



Anthilia Capital Partners Sgr

Gennaio 2017

Analisi di Scenario

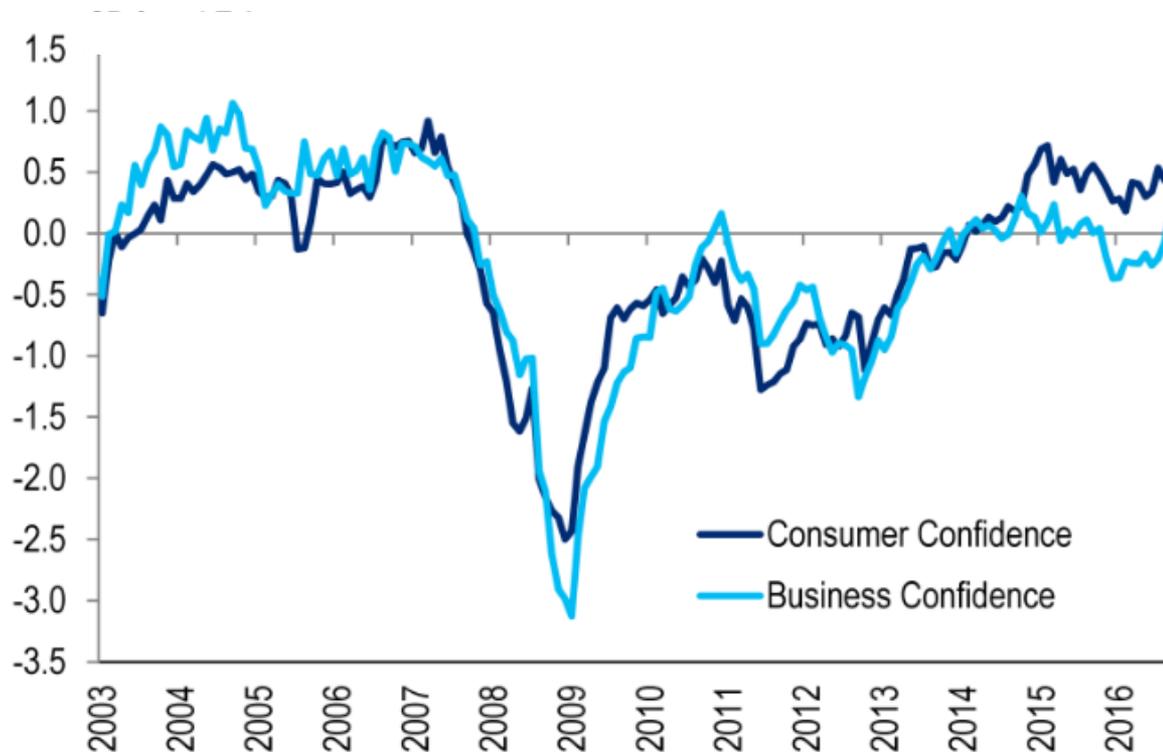




Il sentiment economico dei Paesi industrializzati è ai massimi di periodo

Advanced Economies – Business and Consumer Confidence

(SD from LT Average¹), 2003-2016



- I livelli di business e consumer confidence nelle economie avanzate hanno chiuso il 2016 in accelerazione
- La business confidence è ai massimi post crisi
- Questo nonostante il newsflow politico poco incoraggiante, caratterizzato da insistenti successi di proposte populiste e anti-establishment

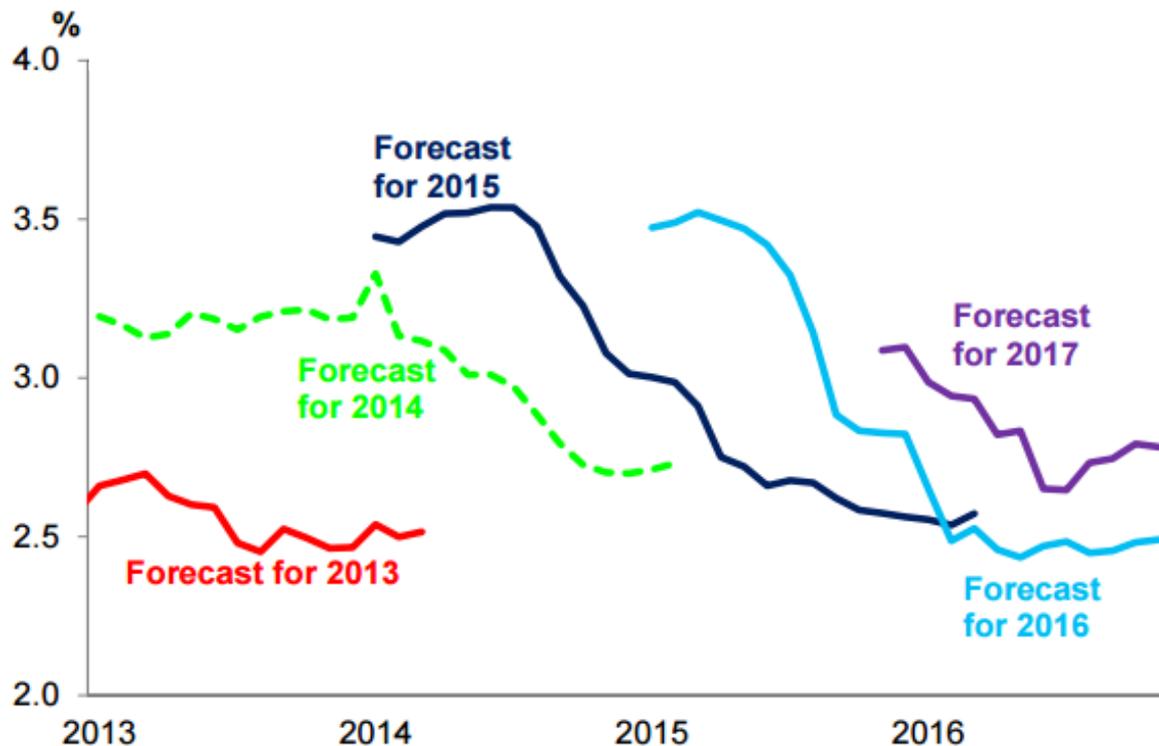
(1) Long-term average = 1990-2016



Will this time be different?

Global Real GDP Growth Revisions

(%YY), 2013-2017



- L'ottimismo sulla crescita globale è stata una costante degli ultimi 3 anni, con le iniziali ambizioni regolarmente frustrate in corso d'anno
- In questo caso però la crescita globale è effettivamente in fase di accelerazione, e l'inflazione è in continuo rialzo da oltre 6 mesi

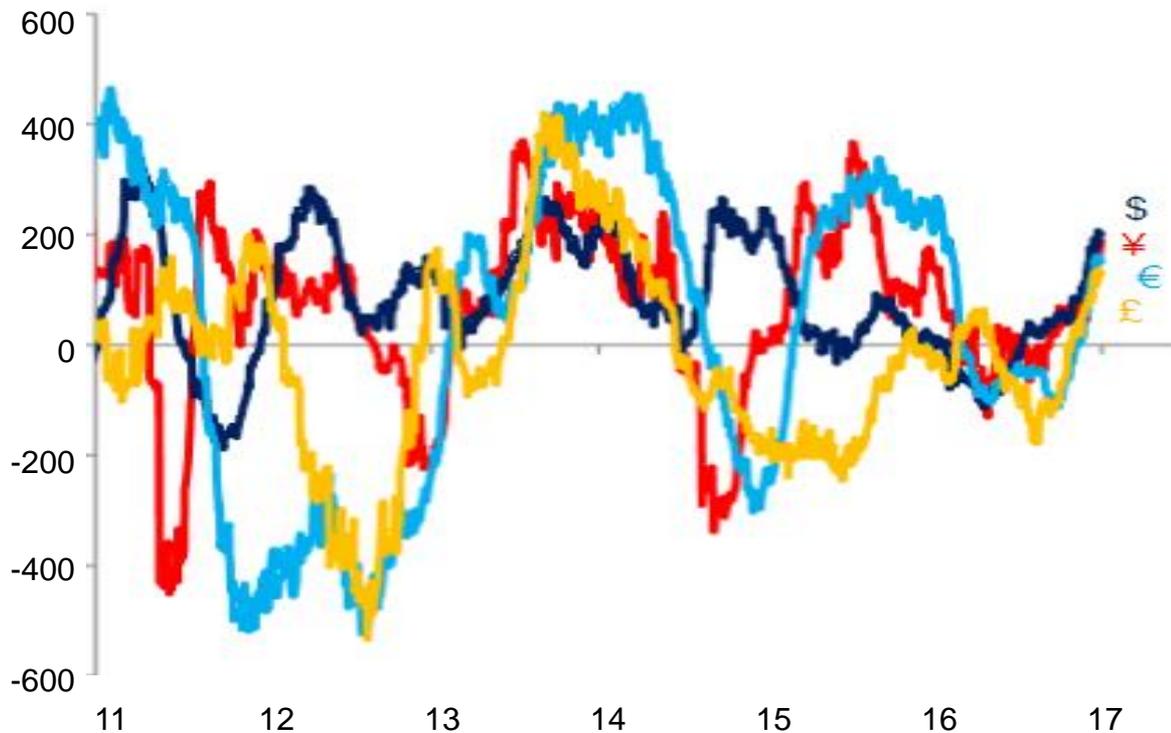
Tassi di cambio di mercato. Escluso Venezuela



Cicli sincronizzati a inizio 2017

Constituent of Economic Surprise Indices by region

(Surprise = Data change – Consensus change)

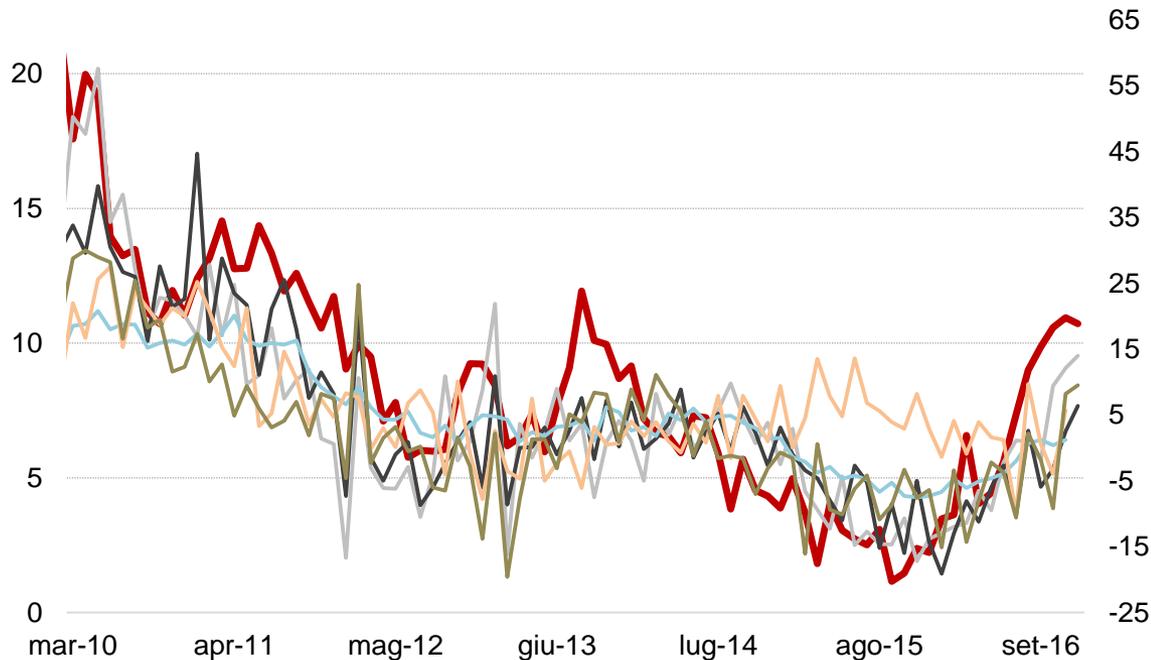


- I principali indicatori economici mostrano che le economie dei Paesi industrializzati stanno attraversando una fase di crescita assai sincronizzata, come non capitava dal 2013
- Questa sincronizzazione, che segue un periodo assai disomogeneo, sembra tra i principali driver del risveglio degli «animal spirits»



Il ciclo cinese resta un driver fondamentale della crescita globale

Global Trade Export vs Attività economica cinese



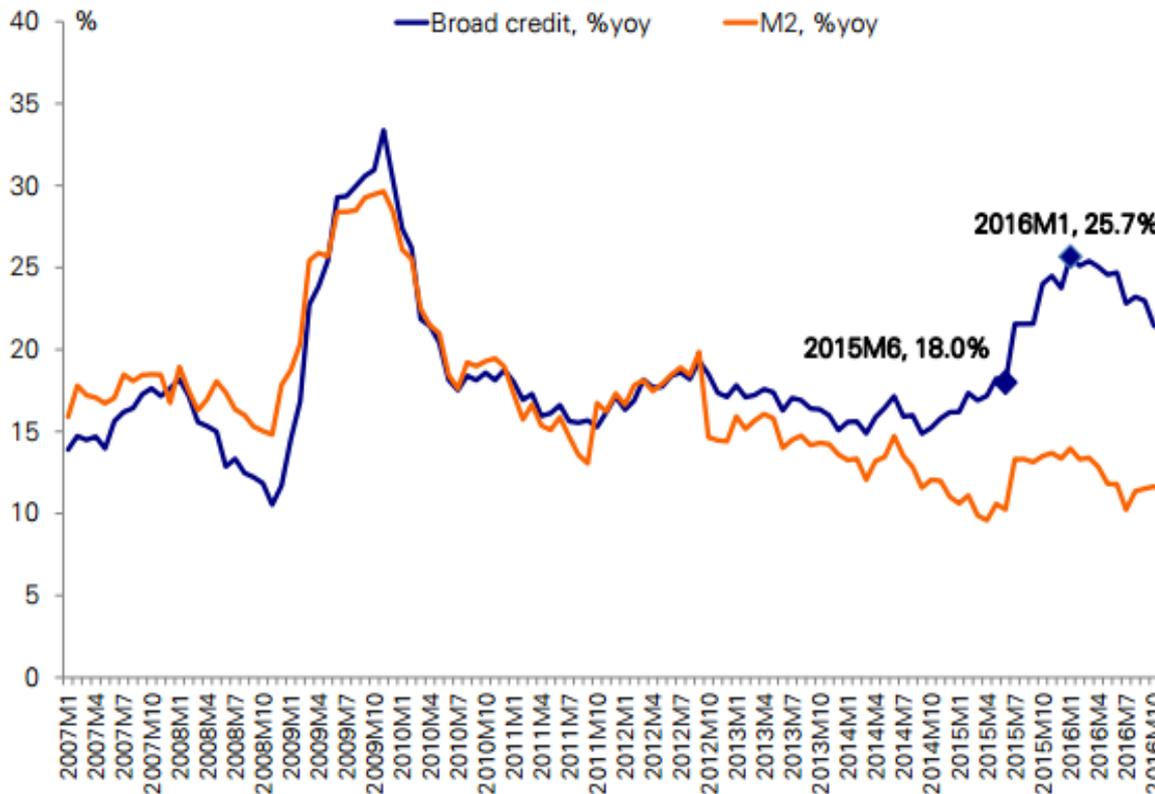
— Li Keqiang Index (sx) — Taiwan — Sud Corea
— USA — Germania — Singapore

- La concomitanza di questa accelerazione globale con un picco nell'attività economica cinese è per lo meno sospetta
- Recupero della domanda globale e rimbalzo delle commodities hanno avuto un peso fondamentale nell'affermarsi del recente «Reflation theme»
- Su queste basi, la realizzazione delle attuali aspettative sulla crescita globale è in gran parte legata ad una sostanziale tenuta del ciclo cinese



Drivers della crescita cinese: Credito 1/2

China Broad credit and M2 growth

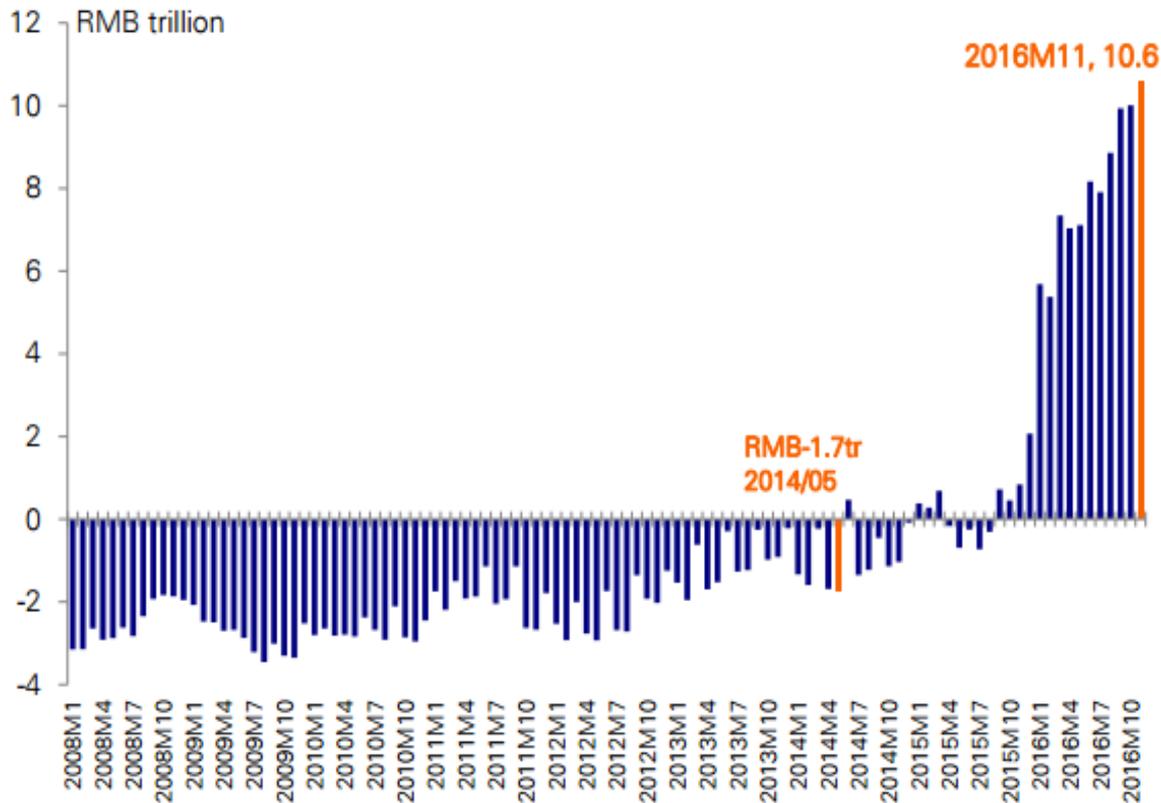


- La crescita del credito ha fatto un picco a inizio del 2016, raggiungendo un ritmo quasi quadruplo rispetto a quella del PIL ufficiale, e quasi doppio rispetto a M2
- Le autorità approfitteranno del rimbalzo congiunturale per rallentare ulteriormente l'erogazione
- La divergenza tra il credito erogato e l'aggregato monetario M2 suggerisce che una rilevante parte dell'erogazione non sia arrivata all'economia, ma sia andata in investimenti finanziari



Drivers della crescita cinese: Credito 2/2

Commercial banks' net claims on NBFIs

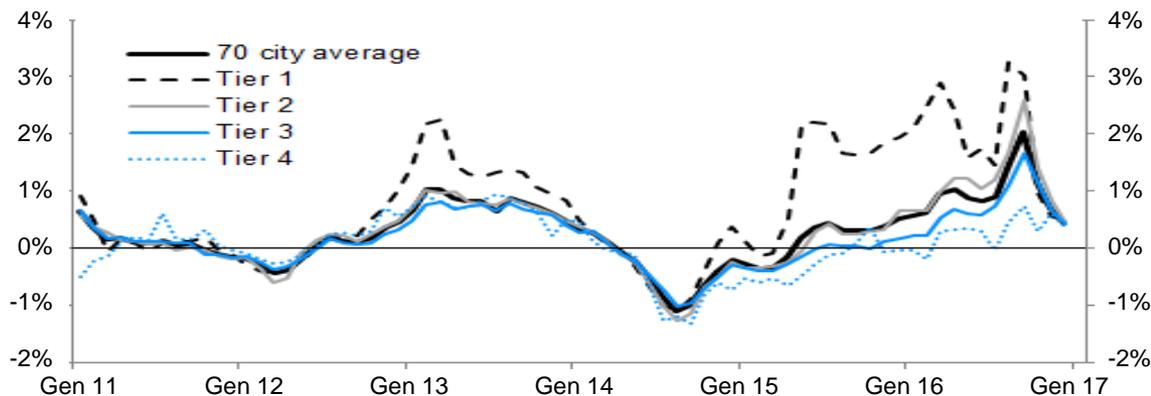


- L'impiego finanziario del credito è confermato anche dall'esplosione dei prestiti bancari ad istituzioni finanziarie non bancarie occorso nell'ultimo anno e mezzo
- Il riciclo del credito in investimenti finanziari aumenta la leva e rende più fragile il sistema, imponendo alle autorità una fase di deleverage

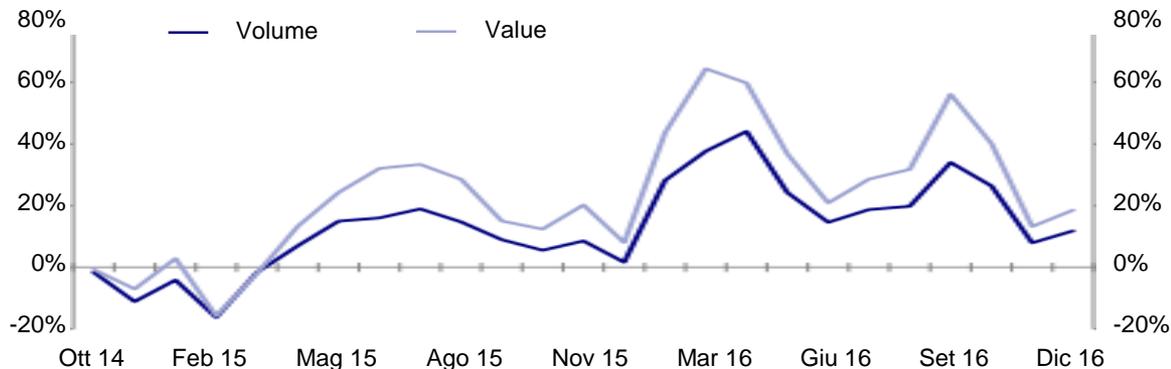


Drivers della crescita cinese: Immobiliare

Average housing price MoM, SA change



Monthly growth of property sales, yoy%

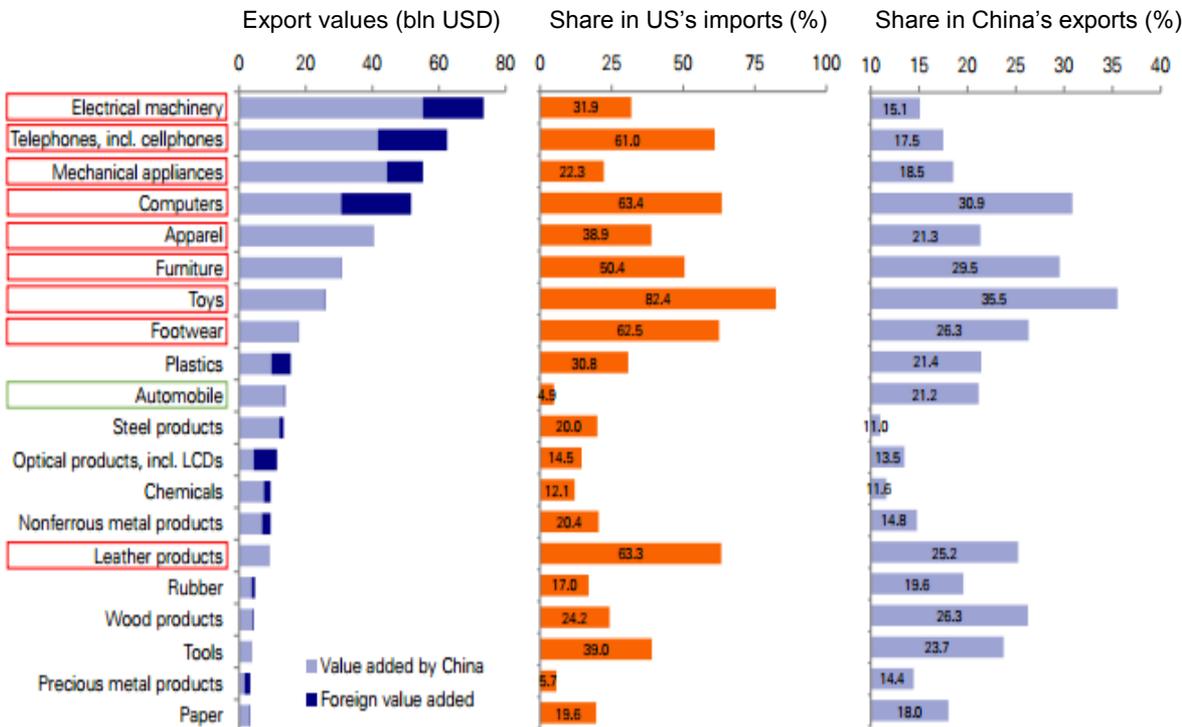


- Gli stimoli all'immobiliare attuati nella seconda metà del 2014 hanno ottenuto l'effetto sperato: l'impennata nell'attività del settore ha ridato fiato all'economia e alle finanze pubbliche degli enti locali
- Ora le autorità si trovano nella necessità di raffreddare il mercato, e le prime misure varate stanno già ottenendo i primi effetti
- Il settore immobiliare potrebbe impattare negativamente sulla crescita nei prossimi trimestri



Rischi: US – China Trade War

US imports from China by sector (2015)



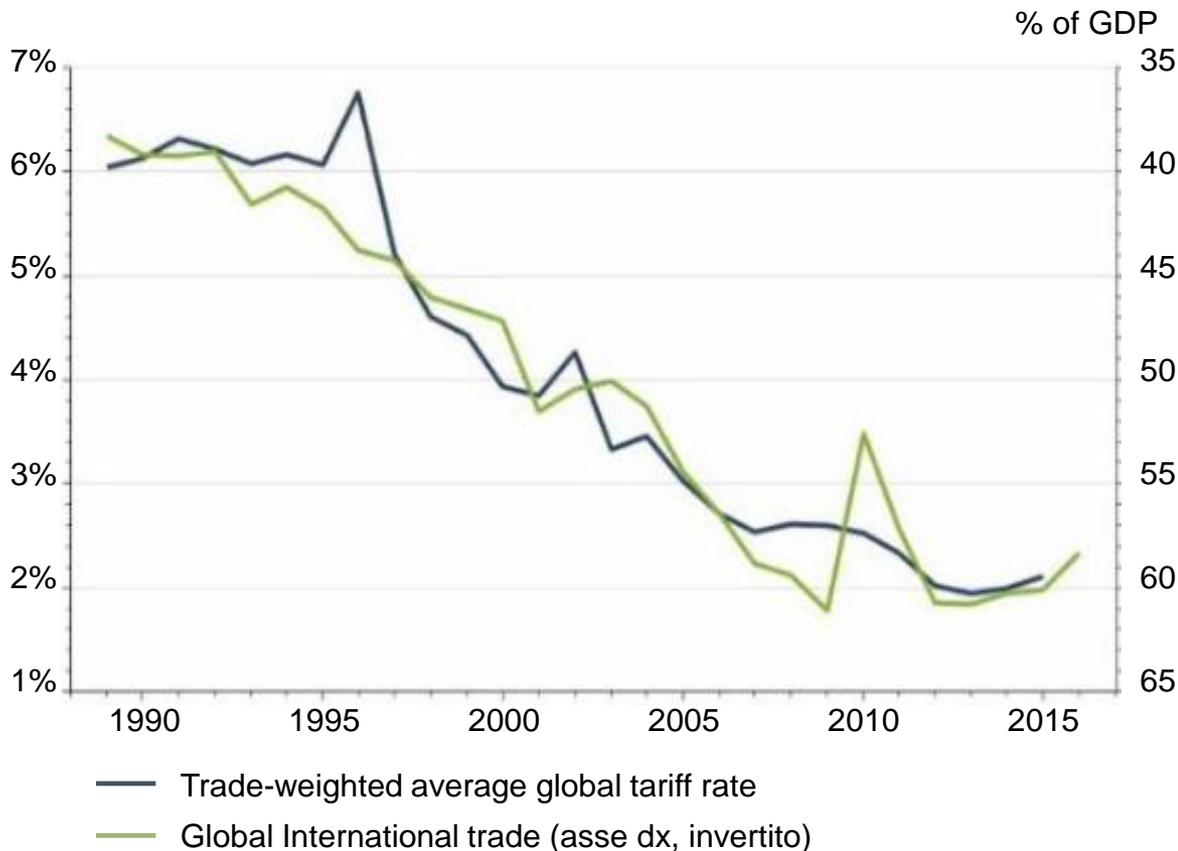
- La Cina ha accennato ad una reazione contro l'atteggiamento del Presidente Eletto, istituendo dazi su un derivato del Granturco, del quale assorbe il 50% della produzione americana
- Un'eventuale «trade war» tra Cina e Usa potrebbe impattare non poco sulla crescita cinese
- Anche una soluzione negoziale può in qualche misura impattare su un export che nel 2016 ha comunque sottoperformato

CHINA'S NET EXPORTS CONTRIBUTES -6.8% TO 2016 GDP GROWTH: NBS



Rischi: Protezionismo

Global tariffs and global trade

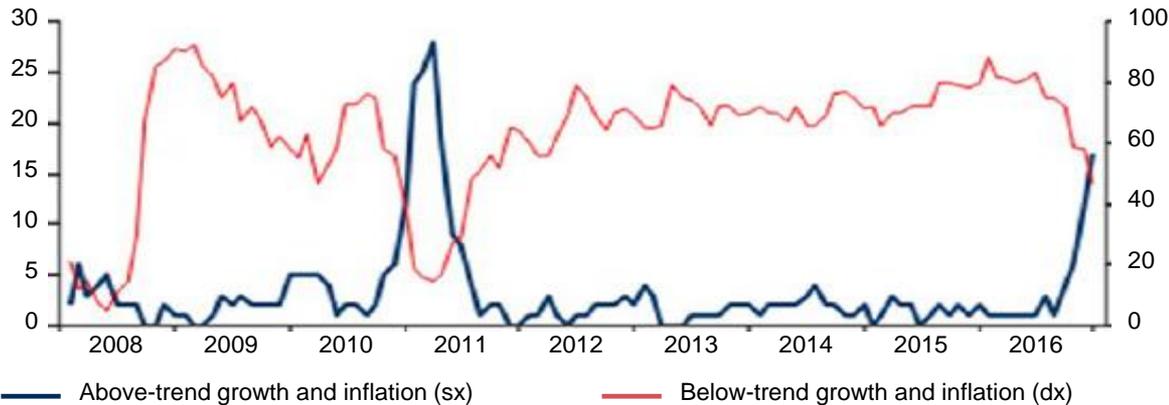


- Naturalmente una politica protezionistica degli USA, aggravata da rappresaglie da parte dei partner commerciali, non riguarda solo la Cina
- Storicamente, protezionismo e populismo raramente si sono rivelati una ricetta economica efficace
- Piaccia o no, il sistema finanziario moderno si è modellato su una crescente globalizzazione, e un ritorno a politiche mercantilistiche da parte di grossi player non avverrà in assenza di shock e volatilità



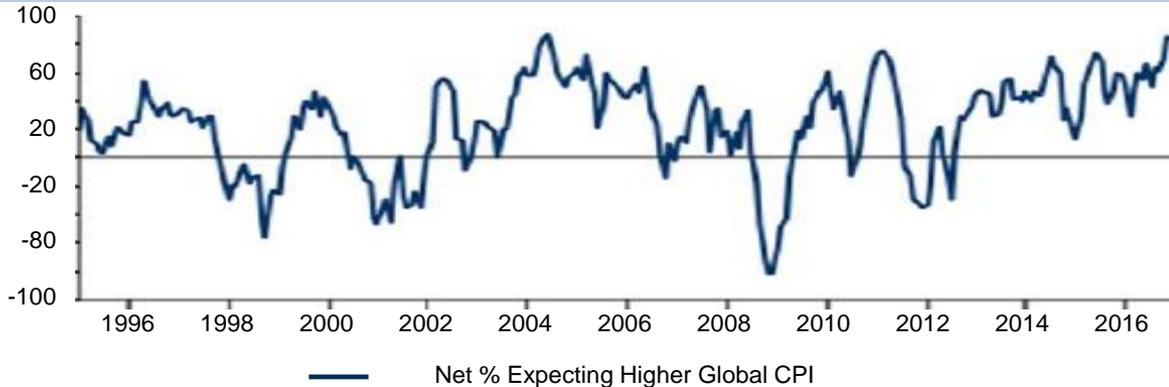
Rischi: Overconfidence

How do you see the global economy trend in the next 12 months?



- Gli ultimi 2 mesi sono stati caratterizzati da una radicale modifica del consenso degli investitori istituzionali
- La percentuale degli investitori che si aspetta crescita «sopra trend» è ai massimi da 5 anni e mezzo
- La percentuale di chi si attende crescita «sotto trend» è scesa sotto il 50%, da oltre 80% di metà 2016
- La percentuale di operatori che si attende un aumento dell'inflazione si trova da 2 mesi ai massimi ciclici (si tratta della quinta lettura di sempre)

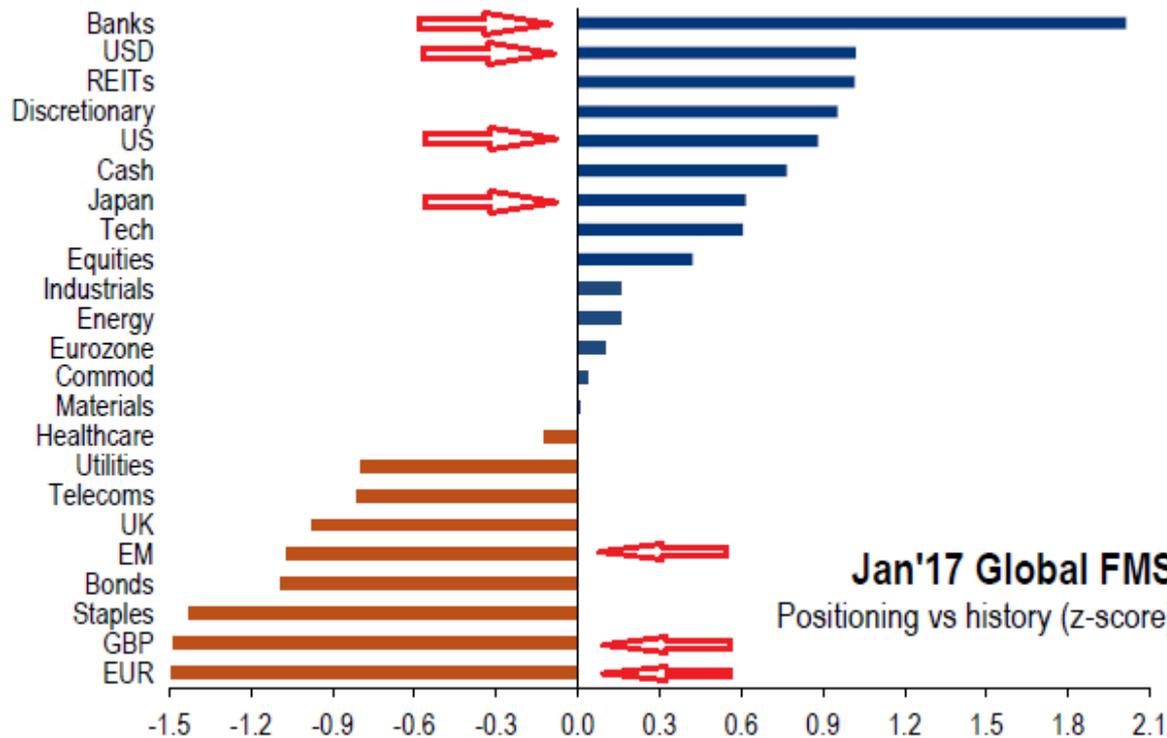
Inflation expectations





Rischi: Positioning

The Longs & Shorts, relative to Global FMS history

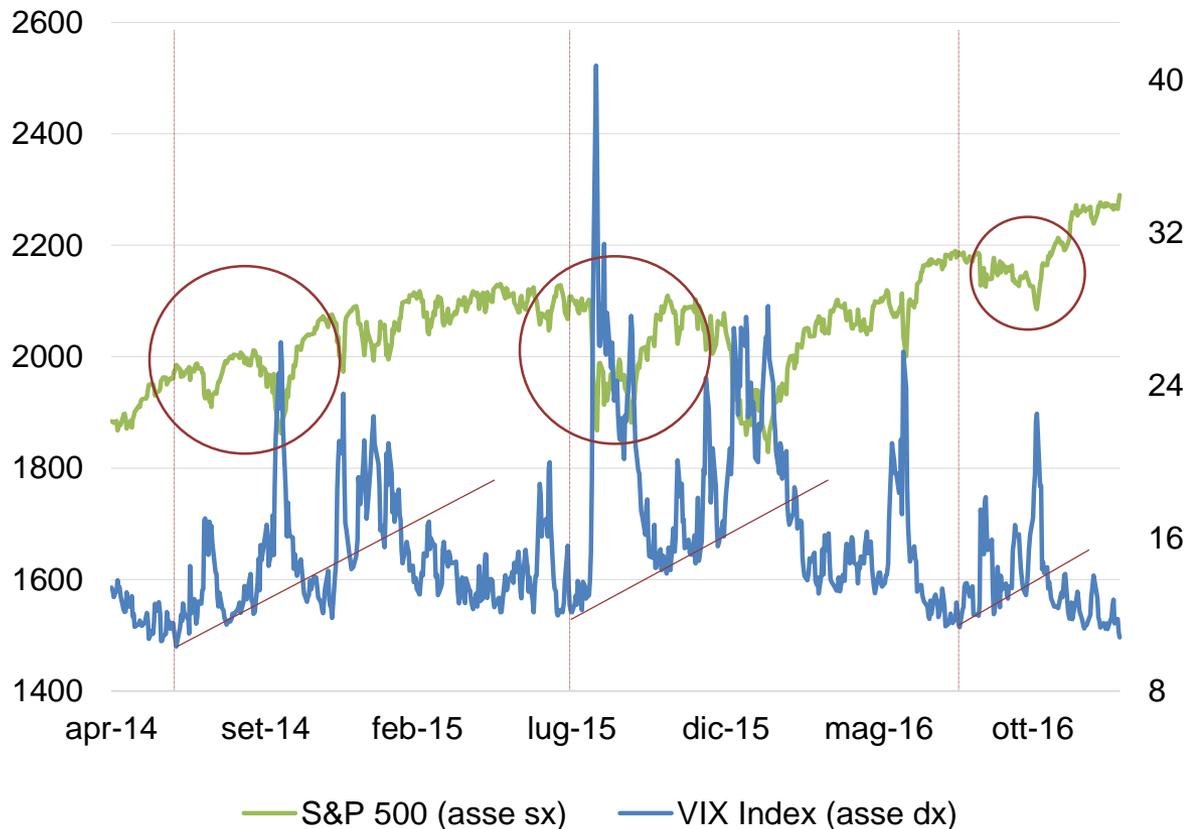


- Uno sguardo alla principale survey sul posizionamento degli investitori istituzionali globali mostra che l'ottimismo non è rimasto sulla carta
- Tra le maggiori convinzioni dei Fund Managers trovano posto numerosi «Trump Trades» (Lungo banche, dollaro, US assets, Giappone; Corto Sterlina, Euro, Bonds, Emergenti)
- L'azionario europeo tra le posizioni maggiormente incrementate nell'ultimo mese



Rischi: Complacency

Vix Index vs S&P 500 Index



- Varie metriche indicano una quasi totale assenza di stress sui mercati
- Livello e skew del VIX e correlazione tra single stocks sono ai minimi o nei pressi dei minimi storici
- Statistiche alla mano, il VIX passa sotto quota 11.0 meno del 2% del tempo
- Il livello degli indicatori di volatilità futura colpisce ancora di più a fronte del fatto che – in contrasto con gli ultimi mandati presidenziali – quello di Trump è ancora caratterizzato da significativa incertezza circa le politiche economiche ed estere che verranno effettivamente attuate



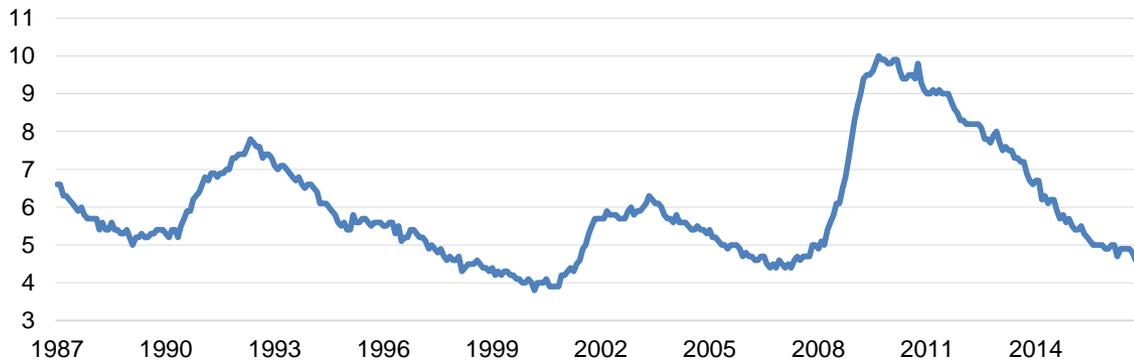
Make America even greater?

Conference Board Consumer Confidence, Seasonally Adjusted



- Uno sguardo alle principali variabili macroeconomiche sembra indicare che l'economia US non ha più i margini di miglioramento di cui disponeva a inizio ciclo
- Un discorso analogo si può fare per l'azionario US, a 17.5 volte i forward earnings, e con un Cape 28x, Price-to-book 2.9, Price-to-sales 2.0, Price-to-Ebitda 10
- Le attuali metriche di valutazione collocano l'S&P nell'88mo percentile, secondo i calcoli di Goldman Sachs.

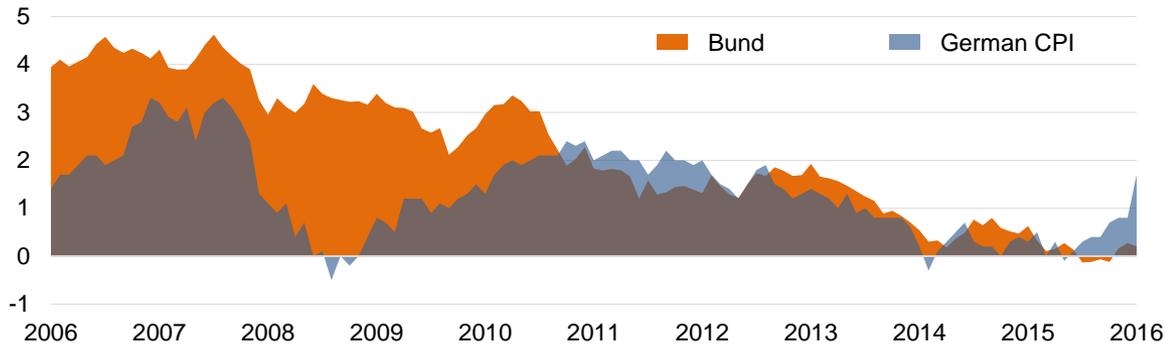
US Unemployment Rate Total in Labor Force, Seasonally Adjusted





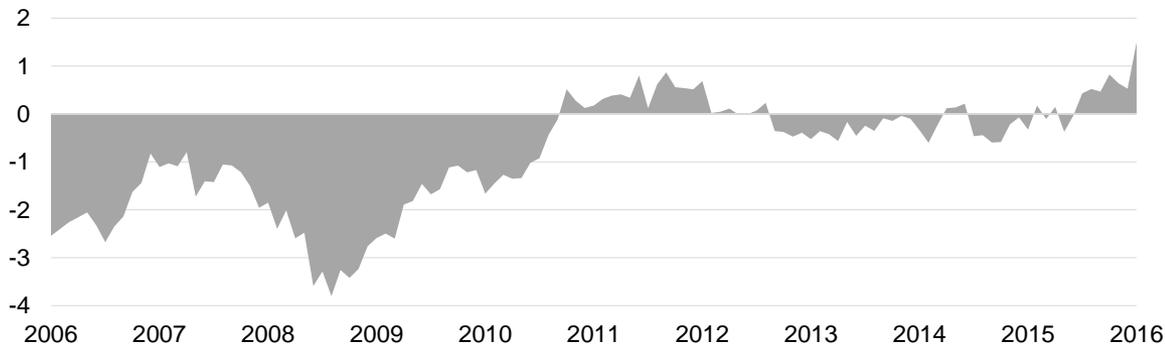
Euro Bonds – Supply deficit vs value

German CPI All Items YoY vs Bund (Bid Yield To Maturity)



- Grazie al contenimento dei deficit, ma soprattutto al QE, il 2017 si prepara ad essere un altro anno di offerta netta negativa per i bonds europei
- A fronte di un'offerta lorda di 880 bln, abbiamo un'offerta netta – corretta per gli acquisti ECB – negativa per 270 bln (nel 2016 il deficit era di 357 bln)
- Il recupero dell'inflazione, unito ad una lieve accelerazione della crescita, rende però assai poco attraenti i rendimenti della carta core
- Il caso del bund è illuminante, con il rendimento a 10 anni che gira oltre un punto percentuale sotto il livello del CPI

Spread





Giudizi sintetici

Azionario			Obbligazionario governativo		
US	▼		US	■	
Area euro	▲	Upgrade	Area euro core	▼	Downgrade
UK	▼		Area euro periferia	▼	
Giappone	▲	Upgrade	UK	■	
Cina	■		Giappone	■	
Emergenti	▼		Emergenti	▼	
Obbligazionario corporate			Inflation linked US	■	
US investment grade	▼		Inflation linked Area euro	■	
US high yield	▼		Valute		
Area euro investment grade	▼	Downgrade	EUR/USD	▼	
Area euro high yield	▼		EUR/GBP	▲	
Materie prime			EUR/CHF	■	
Energetiche	▼	Downgrade	USD/JPY	▲	Upgrade
Industriali	■		▲ = Overweight ■ = Neutral ▼ = Underweight		
Agricole	▲				
Metalli preziosi	▼	Downgrade			

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.