



Anthilia Capital Partners Sgr

Novembre 2015

Analisi di Scenario





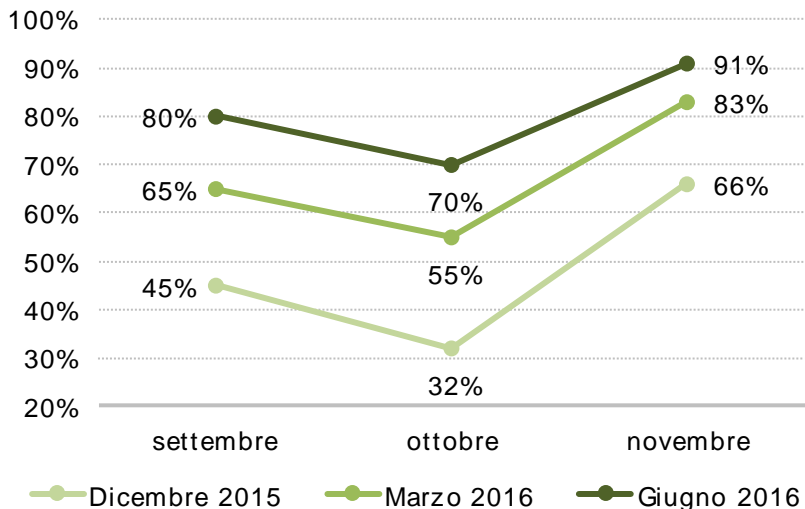
I dati macro danno una mano alla FED

- ISM non manifatturiero e Labour Market Report di ottobre hanno restituito credibilità alle ambizioni della FED
- La probabilità scontata dal mercato di un primo rialzo dei tassi al FOMC del 16 dicembre è passata dal 30% a quasi il 70% nel volgere di un mese

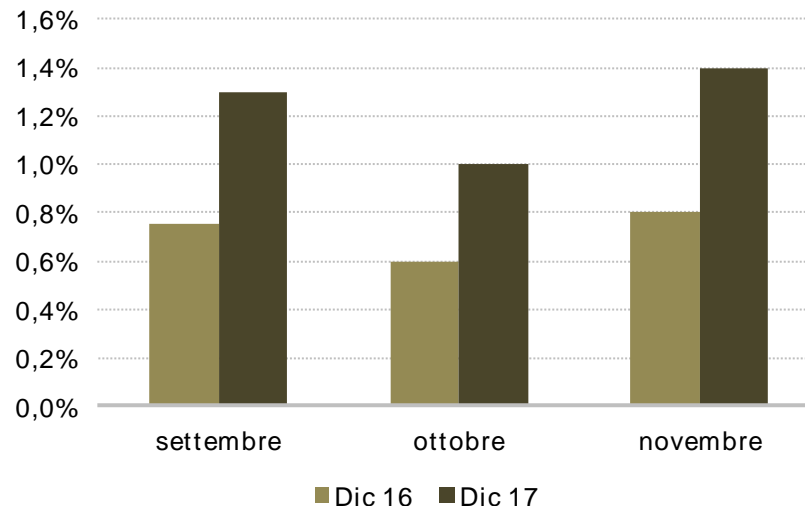
“The Committee anticipates that it will be appropriate to raise the target range for the federal funds rate when it has seen some further improvement in the labor market and is reasonably confident that inflation will move back to its 2 percent objective over the medium term”

FOMC Meeting Statement, Ottobre 2015

Probabilità di rialzo dei tassi americani



Future sui FED Fund

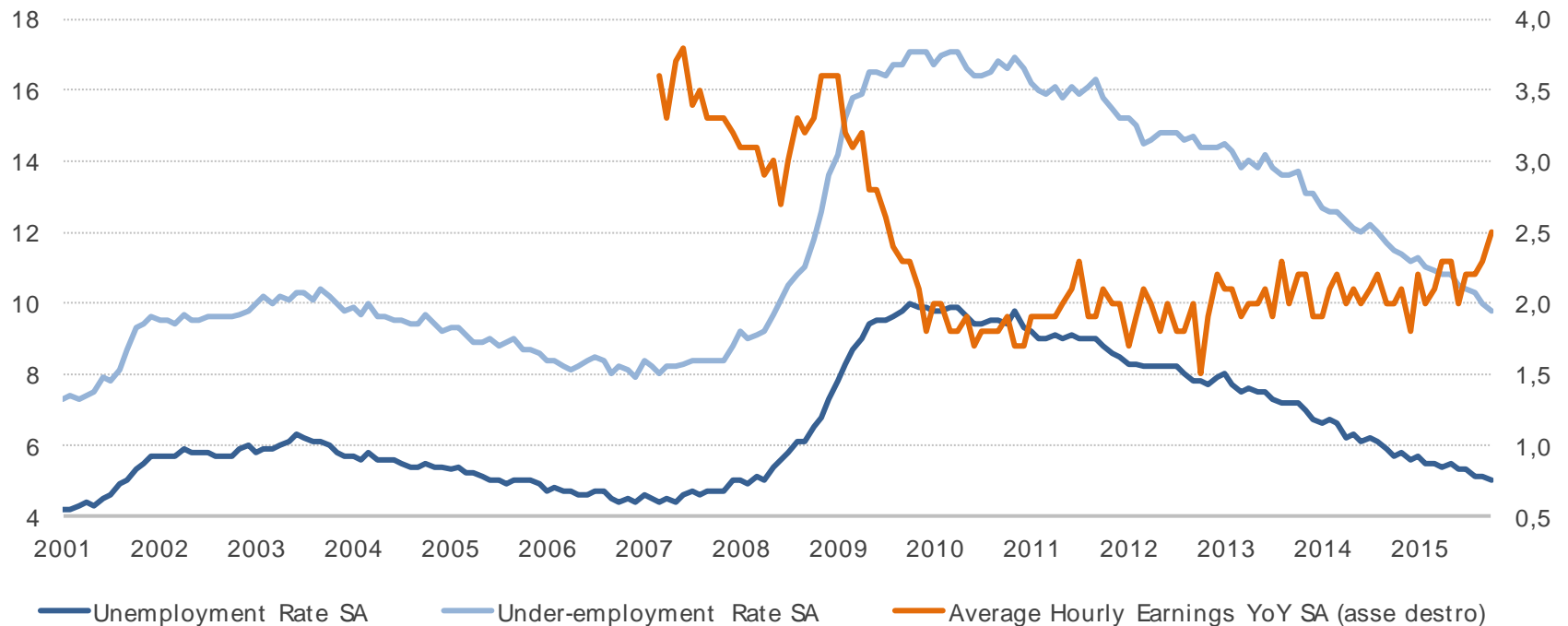




Sul fronte occupazionale, il mandato FED può dirsi pienamente rispettato

- Il report sui payroll di ottobre derubrica la debolezza di agosto e settembre a poco più di un fenomeno stagionale
- Diversi indicatori, tra cui il tasso di disoccupazione, quello di sotto-occupazione, il numero di disoccupati per posizione aperta e i sussidi settimanali mostrano che il mercato del lavoro americano si è normalizzato

Mercato del lavoro negli USA

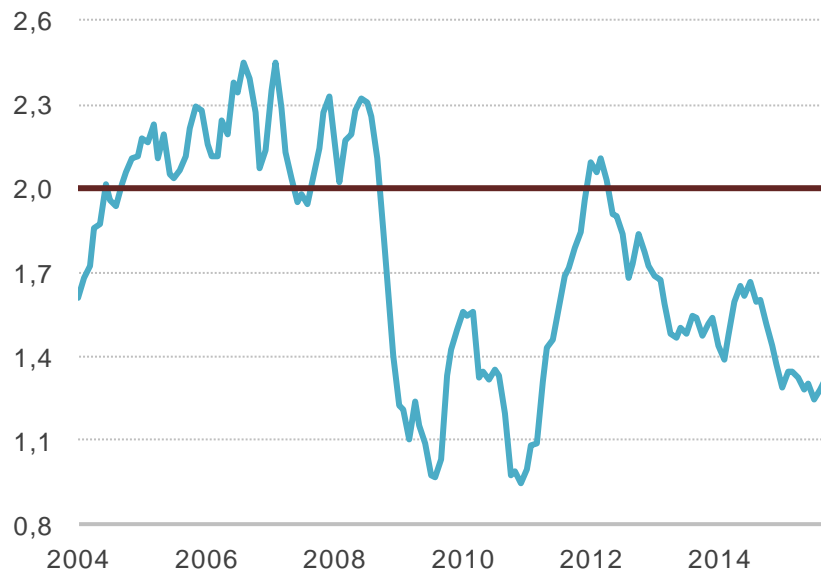




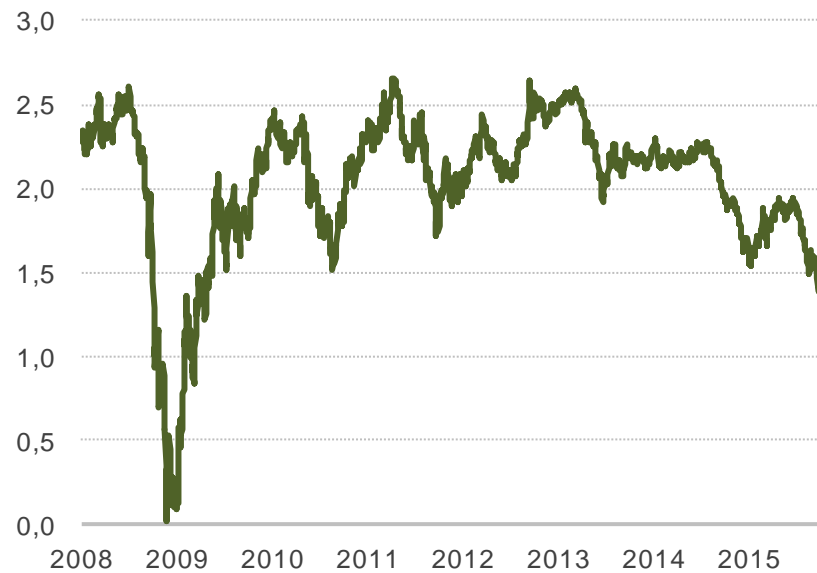
Lo scenario inflattivo è un'altra storia

- La PCE Core Inflation resta nei pressi dei minimi ciclici, e assai sotto il target della FED
- I Breakeven Inflation scambiano sotto livelli che in passato hanno visto la FED incrementare lo stimolo straordinario
- I trend di materie prime e divisa sembrano escludere un ritorno ai target in tempi brevi delle varie misure di inflazione

US PCE Core Inflation



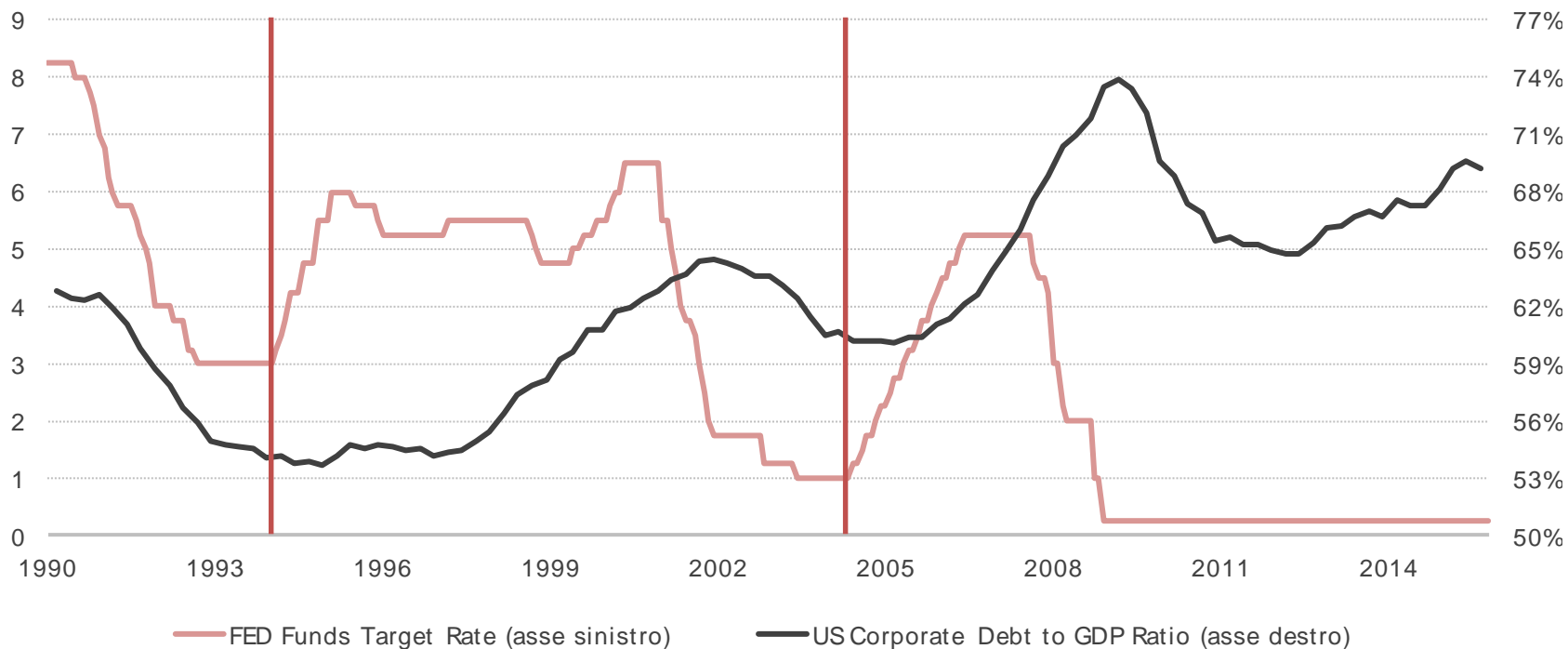
US 10Y Breakeven Inflation





La FED ha fretta di iniziare la normalizzazione

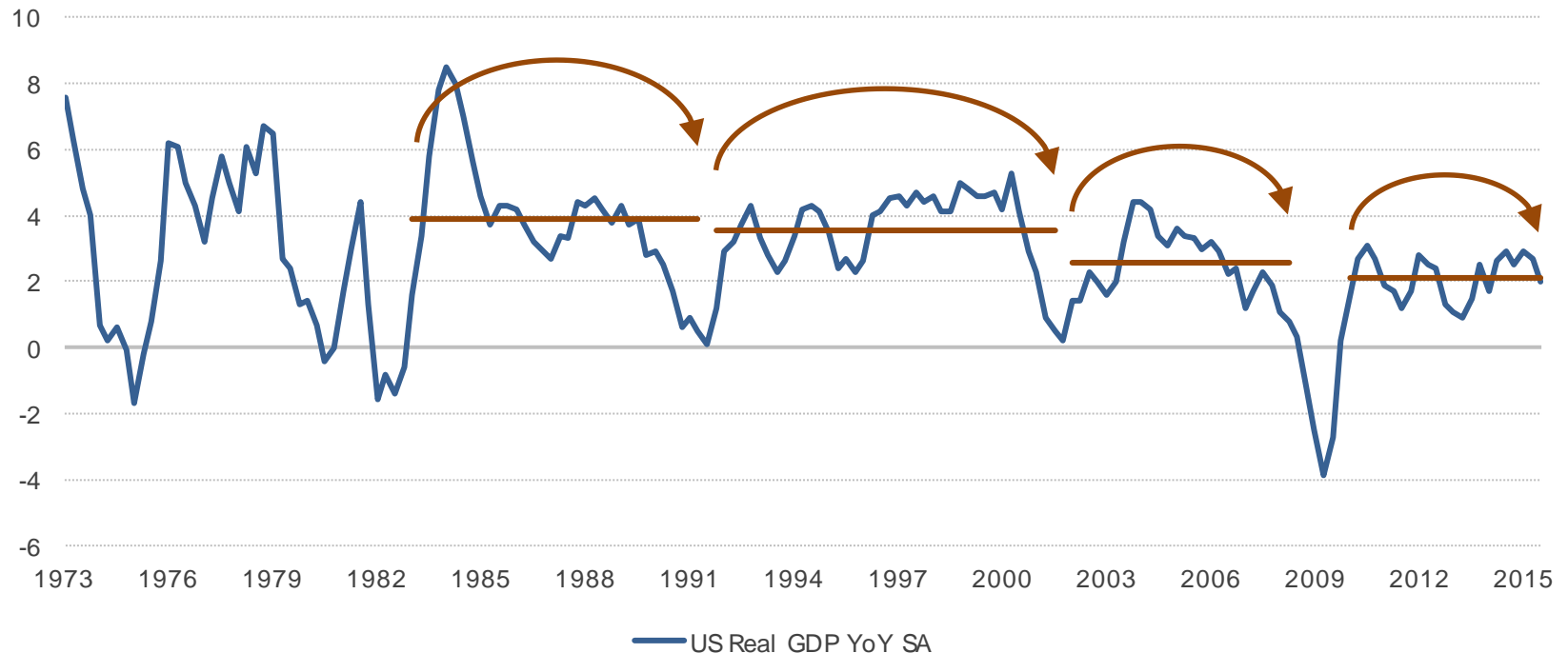
- A preoccupare il FOMC sono gli effetti collaterali di una fase di tassi eccezionalmente bassi così protratta nel tempo
- Diversamente dagli ultimi 2 cicli (entrambi terminati con una bolla) il releverage da parte delle aziende americane è già ad uno stadio assai avanzato. L'impatto della politica monetaria avviene con un ritardo temporale





Il rischio è che la “finestra temporale” per alzare i tassi si chiuda

- La durata degli ultimi 3 cicli è stata tra i 7 e i 10 anni, e quest'ultimo ciclo ha ormai raggiunto i 7 anni
- Il ritmo di crescita è andato indebolendosi di ciclo in ciclo
- Considerando che i rialzi saranno molto gradualisti, è facile che la prossima recessione colga gli Stati Uniti con i tassi assai sotto la media storica. Ma è importante che non siano nei pressi dello zero



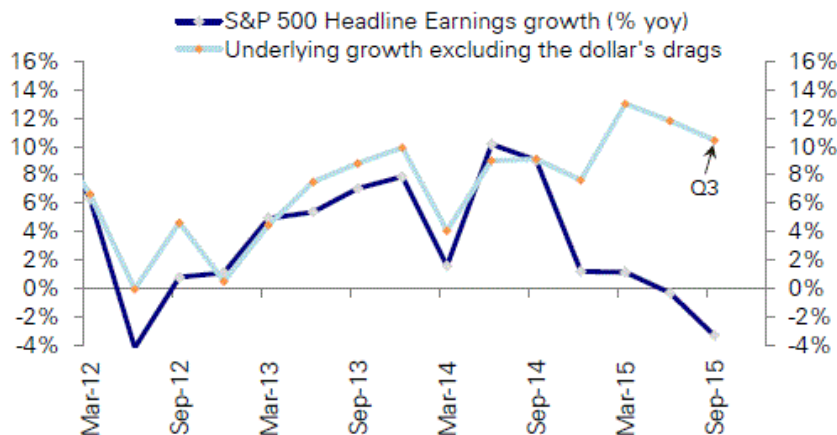


Il cambio di stance della FED ha già fatto vittime

- La crescita degli utili americani è diventata negativa nel terzo trimestre del 2015 (-3% YoY)
- Principale motivo del rallentamento è la forza della divisa, che ha eroso i margini anche indirettamente (tramite l'impatto sulle materie prime, quindi sui relativi settori Energy e Materials)
- Depurato dei settori più volatili (Financials, Energy e Materials) il trend degli utili a Wall Street si conferma in rallentamento

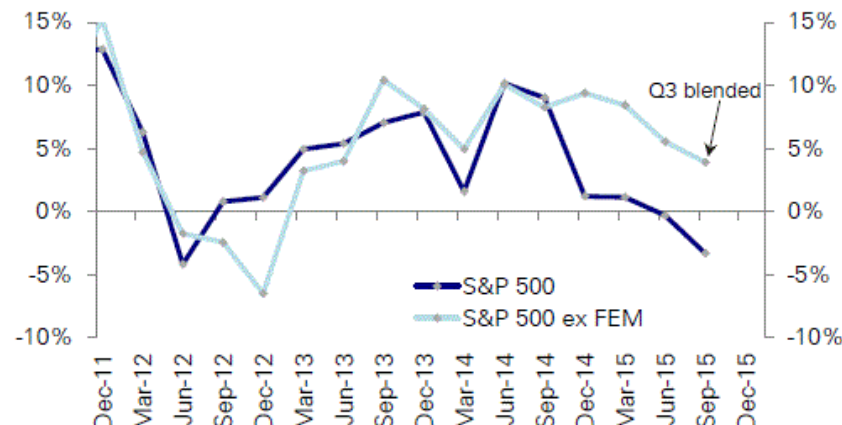
Crescita degli utili dell'S&P 500

Al netto degli impatti sui cambi



*Q3 blended uses actuals for reported cos and historical beat (3.4%) for the rest

Al netto dei settori Financials, Energy e Materials



*Blended uses actuals for reported cos and historical beat (3.4%) for remaining

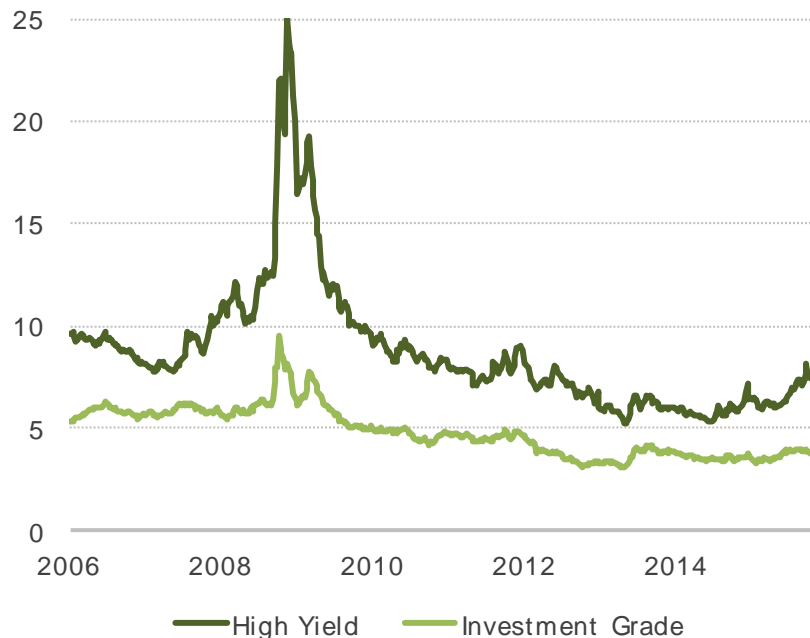
Fonte: FRB, ISM, JPMC/Markit, Haver, Factset, Bloomberg, Deutsche Bank



Le condizioni finanziarie si stanno progressivamente inasprendo da tempo

- Il ciclo del credito sembra aver ormai svoltato. La salita degli spread sul credito non è limitata ai settori sotto stress
- I tassi reali sono vicini a segnare i massimi dal 2011 e la normalizzazione li farà salire ulteriormente

Rendimenti IG e HY americani (FINRA-BLP US Corporate Bond YTM)



US 10Y Real Interest Rate

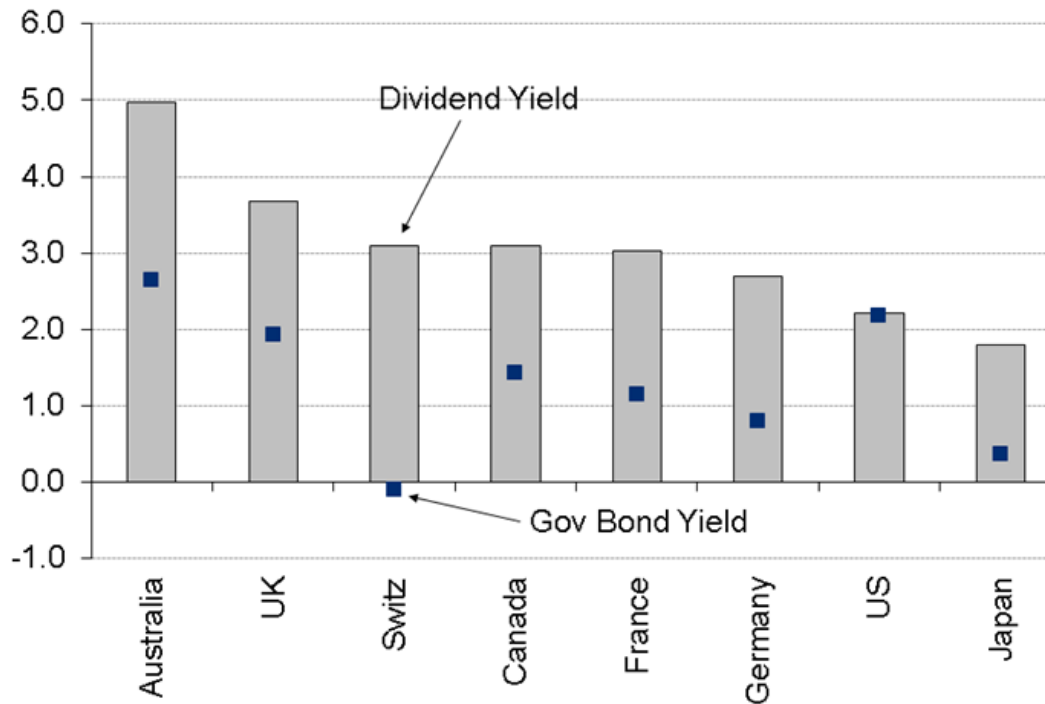




La normalizzazione sottrae appeal a Wall Street

- Diversamente dagli altri mercati obbligazionari, i Treasury sono tornati concorrenziali nei confronti dell'azionario

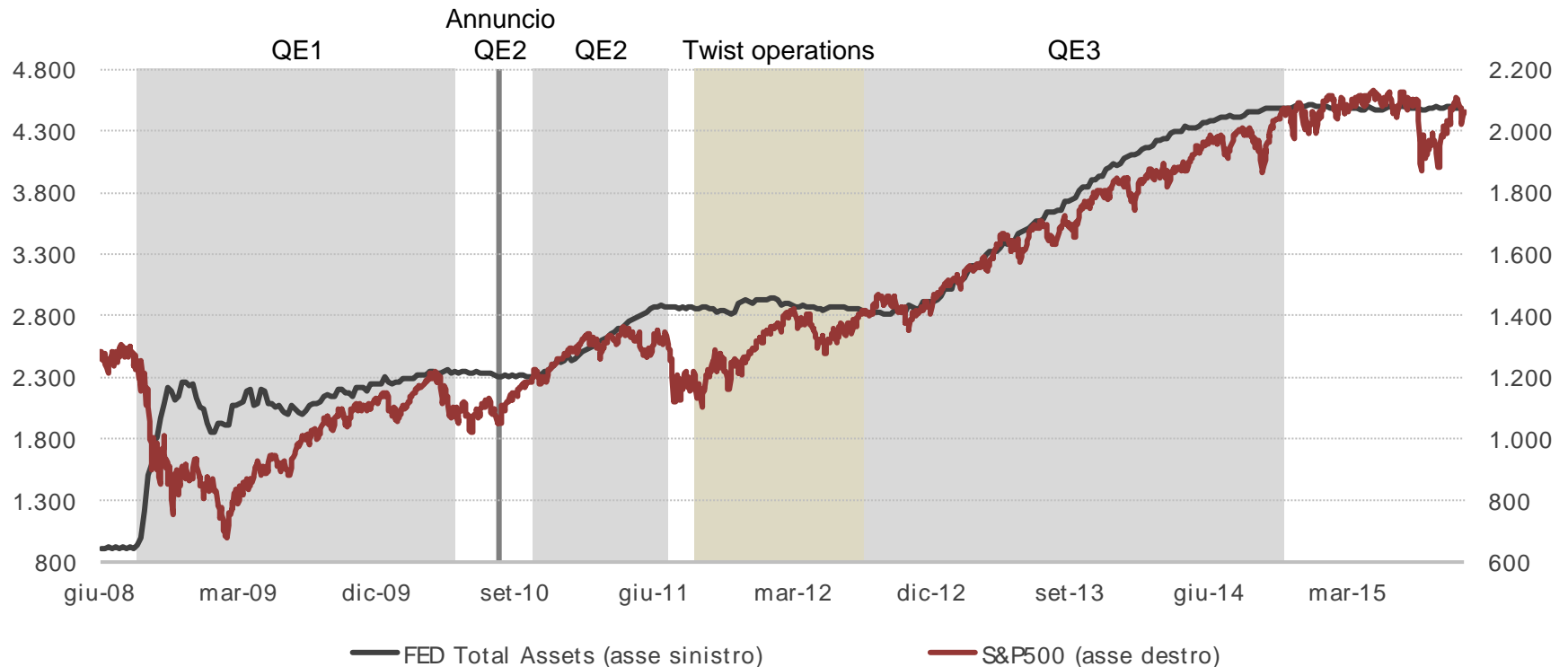
Rendimenti governativi e azionari





FED exit strategy: more of the same

- Come era immaginabile, l'exit strategy della FED sta costituendo un ostacolo significativo per Wall Street, ancor prima dell'inizio del ciclo di tightening vero e proprio
- Nei prossimi mesi l'incertezza circa il ritmo dei rialzi e gli effetti collaterali della crescente divergenza tra la politica monetaria della FED e quella delle altre banche centrali continueranno a frenare il mercato



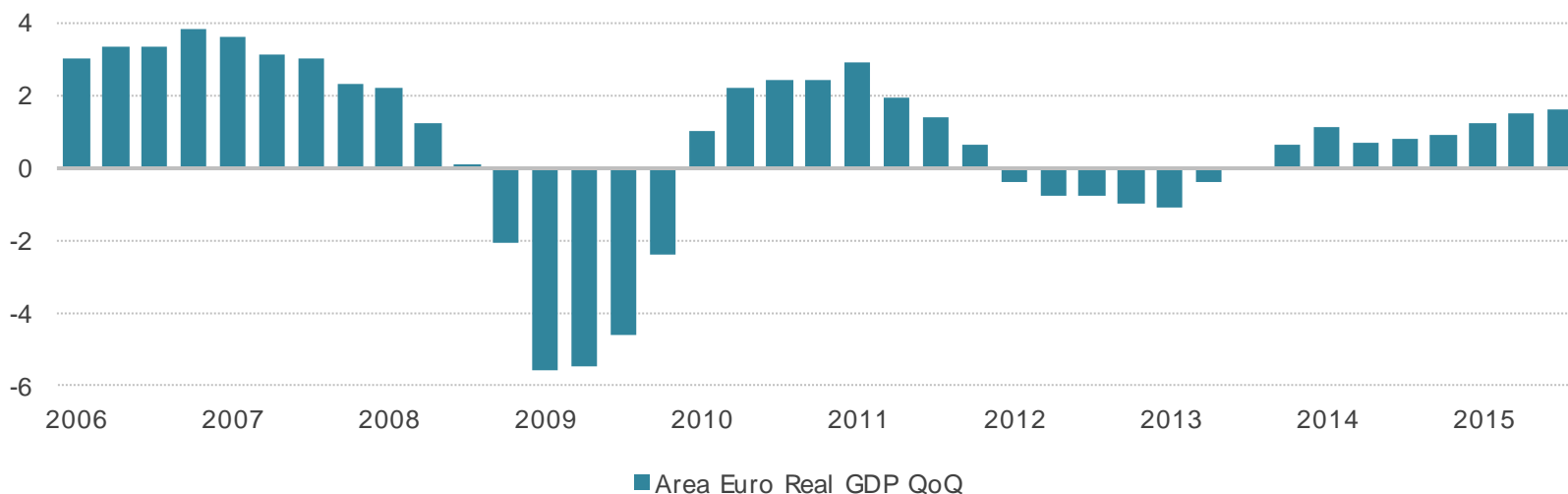


Anche la BCE ha una finestra in chiusura?

- Draghi affronta un problema simile: deve far decollare l'economia europea finché le condizioni globali restano supportive
- Dovesse prendere piede un nuovo rallentamento globale, il principale canale tramite il quale opera la politica monetaria straordinaria (quello estero) diverrebbe inefficace. Per questo il Presidente della BCE ha sottolineato più di una volta che la ripresa europea, pur presente, è inferiore alle attese

“The information available indicates a continued though somewhat weaker economic recovery and a slower increase in inflation rates compared with earlier expectations”

Mario Draghi, 03/09/2015, Introductory Statement alla Conferenza Stampa BCE





La BCE rimetterà mano all'arsenale a dicembre

- Vari indizi contenuti nella recente retorica BCE lasciano intendere che a dicembre l'entità delle misure straordinarie di politica monetaria verrà rivista
- In particolare il riferimento a una “duratura normalizzazione” come obiettivo sull'inflazione e l'indicazione alle Staff Projection di marzo scorso come termine di paragone, sembrano sgombrare il campo da equivoci circa il risultato del “riesame”

“Signs of a sustained turnaround in core inflation have somewhat weakened”

*“From today’s perspective, this suggests that a **sustained normalisation of inflation** could take longer than we anticipated in **March when we first appraised the overall impact of our measures**”*

“... downside risks stemming from global growth and trade are clearly visible”

“At our December monetary policy meeting, we will re-examine the degree of monetary policy accommodation”

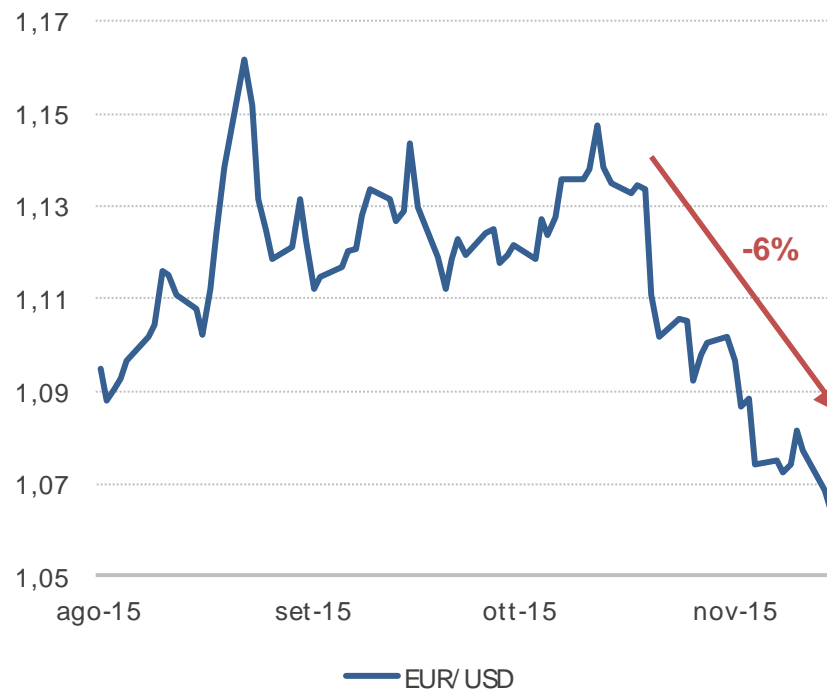
Mario Draghi, 12/11/2015

Hearing at the European Parliament’s Economic and Monetary Affairs Committee: Introductory statement



Le attese sono già robuste

- L'aggressiva retorica della BCE ha fatto sì che il mercato prezzi un robusto incremento delle misure straordinarie per il 3 dicembre prossimo
- I rendimenti monetari scontano un taglio del tasso di deposito di almeno 10 basis point
- Dall'ultimo Consiglio BCE, l'euro si è deprezzato del 6%





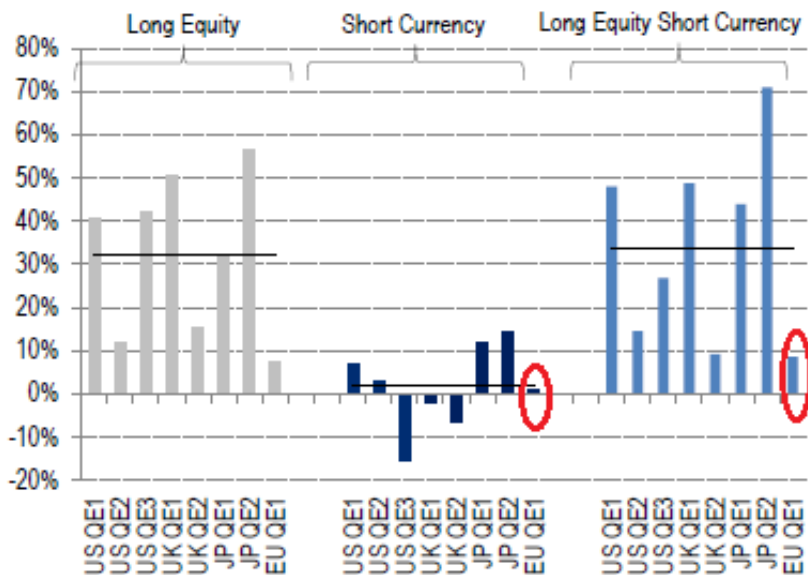
Il frontload degli effetti è una specialità della BCE

- La sapiente costruzione delle attese da parte di Draghi fa sì che il grosso degli effetti sui mercati preceda il movimento
- Ciò però vincola la BCE all'azione, pena lo smantellamento di larga parte dell'easing delle condizioni finanziarie

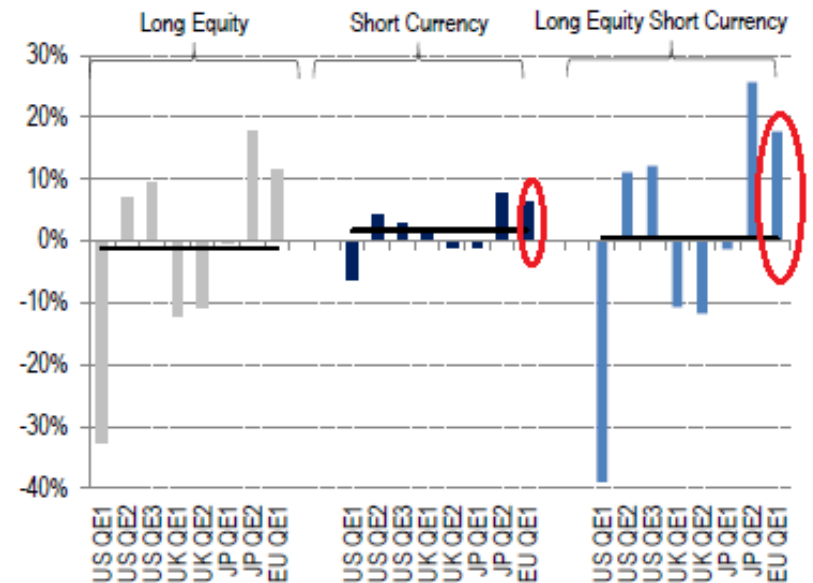
"... and financial conditions incorporate also expectations about policy actions - not only in Europe but also everywhere"

Peter Praet, Comitato Esecutivo BCE

Rendimenti durante i QE



Rendimenti nei 3 mesi precedenti i QE

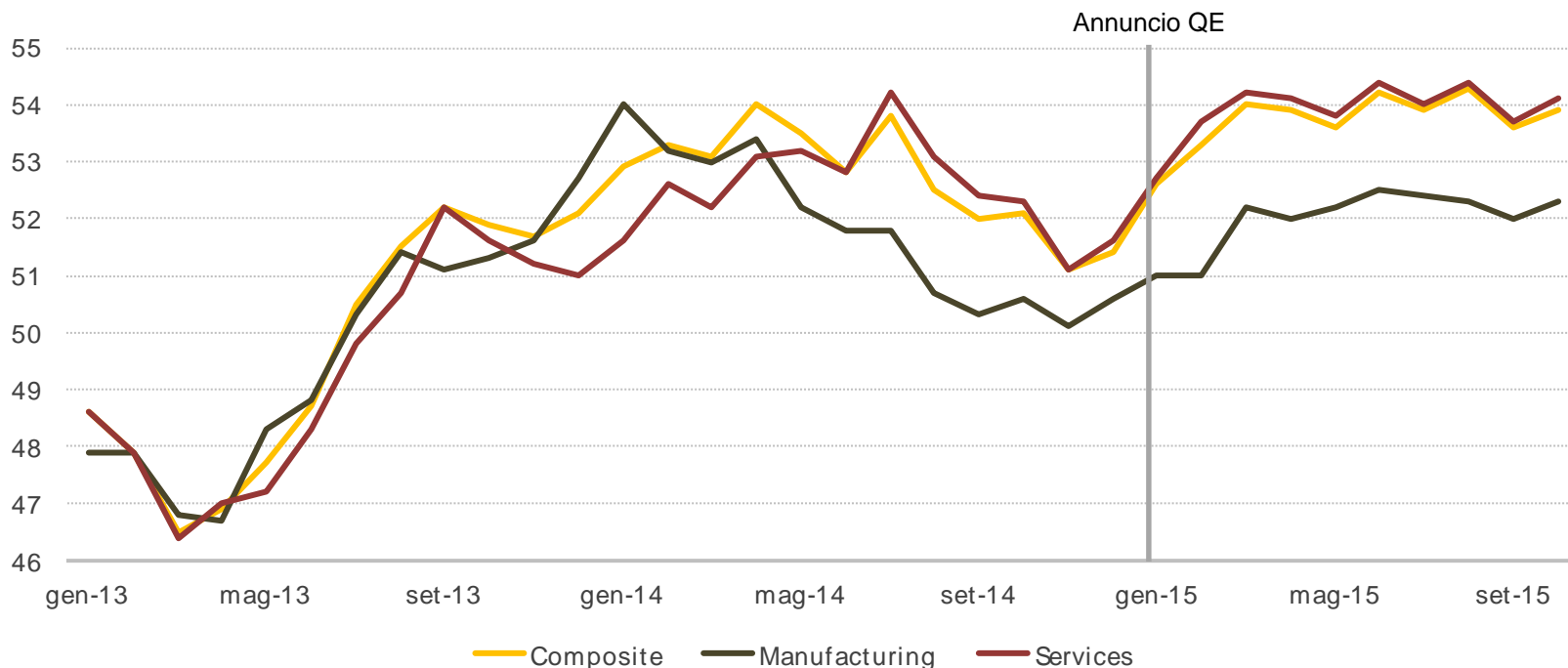




Area Euro: accelerazione in vista?

- L'aumento dell'easing va a migliorare un quadro già costruttivo per l'economia europea, dove la crescita della domanda interna sta bilanciando il calo del canale estero e le condizioni finanziarie migliorano stabilmente da trimestri
- Il calo del petrolio e l'attenuazione della stretta fiscale sono due ulteriori fattori positivi per il ciclo

Indici PMI Area Euro

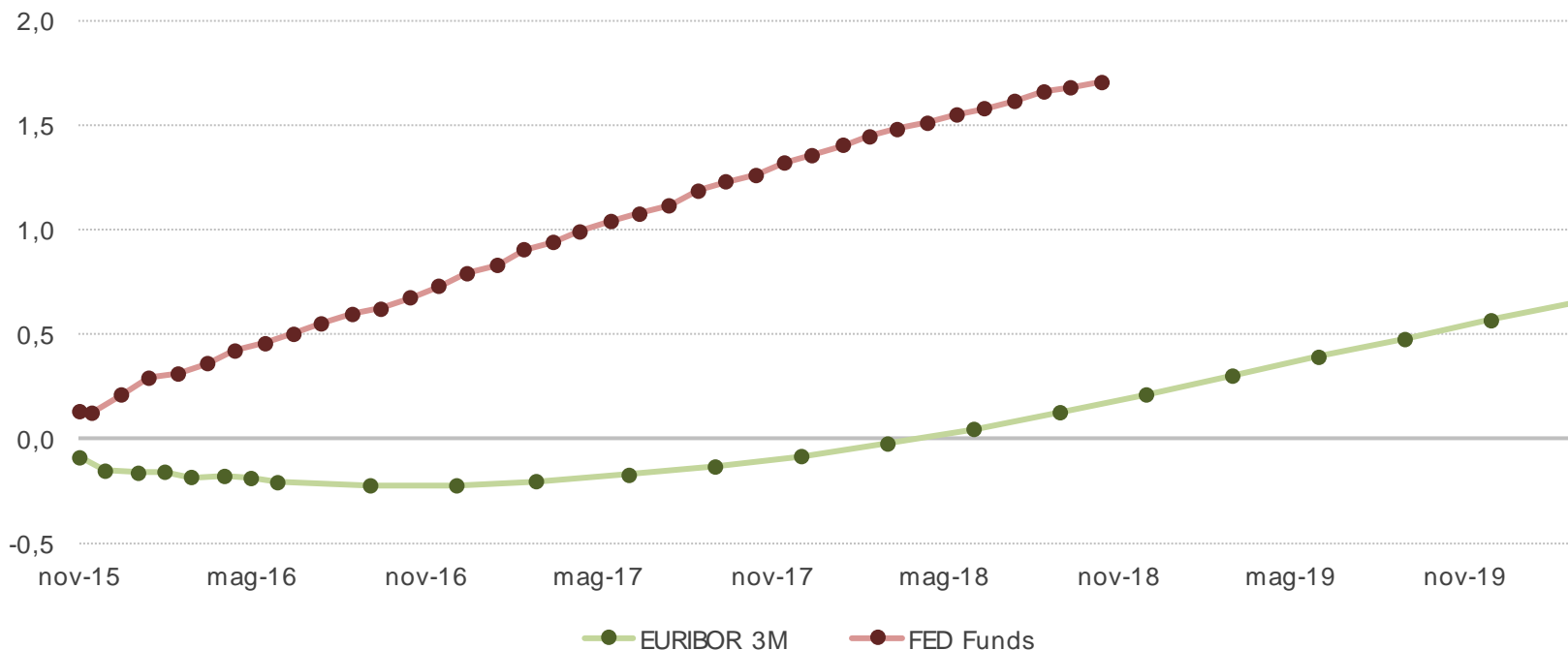




Dicembre potrebbe sancire definitivamente la divergenza tra FED e BCE

- Un taglio ai tassi e un aumento del QE da parte della BCE, seguiti da un rialzo dei FED Funds, dovrebbero ottenere effetti robusti, in particolare sul cambio, che è rimasto in range per la maggior parte del 2015
- La parità EUR/USD sembra un target plausibile per il primo semestre del 2016
- Analogamente, l'outperformance dell'azionario europeo rispetto a Wall Street dovrebbe riprendere

Tassi di interesse forward impliciti nelle quotazioni dei future

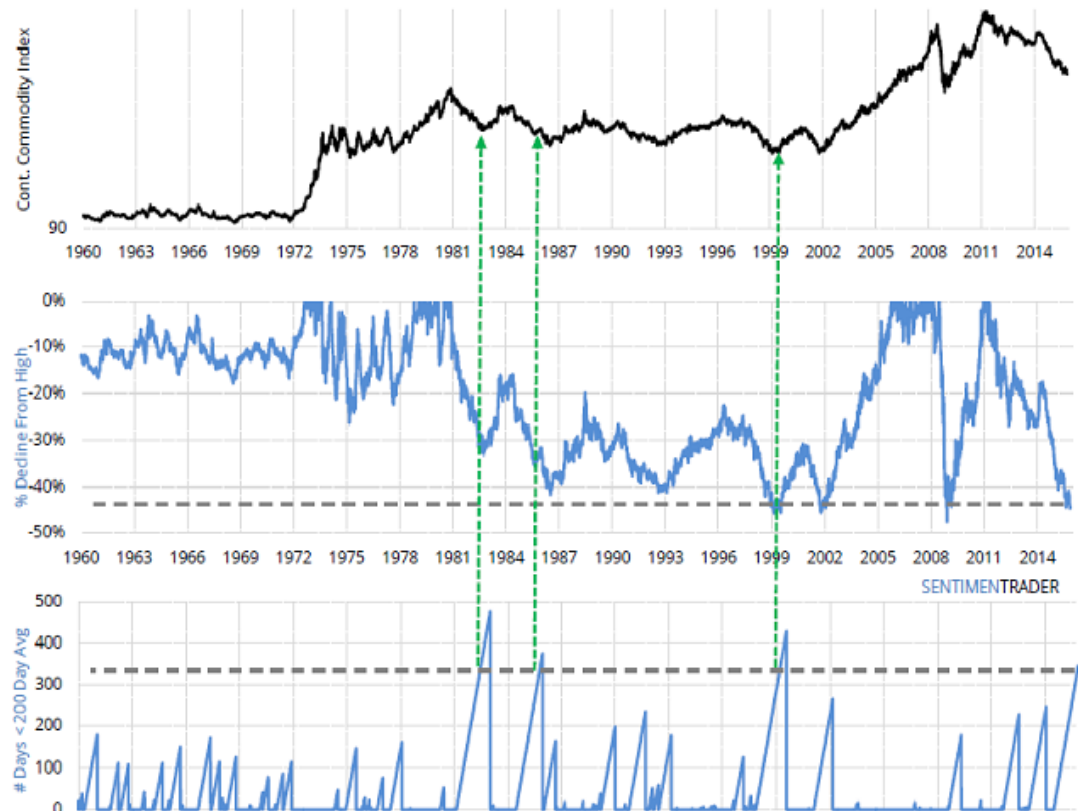




Commodities: enough is enough?

- Al bear market sulle materie prime hanno contribuito vari fattori, tra cui i principali sono: il rallentamento degli emergenti, il tightening della politica monetaria americana (e conseguente apprezzamento del Dollaro) ed eccessi di offerta in alcuni settori
- In termini statistici il movimento è tra i peggiori di sempre: il Continuous Commodity Index si trova da 345 giorni sotto la media mobile a 200 giorni, la quarta serie negativa più lunga della storia
- Nell'ultimo anno solo 6 dei 17 componenti dell'indice hanno scambiato sopra questa media
- L'indice ha perso il 45% dai massimi, un collasso osservato solo altre 3 volte
- Condizioni simili hanno prodotto in passato recuperi in media su qualsiasi orizzonte temporale

Continuous Commodity Index



Fonte: Sentimentrader.com



Gli attacchi di Parigi: inizio di una nuova fase?

Effetti geopolitici

- Step-up nella strategia del terrore da parte dell'ISIS, con conseguente aumento del rischio di ulteriori attacchi nei Paesi occidentali
- Inasprimento degli scontri in Medio Oriente, con intensificazione degli attacchi al territorio del Califfato, da parte di Francia, USA e Russia, a cui si aggiungeranno eventualmente altri Paesi

Effetti economici

- Turismo e trasporti sono i principali settori impattati. In generale la consumer confidence può risentirne, specie se gli episodi si intensificano
- Aumento dei costi e delle inefficienze derivanti dai controlli di sicurezza

Effetti politici

- Impatto sulle politiche europee per i rifugiati, che già erano oggetto di crescenti discussioni in alcuni Paesi
- Elevata probabilità di ritorno della “linea dura” in Francia e altrove
- In generale aumento della popolarità dei partiti di destra, nazionalisti e anti-immigrazione, di impostazione generalmente anti-europea
- Maggiore incertezza per le prossime consultazioni elettorali e il referendum nel Regno Unito



Giudizi sintetici

Azionario

US	■	
Europa	▲	
Giappone	■	Downgrade
Emergenti	■	

Obbligazionario governativo

US	▼	
Europa core	▼	Downgrade
Europa periferia	■	
Emergenti	■	

Obbligazionario corporate

US	▼	Downgrade
Europa	■	Downgrade

Valute

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

Materie prime

Energetiche	▲	Upgrade
Industriali	▲	Upgrade
Agricole	■	
Metalli preziosi	■	

▲ = 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.