



Anthilia Capital Partners Sgr Ottobre 2016

Analisi di Scenario

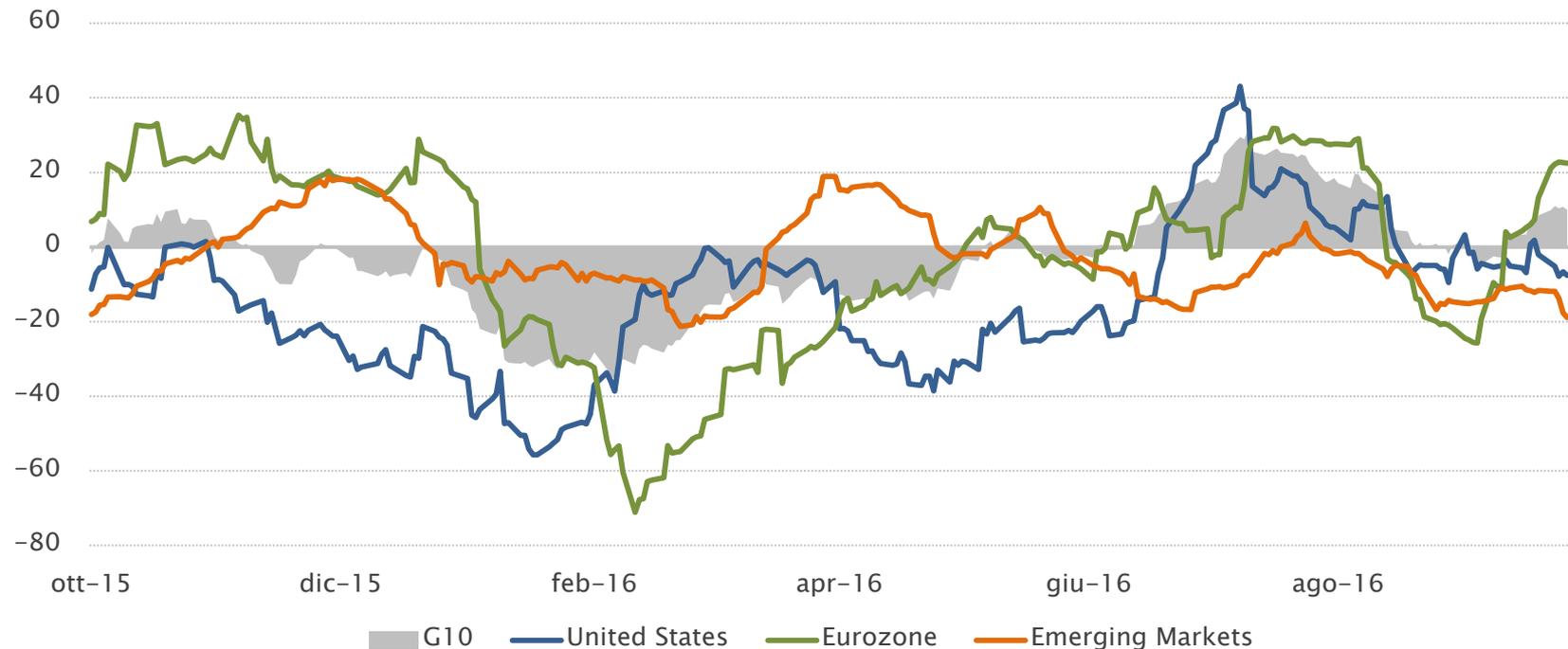




Il ciclo globale torna in carreggiata

- I dati macro di settembre, ancorché non esaltanti, per il momento relegano l'indebolimento di agosto a banale pausa nel ciclo, accentuata da problemi di destagionalizzazione
- Il rimbalzo è più o meno equamente distribuito a livello geografico e concentrato nel manifatturiero, mentre i servizi confermano la fase opaca

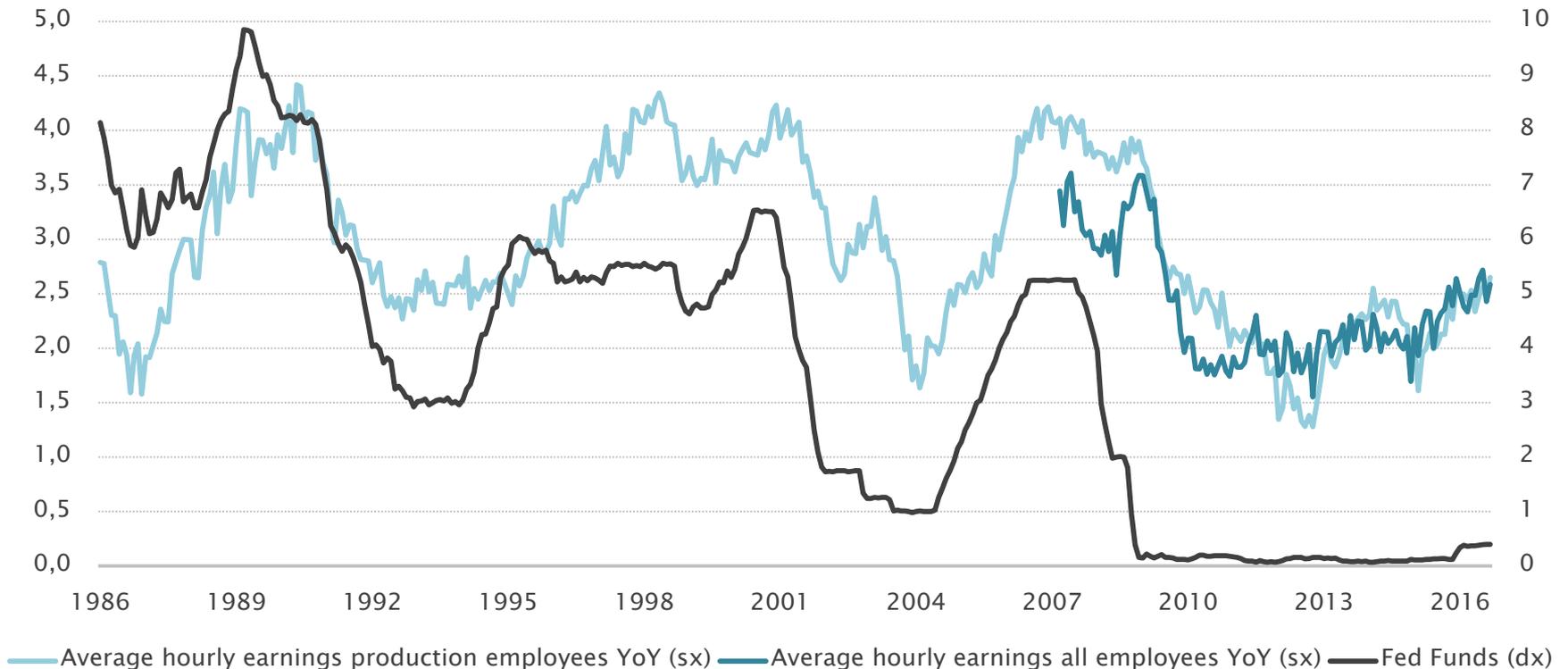
Citi Economic Surprise Index





Cosa impedirà alla Fed di alzare i tassi?

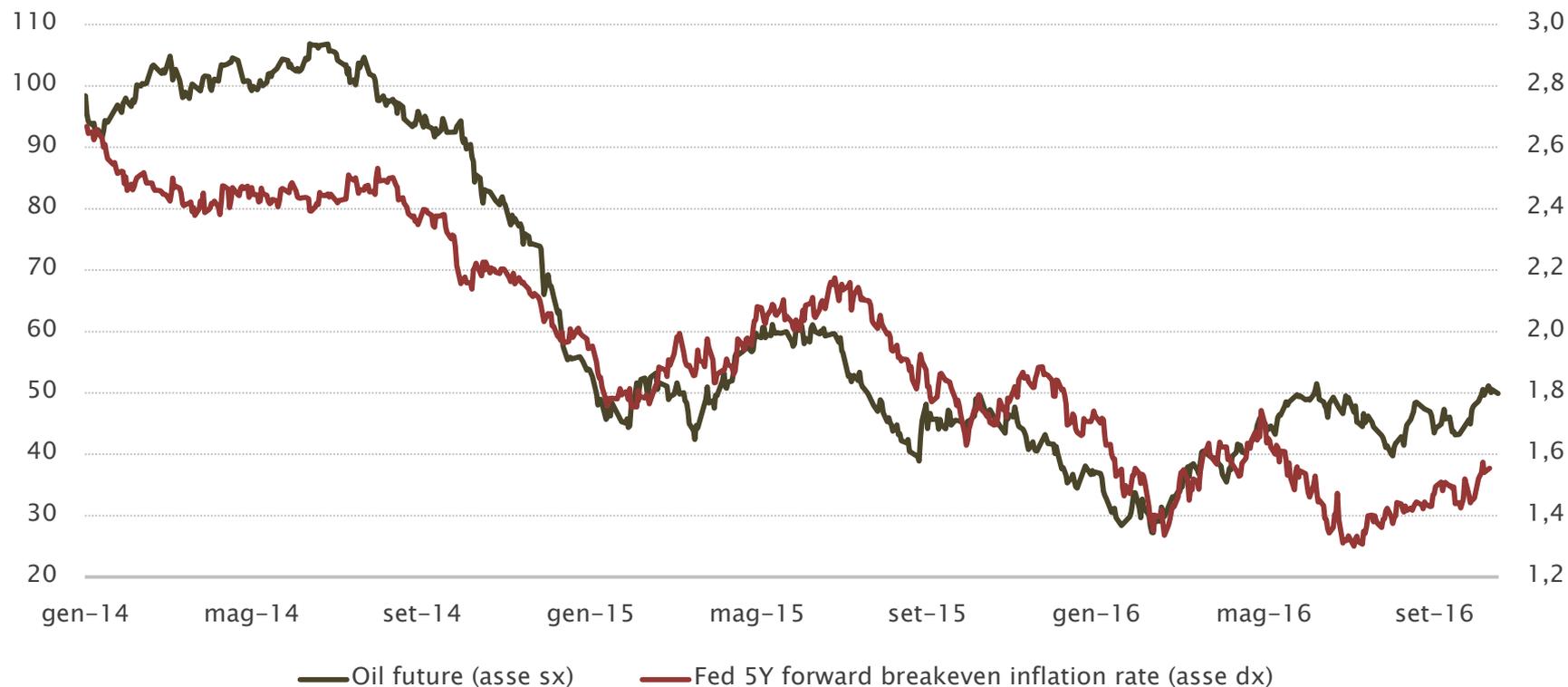
- Diversi indicatori segnalano che il FOMC è già in grave ritardo sui Fed Funds
- Ciò è particolarmente vero se si pensa che la politica monetaria deve essere preventiva





Il mercato sembra scettico sul rally del petrolio

- Un'OPEC meno divisa potrebbe riuscire nell'intento di mantenere il petrolio in area 50\$
- Le attese di inflazione negli Stati Uniti non si sono lasciate allettare dal recupero





I mercati non sono pronti per un'accelerazione dell'inflazione

- Un'accelerazione del CPI coglierebbe di sorpresa mercati ormai inclini alla depressione sul fronte inflazione
- Effetti base sulle componenti energetiche potrebbero portare il CPI headline americano nei pressi del 2% a inizio 2017 (dall'attuale 1%)

Breakeven inflation 10Y

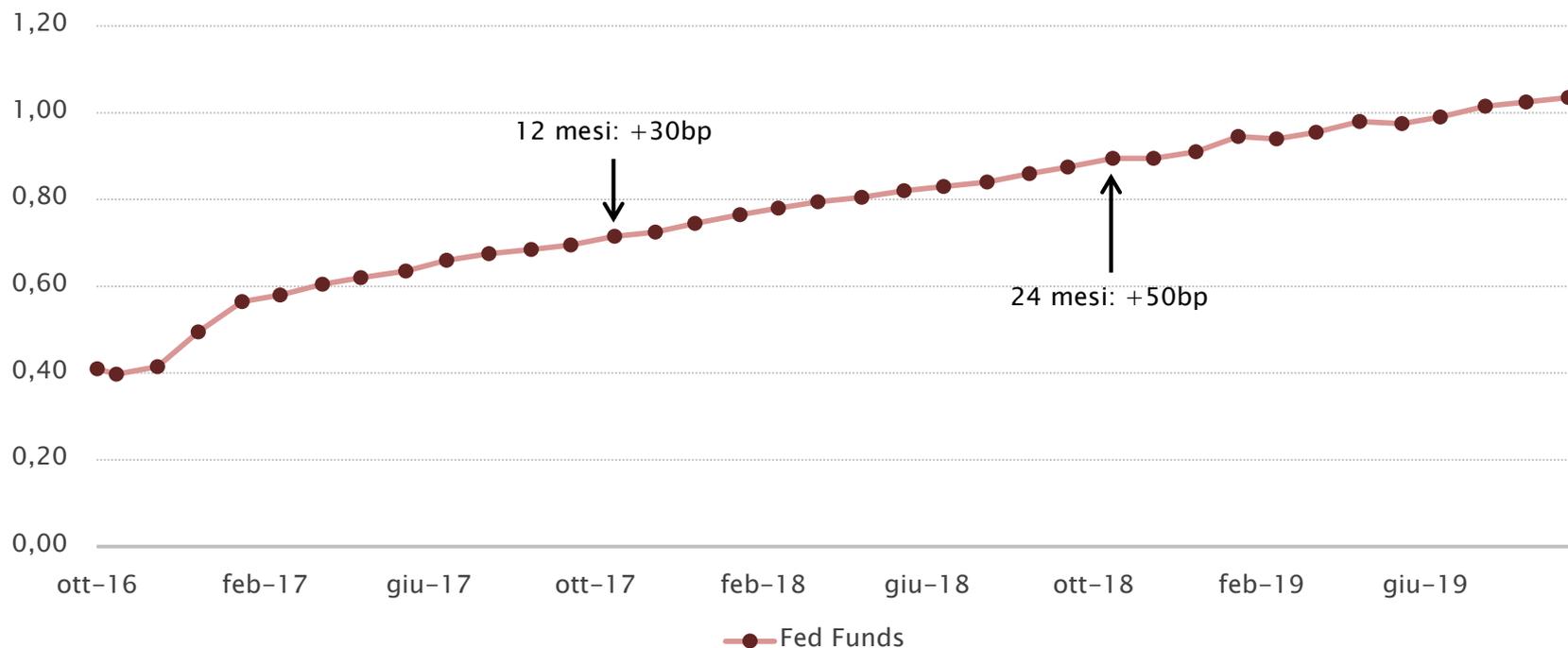




FOMC: dicembre non è IL problema

- Al di là di quanto implicito per il meeting di settembre, la curva dei tassi americani prezza ancora una normalizzazione eccezionalmente lenta
- I mercati sono parecchio vulnerabili a sorprese su fronte Fed Funds

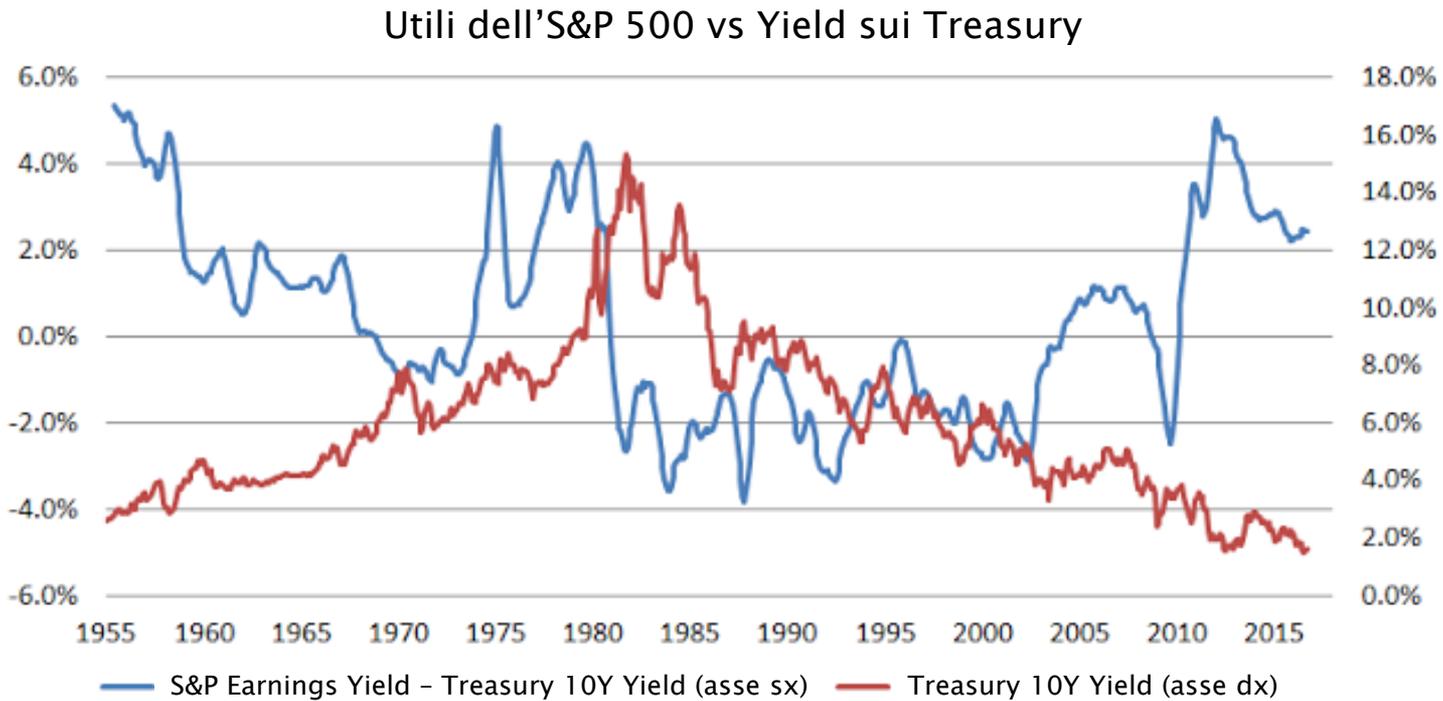
Tassi forward impliciti nelle quotazioni dei future sui Fed Funds





L'equity può soffrire la volatilità su tassi

- I tassi bassi sono stati uno dei principali fattori a supporto dei multipli azionari
- Una significativa salita dei rendimenti può aiutare il settore finanziario, ma è dubbio che l'intero azionario ne benefici

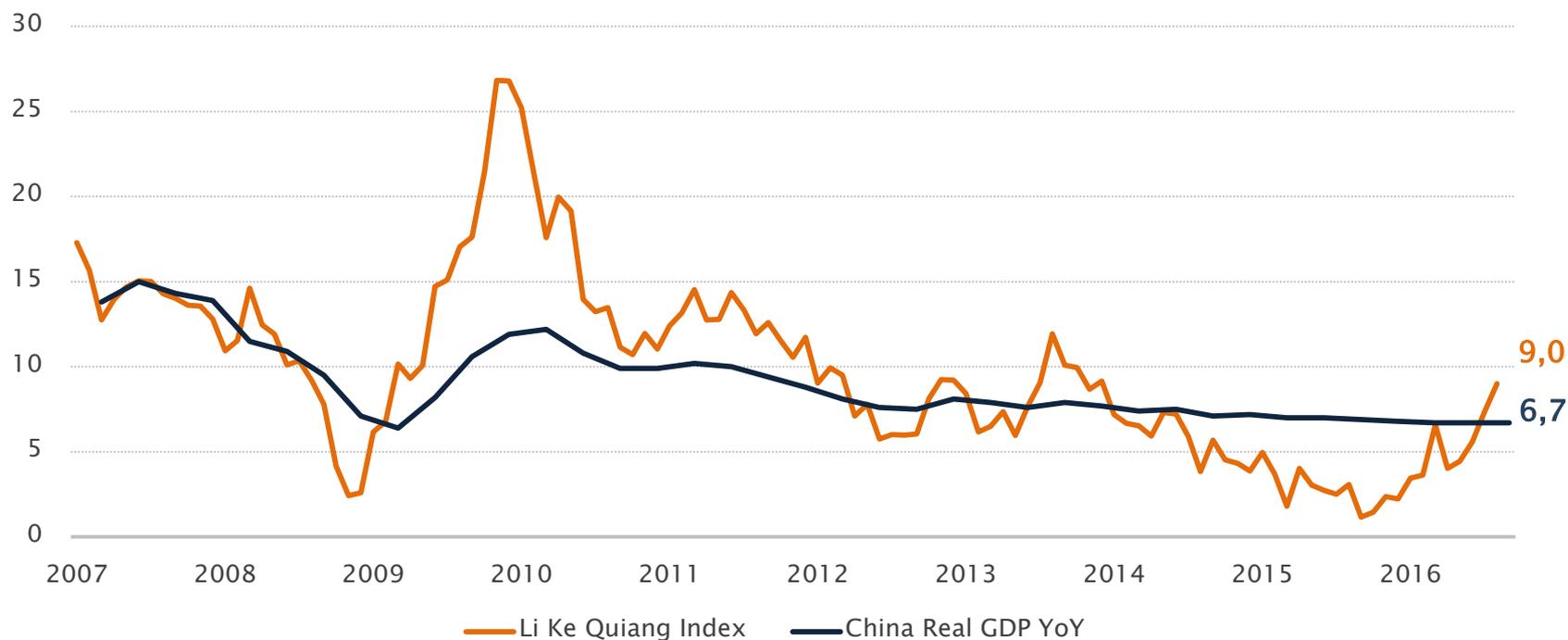


Fonte: AT Economics & Markets



Cina: rimbalzo congiunturale dietro la facciata di stabilità

- Il Li Ke Qiang Index mostra come la generosa erogazione di stimolo fiscale e monetario effettuata tra la seconda metà del 2015 e i primi mesi del 2016 abbia prodotto una consistente accelerazione congiunturale
- Uno sguardo alla composizione dell'indice (bank lending, trasporto ferroviario di merci e consumo di energia elettrica) mostra che il rimbalzo è avvenuto al costo di un passo indietro circa il rebalancing dell'economia

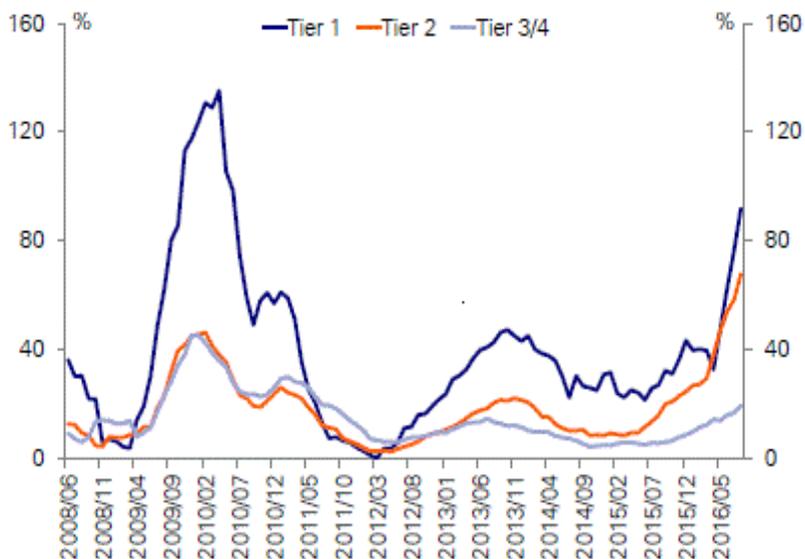




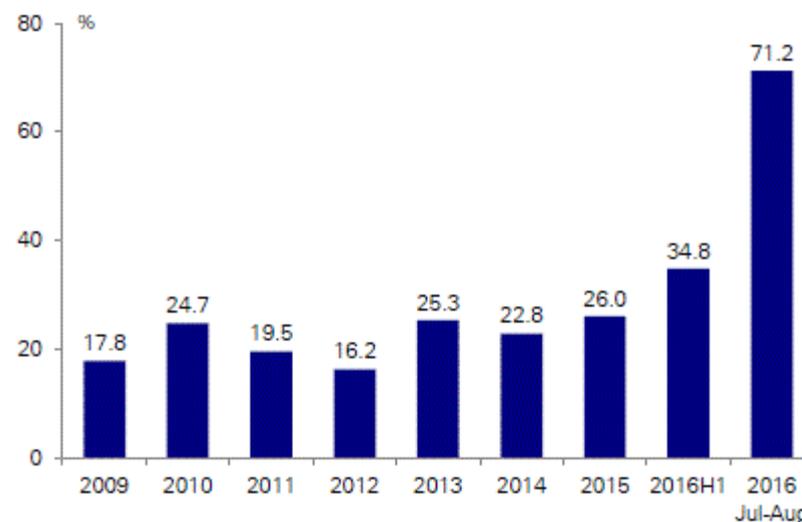
Cina: segnali di surriscaldamento (1/2)

- Non c'è alcun dubbio su dove sia andato il grosso dello stimolo monetario e dell'accelerazione del credito osservati in Cina nel 2016
- Nelle principali città cinesi stiamo assistendo ad una nuova mini-bolla dell'immobiliare

Premio sulle aste di terreni in diversi gruppi di città



Quota di mutui sul totale dei prestiti in RMB



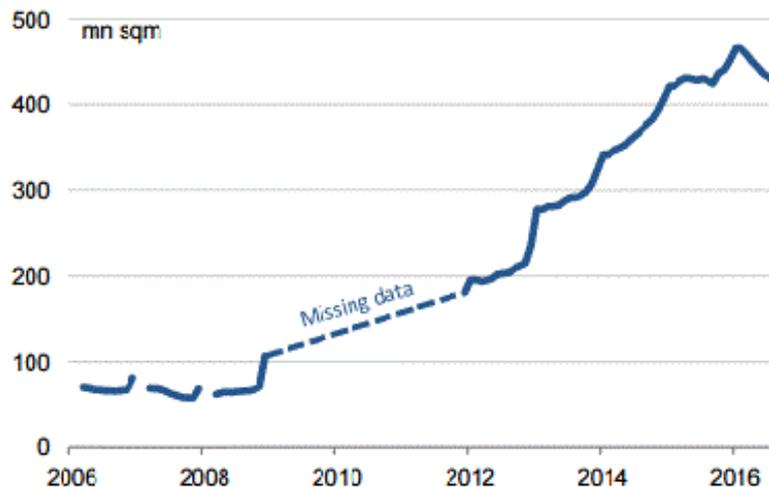
Fonte: Deutsche Bank



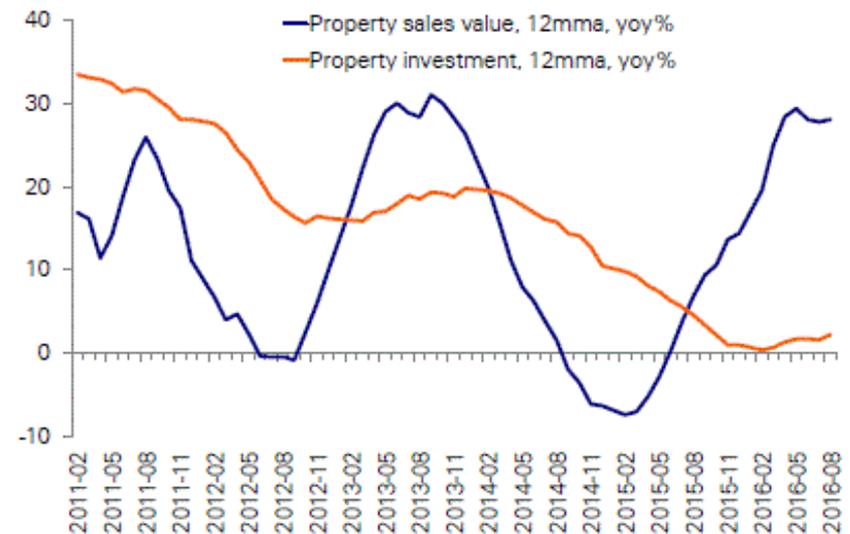
Cina: segnali di surriscaldamento (2/2)

- La recente impennata dei prezzi si innesta su un settore con fondamentali già fragili
- I governi locali stanno già varando una nuova serie di misure per raffreddare il mercato, che impatteranno sul ciclo

Immobili residenziali invenduti



Vendite e investimenti immobiliari



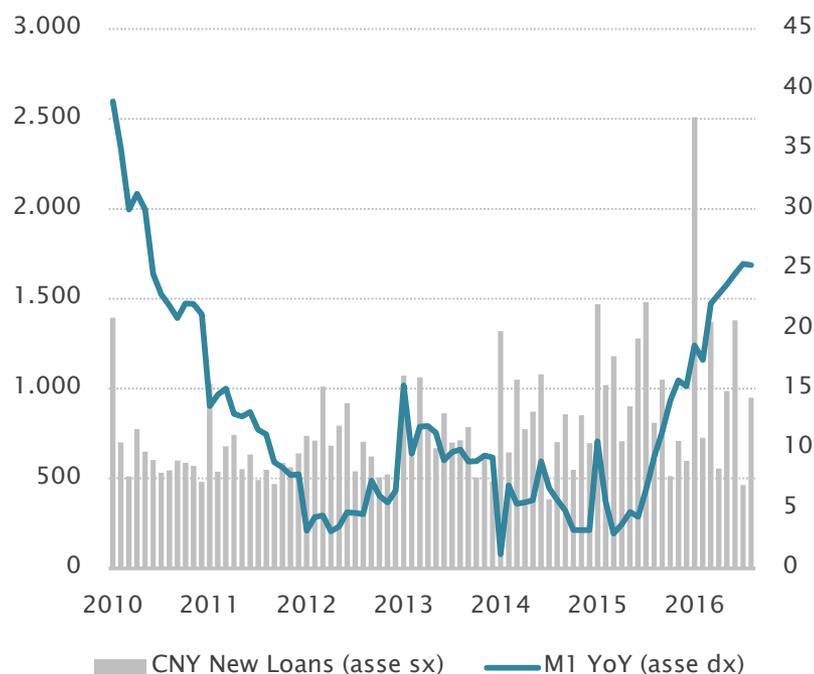
Fonte: SG, Deutsche Bank



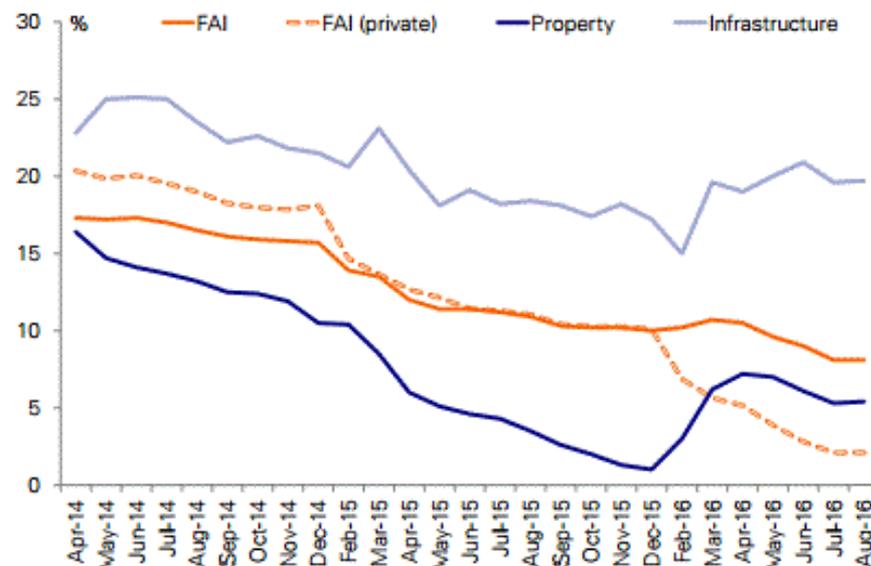
Efficacia dello stimolo monetario e fiscale in calo

- La reattività dell'economia cinese alle erogazioni di stimolo sembra in calo negli ultimi trimestri
- Ciò può dipendere in parte dal rebalancing e in parte dall'avvicinarsi del "debt limit", ovvero il livello di debito al quale il suo incremento diventa controproducente in termini di crescita

Offerta di moneta in Cina



Crescita YoY degli investimenti in attivi fissi



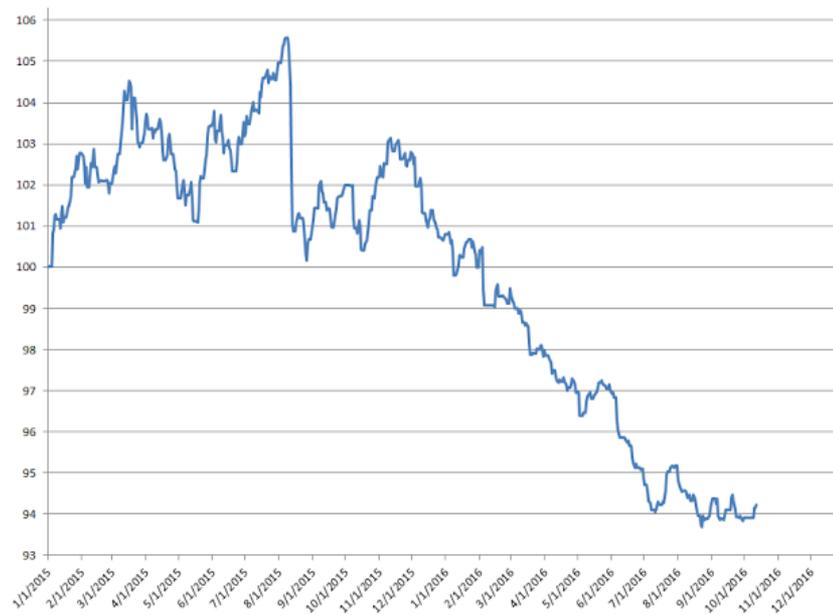
Fonte: Deutsche Bank



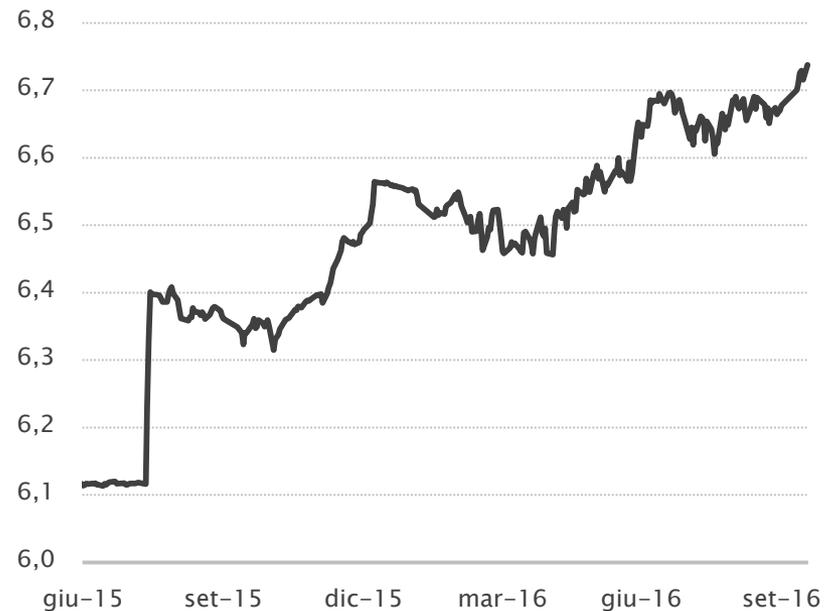
Yuan: svalutazione in incognito

- La divisa cinese ha perso terreno non solo contro dollaro, ma anche contro il paniere di divise verso il quale le autorità avevano dichiarato l'intenzione di mantenere la stabilità
- Se la svalutazione costituisce un easing per l'economia cinese, questa è anche una forza destabilizzante per l'area asiatica e l'economia globale

CNY vs paniere CFETS



USD/CNY



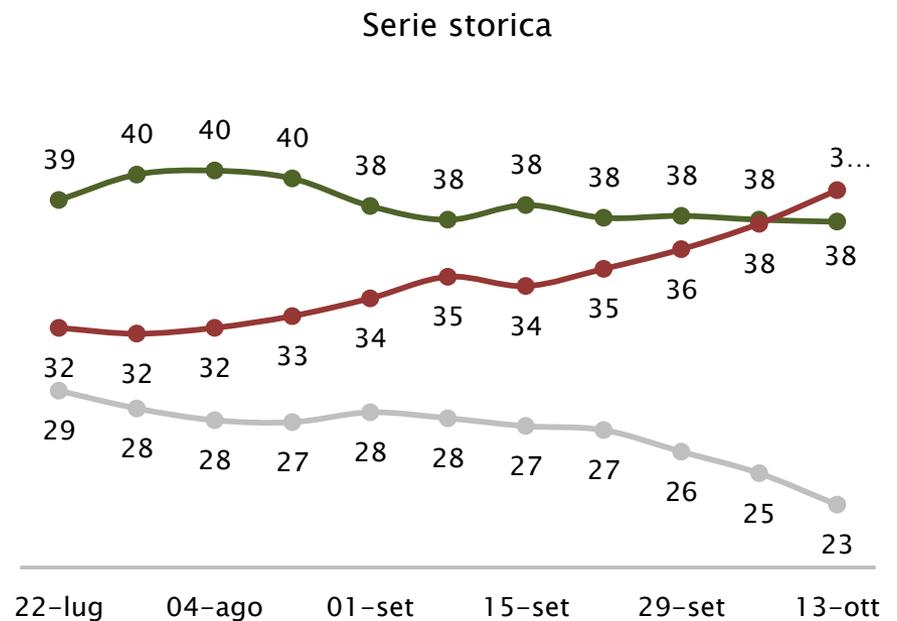
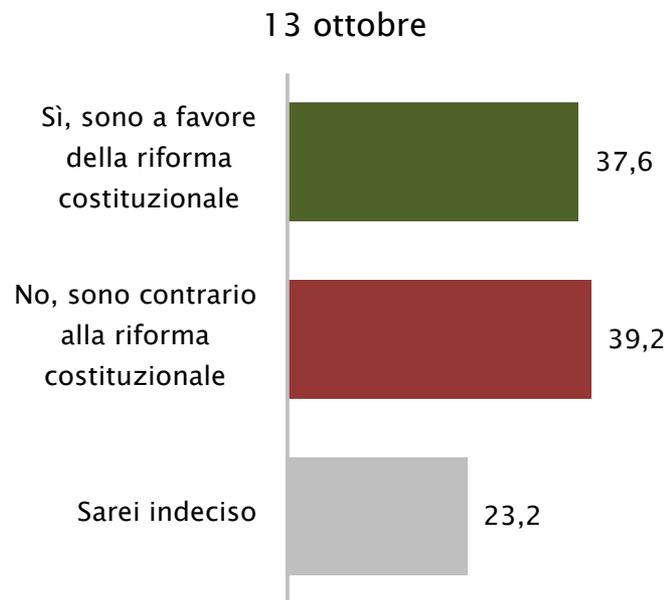
Fonte: Macro Man



Italia: deriva costituzionale

- La recente tendenza nei sondaggi sembra indicare che il tentativo di Renzi di slegare il referendum dal destino del suo esecutivo stia fallendo
- Difficilmente il governo Renzi potrà sopravvivere ad una significativa vittoria del “No”. Il rischio di elezioni anticipate con il maggioritario alla Camera e il proporzionale al Senato è significativo

Orientamenti di voto al referendum costituzionale (sondaggio Anthilia & Cassa Lombarda, commissionato a Istituto Ixè)





Bond Europei tra inflazione e deficit di emissioni nette

- La tendenza al rialzo dei tassi a lunga e l'incertezza relativa al referendum costituzionale italiano si scontrano con un bilancio di emissioni nette in significativo deficit in Europa
- Francia e Italia mostrano lo sbilancio più robusto, mentre in totale sono ottobre e dicembre i mesi col maggiore deficit

Emissioni governative nette

2016 Net Supply minus PSPP	Act.	Act.	Act.	Act.	Act.	Act.	Act.	Act.	Est.	Est.	Est.	Est.	Total
	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	
Austria	0.2	4.9	-0.1	-0.7	-0.6	-0.4	-0.3	-0.5	-11.3	0.3	0.1	0.4	-8
Belgium	3.3	-1.9	-6.0	7.0	-2.6	1.7	1.2	-1.6	-12.0	-0.4	-1.0	-1.8	-14
Finland	0.7	-0.8	3.2	-7.7	-1.2	-0.1	-1.1	2.2	0.5	-1.1	0.5	-0.8	-6
France	12.9	-12.6	11.5	-18.1	6.2	6.9	-21.1	0.1	-0.5	-27.9	-14.0	-6.7	-63
Germany	-19.3	-7.8	-3.7	-35.8	2.3	-13.2	-18.6	10.0	-8.9	-16.1	3.9	-19.7	-127
Ireland	2.2	0.2	-0.8	-8.6	-0.4	-1.1	-1.1	-0.8	0.7	0.6	-1.1	0.8	-11
Italy	18.1	18.0	6.3	-8.7	-6.1	1.9	-1.4	-39.4	-18.7	-12.3	-12.3	-24.3	-79
Netherlands	-0.9	-2.2	3.5	-16.1	-0.6	1.7	-13.9	-2.2	0.0	-0.3	0.5	-2.4	-33
Portugal	2.9	-3.3	1.3	-0.2	-0.4	-0.5	-0.2	0.0	1.4	-4.9	-0.4	-1.2	-6
Spain	-7.6	1.8	7.8	-23.0	1.8	3.4	8.9	-18.9	5.7	-19.0	-0.2	0.4	-39
2016 Grand Total	12.5	-3.6	23.0	-111.7	-1.5	0.3	-47.7	-51.1	-43.0	-81.1	-24.0	-57.0	-385

Fonte: BNP Paribas



Equilibrio difficile (1 / 2)

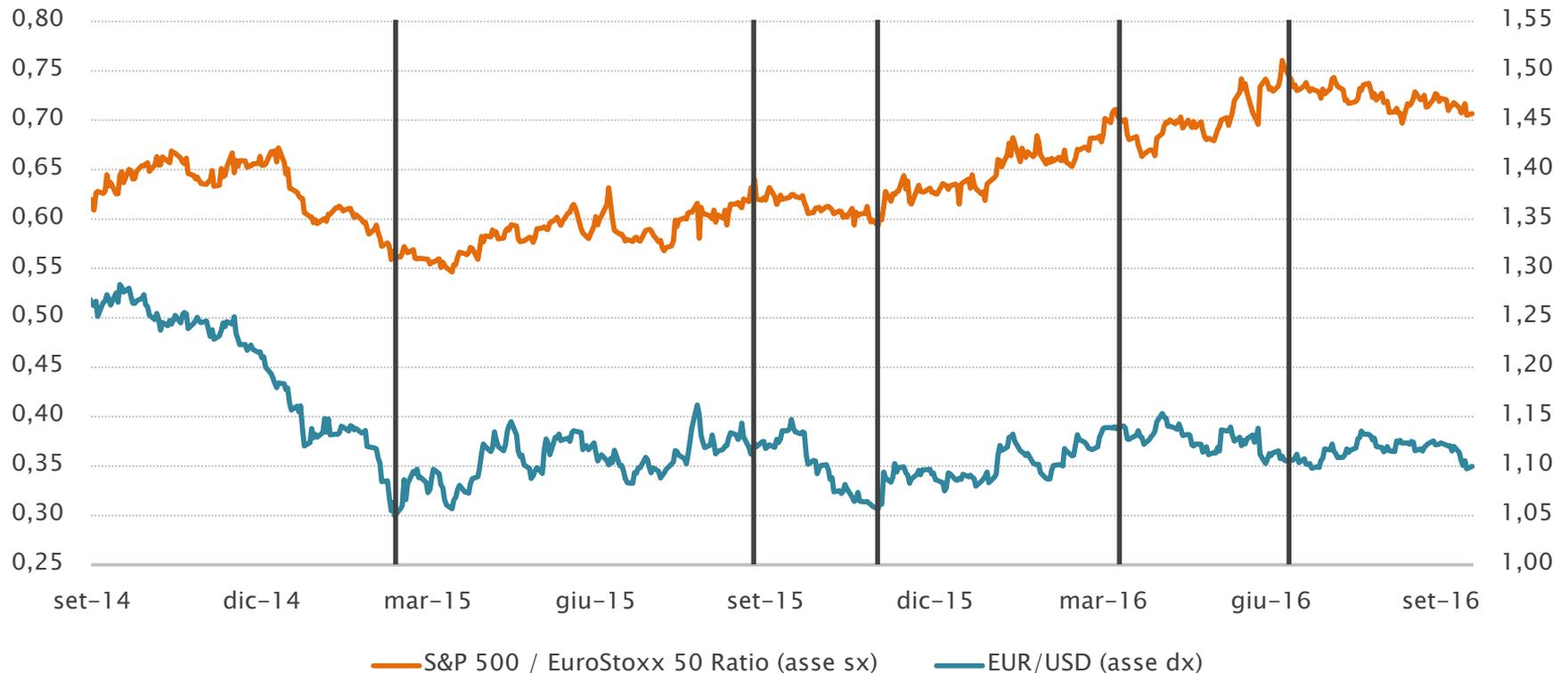
- In attesa di un decollo della crescita globale, il sistema si trova sempre più intrappolato tra interessi contrapposti dei vari blocchi
- Se l'Europa e il Giappone sperano in una ripresa della normalizzazione dei tassi americani che renda più competitive le rispettive economie, il mondo emergente e le aziende negli Stati Uniti tifano per lo status quo





Equilibrio difficile (2/2)

- Il settore bancario globale chiede a gran voce tassi più alti e curve più ripide, ma i tassi eccezionalmente bassi sono stati l'architrave della performance azionaria dell'ultimo periodo
- Una salita del dollaro potrebbe rapidamente mettere fine alla fiammata di inflazione che la ha generata, deprimendo le materie prime e inducendo la Cina a esportare deflazione tramite una nuova svalutazione

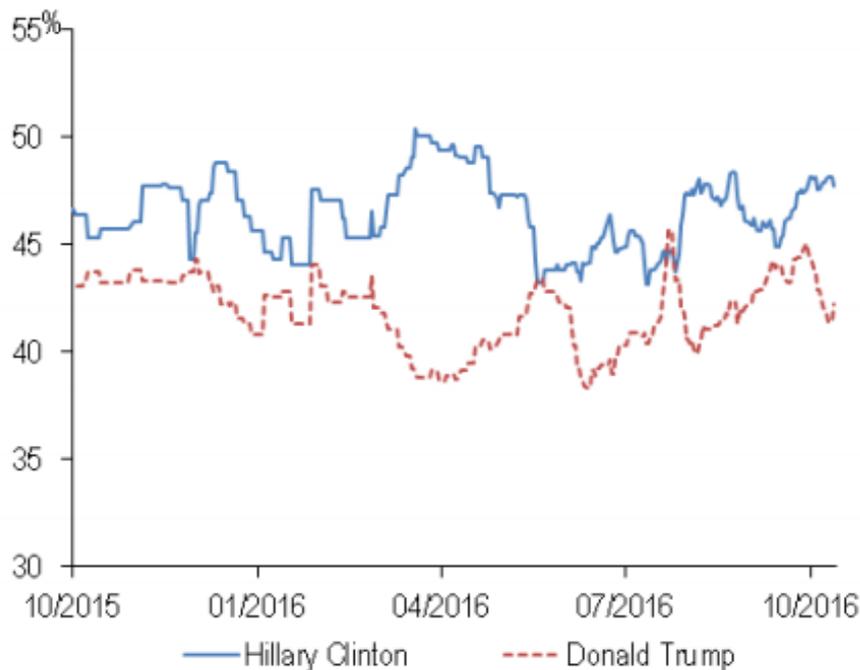




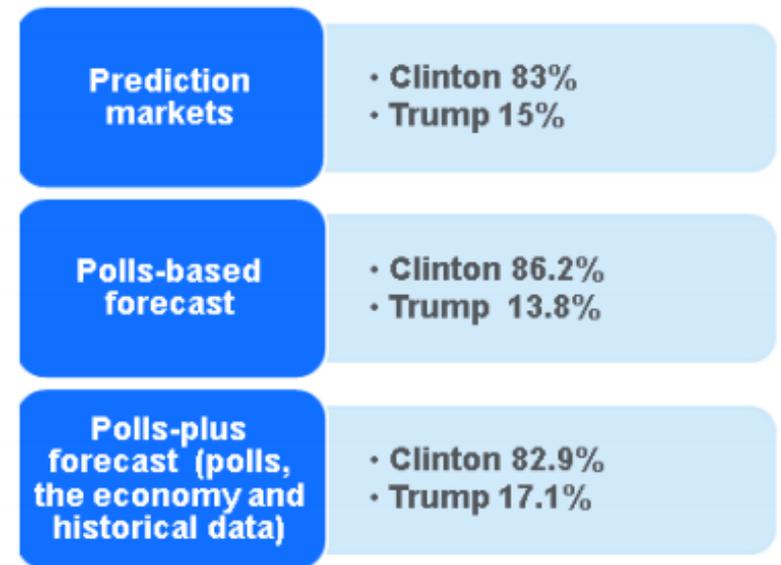
Trump indietro ma l'incertezza resta

- I dibattiti elettorali e lo scandalo del video del 2005 hanno indebolito Trump, mentre l'elettorato della Clinton ha sopportato bene la nuova ondata di mail private rilasciata da Wikileaks
- Peraltro, le particolari caratteristiche di queste presidenziali (establishment vs anti-establishment, uomini vs donne) rendono difficile quantificare il potenziale errore nei sondaggi

Sondaggi sulle intenzioni di voto



Probabilità di vittoria



Fonte: Citigroup



Giudizi sintetici

Azionario

US	▼	
Area euro	▲	Upgrade
UK	▼	
Giappone	■	Downgrade
Cina	▲	
Emergenti	■	

Obbligazionario corporate

US investment grade	▼	
US high yield	▼	
Area euro investment grade	■	
Area euro high yield	▲	

Materie prime

Energetiche	■	Downgrade
Industriali	■	
Agricole	▲	
Metalli preziosi	▼	Downgrade

Obbligazionario governativo

US	▼	
Area euro core	■	Upgrade
Area euro periferia	■	Upgrade
UK	■	
Giappone	■	
Emergenti	■	Upgrade
Inflation linked US	▲	
Inflation linked Area euro	▲	

Valute

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

▲ = 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.