una promessa analoga nel 2019 è rimasta lettera morta. Riguardo la Cina è stato più vago, e ha detto che vi saranno altri colloqui con il Presidente Xi, dopo il primo che è andato «molto bene». Questo non vuol dire che non saranno imposti dazi anche a Cina ed Europa, ma in ogni caso l'adozione non sembra così imminente. E' stata disposta una revisione delle pratiche commerciali da completare entro l'1 Aprile, cosa che da tempo per trattative.
Impatto: Inflazionario, in gran parte one off, non prima della seconda metà del 2025. Marginale impatto sui consumi dall'aumento dei prezzi.
- 2. Immigrazione : priorità dell'amministrazione.** Da discorso di insediamento, memorandum circolati e ordini di servizio si intuisce che l'azione sarà pronta e incisiva, in primis sulla chiusura dei confini, e poi con deportazioni, che sembrano però decisamente più difficoltose da realizzare rispetto all'arresto dei flussi in entrata.
Impatto : Calo del potenziale di crescita causa ridotta offerta di lavoro, inflazione in rialzo causa pressioni salariali
- 3. Stimolo fiscale : Poche informazioni nuove.** La materia fiscale è sottoposta all'approvazione del Congresso e Trump vi esercita un controllo inferiore. Verrà sicuramente rinnovato il Tax Cut & Jobs Act, con eventualmente qualche modifica. Si parla di tagliare la corporate tax alle aziende manifatturiere. In ogni caso, realizzazione e impatto saranno differiti al 2026. Peraltro, il Tax Cut & Jobs Act fu varato a fine 2017, ma il mercato lo scontò in corso d'anno.
Impatto: da definire in base all'effettivo easing. Marginalmente positivo su crescita e inflazione e negativo su finanze pubbliche.
- 4. Deregulation : Poche informazioni nuove.** Non citata nel discorso se non indirettamente (quando ha illustrato l'intenzione di rilanciare il settore oil & gas), la deregulation dovrebbe riguardare principalmente i settori energia e finanziario, ma in generale investire una moltitudine di ambiti alimentando efficienza e tagli dei costi (a discapito di stabilità, sicurezza, green etc).
- 5. Efficienza Governativa : Target ambizioso, poche informazioni. Impatto: negativo per occupazione, disinflattivo**

SINTESI: E' innegabile che alcuni aspetti delle politiche annunciate da Trump possano avere effetti negativi su **quadro inflattivo, ed economia**. Peraltro, Trump si vanta di essere un **presidente pro business e un grande negoziatore**. Ed è **fan di tassi bassi e condizioni finanziarie espansive**. Il suo **primo mandato** è stato caratterizzato da **inflazione in media sotto il target Fed**. La leva della **deregulation**, per quanto ancora indeterminata nelle modalità, può essere un **fattore positivo** per ciclo e profitti aziendali di dimensioni tali da più che **bilanciare gli effetti negativi** di dazi e immigrazione. E l'economia USA entra in questo *second term* in buone condizioni.

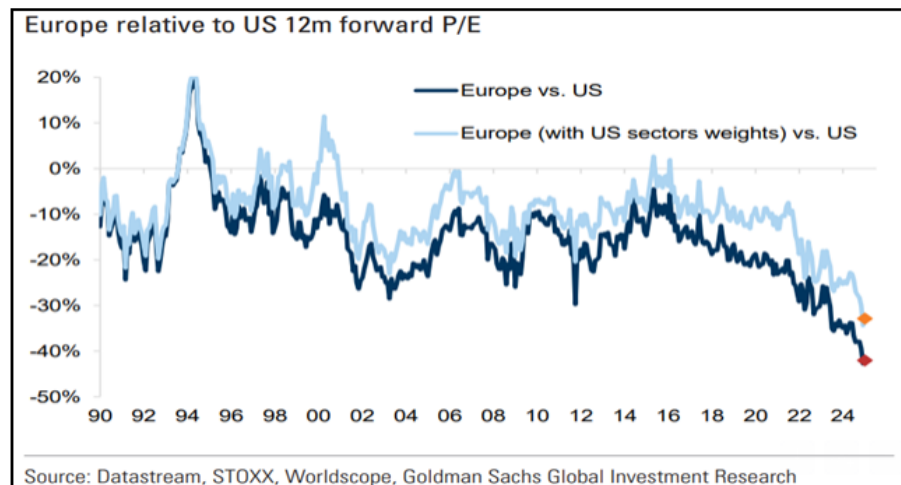


Azionario Eurozone: è abbastanza cheap ?



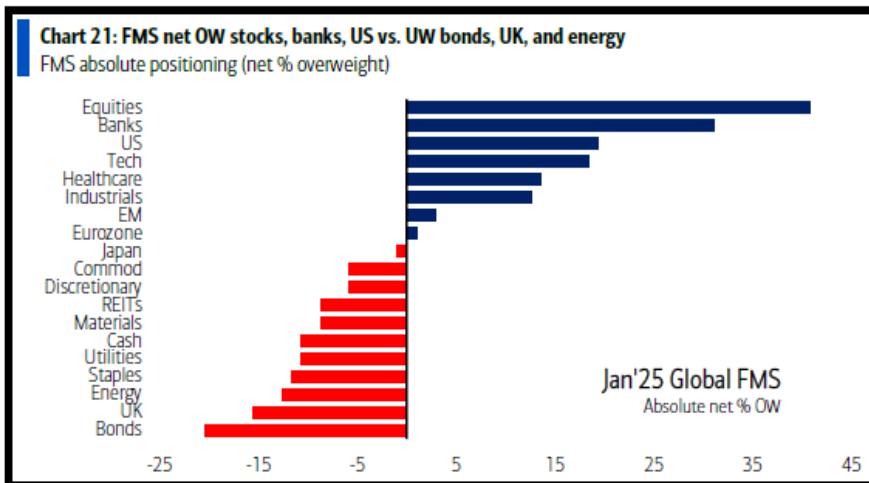
- Nella parte finale del 2024 l'azionario Eurozone ha accusato l'impatto del clean sweep di Trump, con quel che comporta di negativo, in termini di politiche commerciali ed estere per l'economia del Vecchio Continente.
- Questo impatto si è manifestato attraverso la divergenza tra l'Equity USA e quello Eurozone, rimasto laterale a fronte del rally del primo.
- In realtà la fase di stallo dell'azionario continentale è durata 3 trimestri: i massimi sono stati marcati alla fine del primo
- Questa fase laterale è stata interrotta a inizio 2024, con alcune delle principali piazze europee tornate a segnare nuovi massimi

- Un'ulteriore significativa underperformance dell'equity Eurozone vs quello USA sembra improbabile considerando:
 1. il divario di valutazione tra l'azionario americano e quello europeo
 2. la moderata svalutazione dell'€
 3. il probabile moderato easing fiscale in Germania
 4. il divario di sentiment e positioning
 5. Un *eventuale* tregua/pace in Ucraina
- E' sensato attendersi che ulteriori rialzi a Wall Street saranno accompagnati da rialzi analoghi dei listini europei



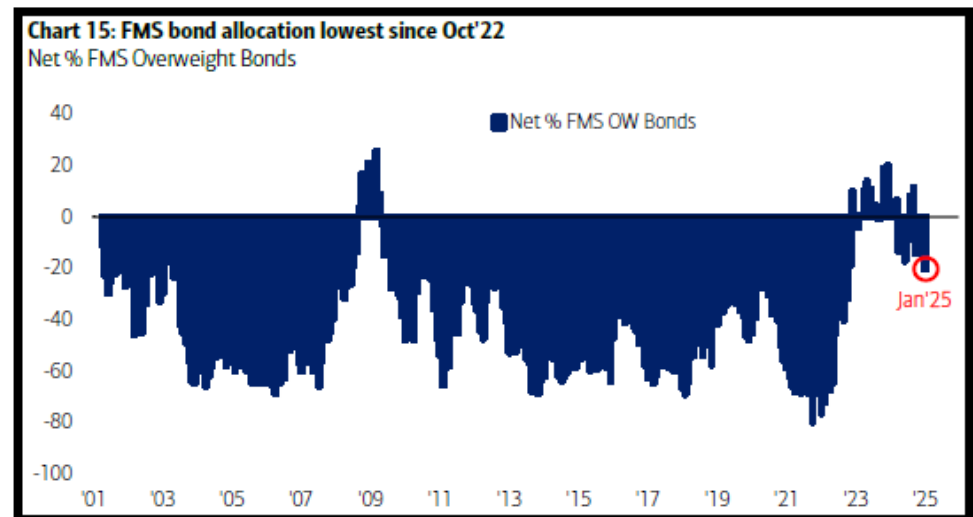


Bond USA: so unloved



- Nel quarto trimestre del 2024 i rendimenti USA sono stati spinti al rialzo da i) una serie di dati di inflazione sopra attese, che hanno alimentato dubbi sul percorso dell'inflazione, e ii) il risultato delle presidenziali che prodotto timori di politiche inflattive da parte della nuova amministrazione.
- Le politiche commerciali di Trump potrebbero rivelarsi meno inflattive delle attese:
 - L'approccio alle politiche commerciali potrebbe essere più di tipo **negoziale**
 - La **razionalizzazione** della PA potrebbe avere sull'occupazione USA un **effetto opposto** a quello atteso dalle politiche anti immigrazione

- In ogni caso l'impatto delle politiche di Trump sui prezzi USA è ancora **distante parecchi trimestri**.
- Il report di CPI di Dicembre ha riportato il quadro sui prezzi USA in direzione di una **moderata disinflazione**
- Al momento **sentiment e positioning** sul comparto sono **assai depressi**





In sintesi

- Lasciamo a **overweight l'azionario US**. Riteniamo che l'entrata in ufficio della nuova amministrazione comporti, in effetti, dei rischi macroeconomici, legati all'applicazione di dazi generalizzati, all'impatto su offerta di lavoro di una determinata lotta all'immigrazione, e dal brusco efficientamento della pubblica amministrazione. Detto questo, crediamo che l'effetto principale sarà un miglioramento delle business condition legato ad una robusta deregulation, ad una politica fiscale che resta espansiva, e a condizioni finanziarie che resteranno o diventeranno più accomodanti. Vediamo maggiore valore nelle Mid e Small Caps, che sono più sensibili all'economia interna rispetto alle grosse aziende con business globali che girano su multipli più elevati.
- Portiamo a **overweight l'azionario europeo**. Crediamo che l'entrata della nuova amministrazione USA possa avere, coeteris paribus, un impatto negativo sul ciclo macroeconomico EU, a causa dell'adozione di politiche commerciali generalmente protezionistiche, di un progressivo disimpegno dal quadro geopolitico e della possibile generazione di temporanee spinte inflattive. Peraltro, riteniamo che sui livelli di multipli attuali l'equity continentale sconti a sufficienza questo scenario. Il divario con i multipli USA, unitamente alla svalutazione dell'€ e il moderato easing fiscale in arrivo in Germania, rendono improbabile una significativa underperformance degli indici Eu rispetto a Wall Street. Sentiment e positioning sono supportivi. Con valutazioni analoghe, lasciamo a **overweight l'azionario italiano**.
- Lasciamo a **overweight l'azionario UK**. Riteniamo che Londra resti attraente in virtù di valutazioni più contenute, un'economia che riteniamo più robusta rispetto all'attuale consenso, e ulteriore easing da parte della Bank of England della prima metà del 2025. Vediamo maggiore valore sul FTSE 250, per via di una composizione più dedicata ad aziende di dimensioni medio piccole, e business legati all'economia nazionale.
- Lasciamo a **neutral l'azionario giapponese**. Riteniamo il repricing occorso negli ultimi mesi, anche in relativo nei confronti degli altri indici, sufficiente a restituire valore al comparto. La Bank of Japan è però l'unica delle banche centrali del G10 a portare avanti una tightening bias..
- Lasciamo a **overweight l'azionario cinese**. Al momento l'attuazione della parte fiscale del nuovo piano di stimolo deciso a fine settembre va a rilento, cosa che ha alimentato dubbi circa la serietà dell'impegno di Pechino. Ciò detto, riteniamo che, per le Autorità cinesi, la posta in termini di credibilità sia troppo alta per rischiare un fallimento. Crediamo quindi che produrranno uno sforzo sufficiente ad ottenere un'accelerazione ciclica, in grado di riflettersi sugli utili aziendali. L'atteggiamento di Trump verso la Cina sembra meno aggressivo del previsto. Nei dati macro degli ultimi mesi si comincia a notare un primo impatto delle misure di politica monetaria.



In sintesi

- Lasciamo a **overweight l'azionario Emergenti**. Il solido risultato elettorale ottenuto da Trump, insieme con il conseguente rally del Dollaro hanno frenato l'ottimismo nei confronti del comparto. Ora la corsa del Biglietto Verde potrebbe arrestarsi almeno temporaneamente, insieme al rialzo dei rendimenti US, offrendo sollievo ai corsi.
- Lasciamo a **overweight l'obbligazionario US**. Riteniamo che, nonostante il recente rimbalzo, il pessimismo che circonda i Bonds USA sia ancora assai elevato. A giudicare dal discorso di insediamento, l'approccio di Trump sui dazi appare più attendista e negoziale delle attese. Gli ultimi dati di inflazione hanno parzialmente sopito i timori di una riaccelerazione dei prezzi. Infine, una una posizione lunga di treasuries è comunque un buon hedge nel caso che i risk asset correggano a causa di un catalyst diverso da un rialzo dei tassi. Portiamo a **neutral i treasuries inflation linked**. Sui livelli attuali i breakeven inflation scontano a sufficienza un'accelerazione dell'inflazione. Il petrolio potrebbe attraversare una fase di debolezza.
- Lasciamo a **neutral l'obbligazionario governativo core Eurozone**. L'economia Eurozone rimane in una condizione di fragilità. La curva dei tassi continua a scontare però un easing importante (100 bps di tagli nel 2025). E la corposa issuanche di inizio anno potrebbe aver un ruolo nell' ancorare i rendimenti sui livelli attuali. Lasciamo a **neutral i bond periferici** con l'idea che gli attuali livelli di spread siano da considerarsi «fair» alla luce del quadro macro, delle aspettative di politica monetaria e del quadro di issuance abbondante previsto nel primo trimestre. Portiamo a **neutral gli inflation link Eurozone**. Vediamo valore nei tassi reali, alla luce del ciclo di easing inaugurato dall'ECB a giugno. Ma riteniamo che i breakeven scontino a sufficienza i rischi inflattivi per il momento. Il petrolio potrebbe andare incontro ad una fase di debolezza.
- Portiamo a **overweight l'obbligazionario governativo UK**. Il recente varo di un budget fiscale di autunno superiore alle attese ha prodotto un forte rimbalzo dei rendimenti. Riteniamo che i livelli raggiunti sulla parte medio lunga della curva prezzino a sufficienza il possibile deterioramento delle finanze pubbliche.
- Lasciamo a **overweight l'obbligazionario emergenti in valuta locale**. Il solido risultato elettorale ottenuto da Trump, insieme con il conseguente rally del Dollaro hanno frenato l'ottimismo nei confronti del comparto. Ora la corsa del Biglietto Verde potrebbe arrestarsi almeno temporaneamente, insieme al rialzo dei rendimenti US, offrendo sollievo ai rendimenti. Per i medesimi motivi lasciamo a **overweight quello in valuta forte**.



In sintesi

- Lasciamo a **underweight il debito corporate US Investment Grade**. Vediamo poco valore nell'attuale livello di spread, su minimi decennali. Lasciamo a **underweight il credito High Yield** ritenendo gli spread offerti siano troppo bassi in relazione alle condizioni finanziarie in divenire. In generale riteniamo che nei prossimi trimestri assisteremo ad un graduale deterioramento dei fondamentali di credito del corporate non finanziario. Riguardo al credito europeo, lasciamo a **underweight quello Investment Grade**. Come per quello USA, non vediamo valore sui livelli attuali, ai minimi post Covid. Lasciamo a **underweight l'High Yield europeo** ritenendo che il comparto non sconti adeguatamente il deterioramento dei fondamentali in atto.
- Riguardo il credito finanziario, lasciamo a **overweight** i subordinati Additional Tier 1, e **neutral** i Tier 2 e i **senior**. Riteniamo che i fondamentali del credito finanziario europeo restino piuttosto buoni, ma, alla luce del restringimento degli spread occorso nelle ultime settimane, riteniamo che il valore nell'asset classi sia «fair». Per questo motivo manteniamo un livello di rischio equilibrato, e raccomandiamo un'attenta selezione degli emittenti.
- Riguardo i cambi, portiamo tatticamente a **neutral il Dollaro**. Sui livelli attuali ci pare che sconti a sufficienza l'entrata di Trump alla Casa Bianca. Il Neo Presidente è contrario ad eccessive rivalutazioni della divisa. I rendimenti Usa potrebbero correggere nei prossimi mesi. Il positioning è eccessivamente sbilanciato a favore del Biglietto Verde.
- Lasciamo a **overweight la Sterlina contro €**. Riteniamo che l'economia UK sia più robusta rispetto all'attuale consenso è che il deterioramento delle finanze pubbliche sia sovrastimato dal mercato obbligazionario e dei cambi.
- Portiamo a **Neutral lo Yen contro €**. La Bank of Japan è l'unica banca centrale tra quelle del G10 a portare avanti una tightening bias.



In sintesi

- Lasciamo a **overweight il Franco svizzero**. Riteniamo che il Franco sia un buon hedge contro un impatto superiore alle attese delle politiche di Trump sull' economia europea, o contro possibili fiammate di risk aversion, anche di origine geopolitica
- Riguardo le Commodities, portiamo a **underweight quelle energetiche**. A medio termine, il fabbisogno energetico dei data center e in generale dell'industria dell'AI è destinato ad avere un impatto assai accrescitivo sulla domanda globale di energia. Ma appare evidente come Trump intenda agevolare con ogni mezzo l'estrazione di greggio da parte degli USA. Anche la tregua tra Israele e Hamas è un moderato fattore negativo. Al momento la domanda sembra ristagnare un po', l'offerta, resta abbondante, e sussiste un crescente rischio che l'Arabia Saudita cambi tattica, antepoendo la necessità di puntellare la quota di mercato a quella di preservare i livelli di prezzo.
- Lasciamo a **overweight quelle industriali**, in quanto riteniamo che lo stimolo monetario e fiscale in Cina e la tenuta del ciclo negli USA e negli emergenti offriranno supporto al comparto
- Portiamo a **overweight le commodity agricole** ritenendole sottovalutate sui livelli attuali.
- Lasciamo a **overweight i metalli preziosi**. L'impressione è che la domanda da parte delle Banche Centrali e quella proveniente dall'Asia continueranno a supportare i corsi a medio termine. Inoltre l'oro sta ritrovando appeal anche tra gli investitori occidentali, a giudicare dai flussi registrati recentemente sugli ETF. Riteniamo che i Goldminers non abbiano ancora scontato appieno l'impatto su utili e multipli del recente rialzo, e continuiamo a raccomandare un sovrappeso.



Giudizi tattici

Azionario			Obbligazionario governativo		
US	▲		US	▲	
Area euro	▲	upgrade	Area euro core	■	
Italia	▲	upgrade	Italia/Periferia	■	
UK	▲		UK	▲	upgrade
Giappone	■		Giappone	▼	
Cina	▲		Emergenti Local Currency	▲	
Emergenti	▲		Emergenti Hard Currency	▲	
Valute vs Euro			Inflation linked US	■	downgrade
USD	■	downgrade	Inflation linked Area euro	■	downgrade
GBP	▲		Obbligazionario corporate		
CHF	▲		US investment grade	▼	
JPY	■	upgrade	US high yield	▼	
Materie prime			Area € investment grade	▼	
Energetiche	▼	downgrade	Area € high yield	▼	
Industriali	▲		Area € finanziari Senior	■	
Agricole	▲	upgrade	Area € finanziari Subord. T2	■	
Metalli preziosi	▲		Area € finanziari Subord. AT1	▲	

▲ = Overweight

■ = Neutral

▼ = Underweight



Asset Allocation Strategica 2025

Azionario		Obbligazionario governativo	
US	■	US	▲
Area euro	▲	Area euro core	■
Italia	▲	Italia/Periferia	■
UK	▲	UK	▲
Giappone	■	Giappone	▼
Cina	▲	Emergenti Local Currency	■
Emergenti	▲	Emergenti Hard Currency	■
Valute vs Euro		Inflation linked US	■
USD	▲	Inflation linked Area euro	■
GBP	▲	Obbligazionario corporate	
CHF	▲	US investment grade	▼
JPY	■	US high yield	▼
Materie prime		Area euro investment grade	▼
Energetiche	■	Area Euro high yield	▼
Industriali	▲	Area euro finanziari Senior	▲
Agricole	■	Area € finanziari Subord. T2	■
Metalli preziosi	▲	Area € finanziari Subord. AT1	▲

▲ = 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.