



Anthilia Capital Partners Sgr

Giugno 2017

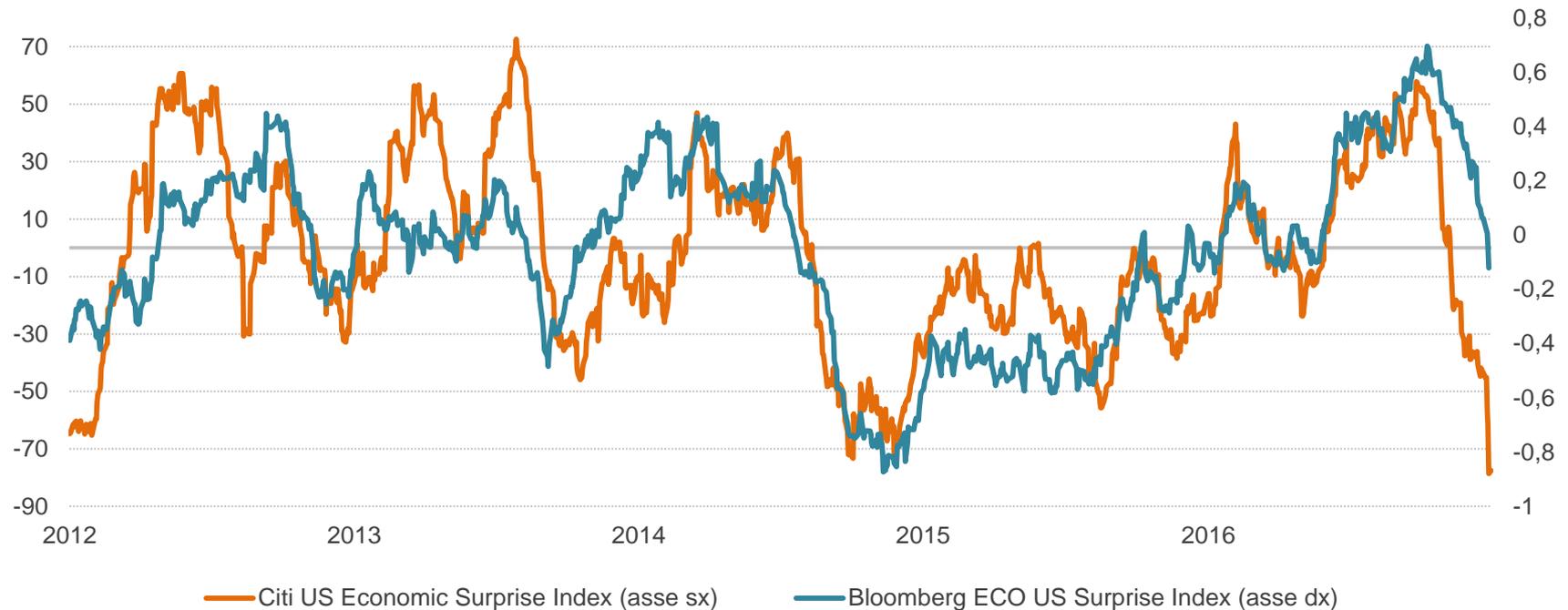
Analisi di Scenario





US: dal *Trump dream* al *More of the same*

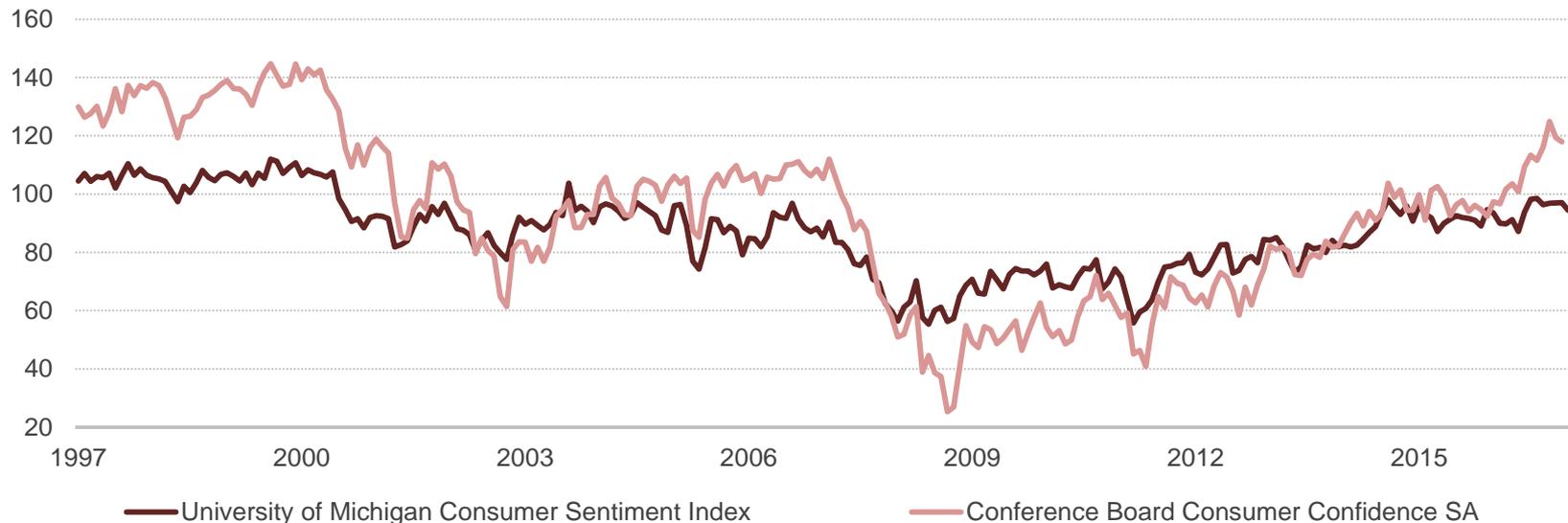
- La fine del secondo trimestre 2017 sembra segnare il definitivo tramonto del “Make America Great Again”
- Le aspettative create dall’avvento alla Casa Bianca di Trump stanno andando definitivamente deluse e le stime di crescita indicano un modesto rimbalzo dal deludente primo trimestre (Fed Atlanta +2,9% e Fed New York +1,9%). In altre parole una prosecuzione del «around 2% GDP» osservato negli ultimi anni
- La differenza tra il Citi Surprise Index, ai minimi dal 2011, e il più recente Bloomberg Surprise Index, passato da poco in negativo, è che il primo registra anche le sorprese sull’inflazione





Anche gli Americani iniziano a dubitare

- Gli indicatori di consumer confidence americani hanno ripiegato solo marginalmente, restando su livelli storicamente assai elevati
- Ma nel dato preliminare di giugno elaborato dall'Università del Michigan, il compilatore Curtin ha evidenziato un brusco calo del tono delle risposte dopo il 9 giugno (data della testimonianza di Comey), tale da generare un calo dell'indice di 11 punti tenendo conto solo di quest'ultime
- Solo pochi intervistati hanno indicato la testimonianza come causa del calo, mentre la grande maggioranza ha riportato un calo di fiducia nei confronti delle politiche economiche della Casa Bianca. I Democratici mostrano un gradimento decrescente per le politiche e i Repubblicani dubitano maggiormente della loro implementazione. Gli indipendenti hanno mostrato il maggior deterioramento post testimonianza

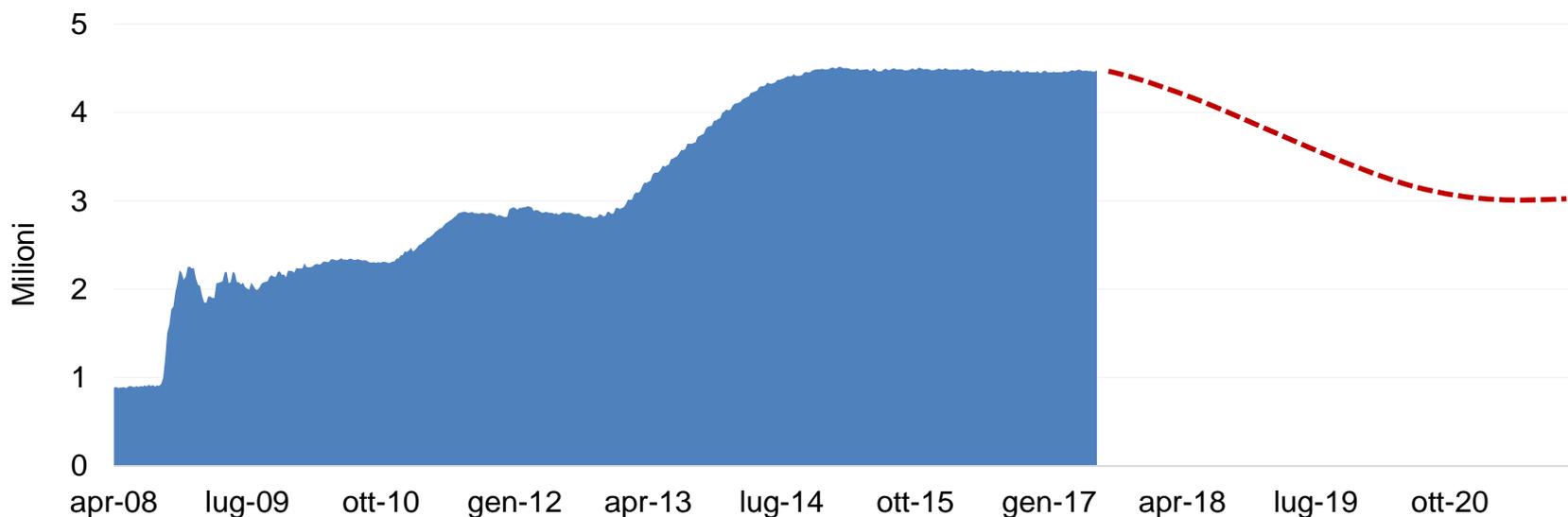




La Fed diventa sempre più impaziente ...

- Il FOMC ha scelto di ignorare le sorprese negative sul fronte inflazione e confermare il proprio scenario, che prevede un altro rialzo di 25 bps entro il 2017 e altri 3 rialzi nel 2018, nonché l'inizio, entro l'anno, della riduzione del bilancio ad un ritmo, se confermato, di oltre un trilione nei prossimi 30 mesi
- Il cambio di stanche indica un aumento del focus sui fini di normalizzazione della politica monetaria e preservazione della stabilità finanziaria del sistema, a discapito del perseguimento del duplice mandato su occupazione e inflazione

US Condition of All Federal Reserve Banks Total Assets



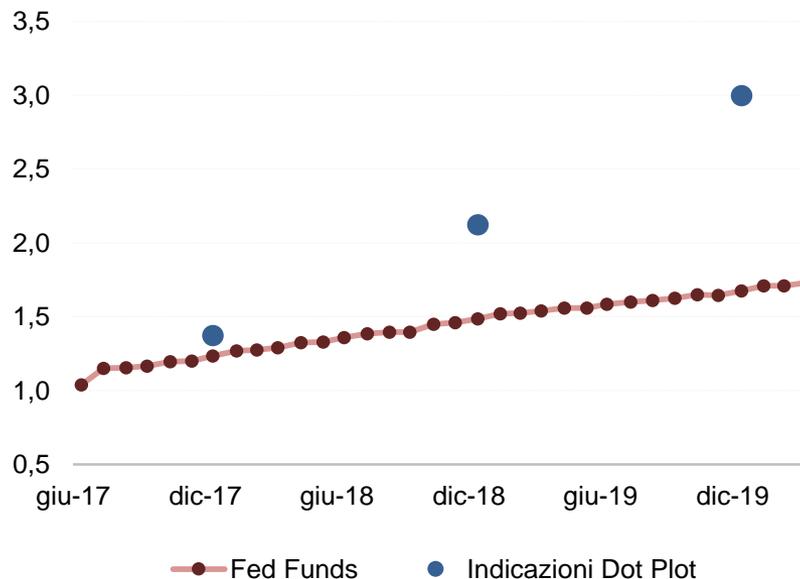
Fonte: Bloomberg



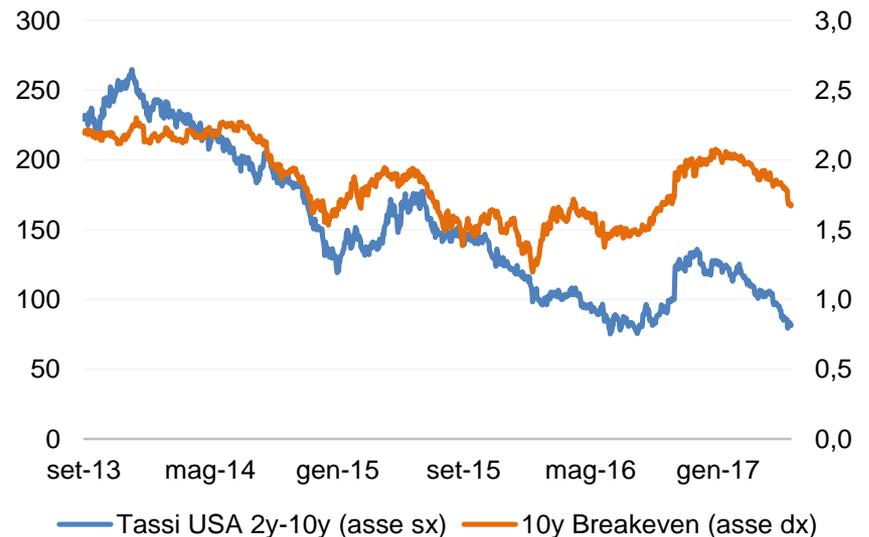
... ma non convince i mercati

- All'inasprimento della stance Fed i mercati dei tassi hanno risposto con uno scenario sui Fed Funds pressoché invariato, un significativo appiattimento delle curve e calo delle aspettative di inflazione, due fenomeni non troppo favorevoli per gli *animal spirit*
- Eventuali sforzi retorici da parte dei membri Fed per indurre il mercato ad avvicinarsi al loro scenario potrebbero sortire effetti più rilevanti sul premio al rischio di diverse asset class

Tassi forward impliciti nelle quotazioni dei future sui Fed Funds



Tassi USA 2y-10Y vs 10y Breakeven





E se la Fed avesse ragione?

- Un eventuale rimbalzo delle pressioni inflazionistiche, in un contesto di disoccupazione così bassa, produrrebbe con ogni probabilità un ulteriore inasprimento della stance FOMC
- Un'evenienza del genere coglierebbe il mercato totalmente impreparato, causando un violento repricing del percorso di normalizzazione
- Va detto che negli ultimi anni il mercato ha avuto un miglior track record della Fed nel prevedere il ritmo dei rialzi
- Al momento l'agenda repubblicana è stata quasi completamente derubricata dai mercati, ma un'accelerazione non è da escludere completamente

Salari e disoccupazione negli USA

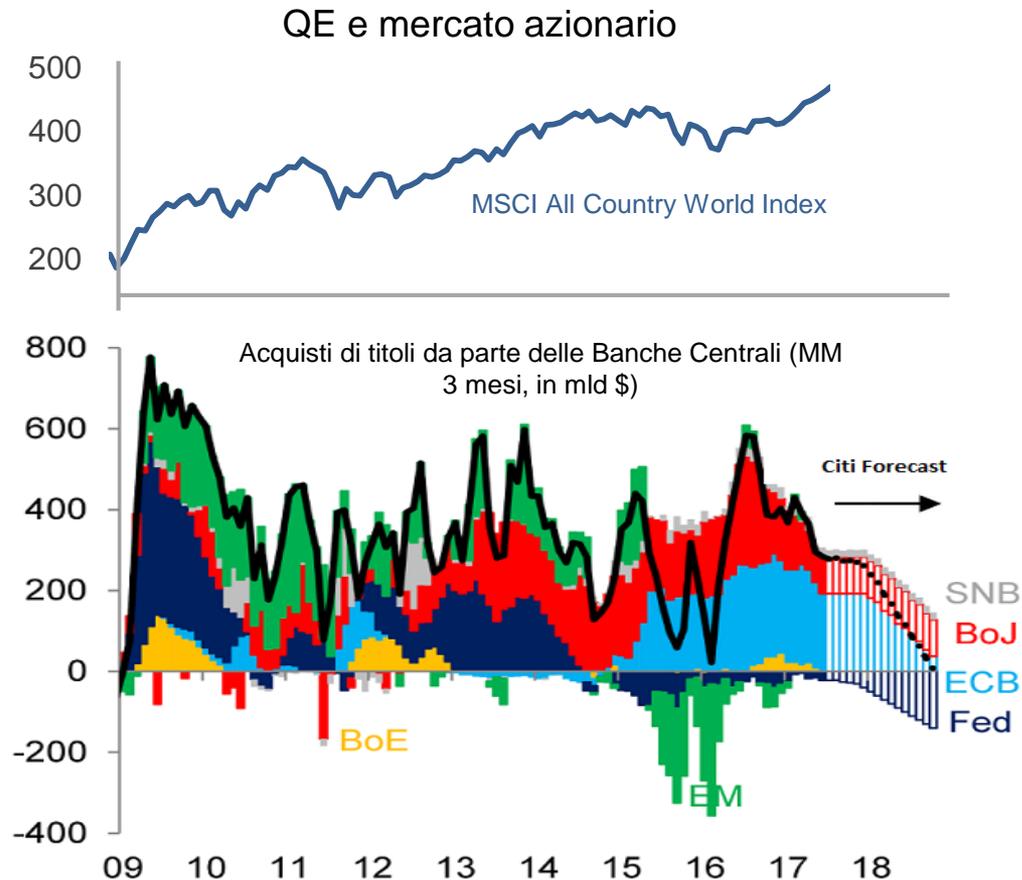


Fonte: Citigroup



QE globale e performance degli asset: una relazione empirica

- Negli ultimi 7 anni, si nota una relazione abbastanza robusta tra il livello di acquisti aggregato trimestrale e il risk appetite. A contrazioni del ritmo degli acquisti (2010, 2011, fine 2014, 2015) corrispondono fasi di turbolenza finanziaria
- I flussi di QE a livello aggregato hanno già iniziato a calare dal picco del 2016 e potrebbero rallentare ulteriormente visto che la Fed ha intenzione di iniziare la riduzione del bilancio
- Un eventuale, significativo, apprezzamento del dollaro e/o salita dei tassi americani alimenterebbe nuove vendite di asset dalle banche centrali emergenti

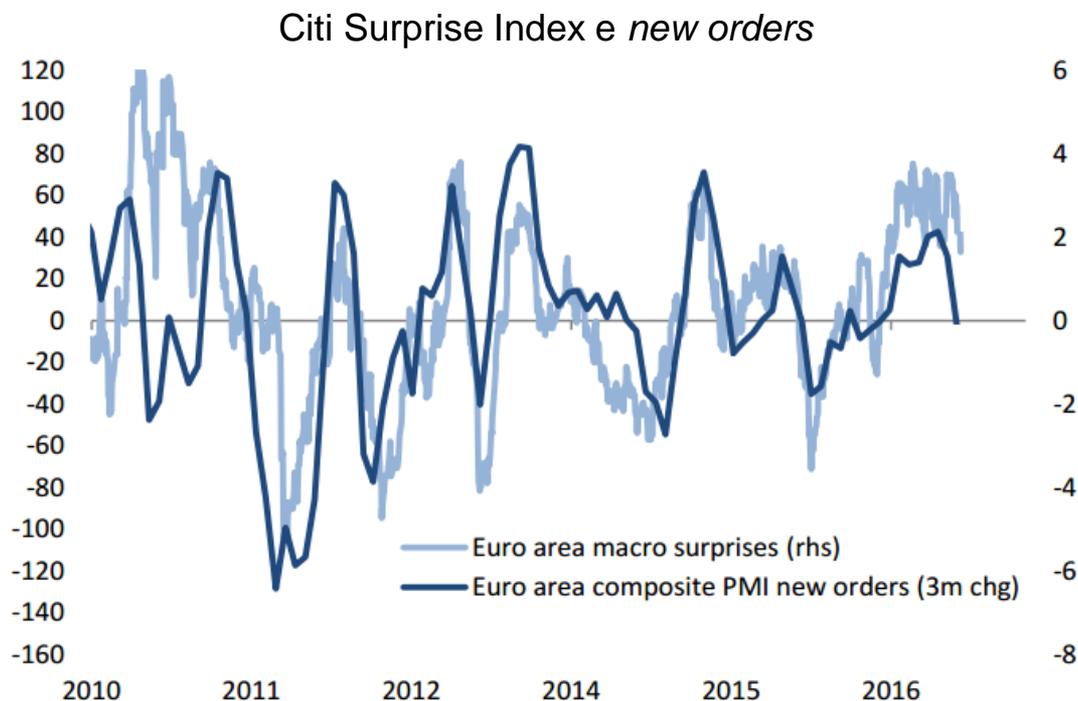


Fonte: Citi



«Sentiment fatigue» in Eurozone

- I dati macro in Europa hanno continuato ad uscire assai robusti, ma il Citi Surprise Index sta segnando i minimi da 6 mesi, una dimostrazione che il recupero del sentiment ha ecceduto quello dell'economia reale
- La variazione a 3 mesi del sottoindice dei *new orders* è passata in negativo, un segnale che il bilancio attese–dati reali potrebbe peggiorare ulteriormente

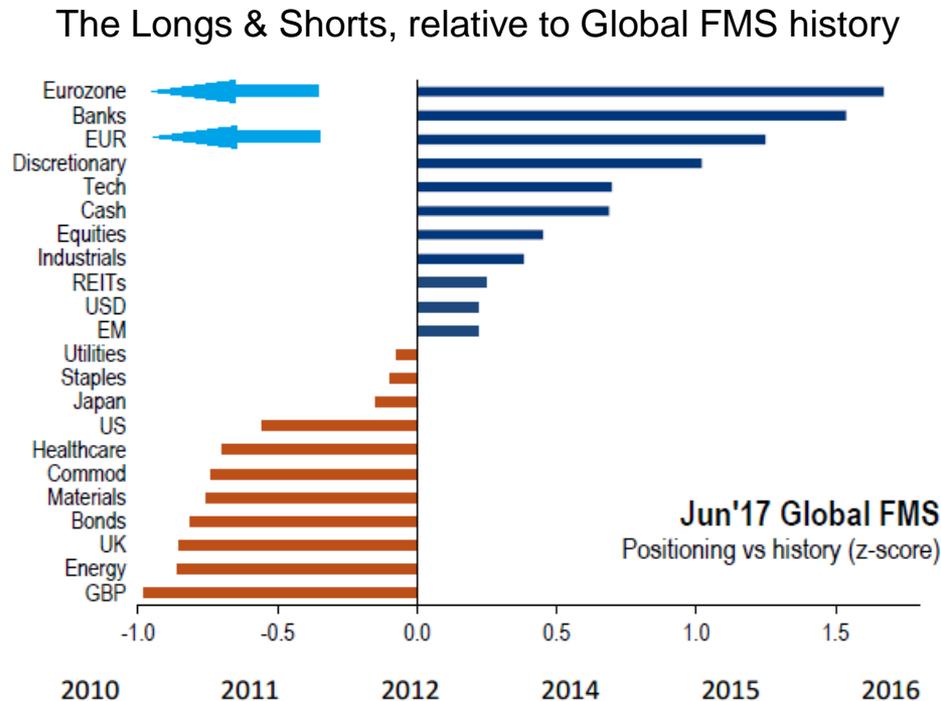


Fonte: Citi



L'Eurozone resta un «favorite long»

- L'*Eurozone recovery story* è ormai ben presente nei portafogli degli investitori sia in azionario, che in credito, che in divisa
- Ciò rende improbabile un'outperformance dei mercati europei in caso di shock esogeni, e rende la divisa unica vulnerabile a delusioni sul fronte macro

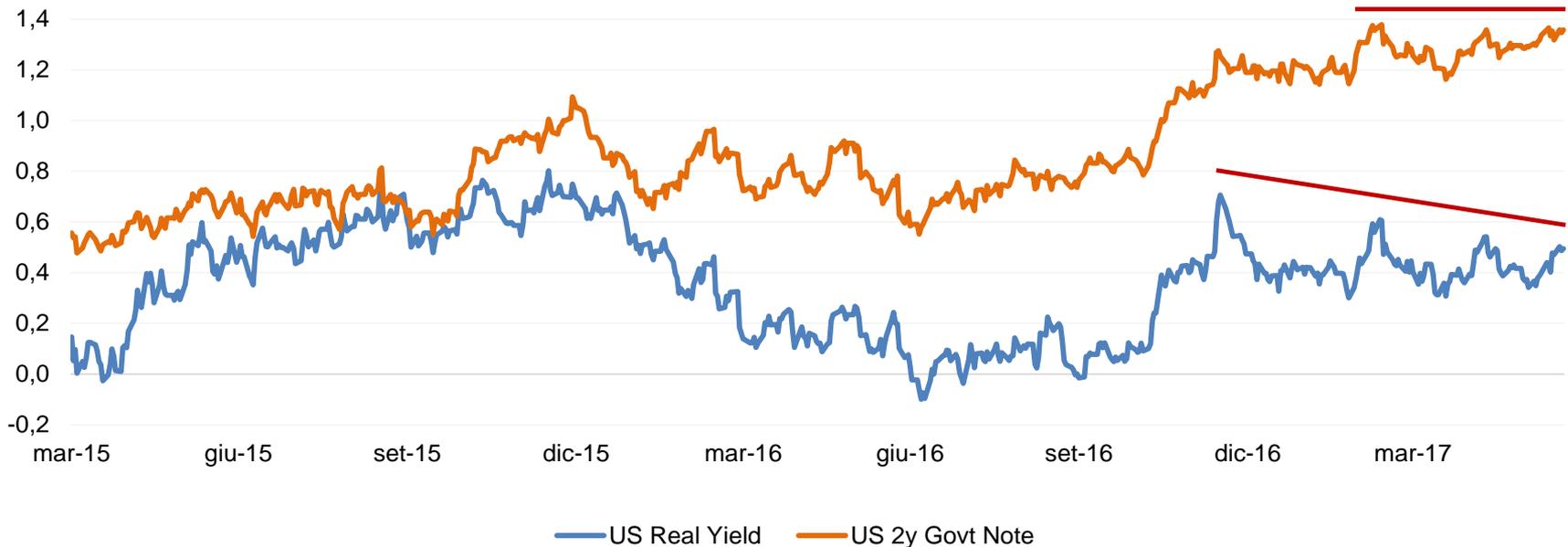


Fonte: Merrill Lynch



Dollaro: on FED support

- La conferma dello scenario FED a fronte di un quadro inflattivo più debole crea i presupposti per una salita dei tassi reali
- Un'eventuale convergenza del mercato verso lo scenario FED alimenterebbe una ulteriore divergenza dei tassi a breve, a favore degli USA
- Un inizio di riduzione del bilancio FED è destinato ad impattare significativamente sull'offerta globale di dollari e sul *cost of funding*

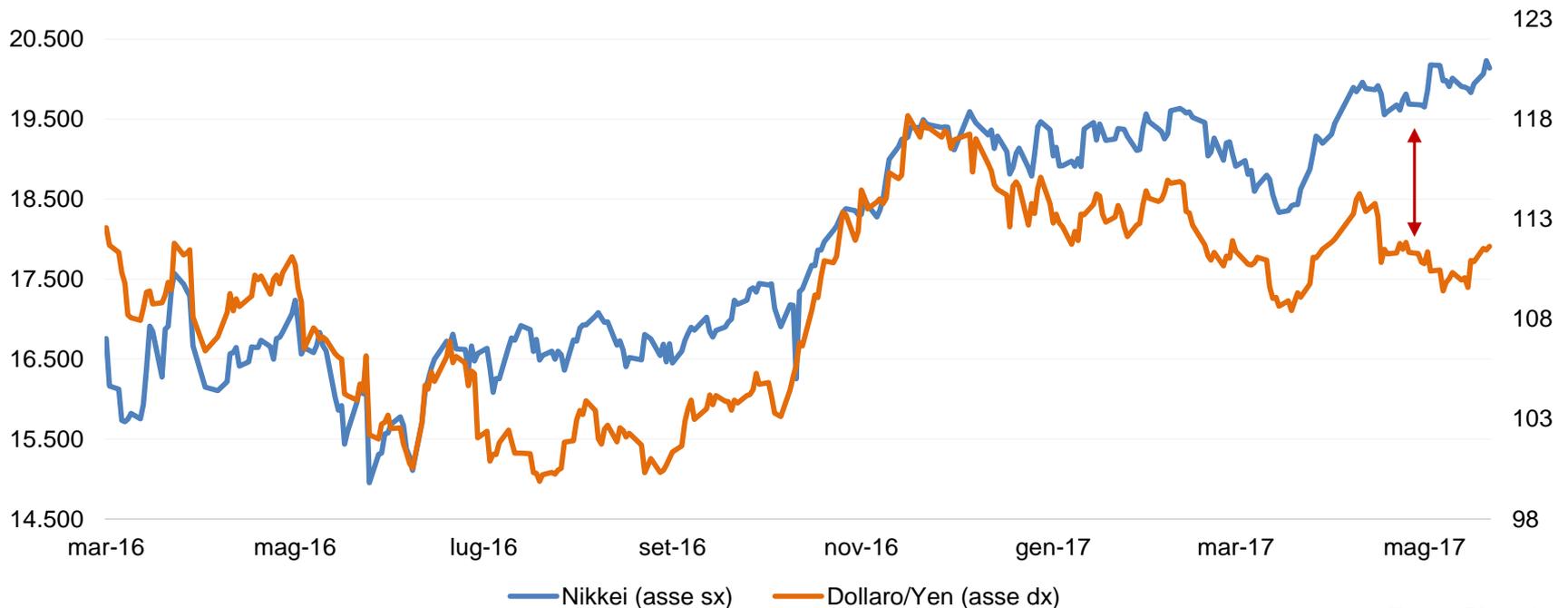


Fonte: Bloomberg



Tokyo ancora sottovalutata

- Dopo essersi emancipata dal cambio grazie ad un quadro di crescita degli EPS tra i migliori per i paesi industrializzati, la piazza giapponese potrebbe avvantaggiarsi di un recupero del biglietto verde che restituisca ulteriore competitività al suo export
- Un eventuale impatto della riduzione del Bilancio FED sui rendimenti globali attiverà nuovamente il meccanismo dello yield targeting, aumentando l'easing



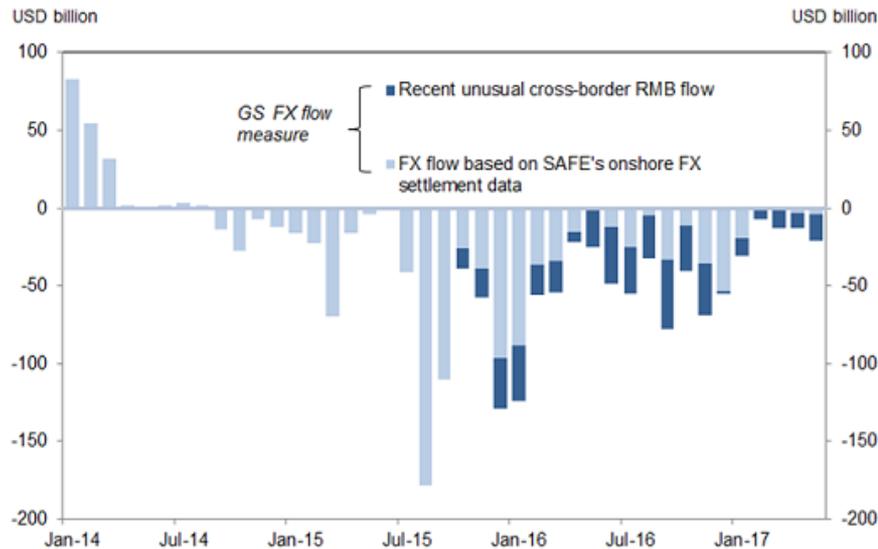
Fonte: Bloomberg



Cina: Steady as she goes

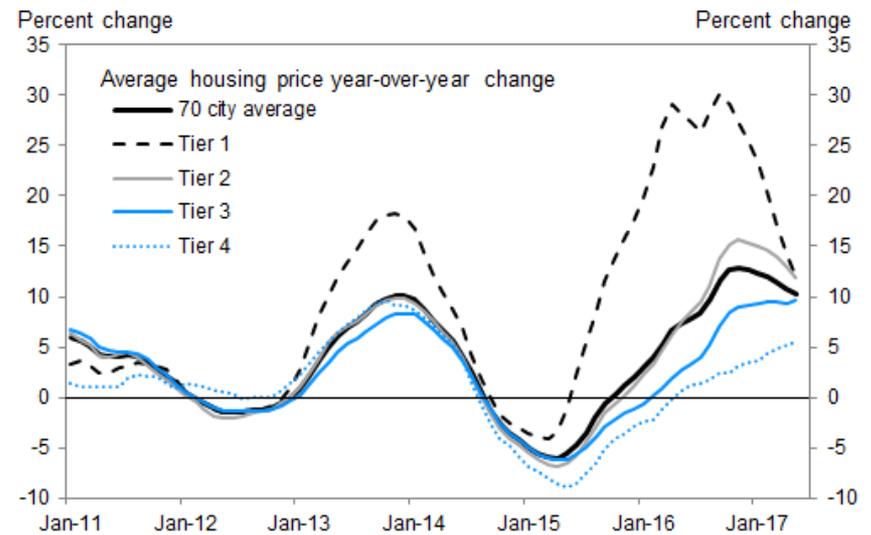
- La crescita cinese sembra essersi assestata al momento poco sotto il picco del primo trimestre. I flussi di capitali in uscita si sono calmati, con la collaborazione di un dollaro debole e il perdurante scetticismo dei mercati sul percorso di normalizzazione dei tassi FED
- Il raffreddamento dei prezzi sull'immobiliare si è preso una pausa recentemente, grazie alla tenuta del trend nelle città di dimensioni medio/piccole, dove non sono state imposte misure anti speculazione. È probabile che le misure verranno estese anche a questi centri in tempi non troppo lunghi

China capital flows



Source: SAFE, Goldman Sachs Global Investment Research

China house price



Source: NBS, Goldman Sachs Global Investment Research



Credito: valutazioni tirate

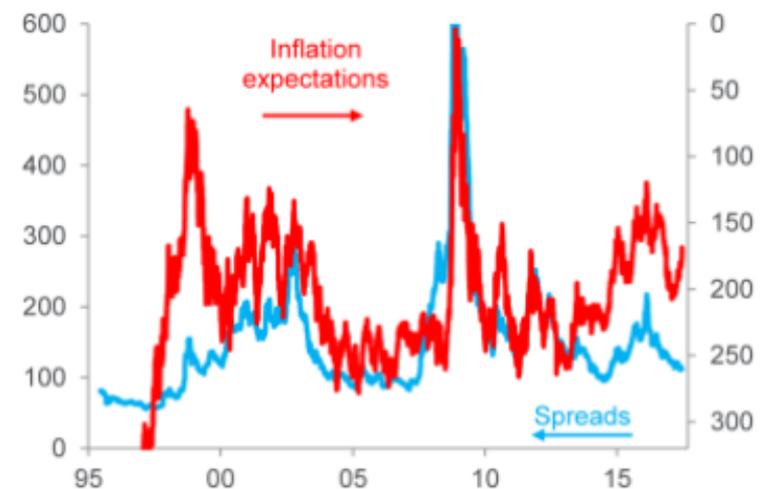
- Calo dei rendimenti dei governativi e volatilità ridotta hanno causato una forte compressione degli spread corporate, con le fasce di rating più speculative a trainare il movimento
- I livelli raggiunti rendono l'asset class vulnerabile ad una correzione. Tra i rischi annoveriamo il calo dell'oil, il calo delle attese di inflazione, la possibilità di una fiammata di volatilità e il positioning affollato

EUR HY / IG spread ratio



Source: Deutsche Bank, Markit

US 10y inflation breakeven vs IG credit spread



Source: Citi Research, Yieldbook, Bloomberg



Giudizi sintetici

Azionario		Obbligazionario governativo	
US	▼	US	▼
Area euro	■	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	■
Area euro finanziari subordinati	■ Downgrade	EUR/CHF	■
Materie prime		USD/JPY	▲
Energetiche	■	▲ = Overweight ■ = Neutral ▼ = Underweight	
Industriali	■		
Agricole	▲		
Metalli preziosi	■		

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.