

2017

Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Luglio 2017

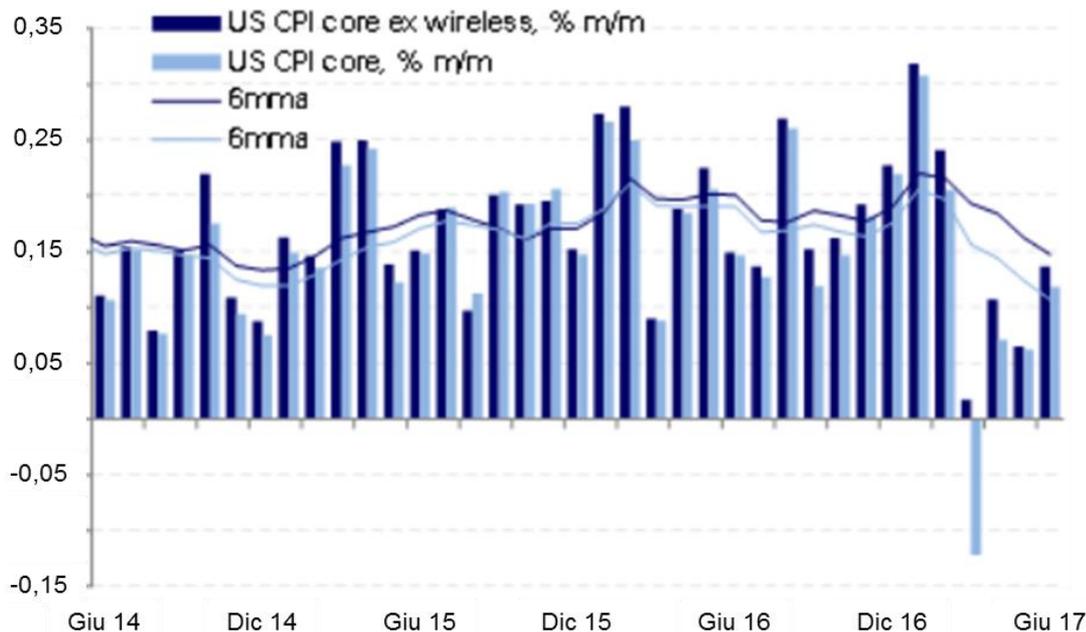


Anthilia^{sgl}
Capital Partners



«The Godot US inflation»

US Core Inflation Trend

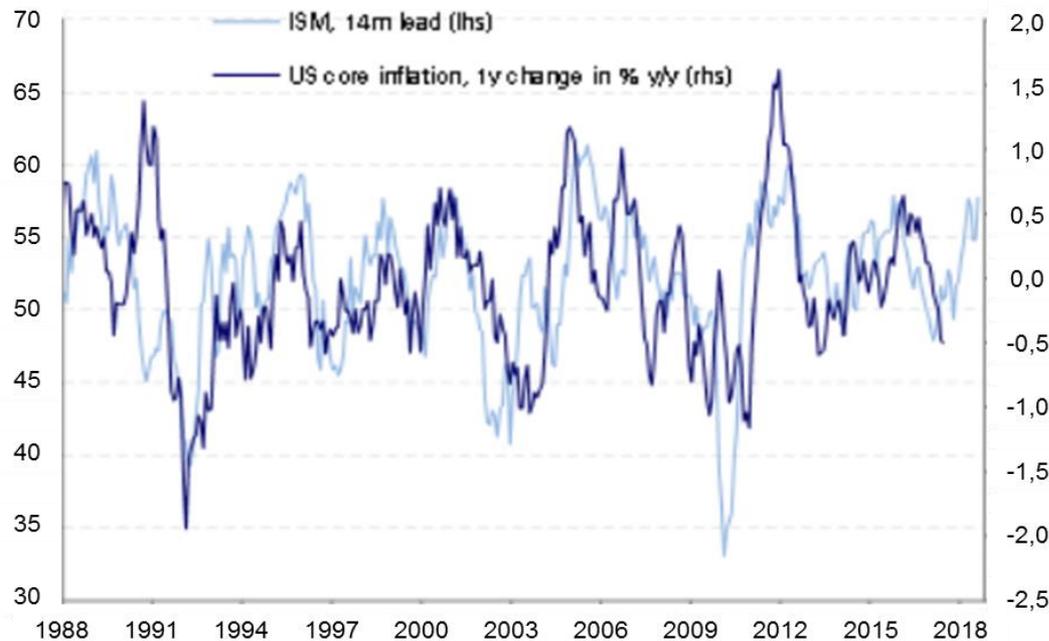


- La quarta delusione di seguito sull'inflazione US sta mettendo decisamente alla prova la teoria FED. Allo stato attuale, sembra difficile attribuire interamente a fattori temporanei il rallentamento del CPI core
- Dovesse questo stato di cose continuare, è probabile che i target FED sull'inflazione dovranno essere significativamente rivisti, implicando una revisione anche per le «rate projections»



Il quadro può cambiare nella seconda parte del 2017

Macro momentum supports some normalization in core inflation ahead

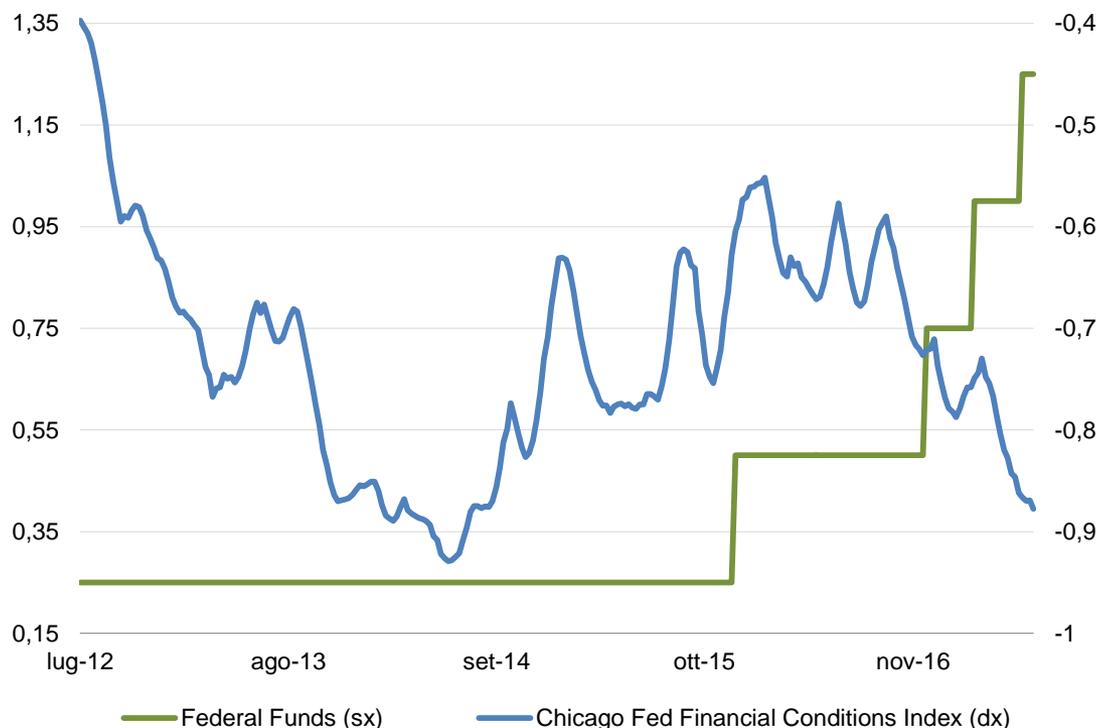


- La relazione stabile tra il momentum del ciclo macroeconomico e le variazioni dell'inflazione Core a un anno circa di distanza segnala che i prossimi 6 mesi potrebbero vedere un recupero del CPI
- Anche l'ulteriore avvicinamento del mercato del lavoro US alla piena occupazione può costituire un argomento in questa direzione
- Un outcome del genere implicherebbe un robusto repricing dei rialzi prezzati dalla curva dei tassi US (poco più di 1 rialzo prezzato entro fine 2018 contro i 4 proiettati dalla FED)



Ultime novità in materia di politica monetaria: la “Financial conditions theory”

Chicago Fed Financial condition Index vs Fed Funds



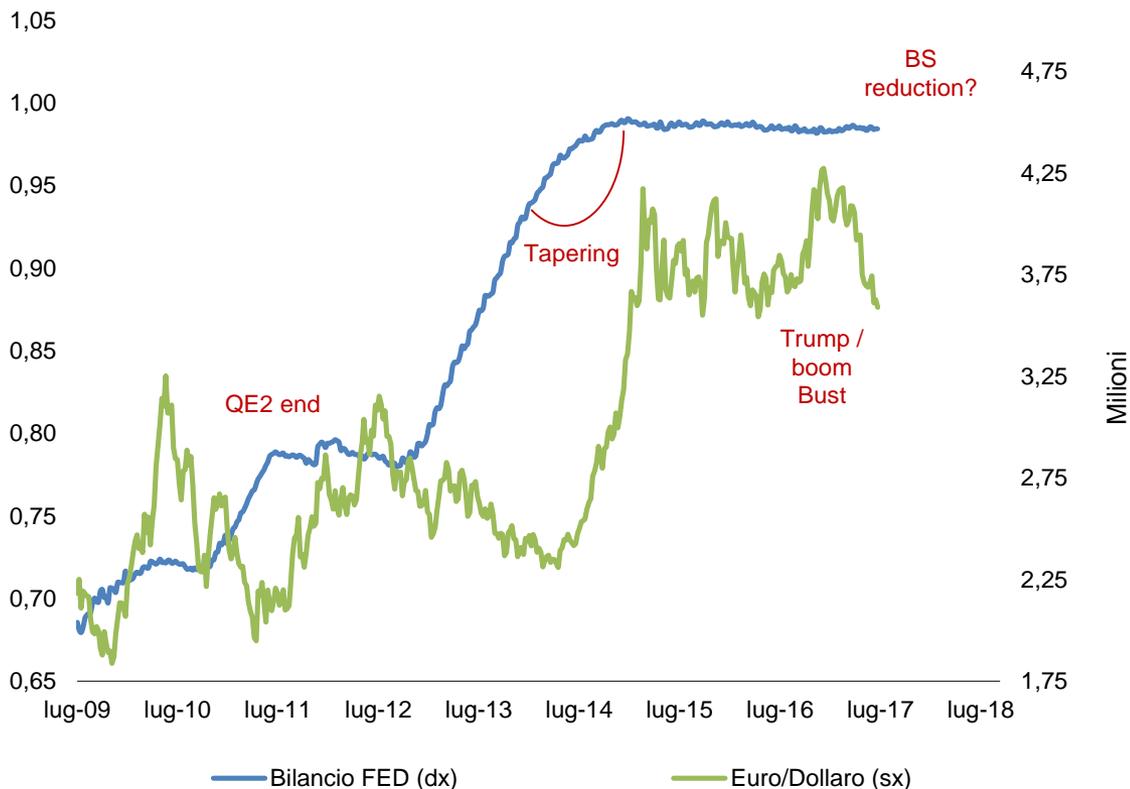
- Recentemente, più di un banchiere centrale ha notato come, in fasi di espansione economica come quella attuale, le condizioni finanziarie in cui il sistema si trova ad operare possano prendere una direzione opposta a quella dei tassi
- Il risultato è l'erogazione di una stance monetaria eccessivamente espansiva, con rischi per l'economia e per la stabilità finanziaria
- Su queste basi, alcune delle principali banche centrali hanno manifestato l'intenzione di discostarsi dall'ortodossia del singolo mandato, e prendere in considerazione una stance più proattiva e legata all'osservazione di una gamma più ampia di indicatori



L'inizio della riduzione del bilancio è una priorità per la FED

«The Committee currently expects that, provided the economy evolves broadly as anticipated, it will likely begin to implement the [balance sheet reduction] program this year.»

Yellen semi annual Congressional Testimony 12/7/2017

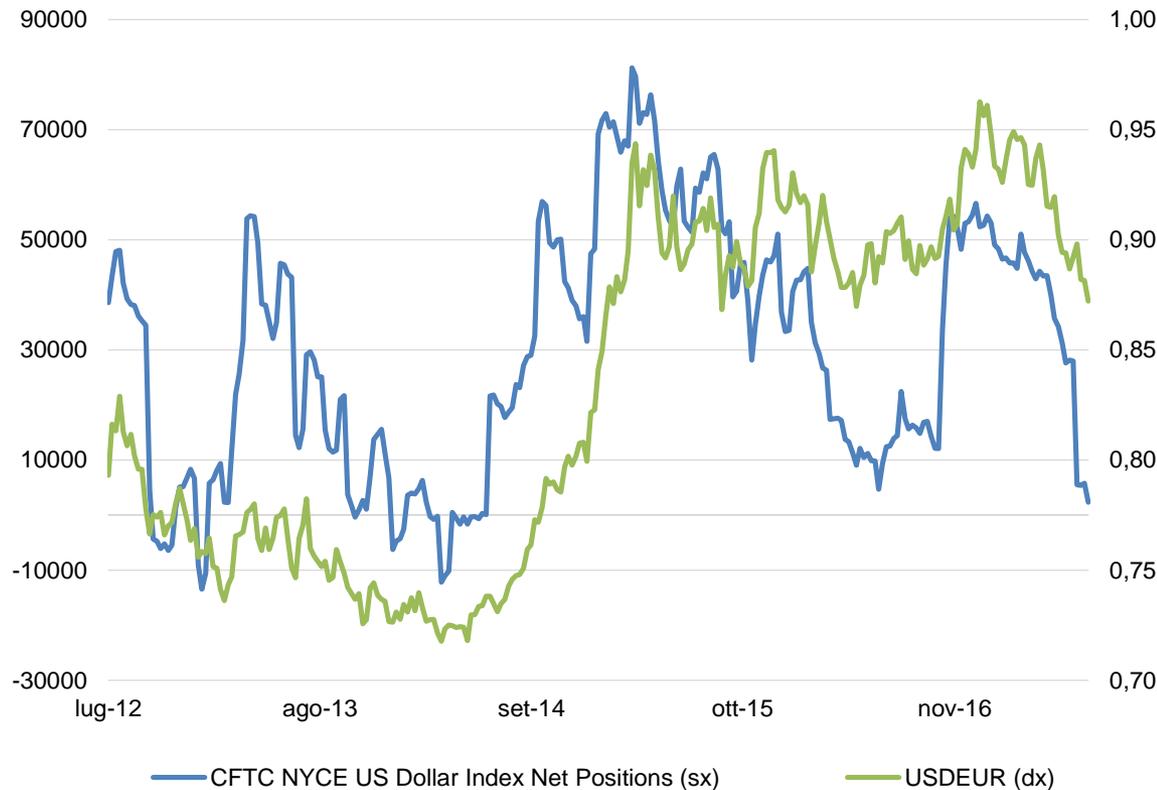


- La Yellen ha dichiarato che, in tempi normali, sono i Fed Funds il principale mezzo di aggiustamento della politica monetaria. Su queste basi, sembra lecito attendersi che eventuali variazioni del quadro macro impatteranno su questi ultimi, mentre la normalizzazione del bilancio prenderà avvio nei prossimi mesi come da programma
- Il consenso sembra attribuire al livello dei tassi un'importanza maggiore nel determinare il livello del cambio. Ma in realtà le variazioni più robuste e durature si sono verificate in occasione di modifiche sostanziali delle dinamiche di bilancio



Dollaro: ormai Trump è un «negative»

Net Dollar CFTC positioning vs Dollar Index

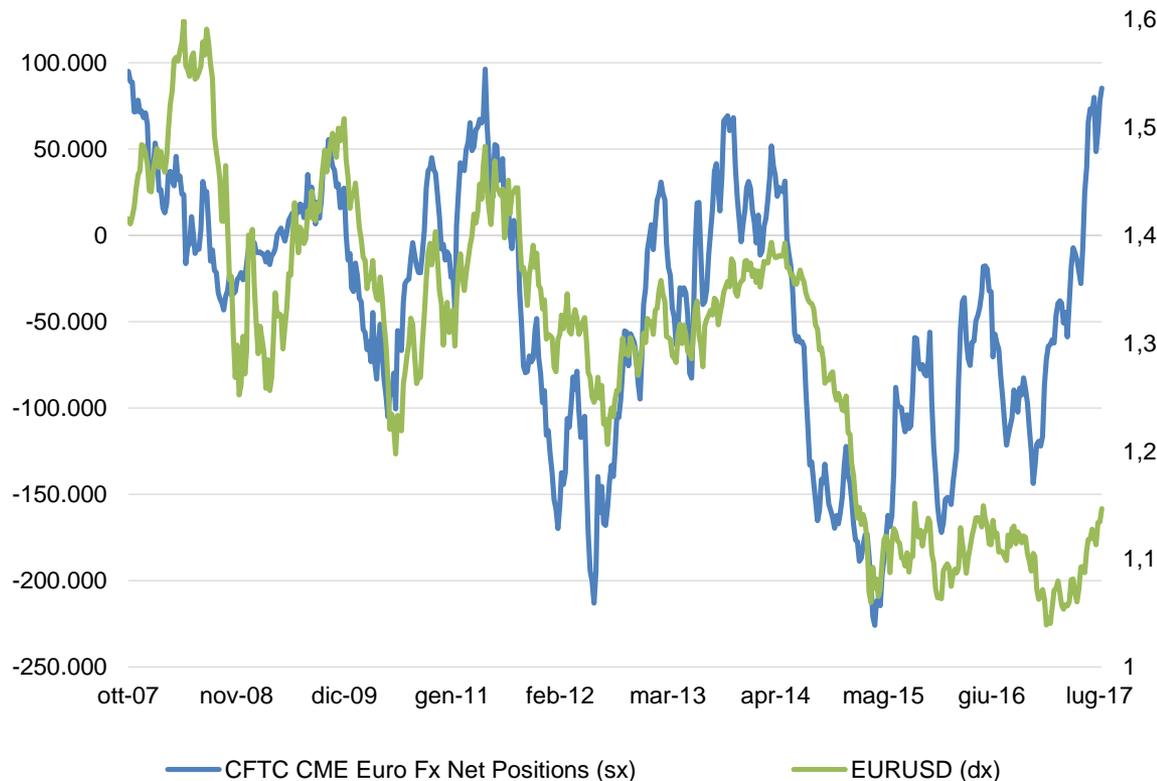


- I dati del più recente Commitment of Traders Report CFTC mostrano che le posizioni speculative costruite sulle aspettative di politiche «pro Dollaro» da parte di Trump sono state completamente azzerate
- Il positioning si è rapidamente portato su livelli storicamente assai contenuti, ai quali dovrebbe materializzarsi un po' di supporto



ECB exit strategy: quanto è nei prezzi?

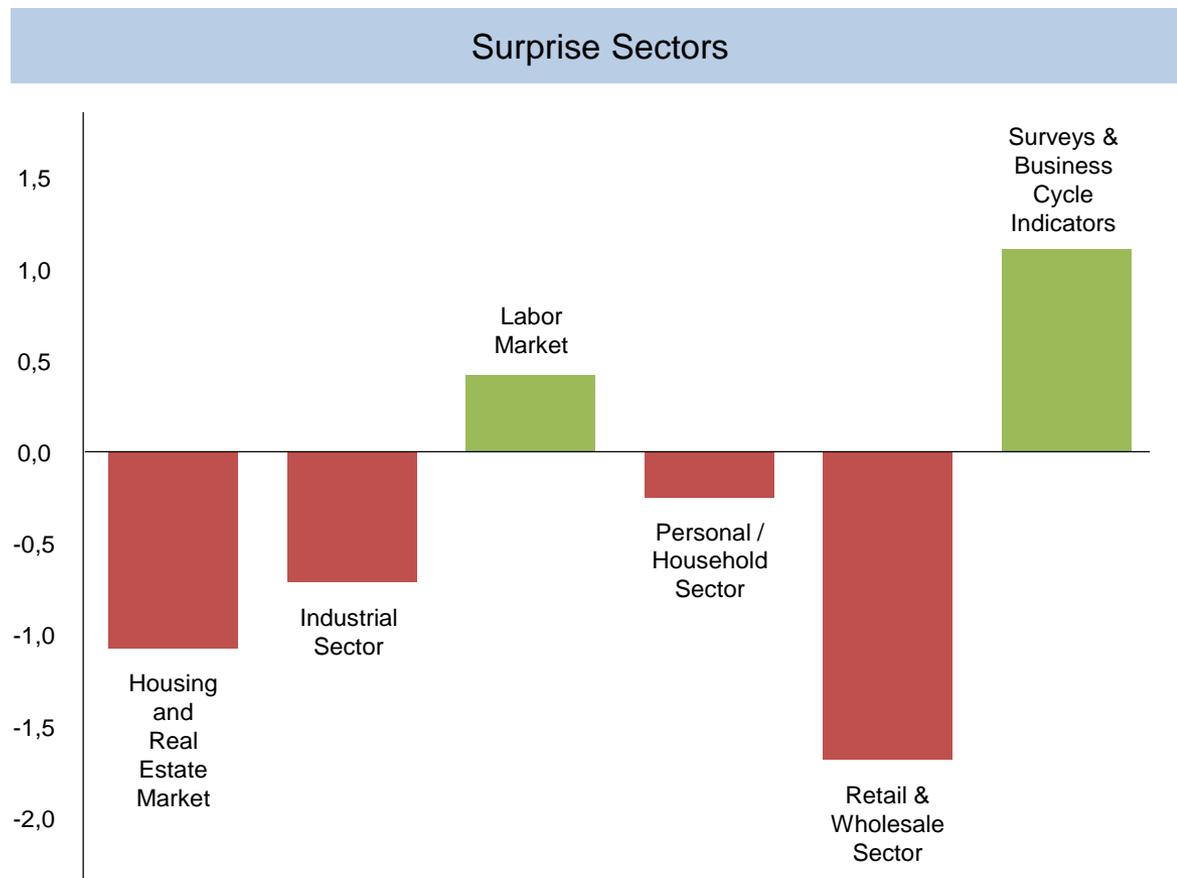
Euro Currency CFTC positioning vs Eur/Usd



- Massiccia anche la modifica di posizionamento occorsa sull'euro, con il lungo speculativo ai massimi da 5 anni
- La modifica del messaggio ECB osservata a Sintra ha prodotto un accumulo di posizioni lunghe anche nei confronti dello Yen



In US prosegue la divergenza tra survey e dati reali

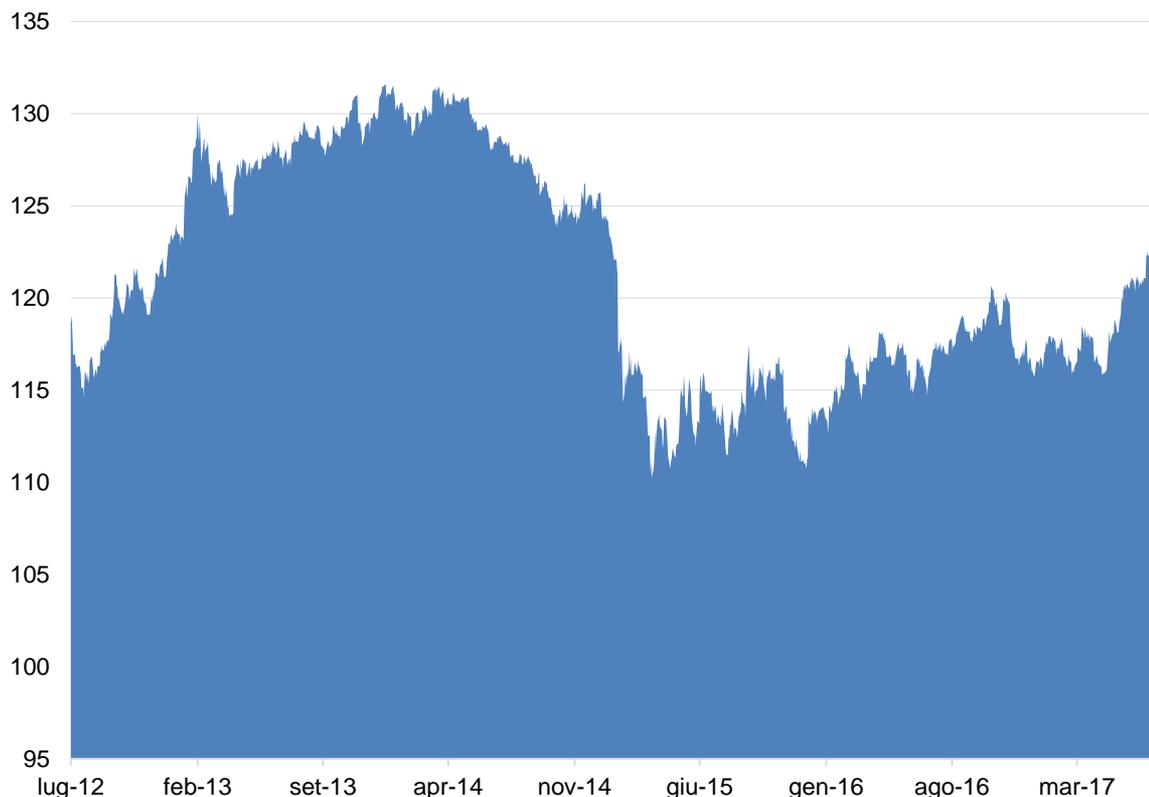


- In US, la divergenza fra survey e dati reali ha mostrato una sorprendente persistenza. Il recente recupero dei surprise indexes è quasi esclusivamente dovuto agli ISM
- I principali modelli di previsione del GDP proiettano per il secondo trimestre un ritorno al ritmo di crescita che ha caratterizzato gli ultimi anni, ma nulla di più (Fed Atlanta 2.4%, NY FED 1.9%)



Quadro assai migliore in Eurozone, ma il cambio può diventare un ostacolo

EUR Trade Weighted Index Spot

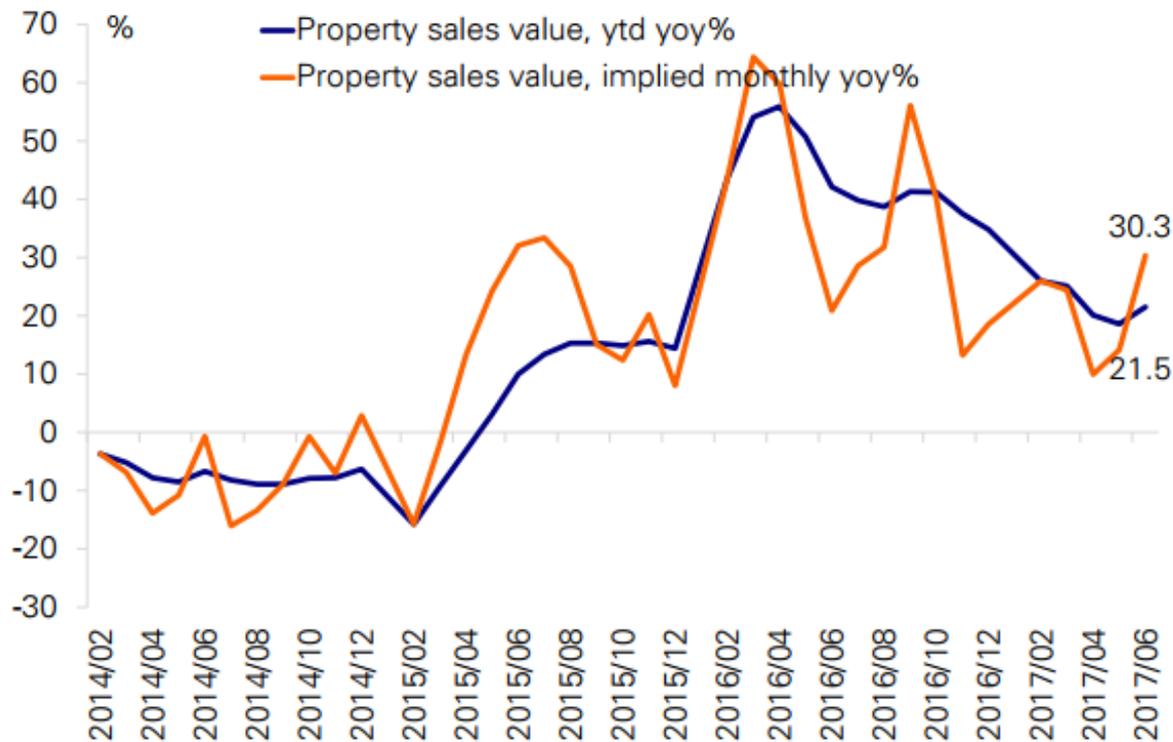


- Diversamente dagli USA, in Eurozone i dati reali stanno colmando il gap aperti nei primi mesi dell'anno con le survey
- Ma il rimbalzo della divisa unica, particolarmente robusto se si considera contro un trade weighted currency basket, potrebbe avere un impatto negativo su crescita e inflazione nei prossimi trimestri. Un rischio che l'ECB dovrebbe avere ben chiaro, nel momento in cui si appresta a valutare le diverse strategie di tapering



China: crescita sopra il target ufficiale

Property sales value growth



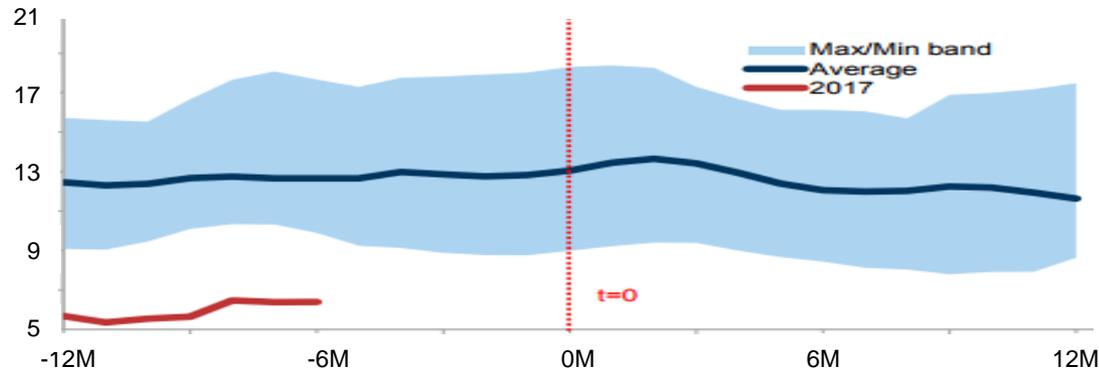
- Il secondo trimestre cinese sorprende in positivo, confermandosi su livelli superiori al target ufficiale di “circa il 6.5%, o superiore, se possibile” (il target era stato marginalmente ridotto rispetto al “dal 6.5% al 7%” previsto per il 2016)
- Il dato ufficiale per il 2016 è stato di un +6.7%, il che lascia margine di manovra per la seconda metà del 2017
- Tra i principali driver di questo robusto passo di crescita, l’attività sull’immobiliare, che sta nuovamente accelerando, come si nota dalle aste di terreni e dai prezzi delle case



Congress year: un pattern consolidato

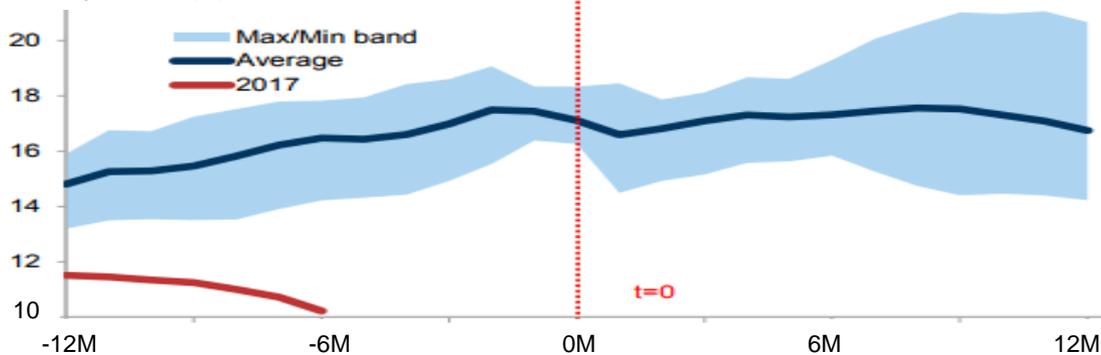
Industrial Producton, t=0 Congress date

% change, 3mma yoy



M2 growth, t=0 Congress date

% change, 3mma yoy

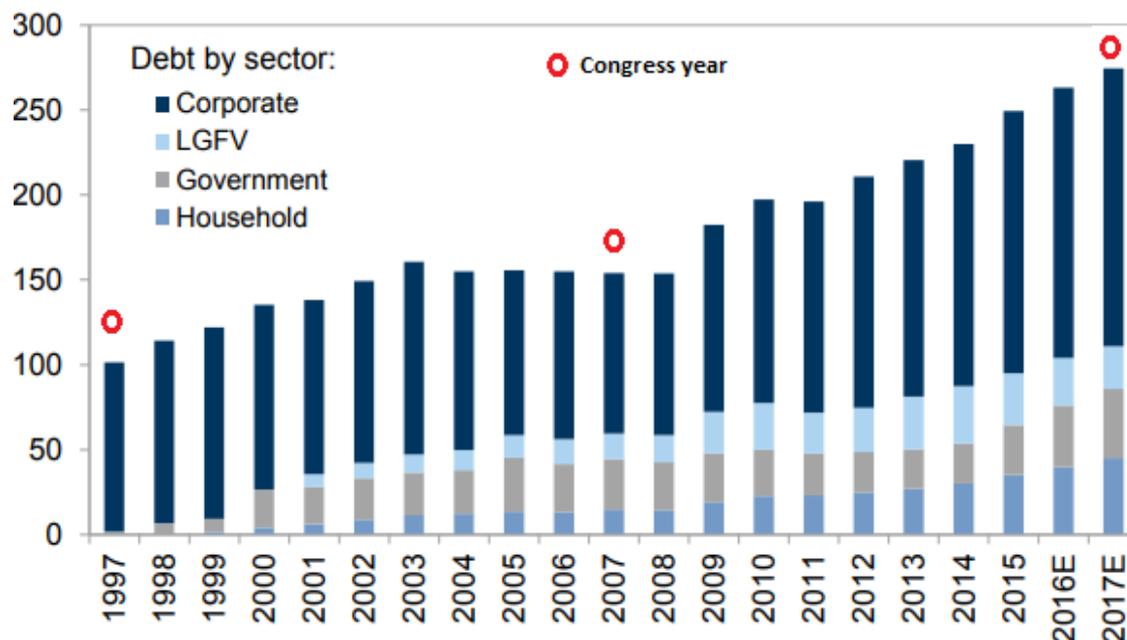


- Generalmente, le autorità tendono a guidare il ciclo ad un picco poco dopo il Congresso, ponendo il presupposto per un moderato rallentamento successivo
- In questo caso, la necessità di mostrare progressi sul fronte del controllo del credito e del ribilanciamento dell'economia ha imposto un livello di stimolo monetario assai inferiore al passato, compensato in parte dalla svalutazione, dalla forza della domanda globale e dell'immobiliare



Un equilibrio difficile a medio termine

Percent of China GDP



- Rispetto agli ultimi “Congress Year”, l’economia cinese mostra diversi punti di fragilità in più. L’ultimo decennio ha visto il total debt to GDP crescere del 120%, al 270%, e il ritmo di crescita dimezzarsi. Il calo della profittabilità e del differenziale tassi con l’estero hanno alimentato deflussi di capitale, con la divisa e le riserve valutarie che hanno visto il loro picco nel 2015
- Qui nasce il dilemma per la People Bank of China nei prossimi anni: la stance monetaria deve risultare sufficientemente espansiva da supportare l’economia e contenere il costo dell’enorme debito, e nello stesso abbastanza restrittiva da contenere la bolla immobiliare e disincentivare i deflussi di capitale



Giudizi sintetici

Azionario		Obbligazionario governativo	
US	▼	US	▼
Area euro	▲ Upgrade	Area euro core	▼
UK	▼	Area euro periferia	▼
Giappone	▲	UK	■
Cina	▼	Giappone	▼
Emergenti	▼	Emergenti	▼ Downgrade
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.