



Anthilia Capital Partners Sgr

Maggio 2017

Analisi di Scenario





Un impeachment di Trump è improbabile

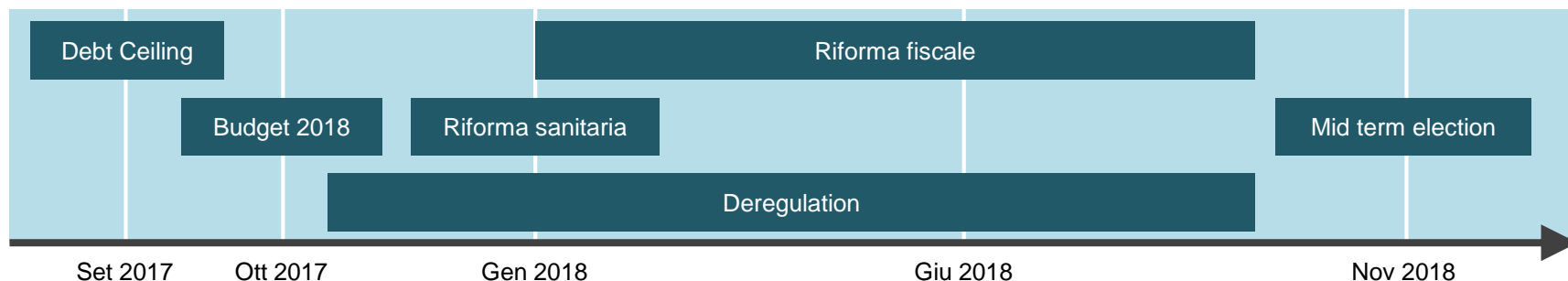
- Gli ultimi sviluppi del “Russiagate” hanno prodotto il circolare di ipotesi di impeachment per il presidente Trump
- La rimozione di un presidente americano è un procedimento lungo e complesso. Nel caso di Trump abbiamo diverse complicazioni:
 - Devono essere prodotte prove materiali dell’ostacolo alla giustizia
 - La Camera dei Rappresentati deve votare a favore dell’impeachment. La maggioranza repubblicana richiede che almeno 25 membri del partito di Trump votino contro di lui (assumendo che i Democratici votino compatti)
 - La condanna deve avvenire con la maggioranza qualificata dei 2/3 dei Senatori
- In sostanza, condizione necessaria perché il procedimento venga aperto è che Trump perda l’appoggio del Congresso. Nella storia, mai un presidente è stato messo sotto impeachment dal suo stesso partito
- Per il partito Repubblicano, il controllo della Casa Bianca e delle due Camere rappresenta ancora una posizione di vantaggio assoluto, ed è assai improbabile che vogliano comprometterla, in assenza di validissimi motivi





Ma l'agenda del Congresso si complica ulteriormente

- I problemi legali di Trump finiranno con l'ostacolare ulteriormente i progetti e i compiti dell'amministrazione, che comprendono: (1) elevazione del Debt Ceiling, (2) composizione e approvazione del budget 2018, (3) approvazione al Senato e firma della riforma sanitaria, (4) elaborazione e approvazione della riforma fiscale
- Sfortunatamente, non tutti questi compiti sono rinviabili: Debt Ceiling e Budget devono essere approvati entro l'autunno
- Le ricadute del "Russiagate" sembrano relegare definitivamente al 2018 la discussione della riforma fiscale
- Le inchieste rischiano di rallentare non poco l'attività governativa, e l'innegabile impatto degli scandali sul capitale politico del presidente renderà più oneroso risolvere le questioni di finanza pubblica in estate, per non parlare dell'approvazione della riforma sanitaria
- A complicare il quadro, a novembre 2018 si terranno le midterm election, e le vicende personali di Trump rischiano di diventare un fattore rilevante nella campagna elettorale. Dalla fine del primo trimestre del 2018 in poi il focus si sposterà necessariamente sulla campagna elettorale
- Su queste basi non è da escludere che i Repubblicani si trovino a dover scegliere tra una riforma annunciata e la prospettiva di rinviarne l'approvazione a dopo le elezioni

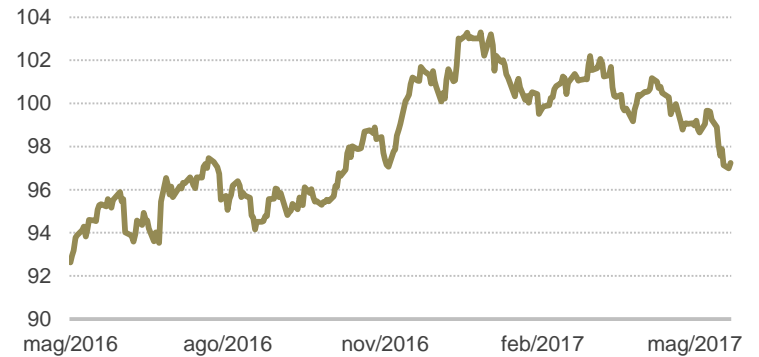




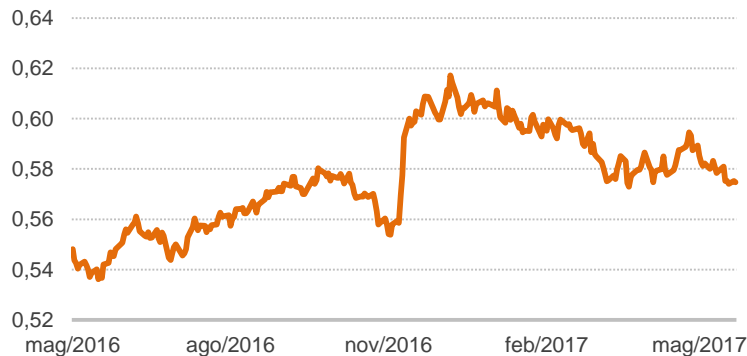
La luna di miele dei mercati col presidente è finita

- Mesi di proclami senza seguito, voltafaccia e incidenti hanno indotto i mercati a ridurre, in alcuni casi eliminare l' "effetto Trump" dagli asset:
 - Il dollaro ha restituito interamente il movimento generato dalle attese di riforma fiscale e Border Tax
 - Le small cap hanno restituito l'overperformance
 - Le banche si sono inserite in un trend laterale da dicembre scorso, l'indice scambia nella parte bassa del range
- Il rally dell'azionario americano nel 2017 è legato principalmente alle attese di accelerazione della crescita e alla qualità delle trimestrali

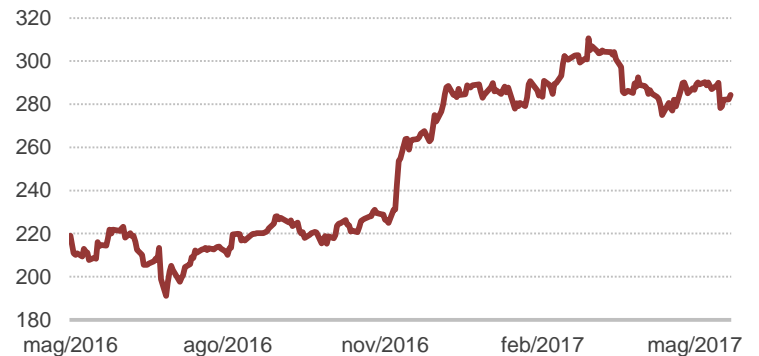
Dollar Index



Russell 2000 / S&P 500 Ratio



S&P 500 Banks

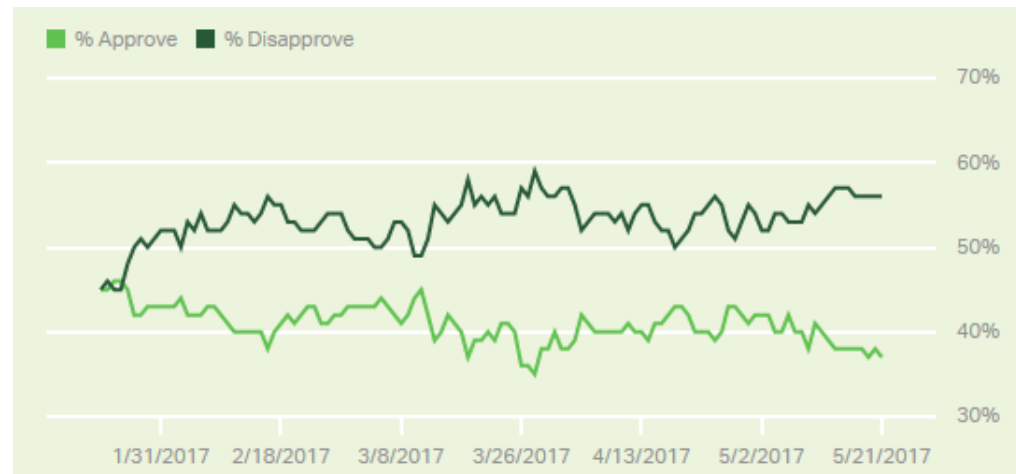




Ma Trump rischia di diventare un “negative”

- Al ritmo in cui si susseguono gli eventi, non si può escludere che nelle prossime settimane/mesi emerga ancora altro di riconducibile a “treason, bribery, and other high crimes and misdemeanors”, o comunque in grado di danneggiare ulteriormente il capitale politico dell’esecutivo
- In generale, il decorso delle inchieste nei prossimi mesi continuerà ad alimentare dubbi circa la sua leadership e la sua adeguatezza al ruolo, nel Congresso, nell’elettorato, e tra gli alleati. La sua condotta verrà attentamente scrutinata e la pressione derivante, oltre ad ostacolare l’attività di governo, potrebbe causare ulteriori passi falsi
- Finora i rate approval di Trump, pur bassi, stanno tenendo. Dovessero iniziare a calare significativamente, il supporto del suo partito potrebbe iniziare a vacillare, intralciando ulteriormente l’azione, e aprendo eventualmente la strada a tentativi di rimozione

Gallup Daily Trump Job Approval



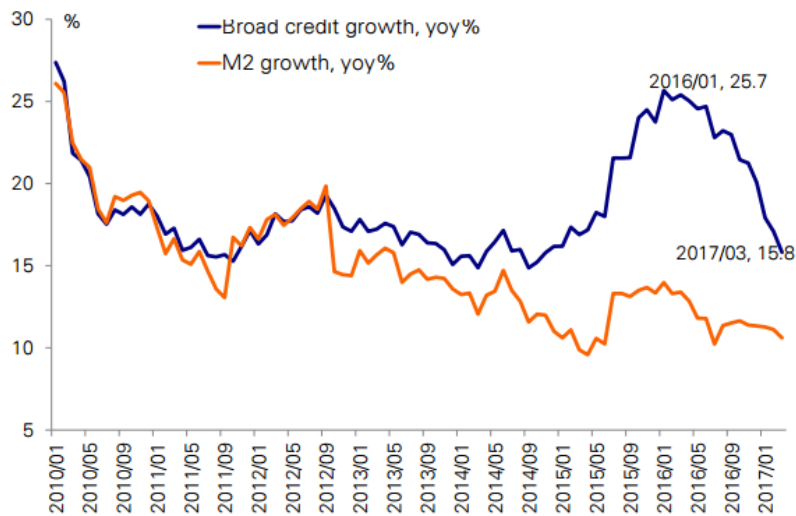
Fonte: Gallup



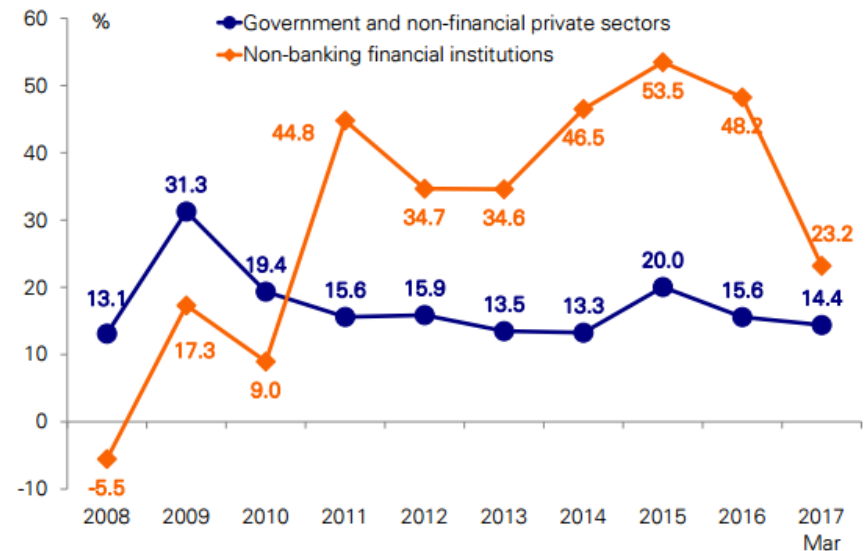
Cina: primi effetti del controllo sul credito?

- La politica di contenimento dei rischi finanziari da parte delle autorità cinesi ha prodotto un significativo rallentamento dell'erogazione del credito nel primo trimestre del 2017
- L'azione sembra maggiormente indirizzata al controllo del credito alle cosiddette non-bank financial institution (trust, assicurazioni, broker e asset manager) mentre il credito a aziende e consumatori è rimasto stabile

Credito e M2 in Cina



Crescita del credito in Cina



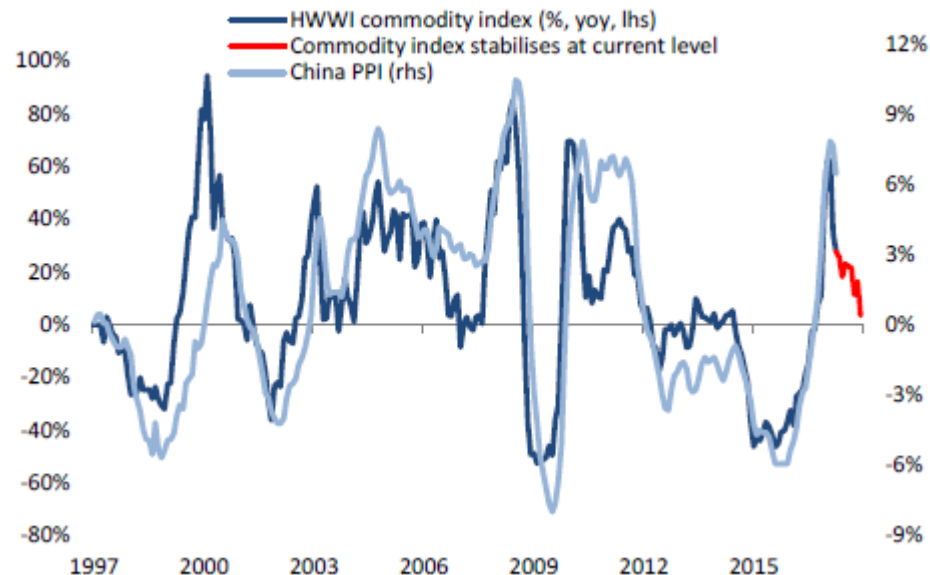
Fonte: Deutsche Bank, CREIS



L'impatto dello shadow banking sull'economia non è da sottovalutare

- La destinazione del credito erogato allo shadow banking system non è facilmente accertabile. La recente reazione di azionario locale e materie prime lascia intendere che larga parte di questi mezzi venga utilizzata per operazioni di speculazione a vario titolo su questi asset
- La correzione delle commodity è con ogni probabilità alla base dell'inversione di tendenza del PPI cinese. Anche una stabilizzazione dell'indice su questi livelli vedrebbe la crescita anno su anno dei prezzi alla produzione azzerarsi entro fine anno, secondo uno studio di Deutsche Bank

Materie prime e Producer Price Index cinese



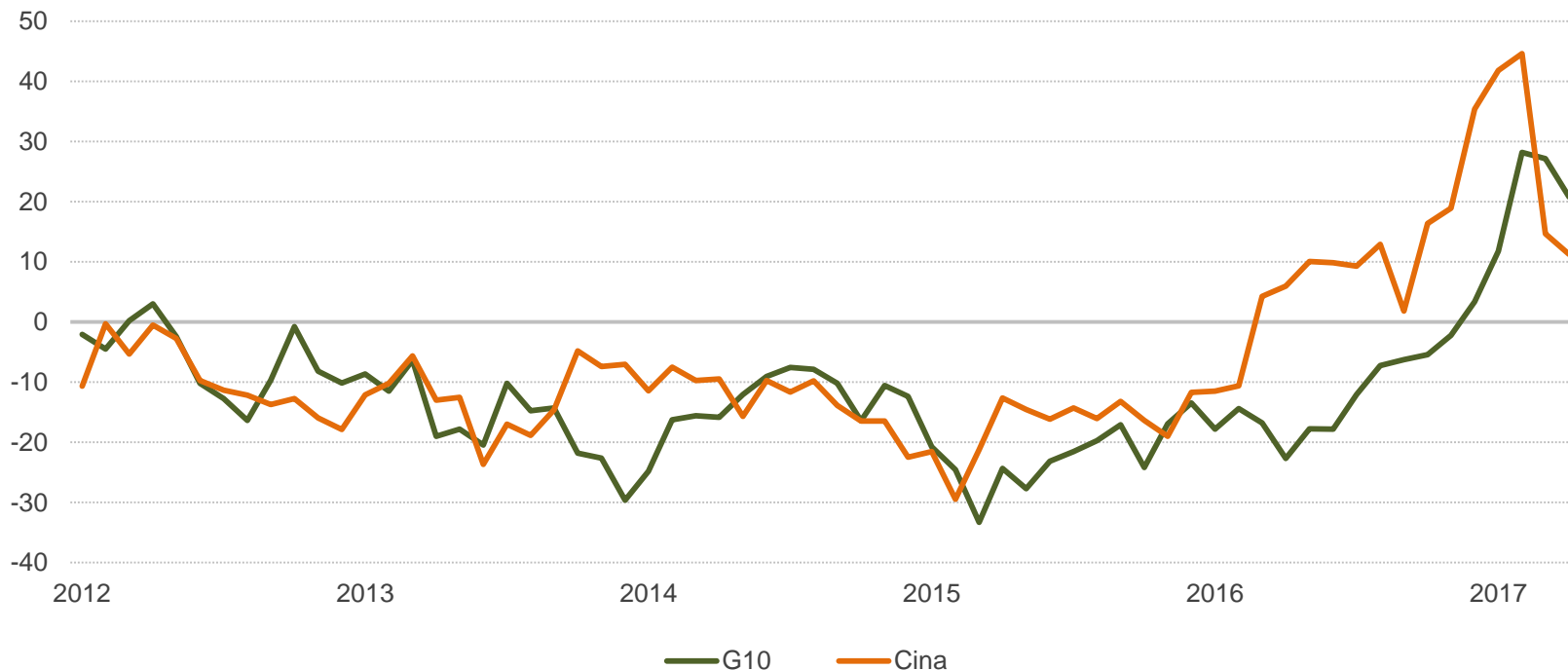
Fonte: Deutsche Bank



L'inflazione cinese è leading rispetto a quella dei Paesi industrializzati

- L'inversione dei trend sui prezzi in Cina ha avuto un ruolo importante nell'ondata di global reflation osservata tra la fine del 2016 e i primi mesi del 2017
- Gli effetti di un eventuale pullback sui livelli di inflazione dei Paesi industrializzati non sono da sottovalutare

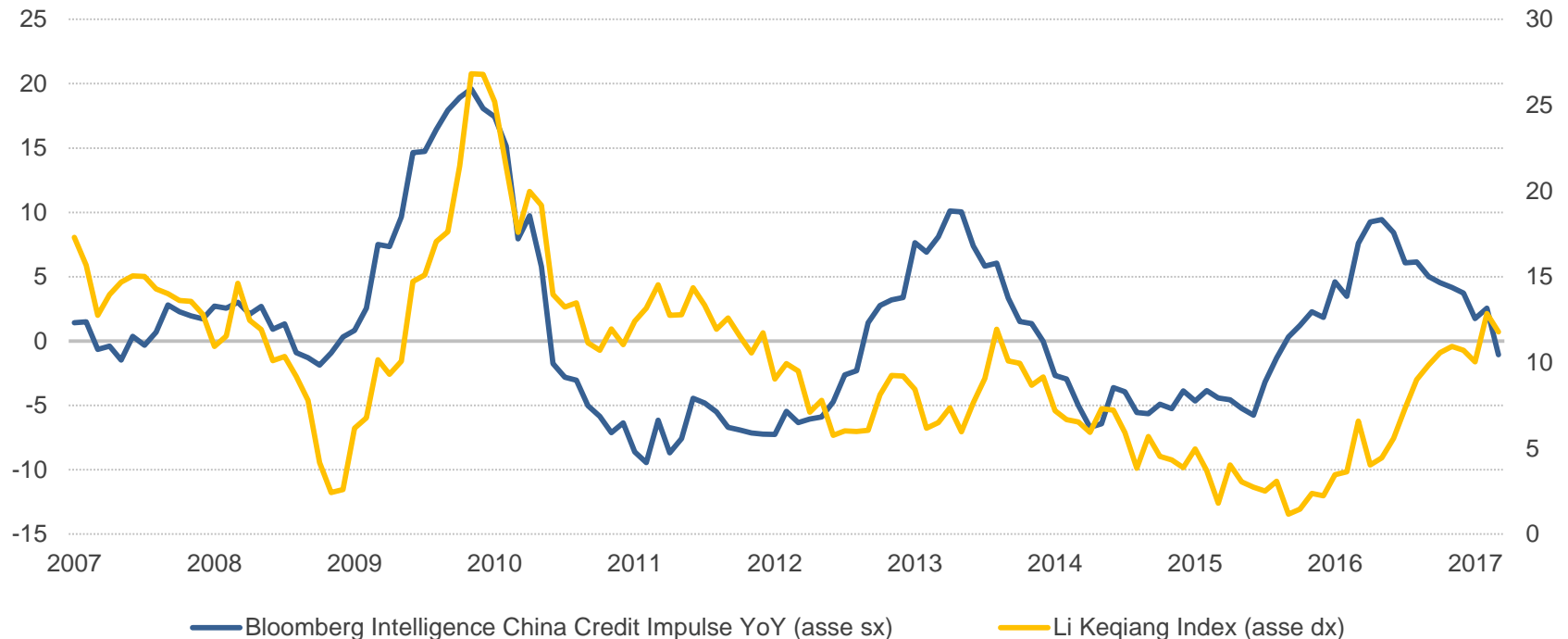
Citi Inflation Surprise Index





Credito e ciclo cinese: la storia continua

- A dispetto dei proclami di ribilanciamento dell'economia, il ruolo del credit impulse nei rimbalzi congiunturali in Cina è evidente da un'analisi delle serie storiche
- Il credit impulse (incremento del Total Social Financing su PIL) misura il supporto offerto dal credito all'economia. Nei prossimi mesi, il ciclo dovrebbe risentire del passaggio in negativo dell'indice

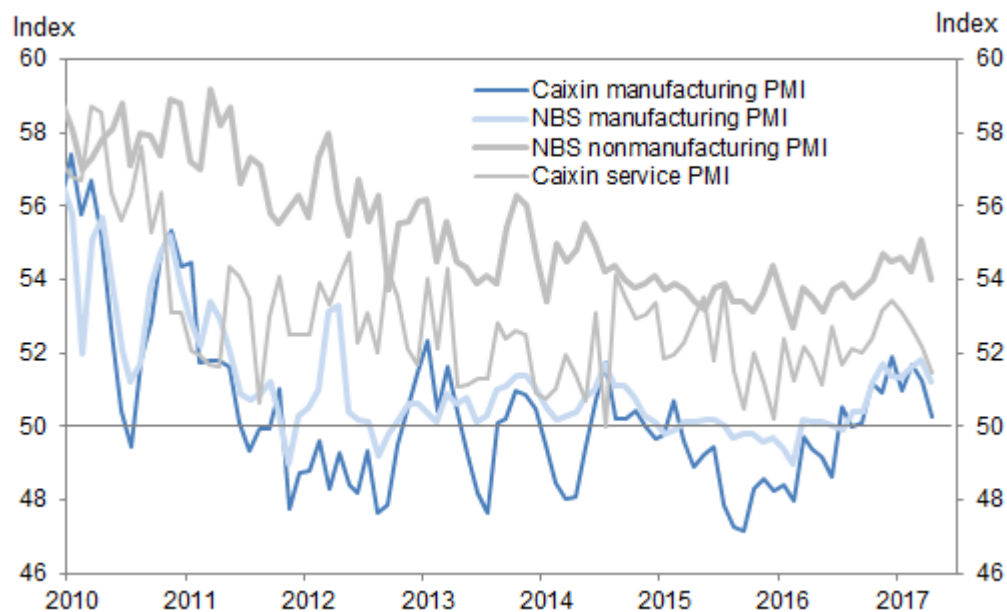




Primi effetti del tightening sull'attività cinese

- In risposta all'inasprimento delle condizioni finanziarie in Cina, i PMI manifatturiero e dei servizi stanno dando i primi segnali di perdita di momentum dell'attività
- L'attività resta robusta nel settore immobiliare, ma i fondi disponibili per gli investimenti fissi si stanno contraendo da un paio di mesi

Indici PMI cinesi

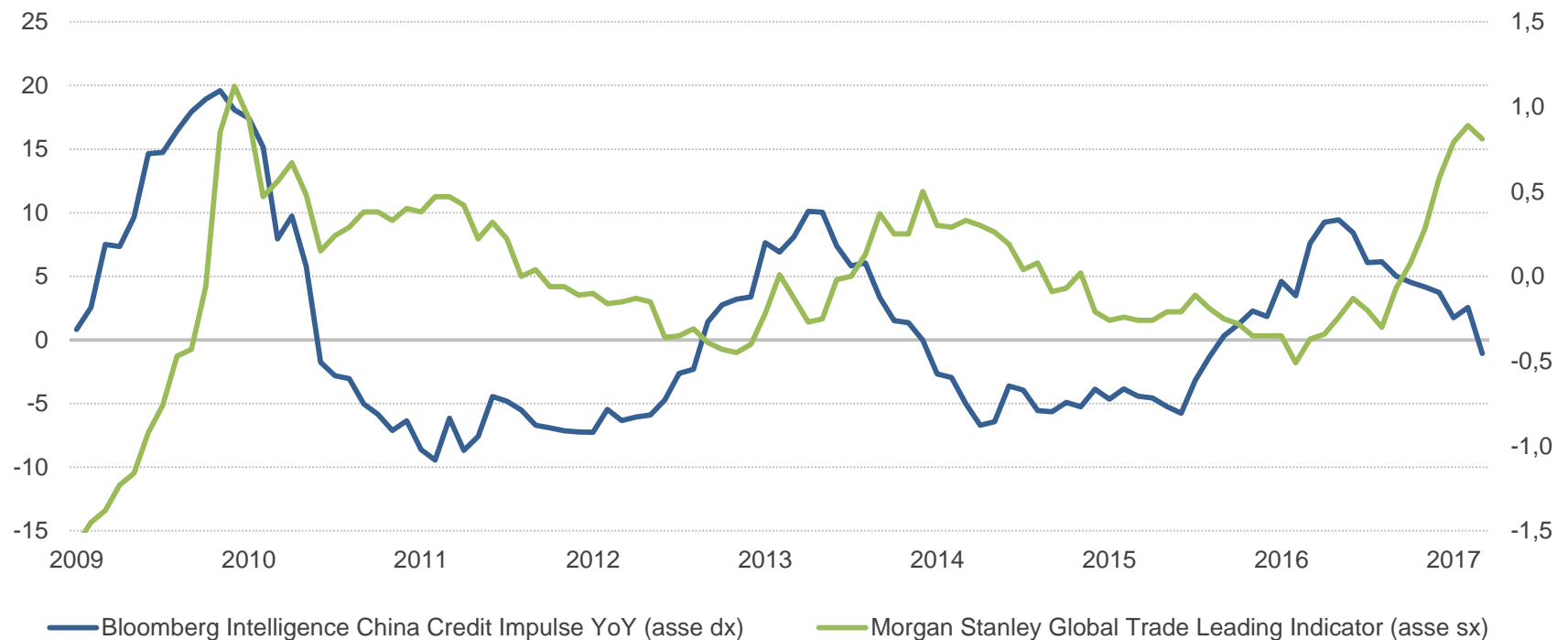


Fonte: Goldman Sachs



Dal tightening cinese un warning per il global trade

- Un'altra relazione difficile da negare, sebbene meno ovvia, è quella tra credit impulse cinese e global trade
- Il principale legame è quello tra ciclo cinese e domanda globale di beni e servizi

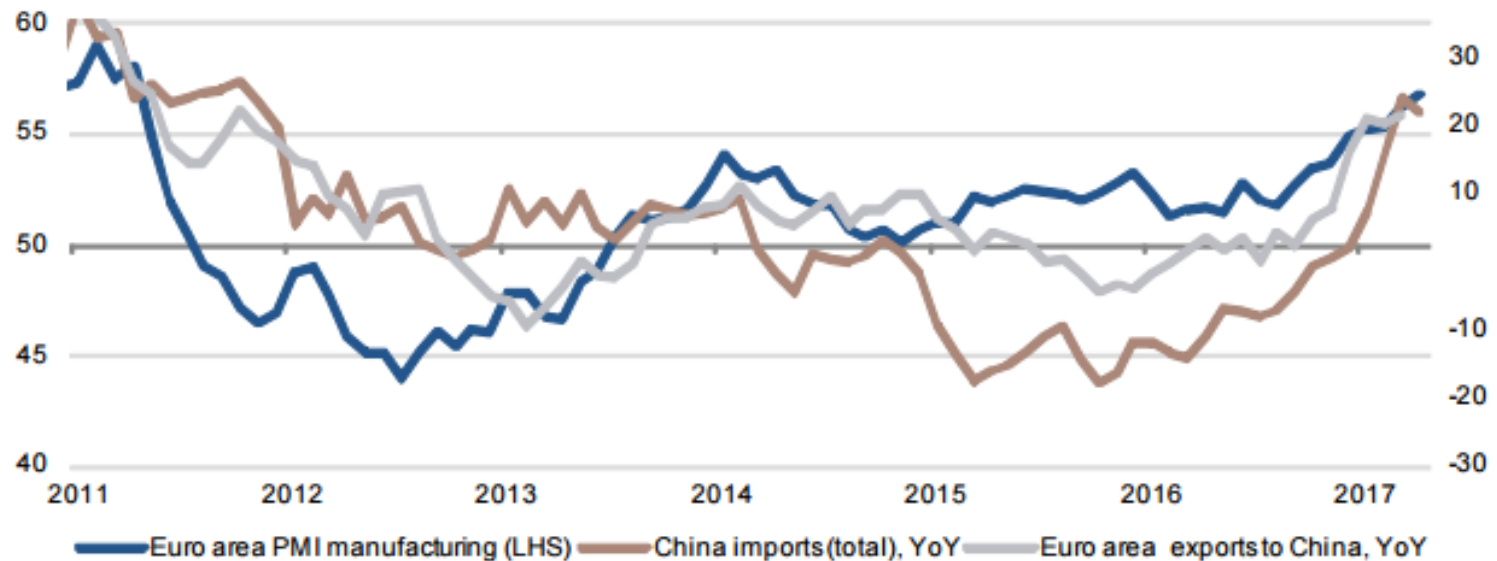




Ciclo cinese: quale impatto sull'Area Euro?

- L'incremento dell'export verso la Cina è stato sicuramente uno dei driver dell'accelerazione europea degli ultimi trimestri
- Questa spinta sembra destinata ad affievolirsi nei prossimi mesi, anche a causa del rafforzamento della divisa

PMI manifatturiero e commercio con la Cina



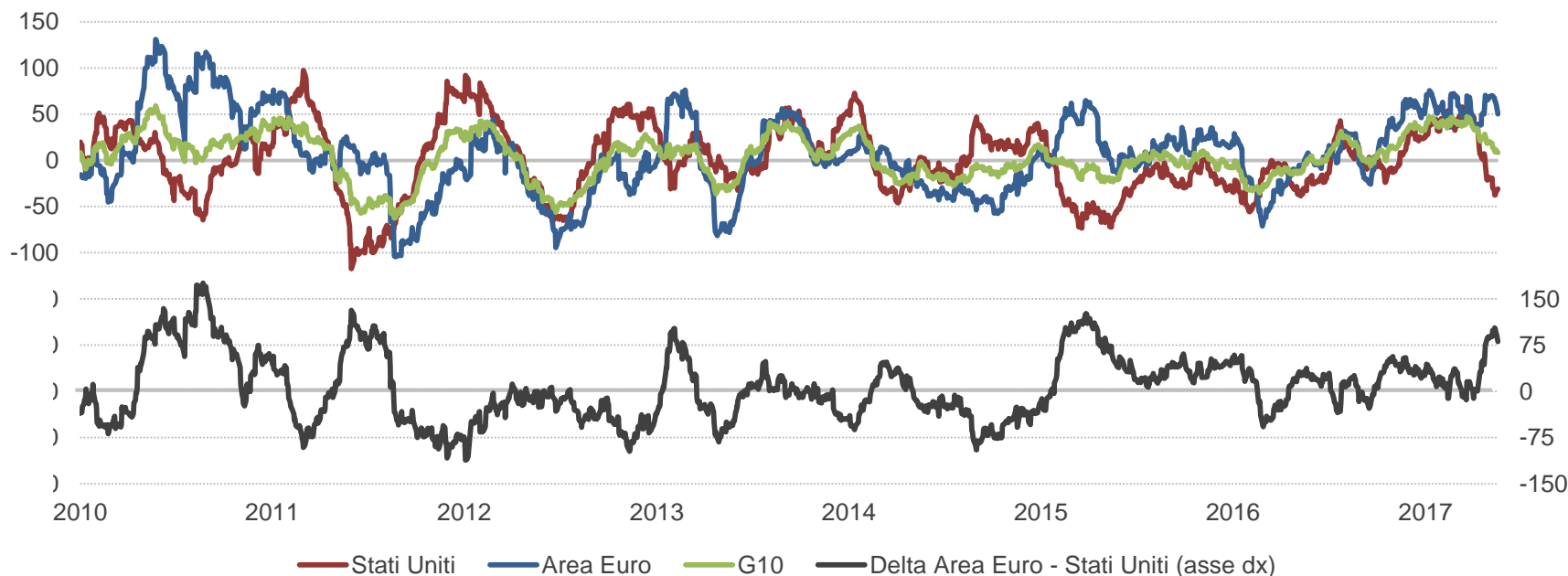
Fonte: Datastream, SG



Test in arrivo per l'economia dell'Area Euro

- Negli ultimi 2 trimestri l'economia europea ha costantemente sorpreso al rialzo il consenso. La serie positiva per il Citi Surprise Index è la quarta più lunga della storia, dopo quelle terminate nel giugno 2006, marzo 2011 e giugno 2007
- La divergenza tra l'indice dell'Area Euro e quello americano è approdata su livelli dai quali il downside è assai superiore all'upside. E normalmente è il secondo a risultare più spesso leading

Citi Economic Surprise Index



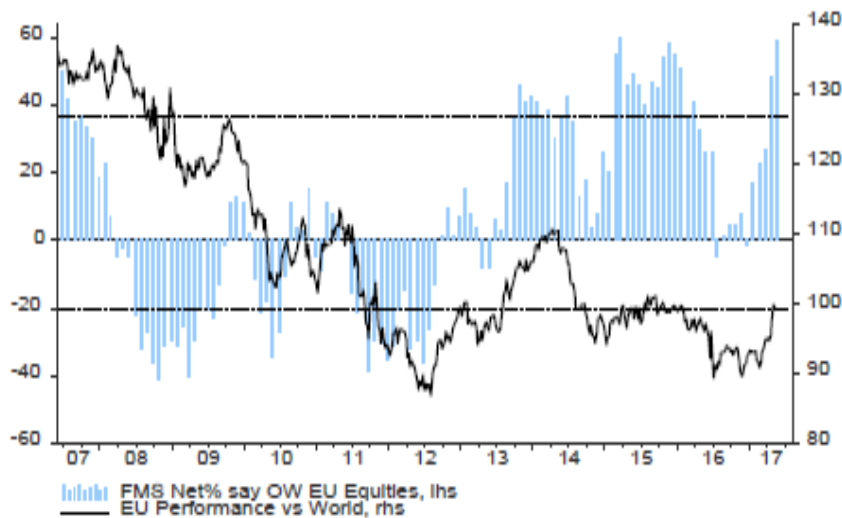


Dai gestori un voto di confidence per l'Europa

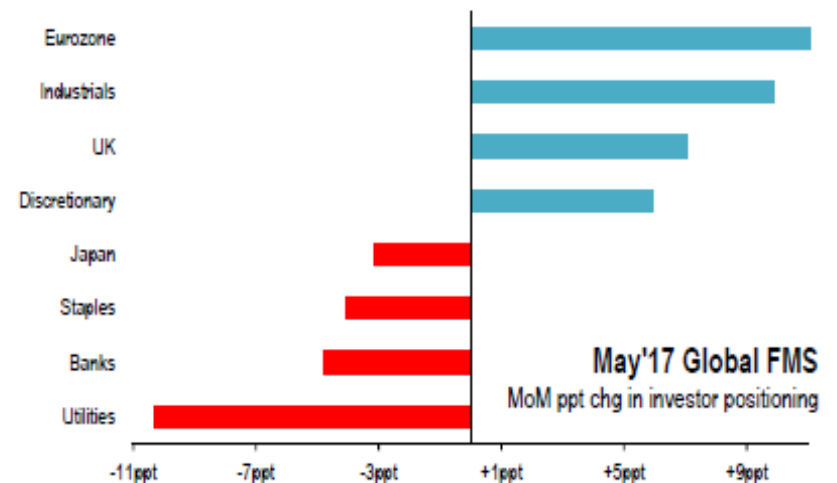
- Il dissolversi del rischio politico in Francia ha impresso un'ulteriore accelerazione ai flussi di investimento in Europa
- La survey di Merrill Lynch mostra un'esposizione all'azionario europeo ai massimi da inizio 2015 e nei pressi dei massimi del decennio

Global Fund Manager Survey

Esposizione all'azionario europeo



Variazioni di positioning tra maggio e aprile 2017



Fonte: BofA Merrill Lynch



Multipli Area Euro: aspettative ambiziose

- Al momento le stime per gli utili dell'azionario europeo incorporano un rialzo anno su anno di oltre il 20%
- Due settori contribuiscono in maniera determinante all'ottenimento di questo risultato: le banche con quasi un +80% e il settore energetico con +60% rispetto al 2016
- A 16 volte di utili, le quotazioni fattorizzano un ulteriore incremento del 5-10% degli utili nel 2018

Utili e multipli nell'Area Euro

16-mag-17	Utili 2016 mld	Utili 2017 mld	crescita 17 mld	crescita 17 %	market cap mld	PE 17
Totale	295,6	358,0	62,4	21,1%	5776,0	16,1
- di cui						
Auto Manufacturers	34,2	37,7	3,6	10,4%	278,3	7,4
Banks	29,0	52,0	23,0	79,2%	672,3	12,9
Electrica/ Utilities	17,3	17,7	0,4	2,0%	242,3	13,7
Insurance	26,3	27,5	1,2	4,6%	303,9	11,0
Oil & Gas	18,7	30,2	11,5	61,8%	433,7	14,4
Pharmaceuticals	18,3	19,3	0,9	5,1%	328,1	17,0
Telecommunications	14,0	15,1	1,1	8,1%	280,7	18,6

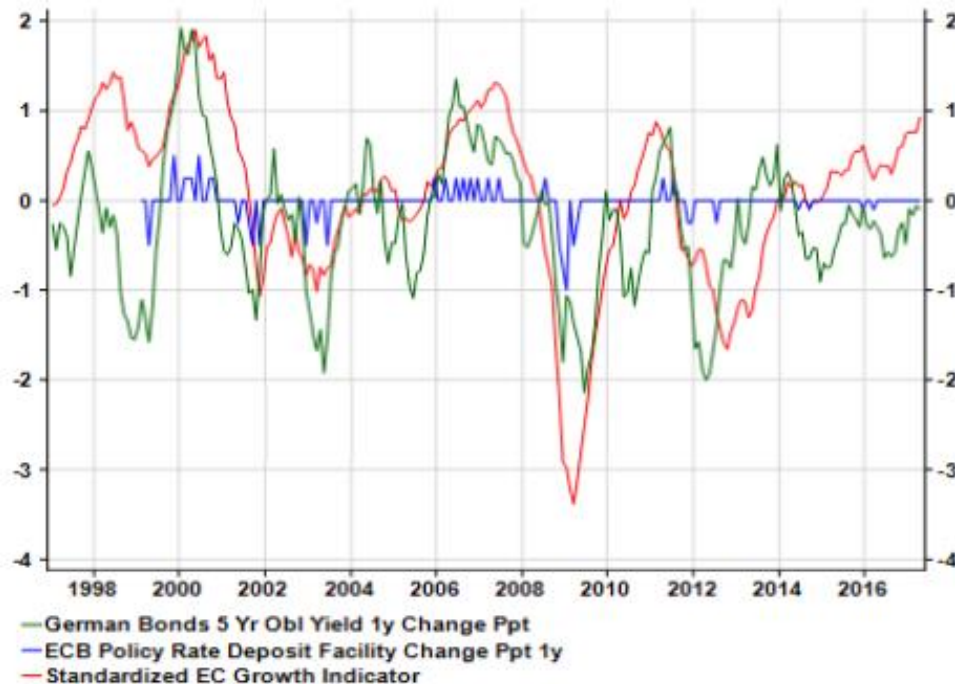
Fonte: Anthilia su dati Bloomberg



BCE: i falchi scalpitano?

- Ironicamente, un eventuale assestamento delle aspettative di crescita leverebbe un po' di pressione a Draghi
- Il ciclo europeo sta approcciando livelli che in passato hanno visto la BCE alzare i tassi. Al momento, alla curva europea occorrono 2 anni pieni per prezzare interamente un rialzo di 25 bps

Crescita e tassi nell'Area Euro

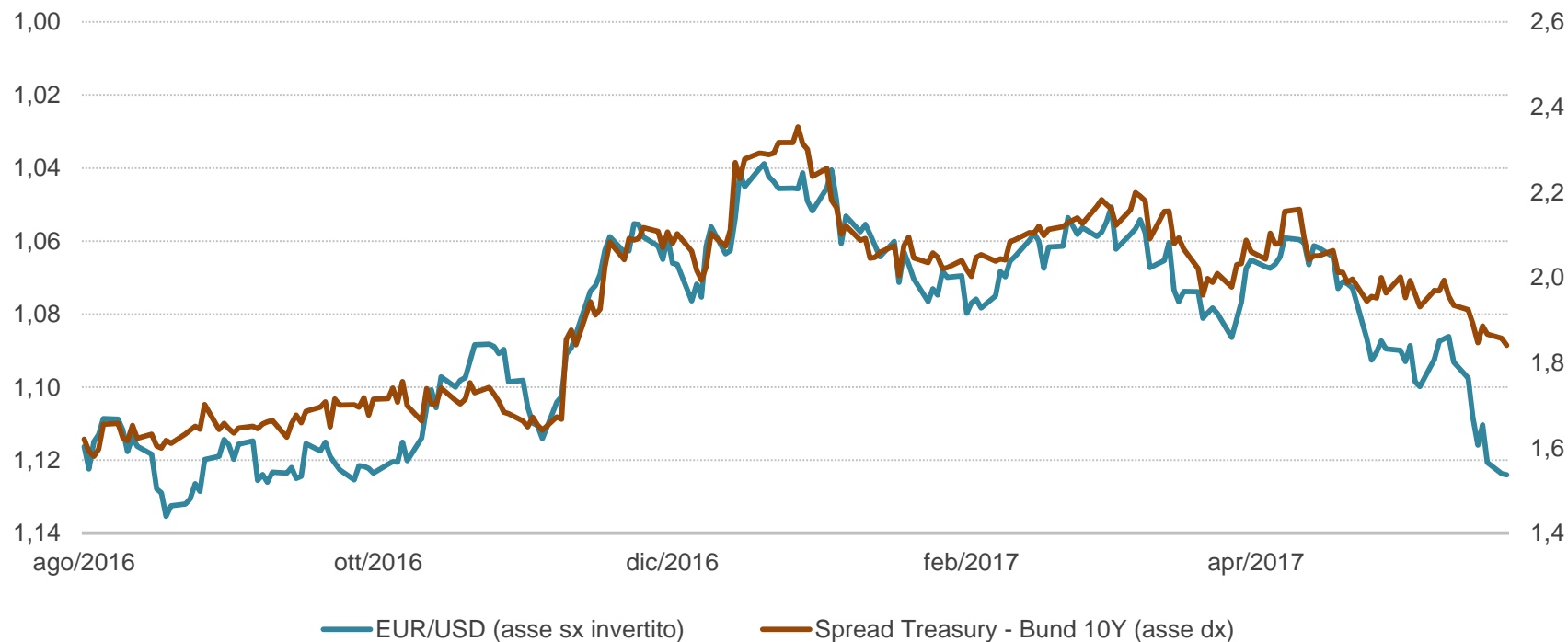


Fonte: Citigroup



Tempo di rivedere il quadro su €/€ ?

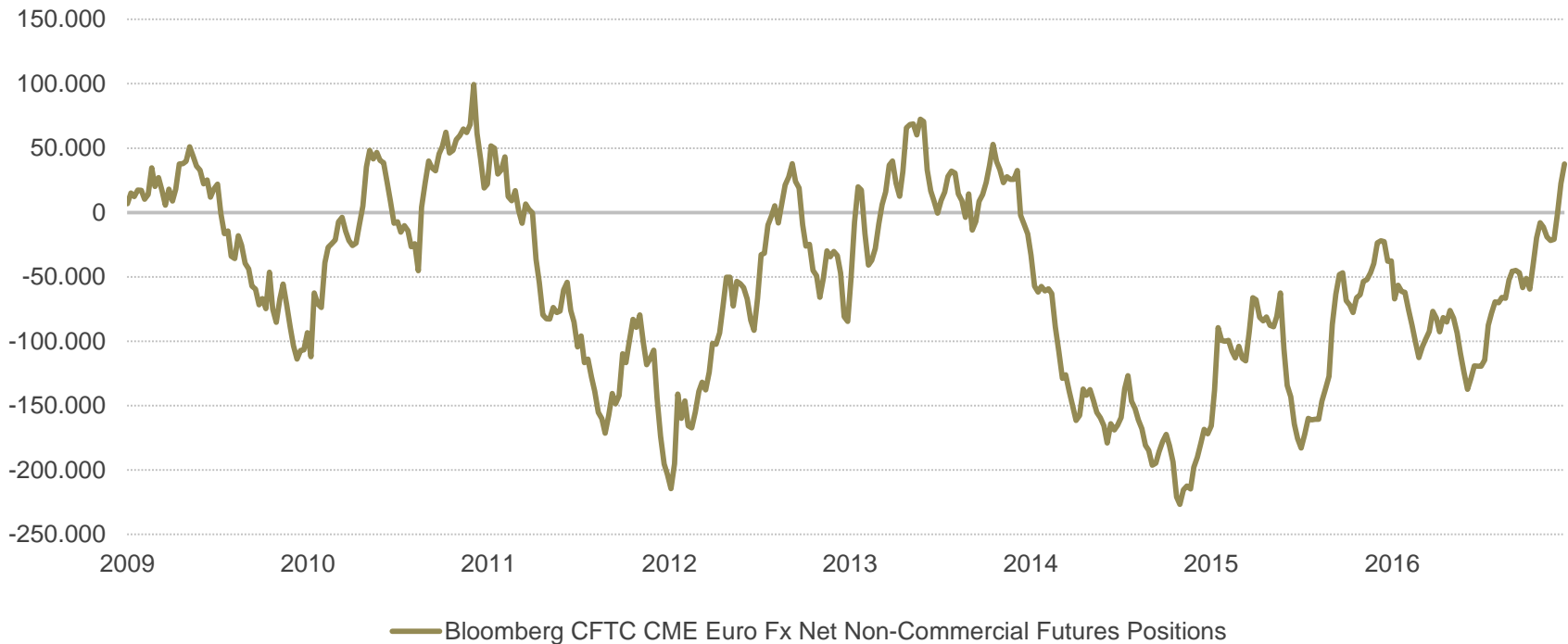
- Una BCE più aggressiva è un fattore a supporto dell'euro, ma in verità la divisa unica ha già fatto overshooting rispetto al differenziale tassi
- La FED ha dichiarato più volte di aver fattorizzato solo un modesto stimolo fiscale nel proprio scenario. A fronte di ciò, al momento il mercato prezza 62 bps di rialzi entro la fine del 2018, rispetto ai 125 bps previsti dalla Dot Plot





Il consenso è cambiato

- Il Commitment of Traders Report del CFTC mostra per gli operatori non commerciali, un lungo su €/€ per la prima volta da 3 anni (dati aggiornati al 16 maggio 2017)
- Il positioning monitor di Citigroup mostra un quadro simile, con gli asset manager moderatamente lunghi di tutte le divise europee ad eccezione del franco svizzero

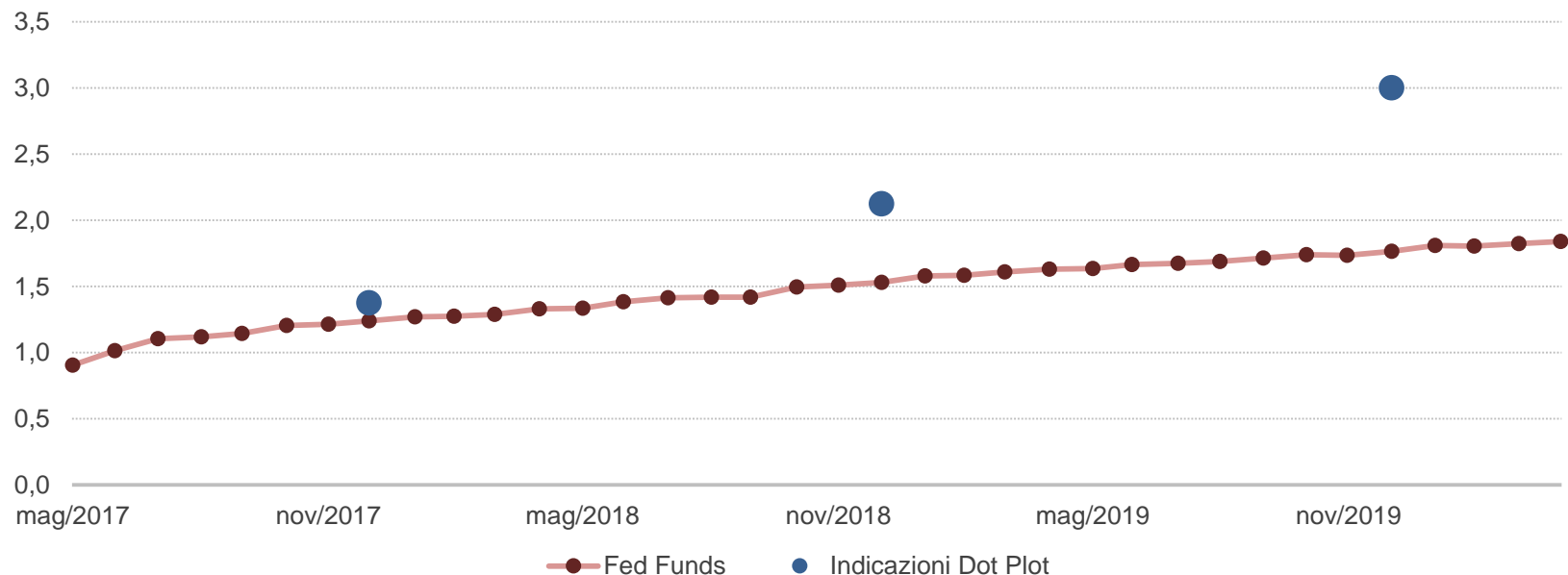




Il mercato sottovaluta la FED?

- Il mercato dei tassi americani continua a proiettare un percorso di rialzi assai più lento rispetto alle previsioni della FED
- Effettivamente, la previsione FED di un PCE Deflator Core a 1,9% al momento sembra a rischio
- Peraltro, con il mercato del lavoro approssia la piena occupazione, la Yellen ed altri membri FED hanno più volte chiarito di non aver fattorizzato nel loro scenario un significativo stimolo fiscale. Sembra improbabile che al FOMC di giugno assisteremo a significative modifiche della Dot Plot

Tassi forward impliciti nelle quotazioni dei future sui Fed Funds





Giudizi sintetici

Azionario

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

Obbligazionario corporate

US investment grade	▼	
US high yield	▼	
Area euro investment grade	▼	
Area euro high yield	▼	
Area euro finanziari subordinati	▲	

Materie prime

Energetiche	■	Upgrade
Industriali	■	
Agricole	▲	
Metalli preziosi	■	

Obbligazionario governativo

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

Valute

EUR/USD	▼	
EUR/GBP	■	Upgrade
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.