



Anthilia Capital Partners Sgr

Marzo 2017

Analisi di Scenario

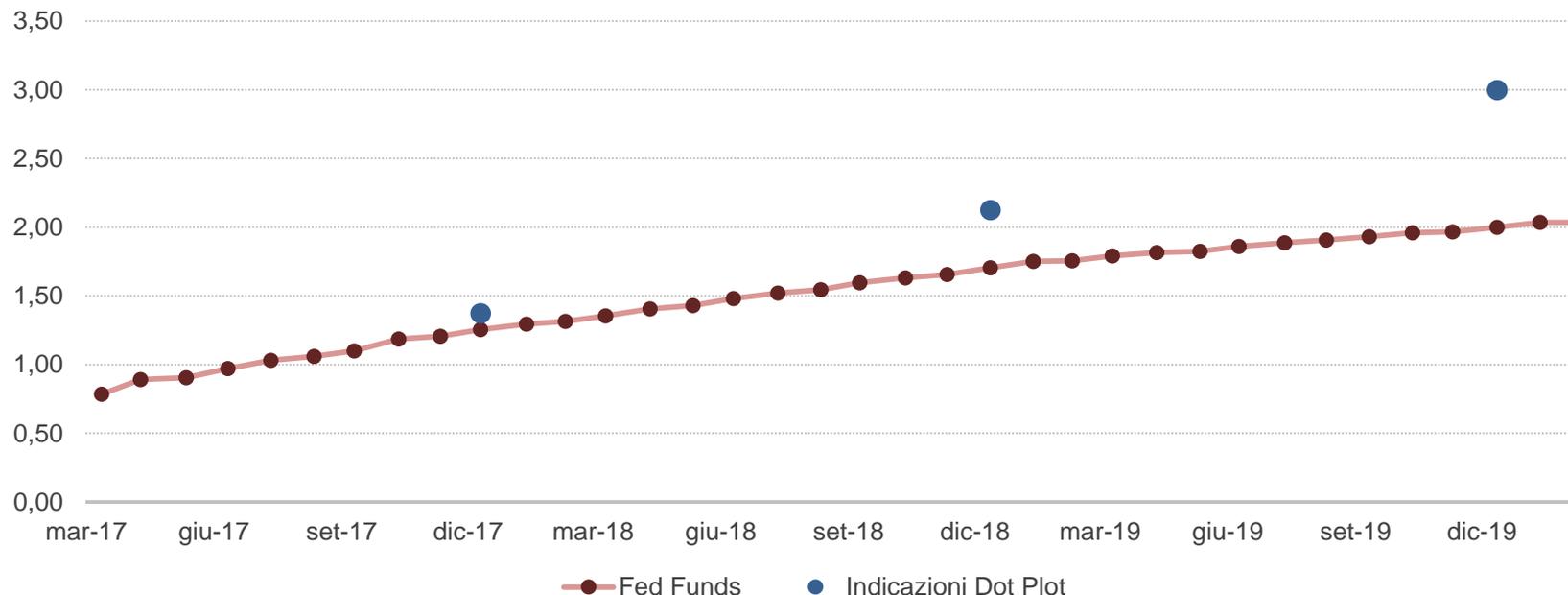




Fed: dovish hike?

- Il brusco cambio di retorica della Fed di fine febbraio si è risolto in una mera anticipazione a marzo del rialzo dei tassi, mentre la view FOMC e il percorso di rialzo previsto in aggregato dai membri sono rimasti pressoché invariati
- Scottato dalle esperienze degli scorsi anni e confortato dalla prudenza del FOMC, il mercato prezza un ritmo di normalizzazione dei tassi significativamente inferiore a quello previsto dalla Fed

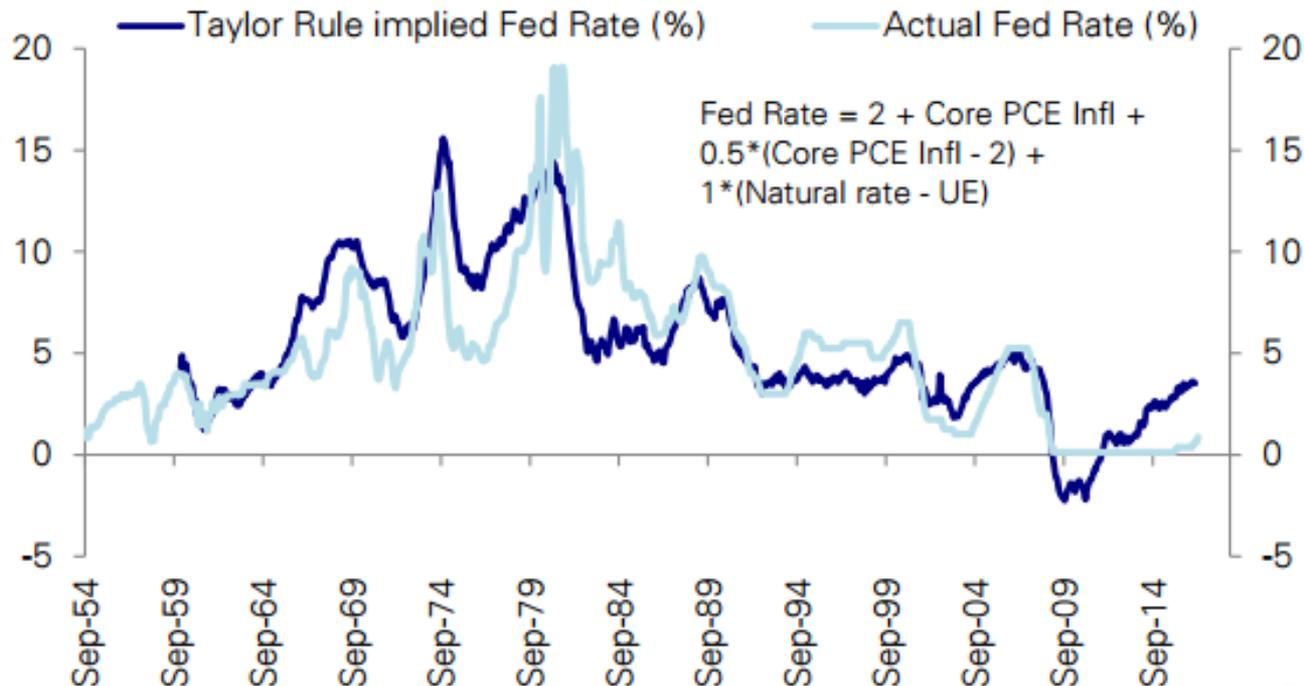
Tassi forward impliciti nelle quotazioni dei future sui Fed Funds





Data dependant: are you sure, Janet?

- La Taylor Rule, con l'inflazione appena sotto il target e la disoccupazione dalle parti del NAIRU, richiede Fed Funds sopra il 3%. La riluttanza della Fed a procedere con la normalizzazione ha modificato le attese del mercato, producendo tassi reali eccezionalmente bassi
- Un eventuale repricing del percorso di normalizzazione costituirebbe un significativo inasprimento delle condizioni finanziarie, il che motiva la cautela del FOMC nell'andare a modificare le attese di tightening



Fonte: Deutsche Bank



Segnali conflittuali dal credito americano

- Un altro motivo della riluttanza della Yellen a segnalare un'accelerazione è forse il rallentamento nel credito erogato negli USA ad aziende e privati
- Ad un periodo di relativa stabilità nei primi 2 mesi del 2017 è seguito un calo dell'ammontare di prestiti commerciali e industriali a marzo, al ritmo più elevato dal 2010
- Tra le categorie più sofferenti abbiamo i prestiti immobiliari residenziali e commerciali, e il credito al consumo (in particolare per l'acquisto di auto)

Prestiti e finanziamenti da parte di banche commerciali

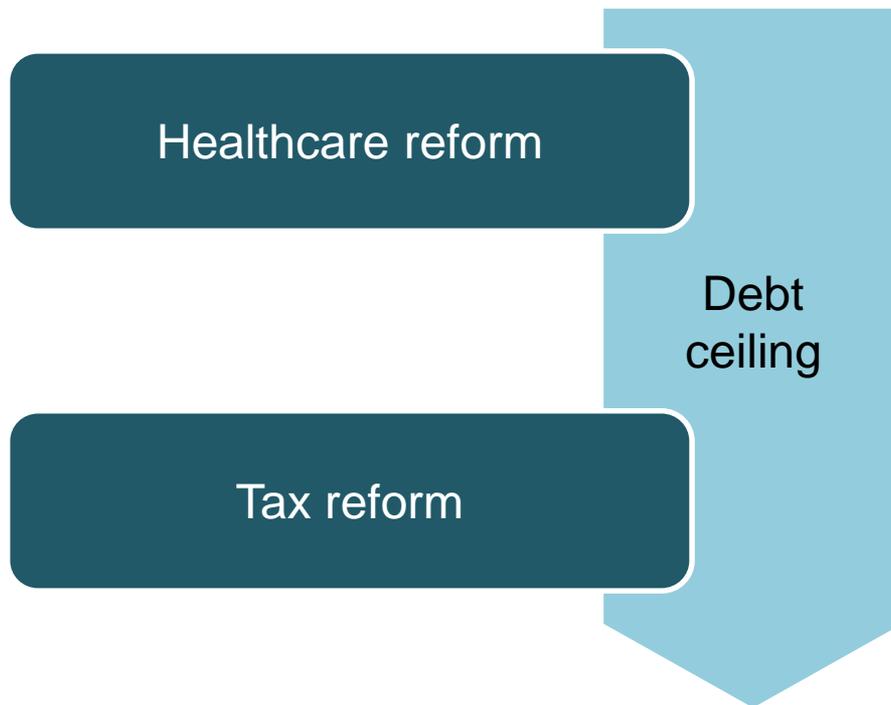


Fonte: FRED



Agenda economica impegnativa per Trump

- A poco più di 2 mesi dall'entrata alla Casa Bianca di Trump, l'esecutivo affronta i primi importanti test per la realizzazione del suo programma
- L'approvazione della riforma dell'healthcare, con relativa definizione del risparmio, costituisce una base fondamentale per l'elaborazione della riforma fiscale. Un eventuale slittamento complicherà di parecchio il dibattito su quest'ultima
- Il ricorso alle misure straordinarie offre circa 6 mesi di tempo per evitare che il debt ceiling blocchi di fatto l'attività governativa e produca un serio rischio di default tecnico. Peraltro, l'assenza di progressi entro l'estate rischia di alimentare il nervosismo sui mercati

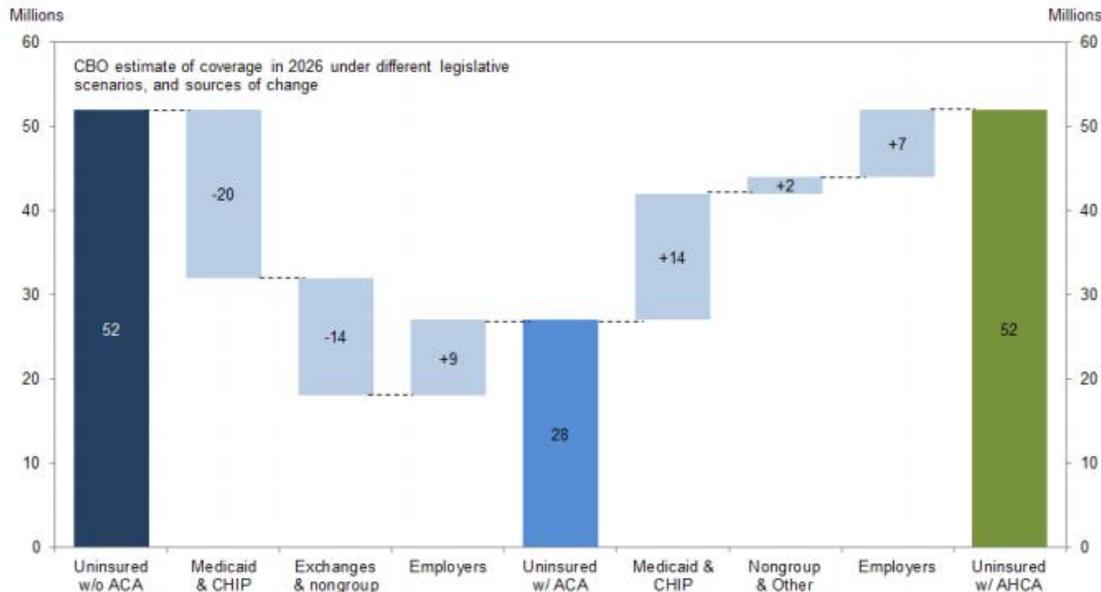




Un primo test: l'American Health Care Act

- Il CBO ha stimato che la riforma repubblicana dell'healthcare aumenterà di 24 mln il numero di americani privi di assicurazione medica (14 mln già nel 2018). Il risparmio sarebbe di 337 mld \$ in 10 anni
- Le stime hanno impattato sul supporto al progetto di legge. Così com'è, difficilmente otterrà il via libera al Senato, mentre alla Camera l'approvazione è in bilico per pochi voti
- Oltre a essere rilevante per l'inizio dei lavori sulla riforma fiscale, l'esito della proposta fornisce un indizio importante sulla compattezza del Partito Repubblicano e sul sostegno al programma presidenziale

Affordable Care Act (ACA) vs American Health Care Act (AHCA)



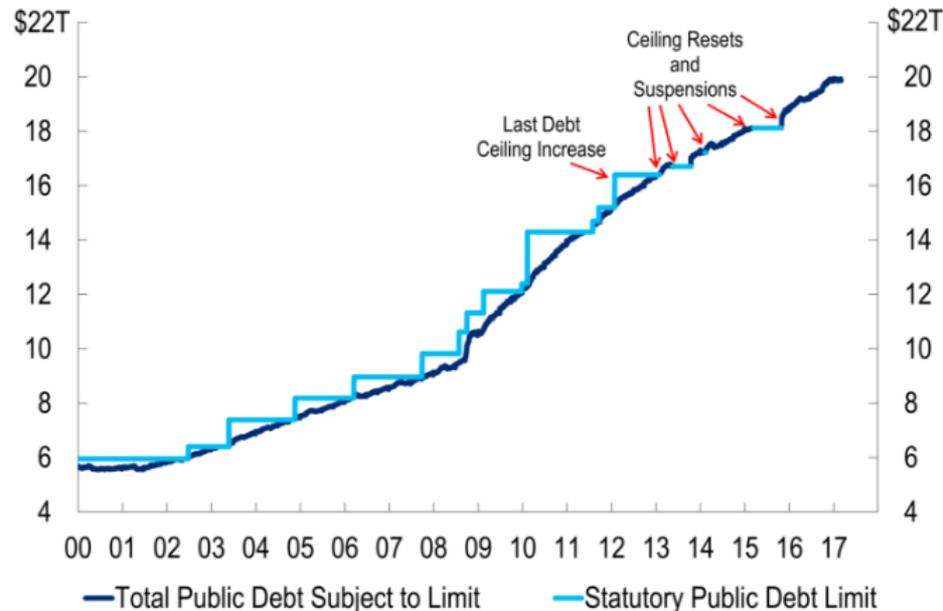
Fonte:
Goldman Sachs



Il turno dei Repubblicani alle prese col debt ceiling

- La maggioranza repubblicana alla Camera e al Senato rende una sospensione o un'elevazione del limite alla portata dell'esecutivo in tempi non troppo lunghi, in linea teorica
- Peraltro, il margine offerto dalle "extraordinary measure" e la compresenza al Congresso di questioni prioritarie (riforma fiscale, healthcare, immigrazione) rende improbabile una soluzione in tempi stretti
- La questione potrebbe diventare foriera di volatilità verso l'estate, dovesse la frangia più radicale dei Repubblicani opporsi ad una soluzione senza condizioni annesse

Debito pubblico americano e ceiling



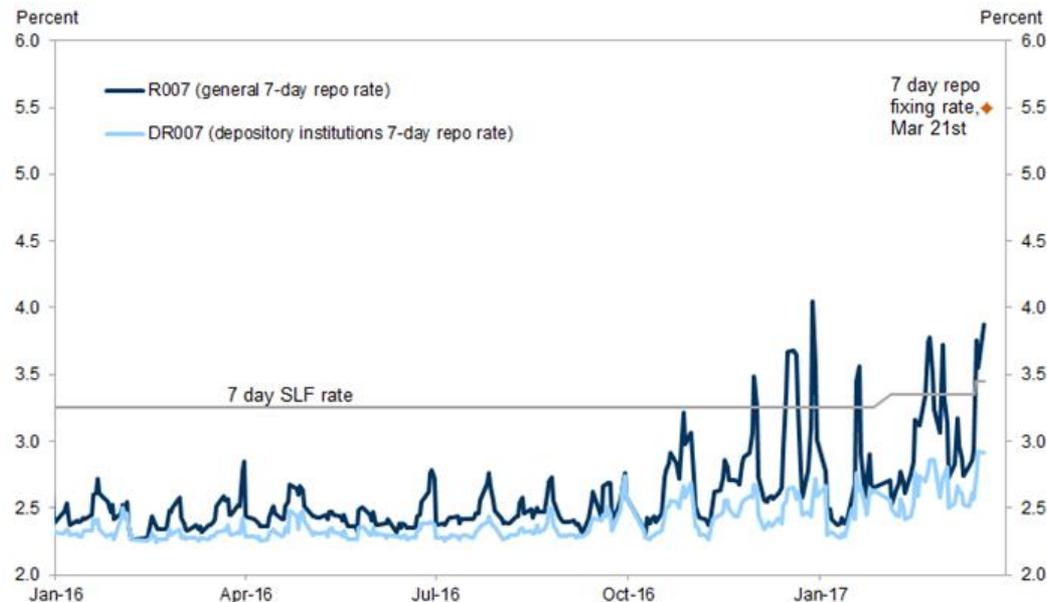
Fonte: Citi



Cina: segnali di deleverage

- I tassi interbancari sono saliti a marzo, in seguito al mini aumento del Open Market Operations rate
- Il recente balzo del Repo rate a 7 giorni, ai massimi dal 2014, mostra l'inasprimento delle condizioni finanziarie per le controparti non bancarie
- Il recente sganciamento dei tassi interbancari dal tasso di sconto sembra indicare l'intenzione da parte delle autorità di incrementare il controllo sul credito. I numerosi riferimenti ai rischi per la stabilità finanziaria osservati durante il Congresso del Partito confermano questa view

Repo rate cinese a 7 giorni



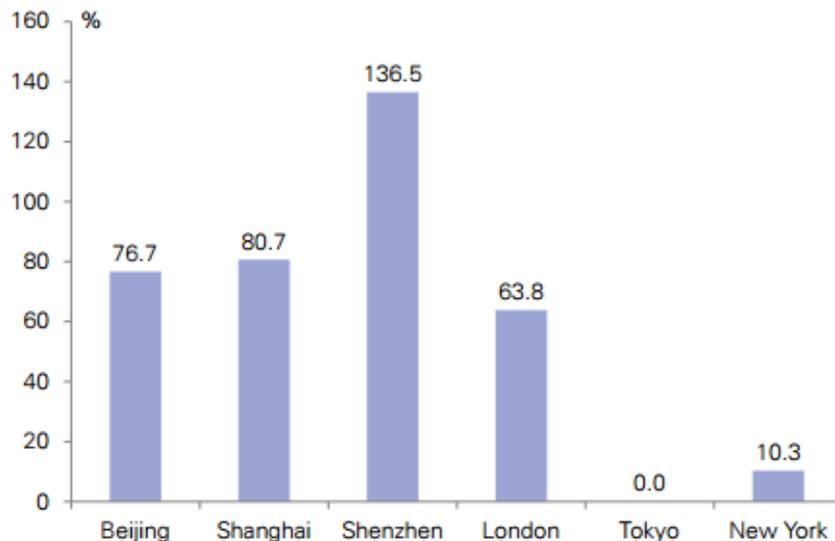
Fonte: Goldman Sachs



Cina: nell'indifferenza delle autorità, la bolla immobiliare cresce

- Dopo un temporaneo rallentamento a fine 2016, l'attività immobiliare è ripresa in maniera robusta nei primi mesi del 2017, apparentemente con la benedizione delle autorità che non hanno reiterato le dichiarazioni allarmate dei mesi scorsi sul settore
- Al momento le attività di contenimento della speculazione si concentrano sui distretti più surriscaldati, producendo un travaso dell'attività verso le città di seconda e terza fascia
- Il settore immobiliare ha dato un robusto supporto allo stimolo fiscale, alla base della corrente fase di espansione cinese. L'inevitabile inversione di tendenza si tradurrà necessariamente in un deficit di stimolo fiscale a livello locale

Variazione dei prezzi degli immobili (2011-2016)



Fonte: Deutsche Bank



Cina: strani movimenti sulla divisa

- Dopo circa 6 mesi di stabilità, la divisa cinese ha segnato negli ultimi giorni un nuovo minimo contro il paniere di divise utilizzato come benchmark dalle autorità
- Il timing del movimento è curioso, visto che segue un rialzo dei tassi interbancari e il primo rialzo delle riserve valutarie della PBOC da 6 mesi
- Per quanto di entità modesta, il movimento merita un attento monitoraggio per l'impatto che una svalutazione può avere sulle attese di inflazione globale

CFTES RMB Index

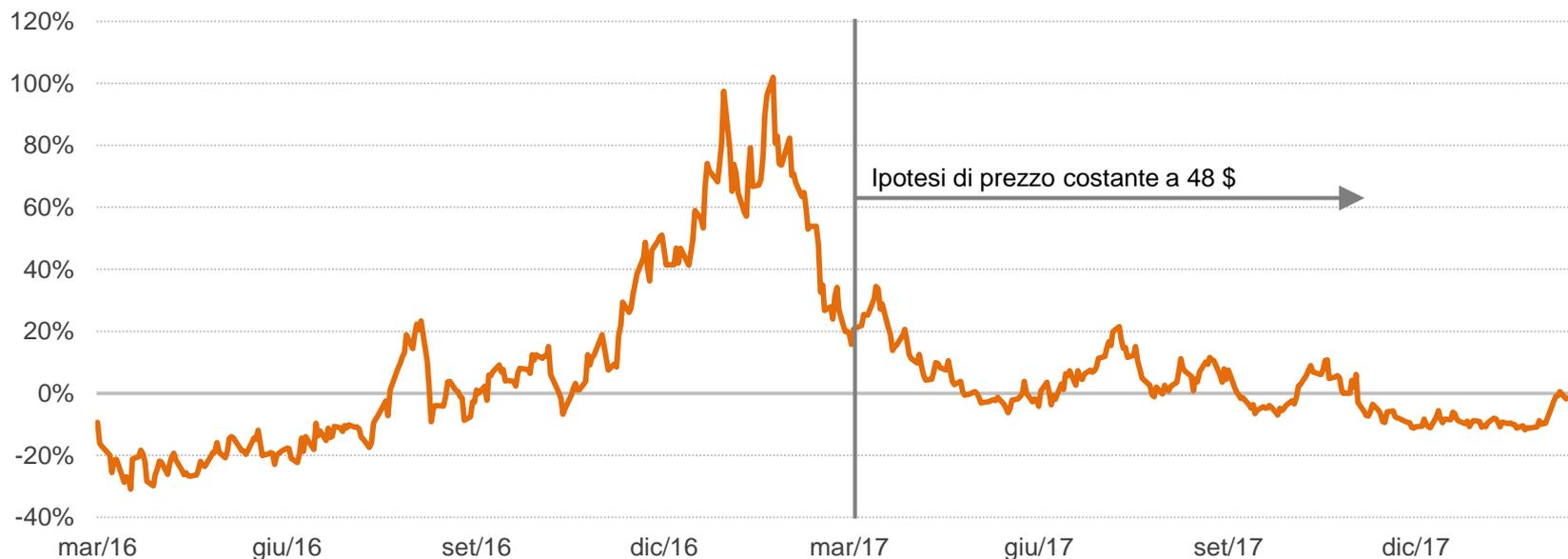




Reflazione: pausa in arrivo?

- Con febbraio si è avuto il picco degli effetti base del comparto energetico sul CPI. Ipotizzando un petrolio stabile sui livelli attuali, entro 3 mesi il contributo all'inflazione del comparto si azzererà
- Se da un lato una moderazione dell'inflazione leverebbe pressione sui rendimenti e attenuerebbe la tendenza all'inasprimento della politica monetaria da parte delle Banche centrali, dall'altro il trend reflazionistico in atto ne risulterebbe indebolito, e con esso i cosiddetti "animal spirit" e le ambizioni di profitto dei settori bancari

Variazione annuale del prezzo del petrolio

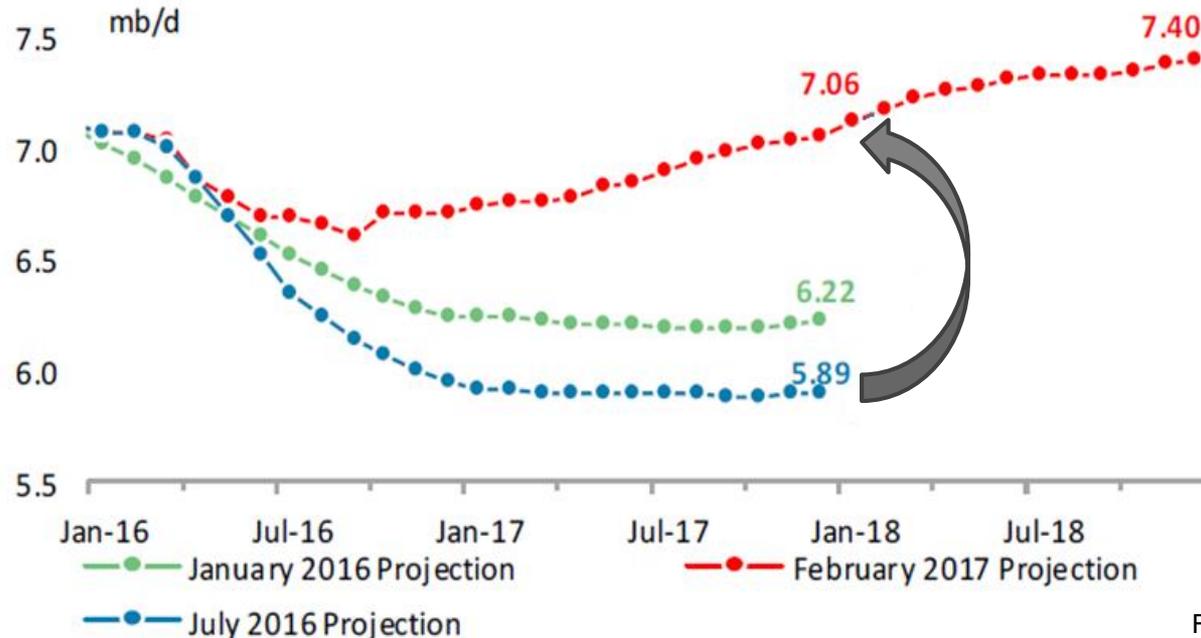




Petrolio: area 55 \$ destinata a tenere

- Un'analisi del bilancio domanda-offerta di petrolio indica che oltre i 50 \$ l'upside è limitato
- L'aumento di domanda legato al crollo dei prezzi è ormai alle spalle e la crescita dovrebbe tornare al trend (1 mln di barili al giorno in 12 mesi)
- La crescente efficienza della shale industry e la difficoltà dell'OPEC di far rispettare le quote stanno imponendo revisioni al rialzo dell'offerta

Stime di produzione di shale oil



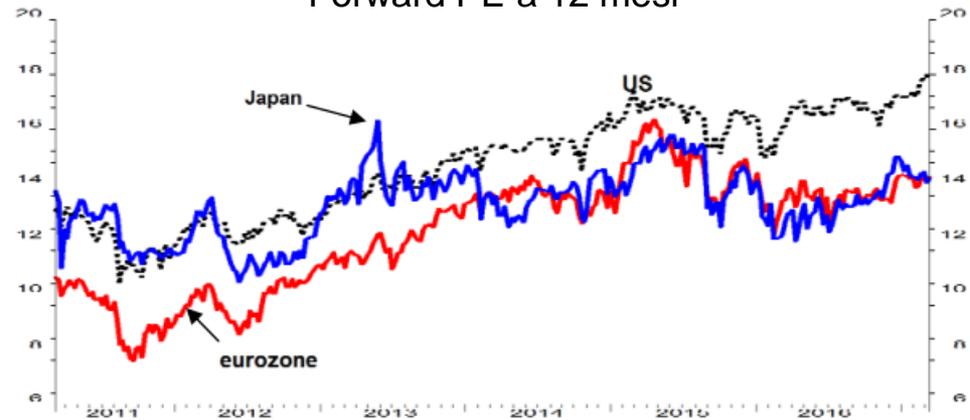
Fonte: EIA, BNP Paribas



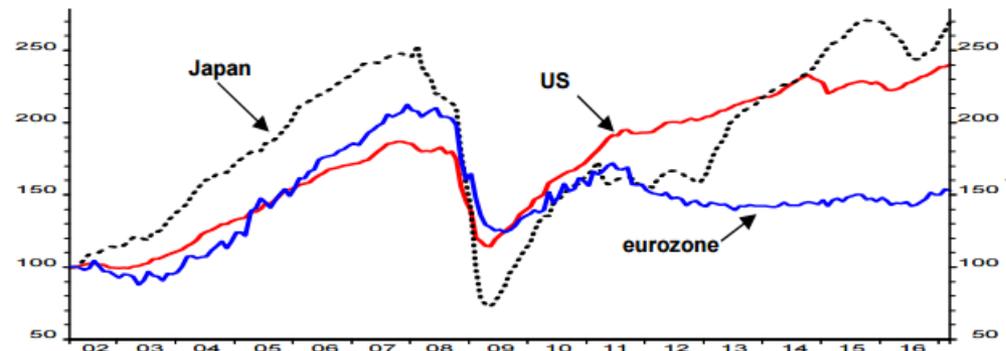
Azionario: dov'è il valore?

- Ad un forward PE di 18, l'azionario americano prezza uno scenario assai positivo. Si tratta del multiplo più alto dai tempi della bolla tecnologica
- Simili valutazioni lo rendono vulnerabile in caso di eventuali ritardi nella realizzazione del programma economico di Trump
- Diversamente, Europa e Giappone si collocano ancora su livelli poco distanti dalla media di lungo periodo
- I profitti delle aziende giapponesi sono più volatili, ma hanno mostrato post crisi un incremento superiore persino a quello negli USA

Forward PE a 12 mesi



EPS 12 mesi forward



Fonte: Societe Generale



Giudizi sintetici

Azionario

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

Obbligazionario corporate

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

Materie prime

Energetiche	▼	
Industriali	■	
Agricole	▲	
Metalli preziosi	■	

Obbligazionario governativo

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

Valute

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

▲ = 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.