



Anthilia Capital Partners Sgr

Febbraio 2017

Analisi di Scenario

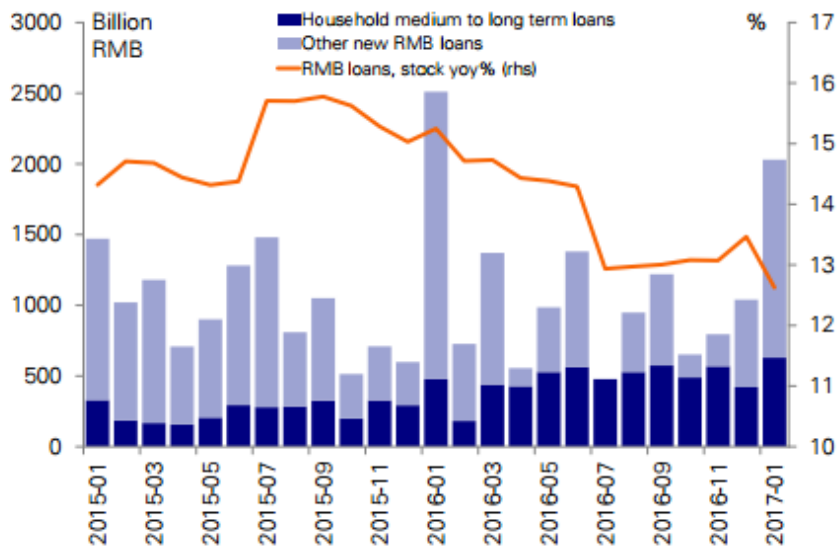




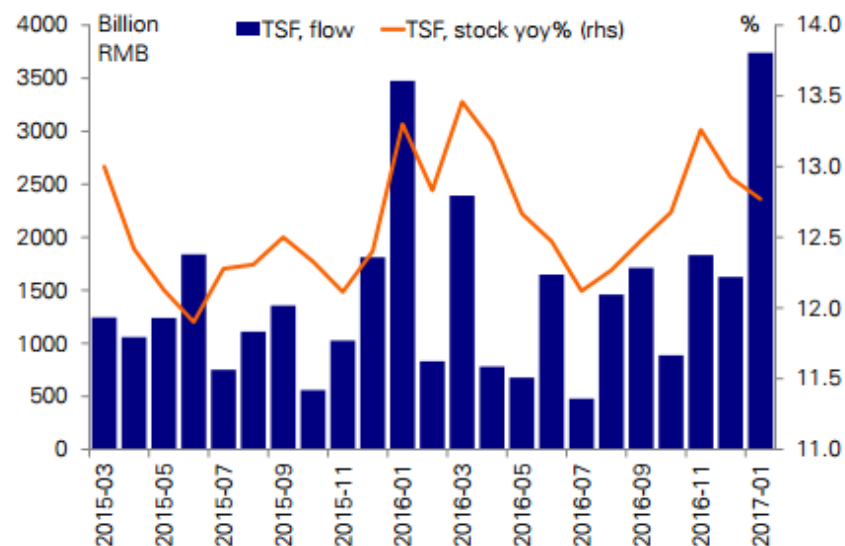
Cina: “stable and neutral monetary policy” in arrivo

- Gli ultimi aggregati monetari cinesi mostrano che le autorità faticano a tenere sotto controllo il credito: il Total Social Financing ha segnato il record storico a gennaio, con 3,74 trl RMB
- Nell’ultimo Monetary Policy Report si è ribadito che verrà adottata una politica monetaria “stabile e neutrale”, in contrasto con quella “a tratti espansiva” adottata nel 2016. Il prossimo passo sarà quello di regolare i canali di credito diversi dai nuovi prestiti, che hanno permesso di aggirare i controlli della PBOC

Nuovi prestiti in RMB



Total social financing



Fonte: Deutsche Bank, WIND



Cina: le misure sull'immobiliare iniziano a impattare

- Nei distretti in cui sono state ripristinate norme anti speculazione immobiliare, i volumi di transazioni sono calati tra il 30% e il 60%
- A gennaio alcuni istituti hanno elevato del 5%, al 90% del tasso benchmark, i tassi dei mutui, e abbassato a 25 anni la durata massima. L'inasprimento delle condizioni di credito dovrebbe gravare ulteriormente su transazioni e prezzi

Vendite residenziali in Cina YoY



Fonte: NBS



Cina: l'immobiliare è un driver fondamentale del ciclo

- Esiste una crescente correlazione tra l'attività immobiliare e il ciclo cinese, con la prima che anticipa di circa 2 trimestri il secondo
- Oltre all'indotto del settore, esiste un driver di tipo fiscale. Il gettito riveniente dalle transazioni viene convertito in spesa pubblica da parte dei governi locali

Vendite di terreni vs traffico ferroviario (con lag 6 mesi)



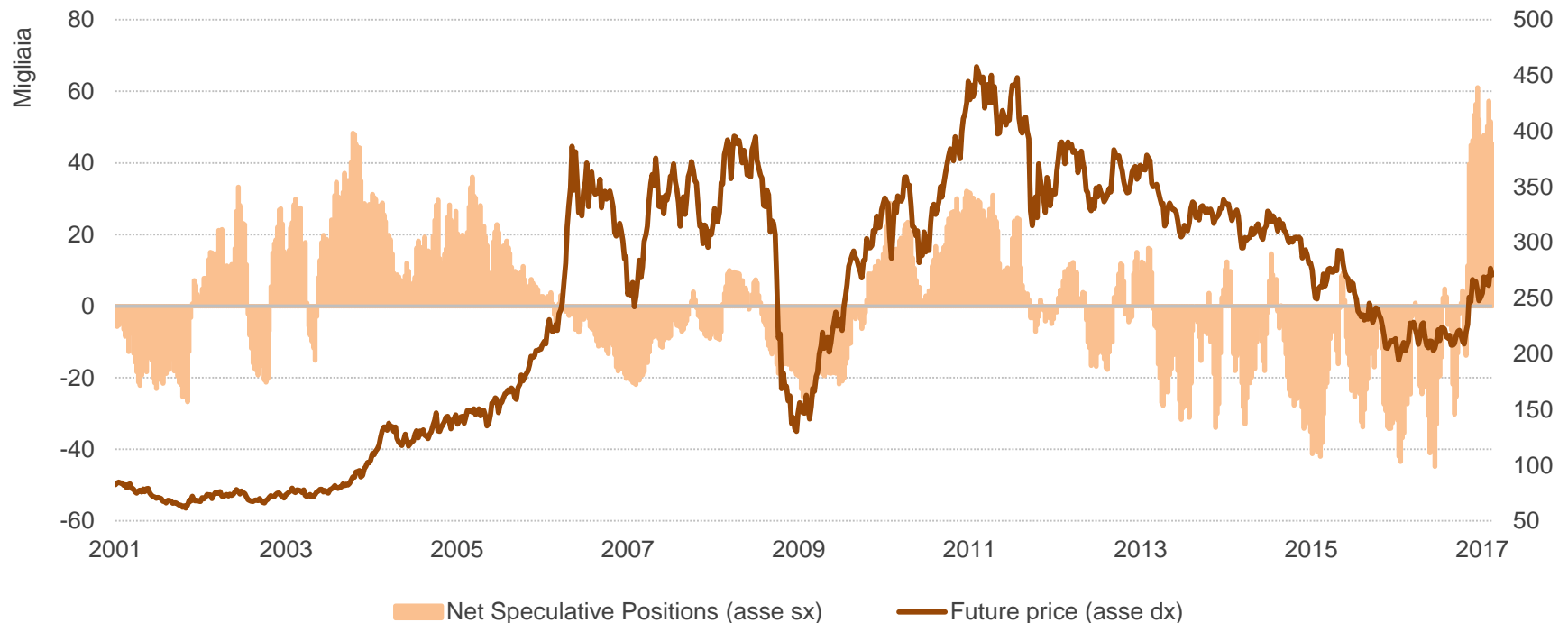
Fonte: Deutsche Bank, Bloomberg



Reflazione: quanto è nei prezzi? (1/3)

- L'accelerazione ciclica cinese e il possibile supplemento di domanda riveniente dal piano di infrastrutture di Trump hanno messo fine alla lunga discesa del rame
- L'entità delle posizioni speculative sul metallo brunito, oltre a costituire un ostacolo per ulteriori apprezzamenti nel breve, dà un'idea delle aspettative degli investitori sulla global reflation

Quotazioni e posizionamento sul rame

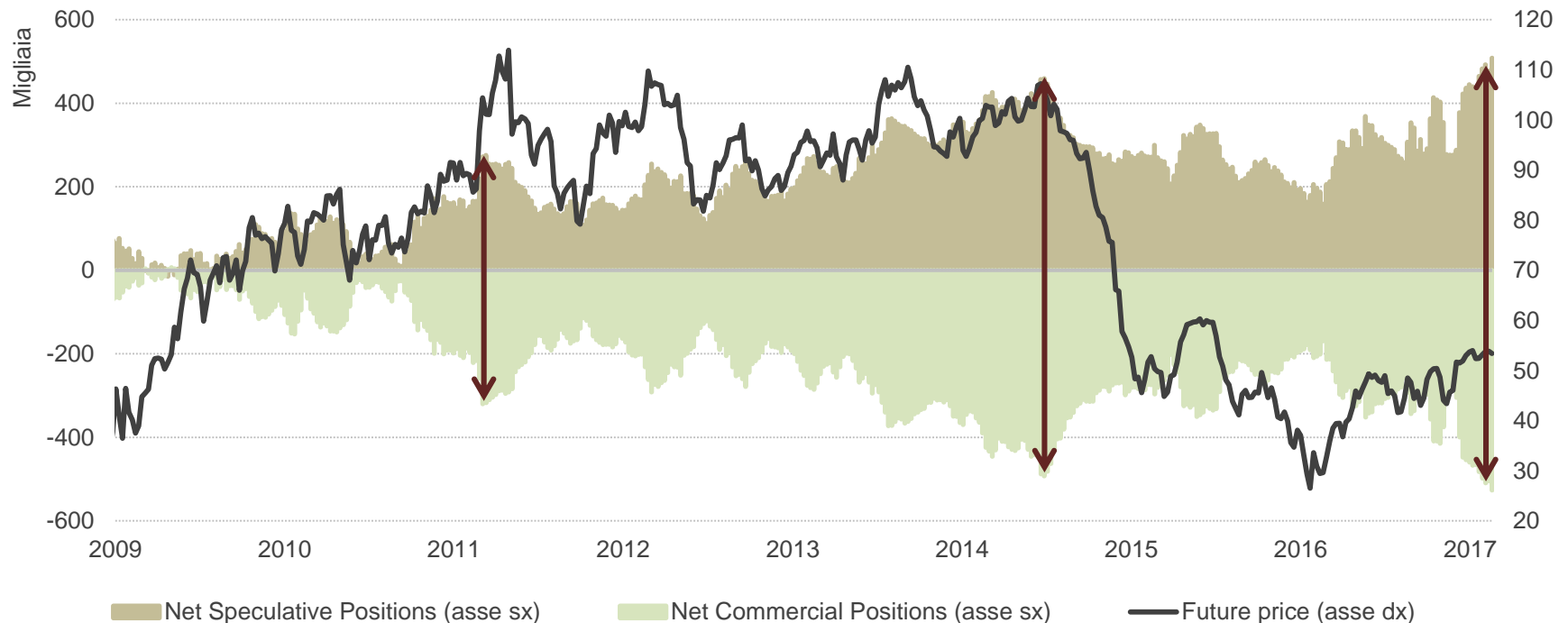




Reflazione: quanto è nei prezzi? (2/3)

- Un eguale livello di confidence si riscontra sul mercato del petrolio, con il posizionamento lungo speculativo a livelli record
- Per contro, il posizionamento degli operatori commerciali mostra un'opinione opposta sulle prospettive dell'oro nero. Solitamente, sono questi ultimi ad avere le idee più chiare

Quotazioni e posizionamento sul petrolio

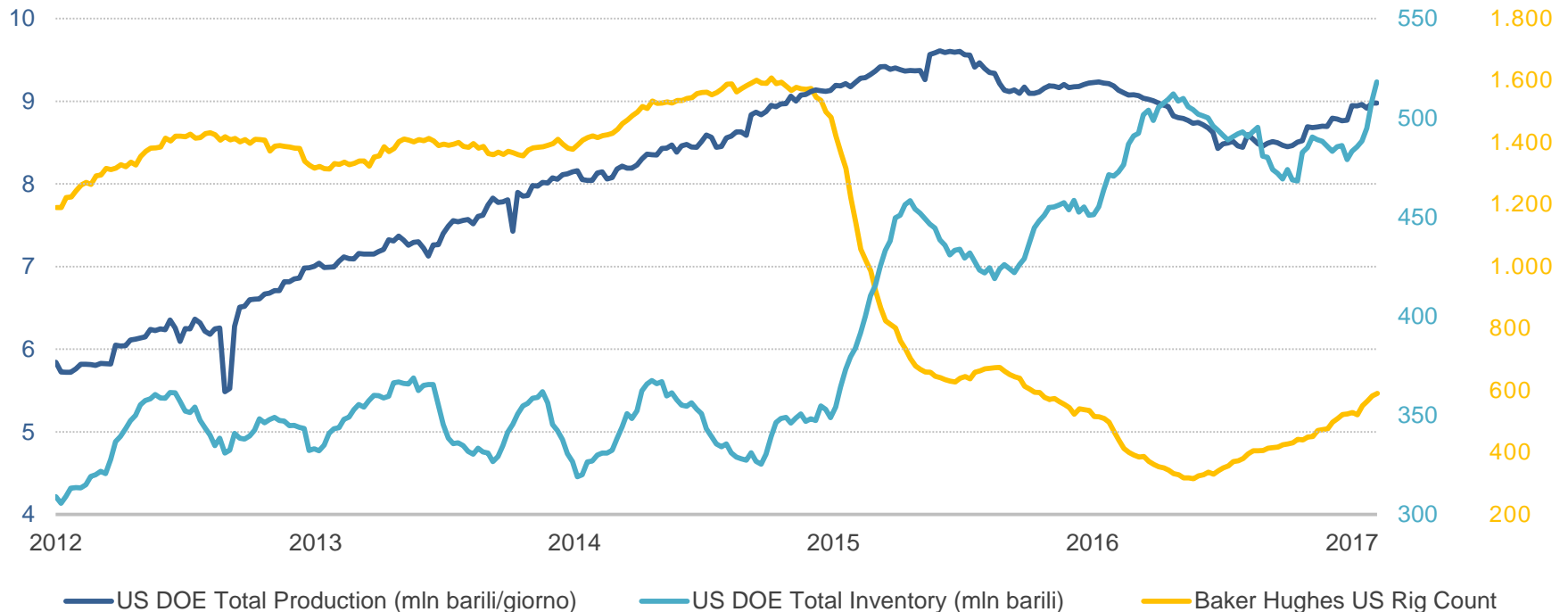




Reflazione: quanto è nei prezzi? (3/3)

- Sicuramente, l'accordo OPEC ha impattato sul bilancio tra domanda e offerta, dimostrando che il cartello ha ancora la capacità di gestire l'output
- Nel breve gli investitori sembrano trascurare i dati di produzione americana, numero di piattaforme operative e livello delle scorte

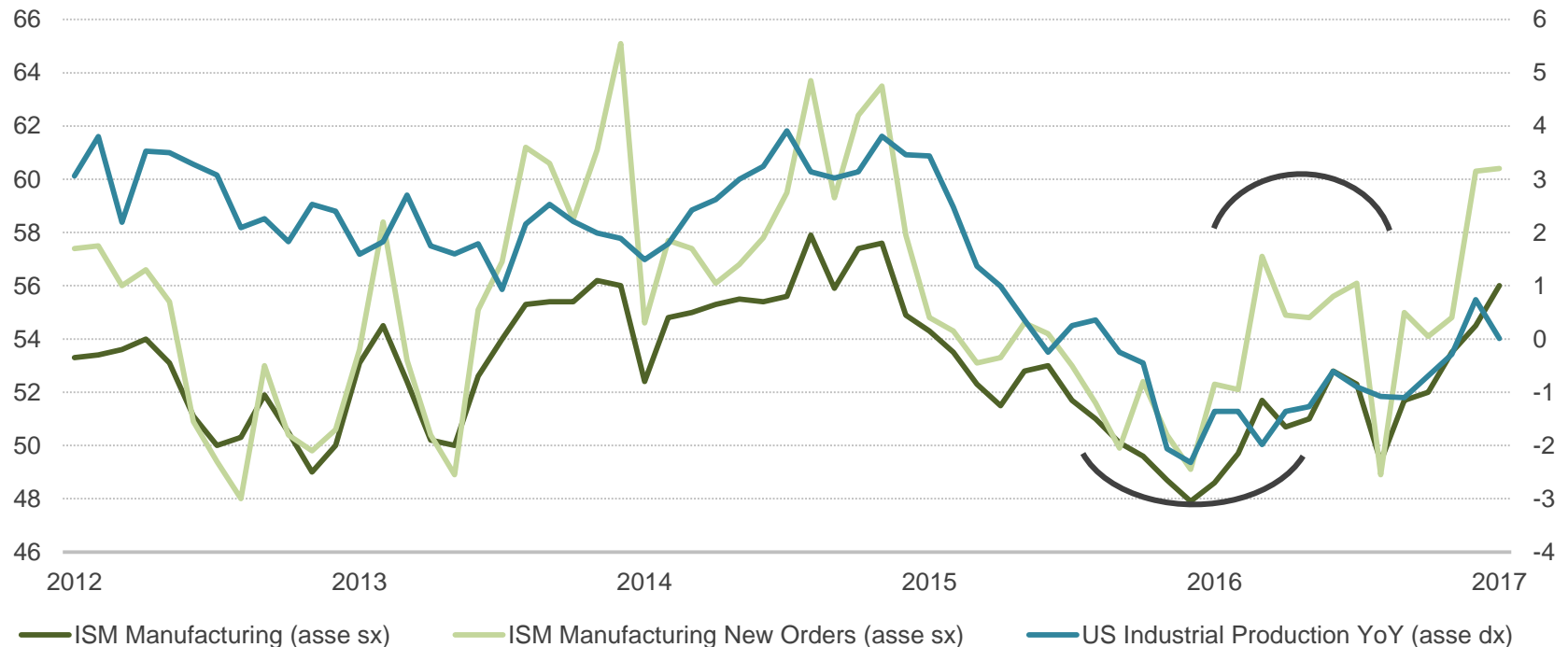
Produzione e scorte di petrolio





US: survey stellari, ma i dati reali? (1/2)

- Il 2017 ha visto le survey americane segnare una raffica di record. Il Philly Fed ha segnato i massimi da 33 anni, la Consumer Confidence i massimi dal 2001 e lo Small Business Optimism i massimi dal 2004
- I dati reali offrono un quadro meno brillante, con la produzione industriale stabile negli ultimi 3 mesi, l'attività immobiliare in rallentamento e i consumi che mostrano un trend di crescita costante, se calcolati in termini reali
- Il modello della Fed di Atlanta stima la crescita attuale al 2,4%, mentre quello di New York la indica a 3,1%

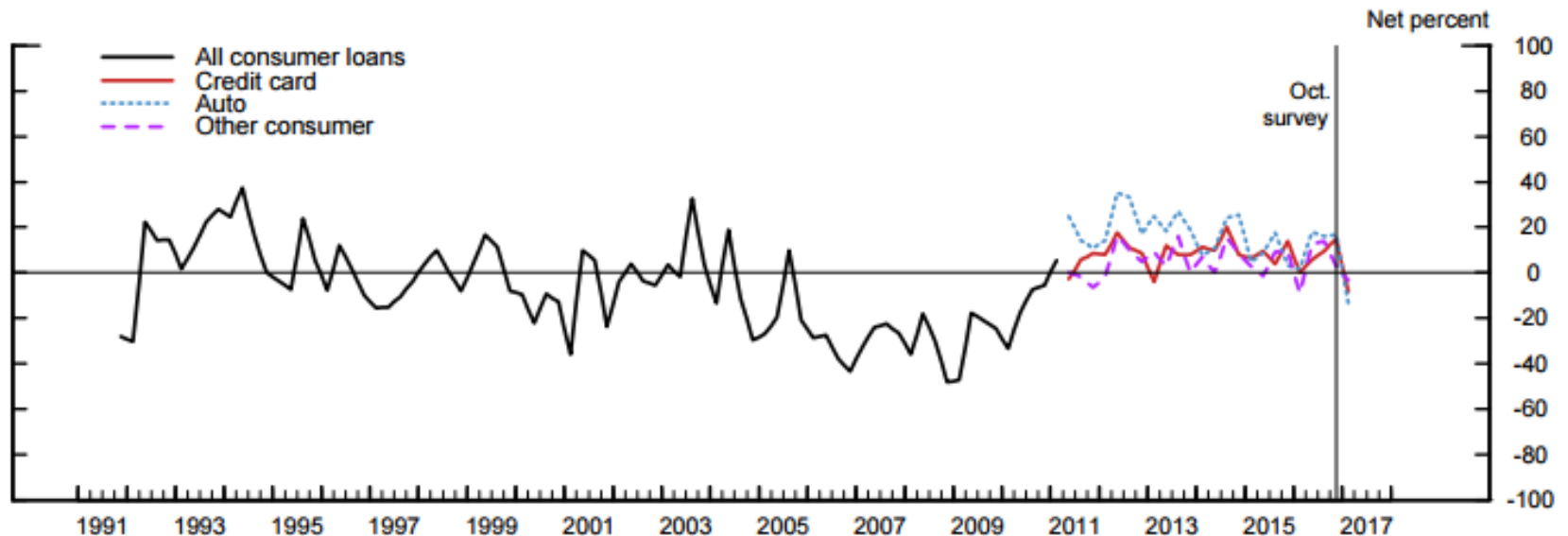




US: survey stellari, ma i dati reali? (2/2)

- La Loan Officer Survey della Fed condotta a gennaio ha mostrato alcuni risultati sorprendenti: la domanda di mutui è leggermente calata, mentre le banche hanno lievemente inasprito le condizioni di credito
- La domanda di credito al consumo si è marginalmente contratta e quella di prestiti per l'acquisto di auto lo ha fatto in maniera significativa
- La domanda di credito via carte di credito e via revolving home equity si è contratta

Percentuale netta di consumatori che segnalano forte domanda di finanziamenti



Note: For data starting in 2011:Q2, changes in demand for credit card loans, auto loans, and consumer loans excluding credit card and auto loans are reported separately.

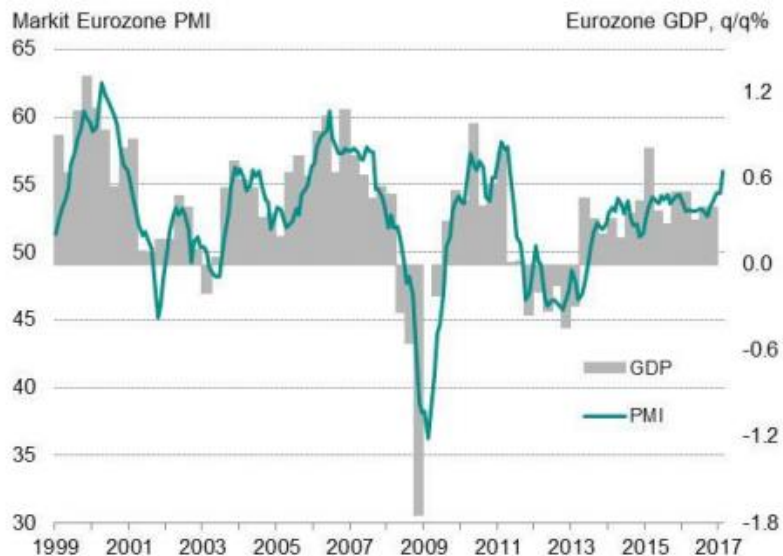
Fonte: Fed



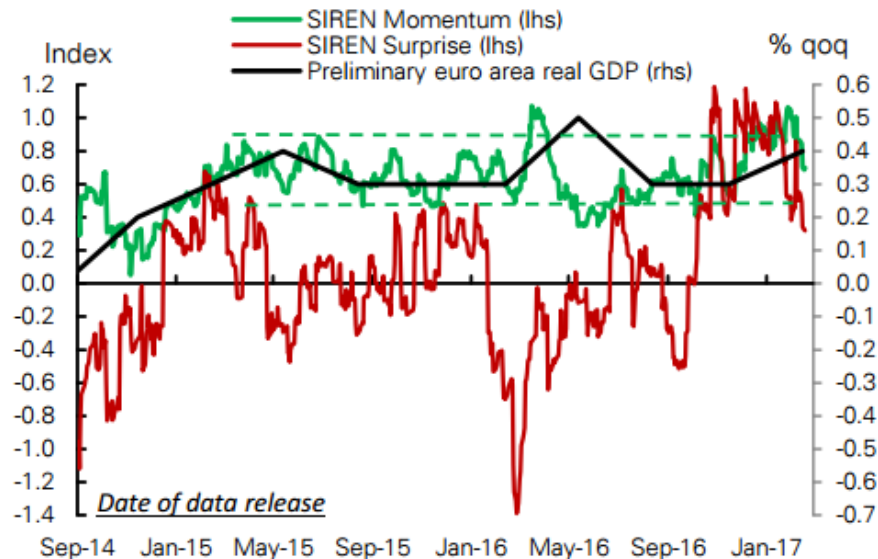
Anche in Europa c'è un gap tra survey e dati reali

- In Europa le survey hanno sovrastimato l'attività economica, particolarmente nell'ultimo trimestre del 2016
- In contrasto con le indicazioni dei PMI, il modello di Deutsche Bank ha rilevato una perdita di momentum dei dati reali, anche rispetto alle attese

Markit PMI Area Euro



Summary Index of Relevant Economic News (SIREN)



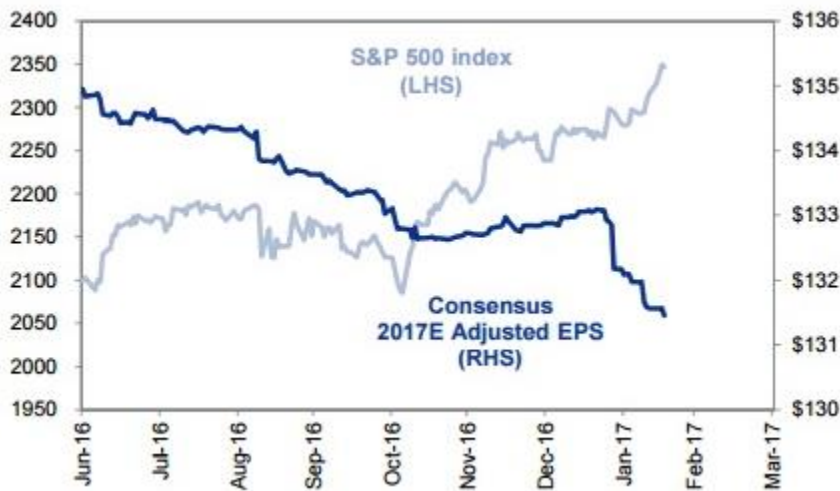
Fonte: Markit, Deutsche Bank



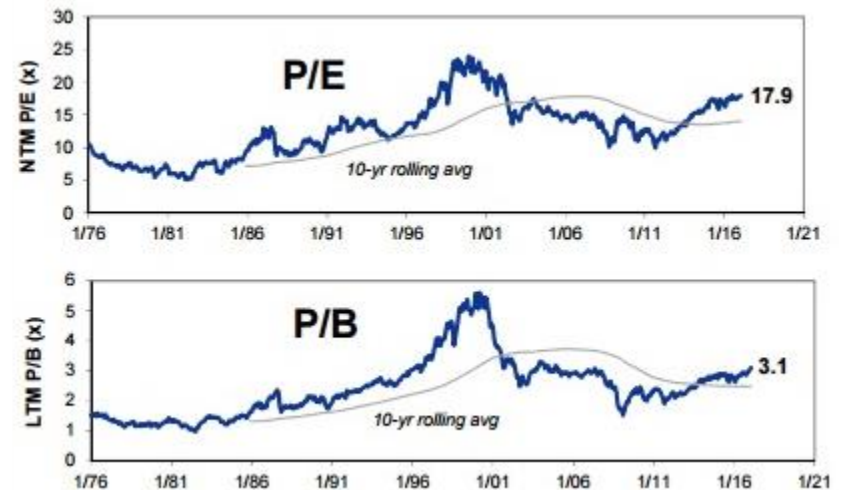
US: gli EPS tornano a crescere ma i multipli sono elevati

- La buona earning season americana (EPS in crescita del 6% YoY) ha offerto supporto all'azionario. Ma in realtà le revisioni per l'anno 2017 sono state ridimensionate dagli analisti
- Le valutazioni sono storicamente assai elevate. Eventuali delusioni e/o ritardi sul fronte del piano fiscale potrebbero portare ad un de-rating

S&P 500 e sell-side earning revision



S&P 500 P/E e P/B



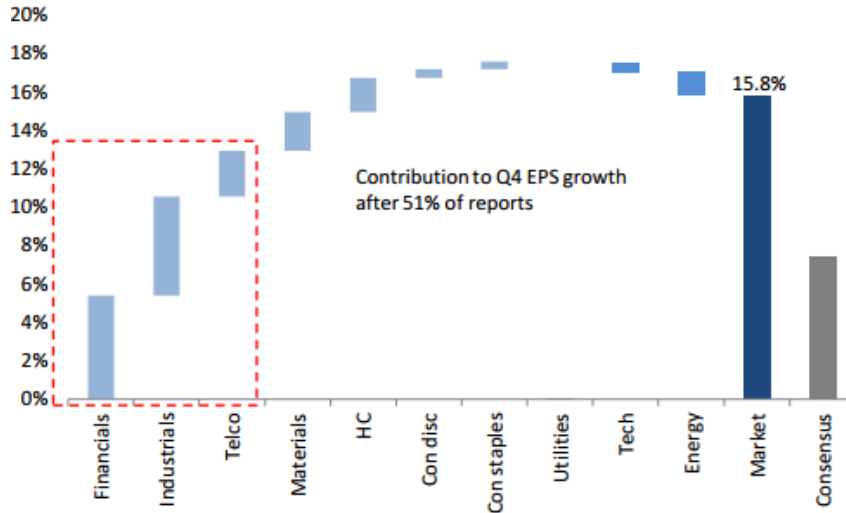
Fonte: Goldman Sachs



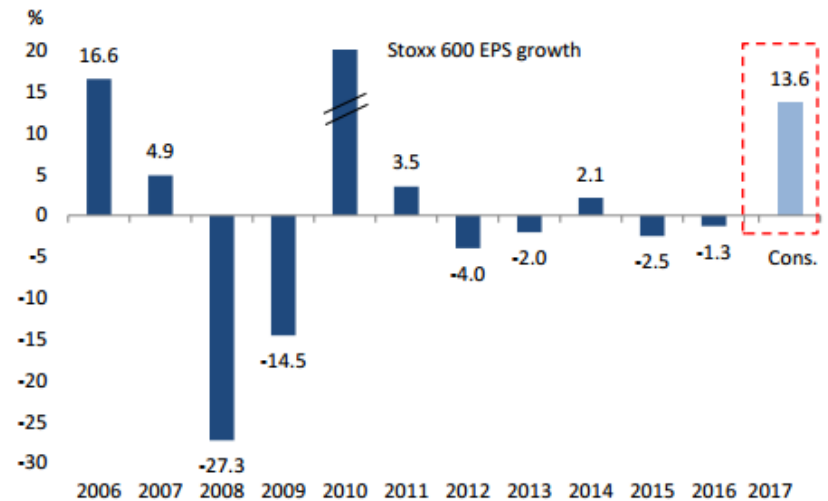
L'Europa è meno cara

- In Europa la earning season è ancora a metà, ma il quarto trimestre sembra segnare il ritorno ad una significativa crescita degli EPS dopo una lunga stagnazione
- A 15 volte gli utili, l'azionario continentale è assai più attraente di quello oltre oceano. Ma il consenso sugli EPS per il 2017 è abbastanza ambizioso

Stoxx 600 earning season Q4 2016



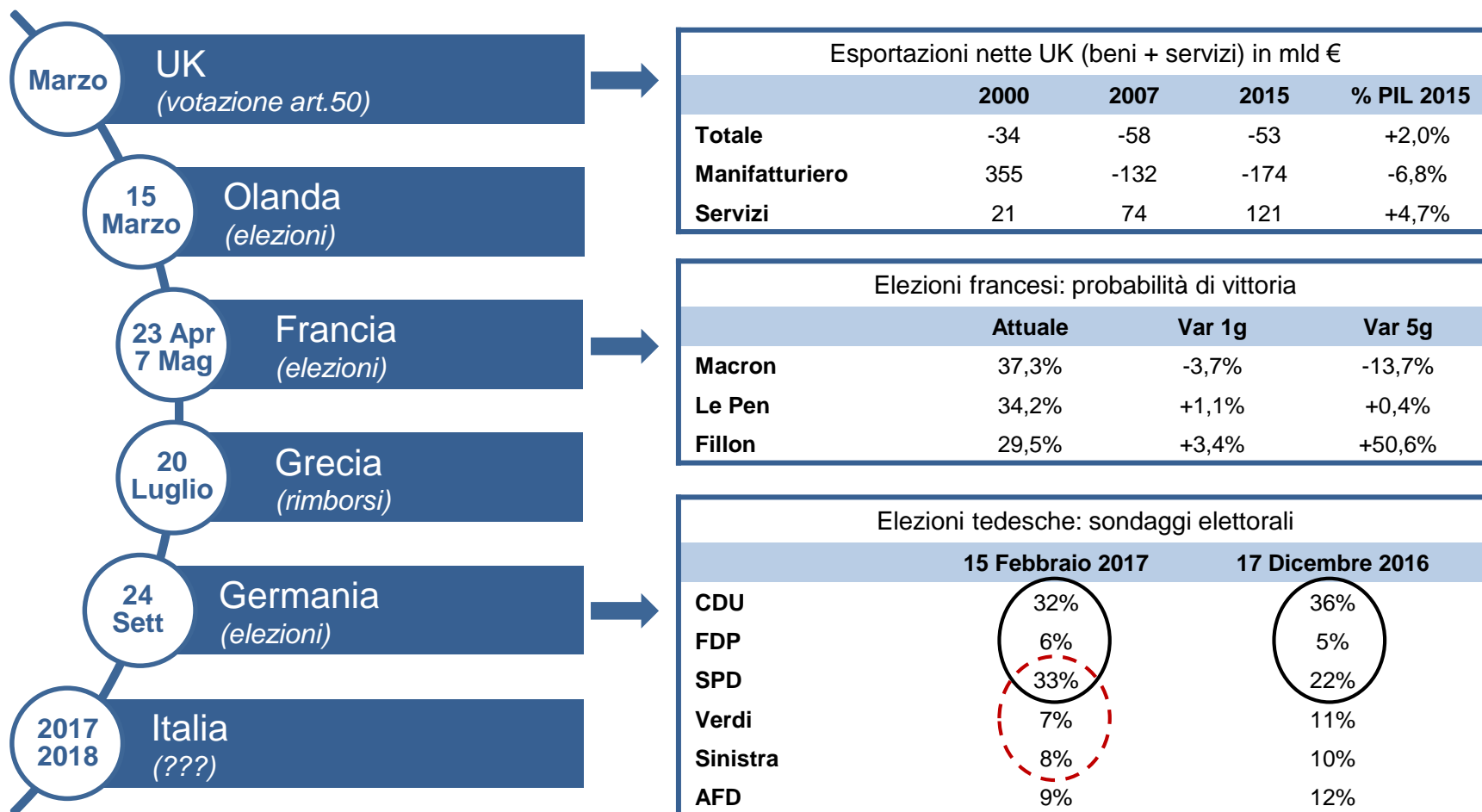
Stoxx 600 earning growth



Fonte: Goldman Sachs



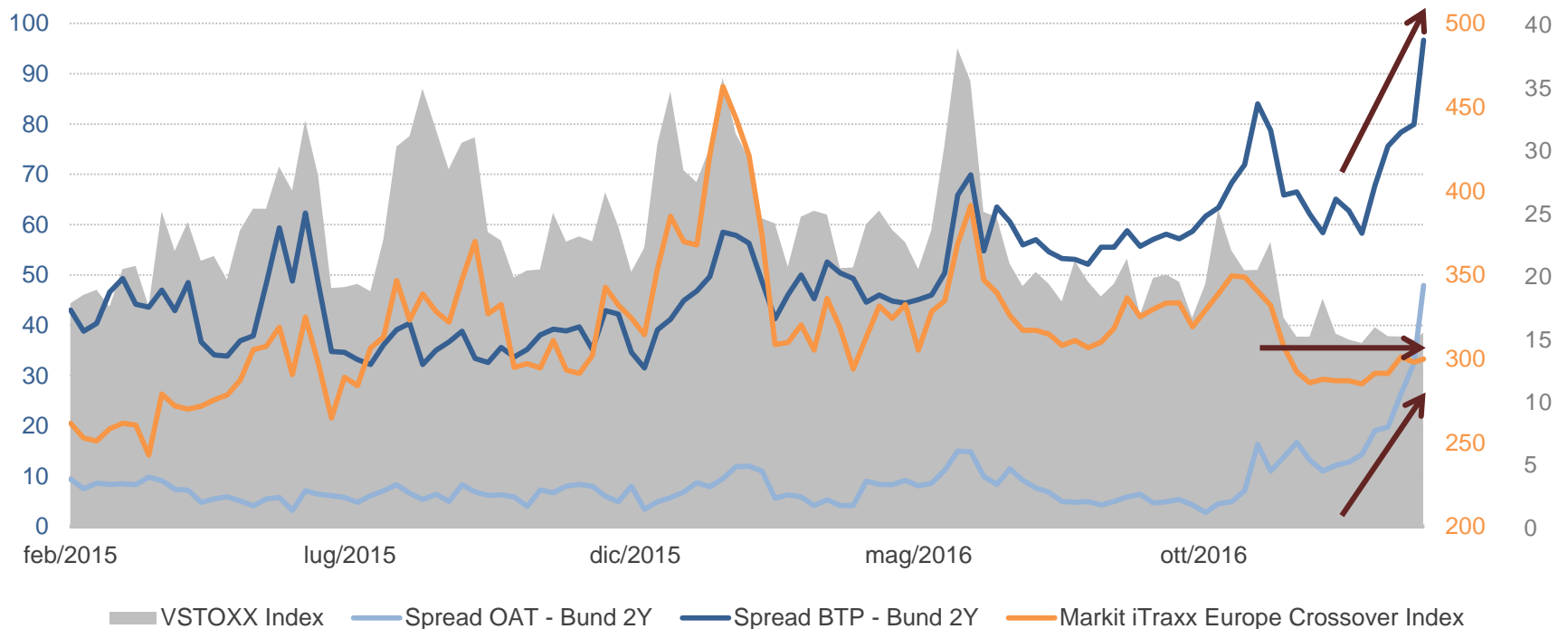
L'agenda politica europea per il 2017





Tensioni europee: contagio scarso, per ora

- Contrariamente al passato, le tensioni evidenti sugli spread tra Germania, Francia e periferici non hanno avuto impatti apprezzabili sulle asset class limitrofe
- L'assenza di contagio è motivata dalla sostanziale tenuta del ciclo macro, che sta mostrando un'ottima resilience ai rischi politici. Ma difficilmente i risky asset potranno tollerare un ulteriore deterioramento

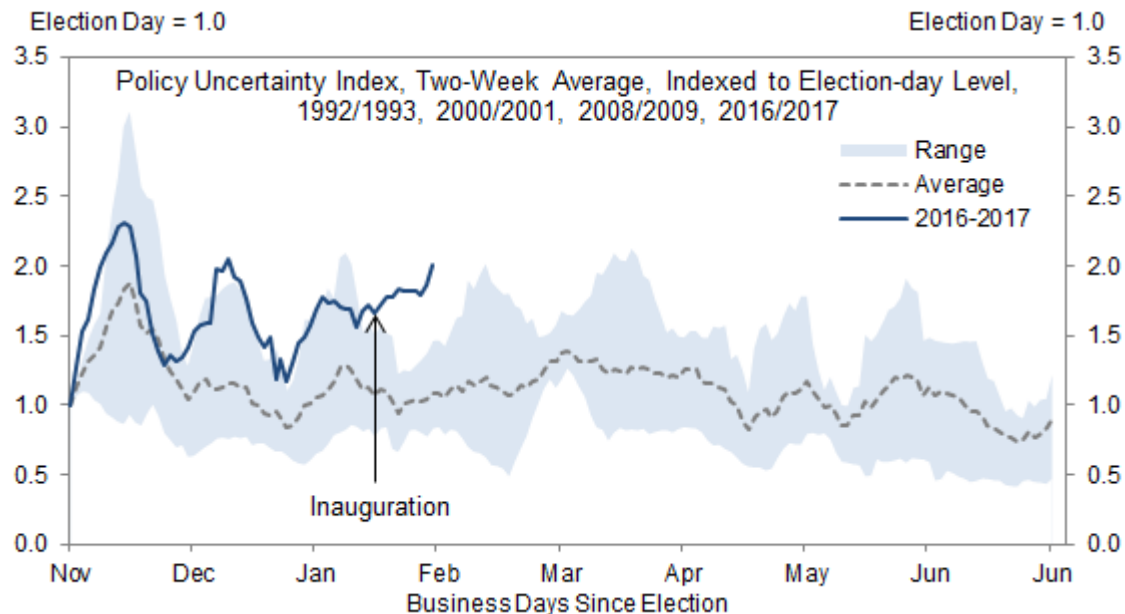




Il rischio politico non è un'esclusiva europea

- A poco più di un mese dall'entrata in ufficio di Trump, il programma della nuova amministrazione resta poco chiaro. Sul fronte fiscale si attendono a giorni i primi dettagli della riforma, mentre sul fronte del commercio e immigrazione il presidente sembra più che mai deciso a rispettare le promesse elettorali
- Il tenore delle prime discussioni interne al Congresso, sull'eliminazione dell'Obamacare e l'adozione di una Border Adjustment Tax lascia intendere che un accordo sulla riforma fiscale potrebbe richiedere parecchio tempo

Politics Uncertainty Index



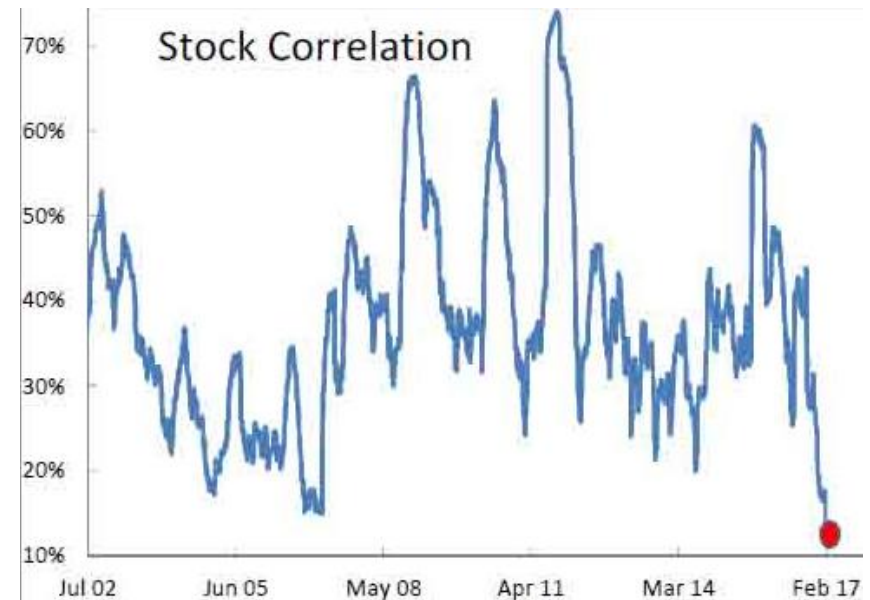
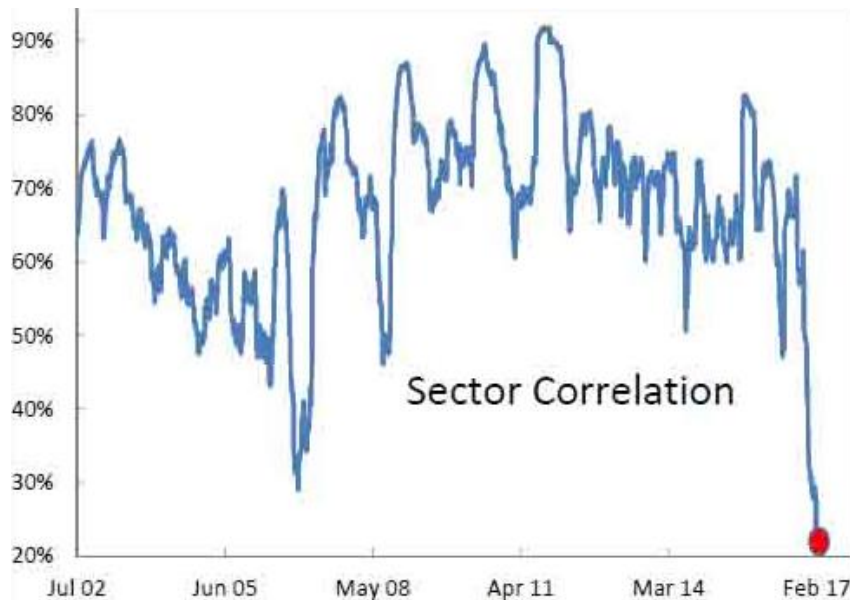
Fonte: Goldman Sachs



Una correzione non è sul radar screen degli investitori

- Le novità macroeconomiche e politiche degli ultimi mesi hanno esaltato il calo della correlazioni tra settori e singoli titoli azionari tipico di questo periodo dell'anno a Wall Street
- Il fenomeno mostra che gli investitori sono totalmente concentrati nella ricerca di alfa e assai poco preoccupati di proteggersi da una eventuale correzione
- Si tratta di livelli storicamente insostenibili, il cui rientro potrebbe fungere da catalyst per una fiammata di volatilità

Correlazioni nell'S&P 500



Fonte: JP Morgan



Giudizi sintetici

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

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.