



**Anthilia Capital Partners Sgr**

Ottobre 2015

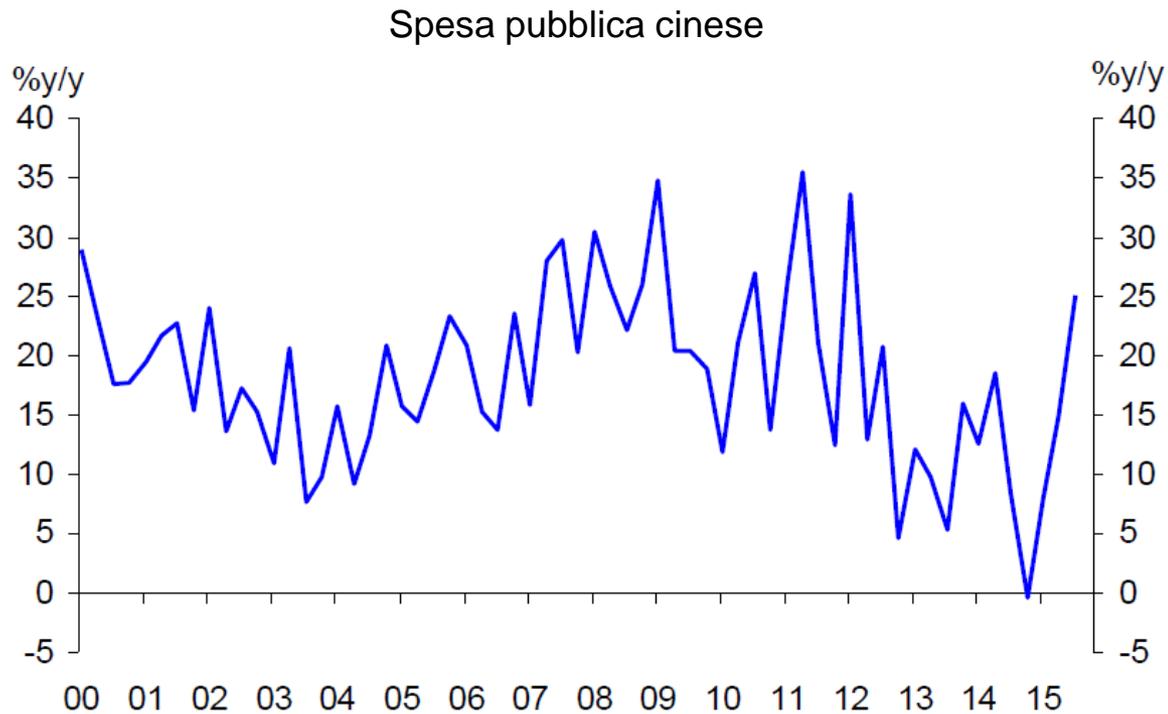
**Analisi di Scenario**





Cina: hard landing o déjà-vu? (1/4)

- Il tightening fiscale, tra le principali cause del rallentamento cinese nel 2015, volge al termine



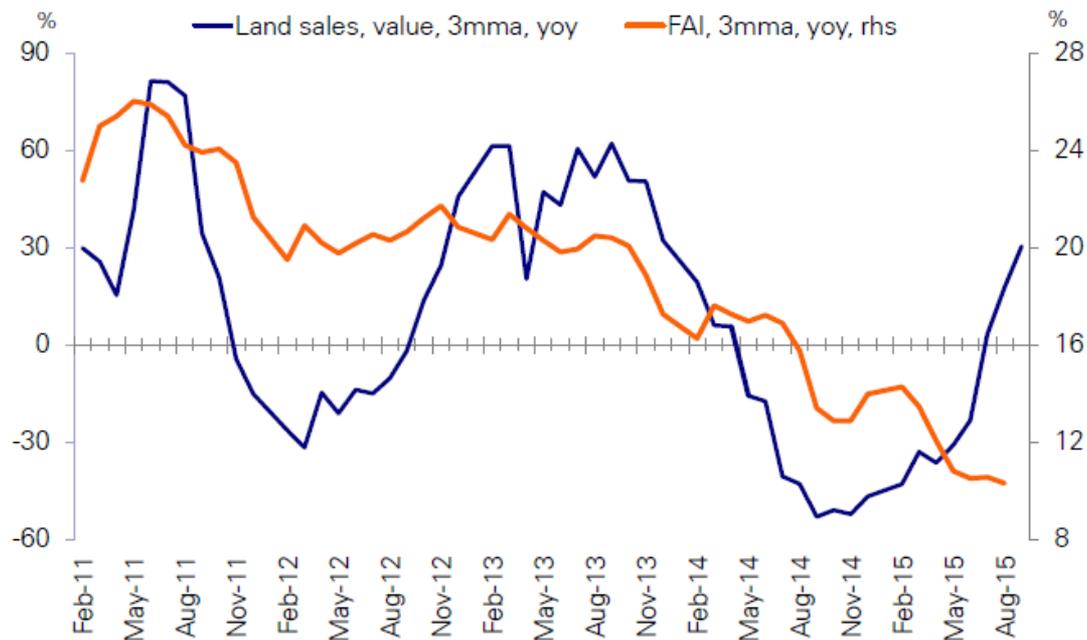
Fonte: CEIC, DB Global Markets Research



## Cina: hard landing o déjà-vu? (2/4)

- Ad alimentare il recupero della spesa pubblica, contribuisce un rimbalzo delle vendite di terreni (il settore genera oltre il 20% del gettito fiscale totale), propiziato dal recente incremento dello stimolo monetario
- La reazione sul lato degli investimenti fissi non dovrebbe farsi attendere

Vendite di terreni e investimenti fissi (FAI) in Cina



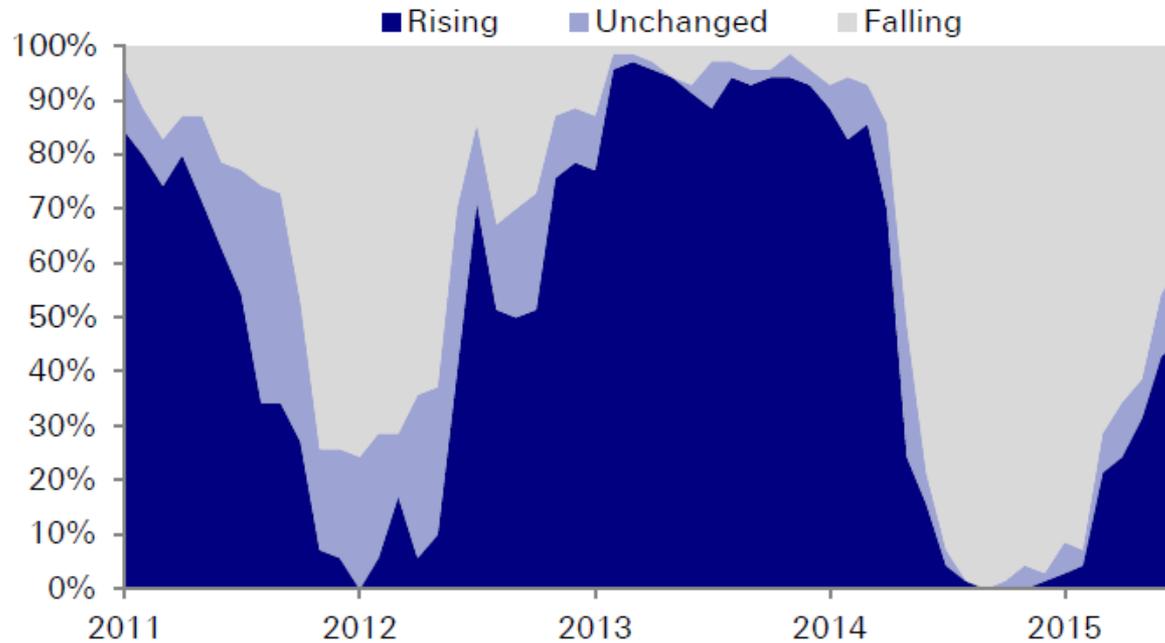
Fonte: DB, WIND, CREIS



Cina: hard landing o déjà-vu? (3/4)

- L'inversione di tendenza è già evidente nelle misurazioni dei prezzi nelle 70 principali città cinesi, che mostrano un'impennata analoga a quella avvenuta nel 2012

Andamento dei prezzi nelle 70 maggiori città cinesi



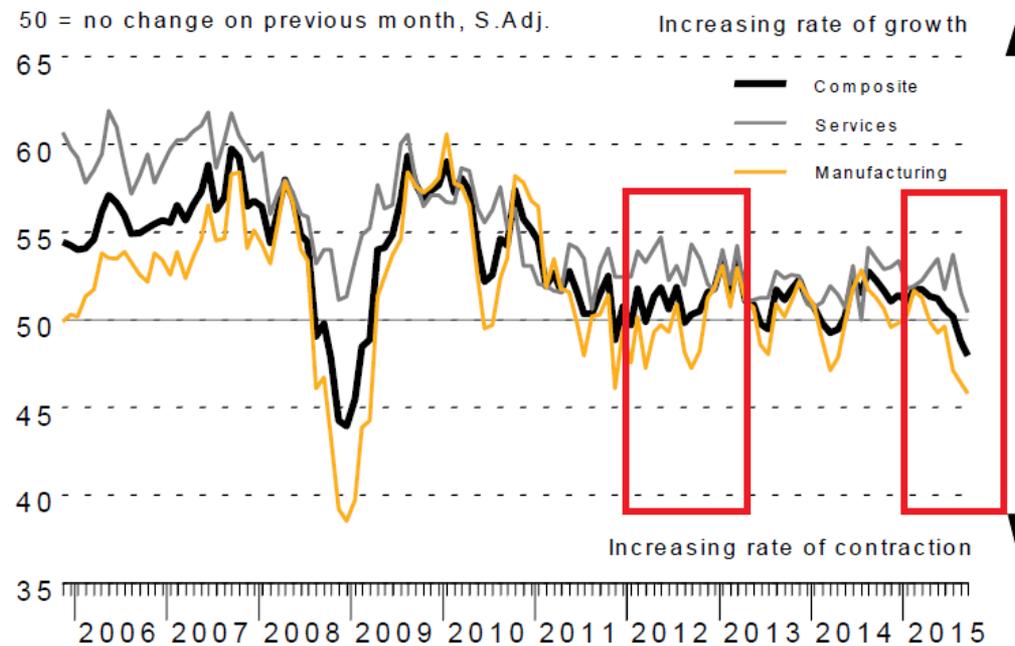
Fonte: Haver, DB Research



## Cina: hard landing o déjà-vu? (4/4)

- Gli ultimi dati destituiscono di fondamento la teoria di una implosione macroeconomica della Cina
- Il circolo virtuoso tra stimolo monetario, fiscale e recupero dell'immobiliare potrebbe addirittura produrre un rimbalzo congiunturale nei prossimi trimestri, come avvenuto ad esempio nel 2012

### Indici PMI cinesi



Fonte: Markit, Caixin



## Cina: l'easing monetario sta producendo effetti

- Un segnale evidente dell'allentamento delle condizioni finanziarie nell'area è il balzo delle emissioni corporate nel terzo trimestre

### Emissioni obbligazionarie in Cina



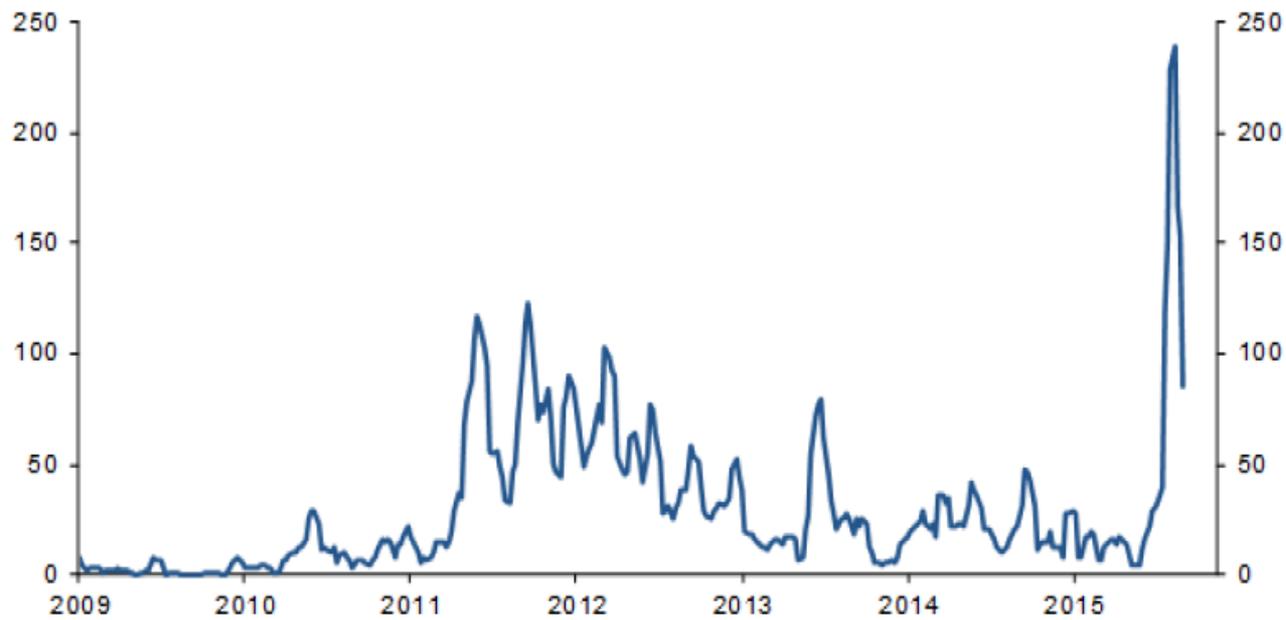
Fonte: DB, WIND



## Cina: la paura di un hard landing sta rientrando rapidamente

- Dopo lo spavento di agosto, i timori di un hard landing stanno rapidamente rientrando
- Pertanto, con la stabilizzazione della divisa, non si sente più parlare di svalutazione imminente

Numero di nuovi articoli sulla stampa che indicano crisi economica in Cina



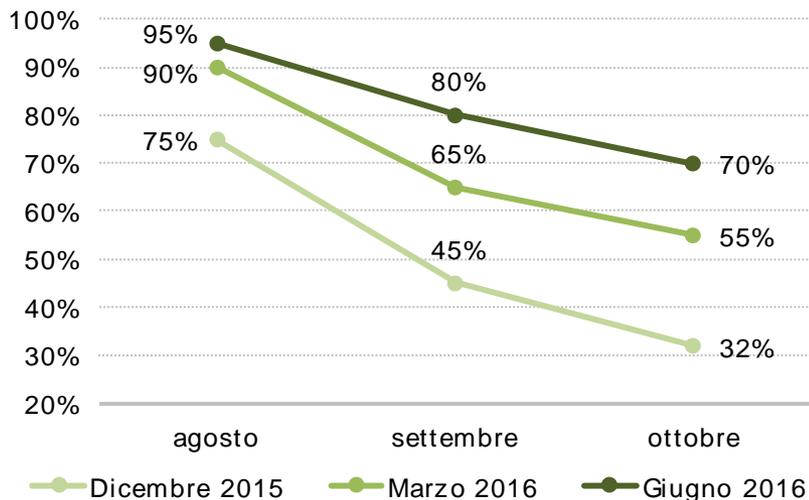
Fonte: Dow Jones, Datastream, SG Cross Asset Research



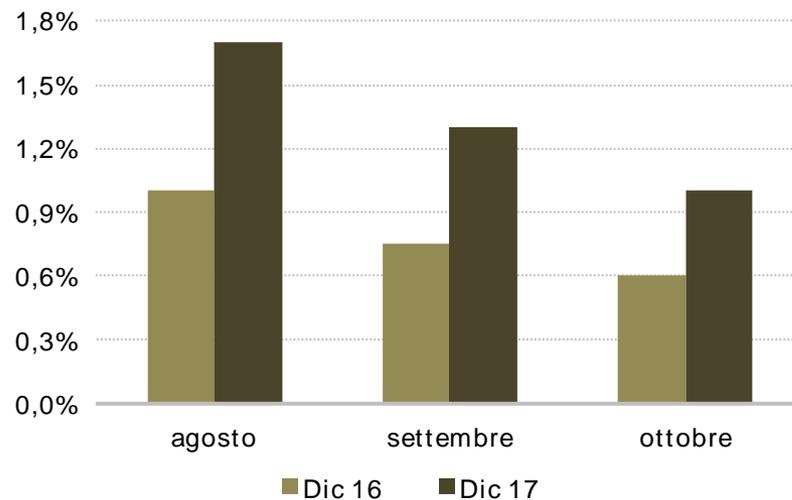
## Il mercato non crede più alla FED

- L'acuirsi della crisi in Cina e Paesi Emergenti, le esitazioni del FOMC e successivamente un deterioramento di alcune serie macro americane hanno prodotto un repricing sul mercato che ora attribuisce una probabilità ridotta di un inizio di tightening nel 2015, e proietta rialzi più gradual
- A prescindere dalla retorica, ulteriori segnali di una stabilizzazione della crescita cinese e dati migliori negli USA sono precondizioni per dare inizio alla normalizzazione dei tassi negli USA
- Per quanto possibile, non è certo che a dicembre si presentino le condizioni per un'azione. Difficilmente la Yellen vorrà sorprendere il consenso di mercato, in particolare in un mese ostico per la liquidità come dicembre

### Probabilità di rialzo dei tassi americani



### Future sui Fed Funds





## Il mondo emergente ringrazia

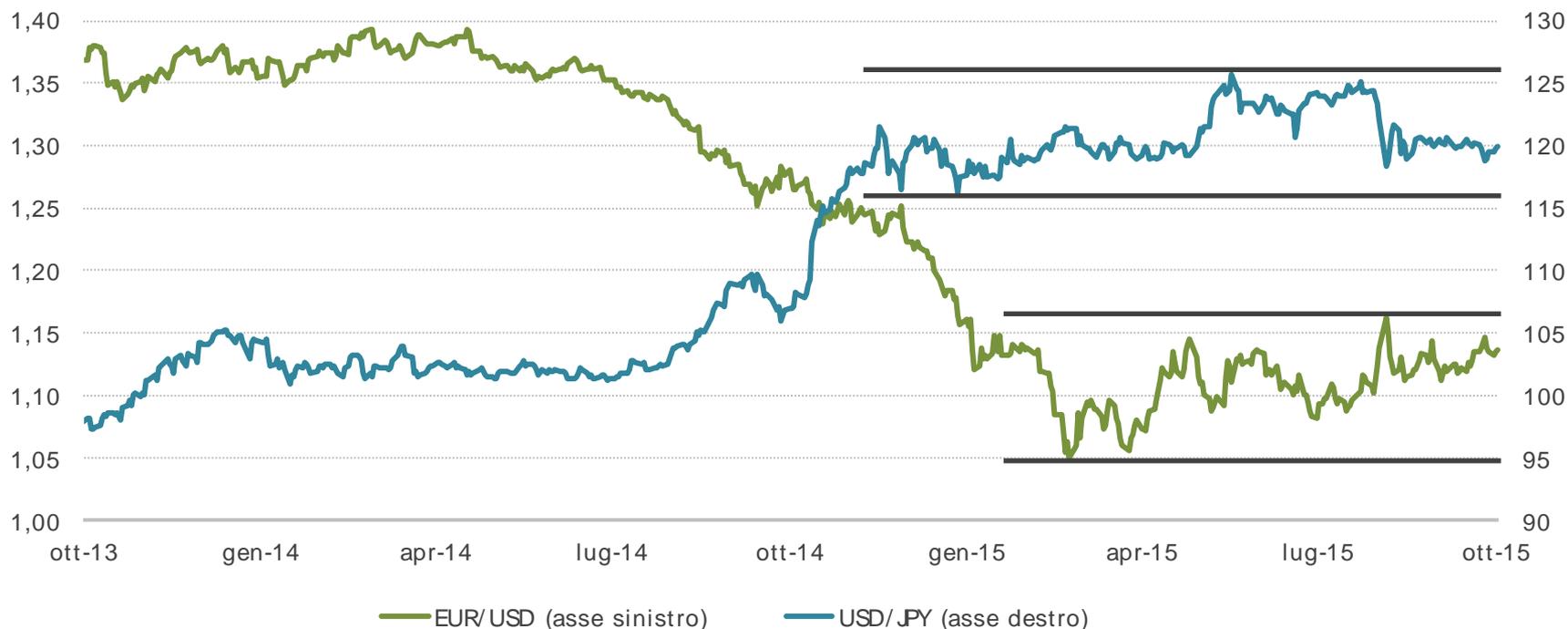
- L'attenuazione delle tensioni sui Paesi Emergenti è stata sicuramente aiutata dal recedere delle attese di tightening da parte della FED
- La recente outperformance nei confronti dei paesi industrializzati ha messo fine ad una lunga fase di debolezza relativa





## Il rinvio del rialzo dei tassi FED aumenta la probabilità di azione altrove

- La necessità di evitare che un rimbalzo della divisa riduca i benefici dell'attuale stance monetaria è un incentivo per la BCE e la BOJ a incrementare il QE
- Anche le banche centrali dei Paesi Emergenti, non dovendo contrastare la fuga di capitali, ottengono maggior margine di manovra
- In generale le titubanze della FED sono un fattore di incremento dell'easing globale

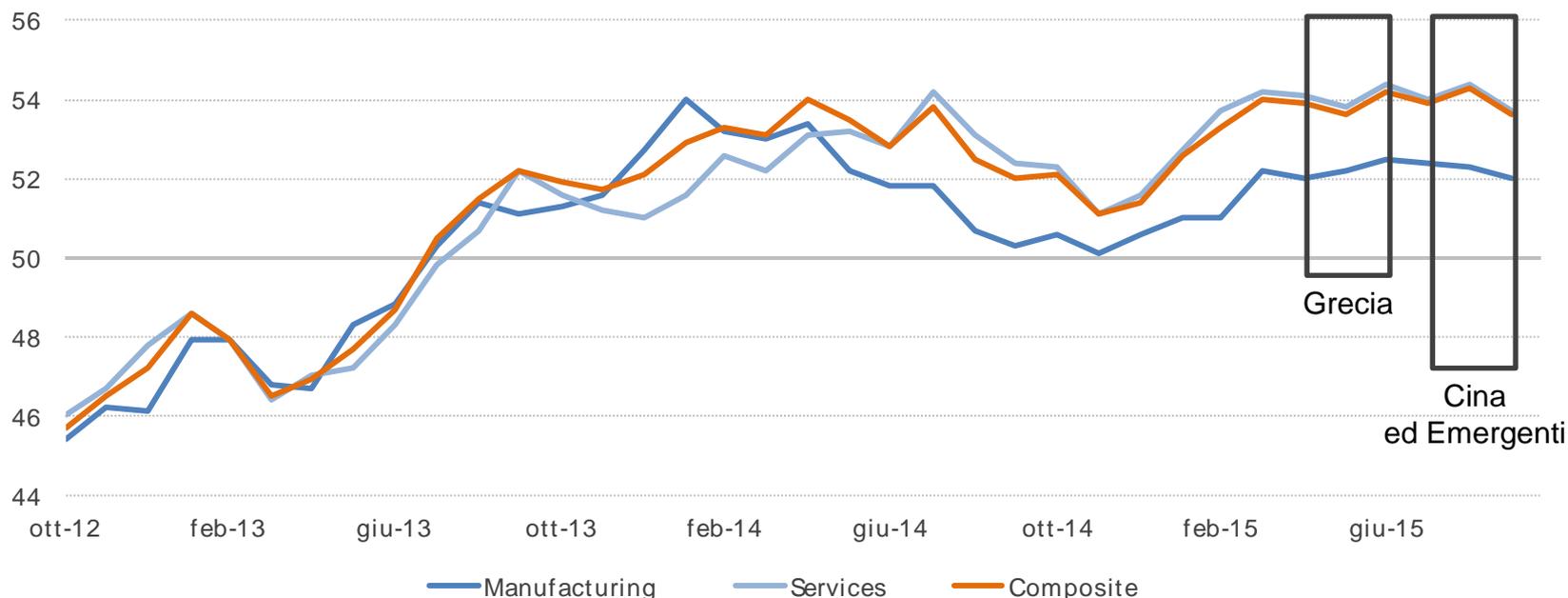




## La crescita europea tiene testa agli shock

- L'economia europea ha mostrato una discreta resilience ai numerosi shock che l'hanno colpita nel 2015 (Grecia, Cina, Emergenti)
- Settore servizi e consumi interni hanno bilanciato il calo della domanda estera, che ha impattato sul manifatturiero
- L'eventuale incremento del QE impatterà su un ciclo già ben impostato

### Indici PMI europei





## Bank Lending Survey BCE: ripresa di domanda e offerta di credito nel Q3 2015

- Le banche hanno riportato un'ulteriore accelerazione del rilassamento dei credit standard nei confronti delle aziende (in particolare quelle medio piccole), ed un incremento della domanda di credito dalle stesse aziende
- Dinamiche simili sul consumer credit, anche se il trend è in leggera attenuazione dal secondo trimestre
- I credit standard sulle richieste di mutuo sono stati inaspriti, ma da un livello assoluto assai accomodante. La domanda continua a crescere rapidamente, oltre le attese degli stessi istituti
- In generale, vi è poca evidenza di un impatto del rallentamento del manifatturiero globale e della volatilità sulle dinamiche di credito

### Bank Lending Survey Area Euro

(percentuale di banche che riportano un inasprimento dei credit standard o incremento della domanda di credito)

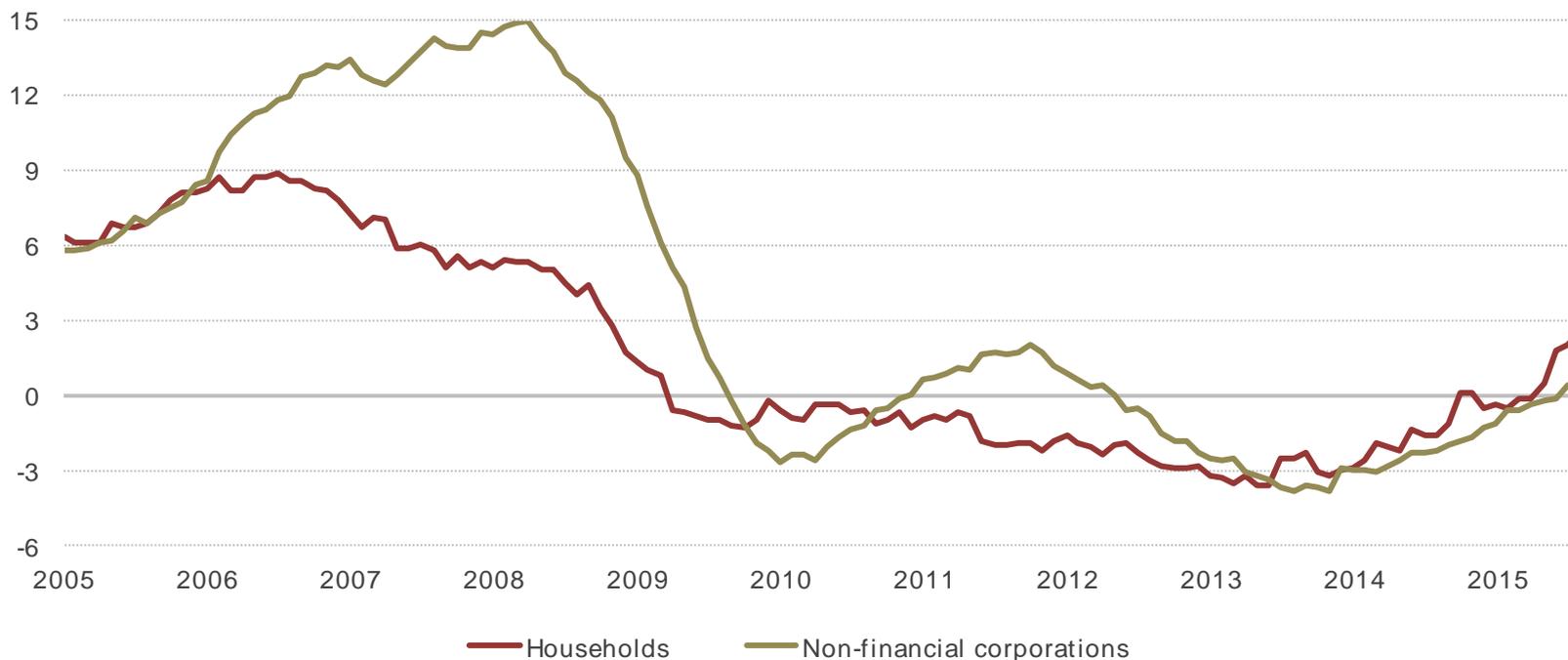
	Imprese						Mutui residenziali						Credito al consumo					
	Credit standard			Domanda			Credit standard			Domanda			Credit standard			Domanda		
	2015 Q2	2015 Q3	Media	2015 Q2	2015 Q3	Media	2015 Q2	2015 Q3	Media	2015 Q2	2015 Q3	Media	2015 Q2	2015 Q3	Media	2015 Q2	2015 Q3	Media
Area Euro	-3	-4	12	13	16	-6	-9	5	8	49	33	-1	-4	-3	6	41	19	-3
Germania	3	0	5	6	13	2	3	7	2	45	41	8	-3	0	0	29	23	8
Spagna	0	0	12	20	0	-4	0	-11	20	0	22	-13	-10	0	10	60	30	-12
Francia	-2	4	9	-6	8	-17	-15	2	4	53	-9	6	1	0	-2	76	0	-4
Italia	-25	-38	20	38	38	0	-38	-13	4	88	75	9	-13	-25	10	50	38	10
Olanda	0	0	12	40	55	-7	0	62	19	100	98	-16	0	0	15	0	31	-22



## Europa: finalmente, il consumatore

- A differenza del breve rimbalzo congiunturale del 2010/2011, avvenuto al traino dell'economia globale, l'attuale ripresa europea ha radici interne, in particolare nei consumi, come mostra il recente trend nel credito al consumo, che non aveva dato segnali di vita per quasi 5 anni

Prestiti nell'Area Euro  
(variazione percentuale YoY)





## Giudizi sintetici

### Azionario

US	■	
Europa	▲	
Giappone	▲	Upgrade
Emergenti	■	Upgrade

### Obbligazionario governativo

US	▼	
Europa core	■	
Europa periferia	■	Downgrade
Emergenti	■	

### Obbligazionario corporate

US	■	
Europa	▲	

### Valute

EUR/USD	▼	Downgrade
USD/JPY	▲	
EUR/GBP	■	Upgrade

### Materie prime

Energetiche	■	
Industriali	■	
Agricole	■	
Metalli preziosi	■	Upgrade

▲ = Overweight   ■ = Neutral   ▼ = Underweight



Quadro azionario

Azionario US	
Valuations =	Macro =
Sentiment =	Technicals +

Azionario Europa	
Valuations +	Macro +
Sentiment +	Technicals +

Azionario Giappone	
Valuations +	Macro =
Sentiment +	Technicals +

Azionario Emergenti	
Valuations +	Macro -
Sentiment =	Technicals =



Quadro obbligazionario

Obbligazionario governativo				
	US	Europa core	Europa periferia	Emergenti
Macro				
Technicals				

---

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.