

2017

Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Settembre 2017

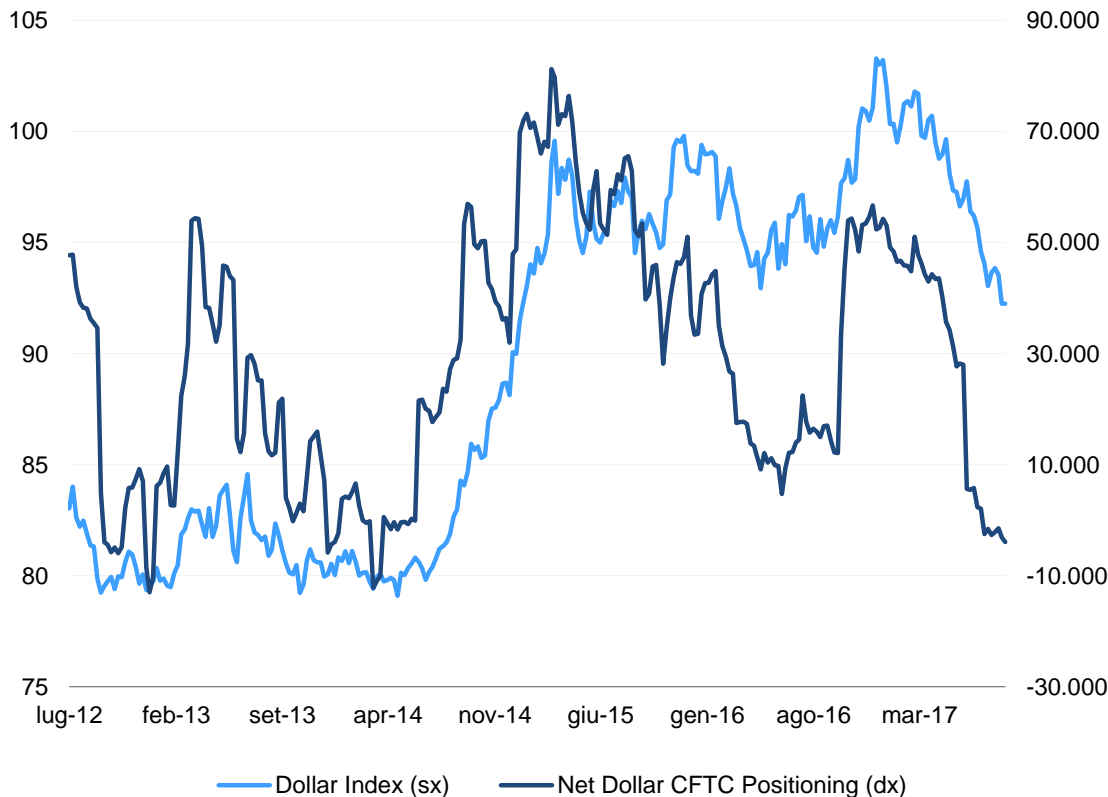


Anthilia^{sgr}
Capital Partners



Tempesta perfetta per il \$

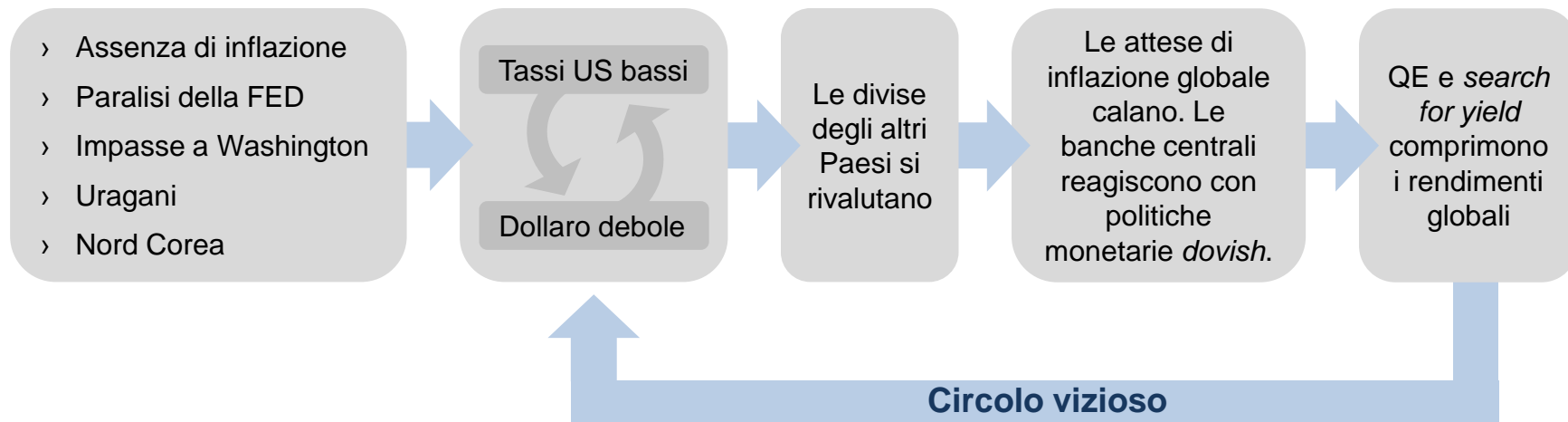
Dollar Index vs Net Dollar CFTC Positioning



- Numerosi catalyst sono alla base della debacle del biglietto verde negli ultimi mesi:
 - i. impasse politica a Washington aggravata da temi fiscali e *Debt ceiling*
 - ii. persistente debolezza del quadro inflattivo Usa
 - iii. massiccio ricambio al FOMC nei prossimi due mesi
 - iv. impatto atteso degli uragani su ciclo e normalizzazione della politica monetaria
- L'evoluzione del positioning CFTC dà la dimensione del cambio di sentiment occorso sul biglietto verde negli ultimi mesi



Dollaro, tassi e *easing* globale

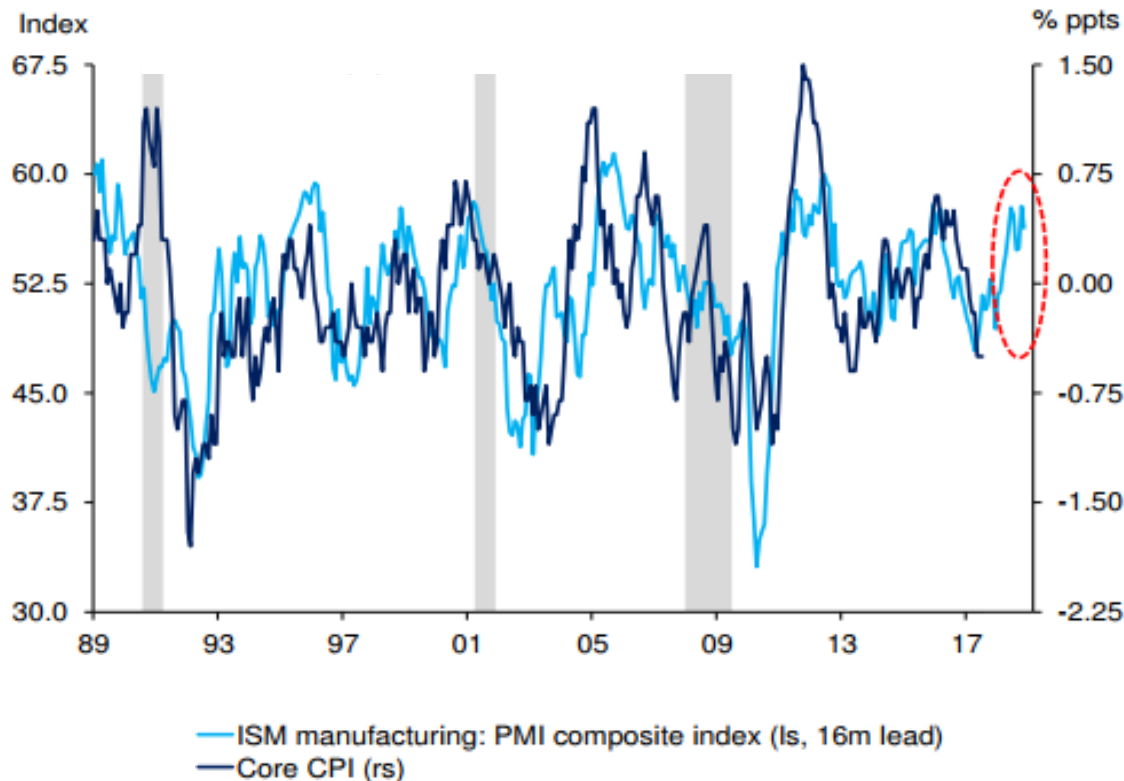


- La tempesta perfetta sul dollaro ha creato una sorta di circolo vizioso. A causa principalmente del quadro inflattivo e del ricambio alla FED, il mercato si rifiuta di prezzare lo scenario FOMC. Il caos a Washington e i tassi bassi indeboliscono il dollaro. Le banche centrali globali reagiscono alla rivalutazione delle loro divise e al conseguente calo delle attese di inflazione con politiche monetarie espansive, che comprimono i tassi globali e mantengono a regime i programmi di acquisti di asset. Ciò rafforza la compressione sui tassi Usa e quindi la debolezza del dollaro
- Un rimbalzo dell'inflazione Usa è il catalyst che ci vuole per spezzare questa concatenazione di eventi. Un recupero delle attese di normalizzazione della politica monetaria Usa leverebbe di impaccio il dollaro, producendo un graduale inasprimento delle condizioni finanziarie globali



Inflazione Usa: rimbalzo in arrivo?

Core CPI vs ISM manufacturing: PMI composite Index

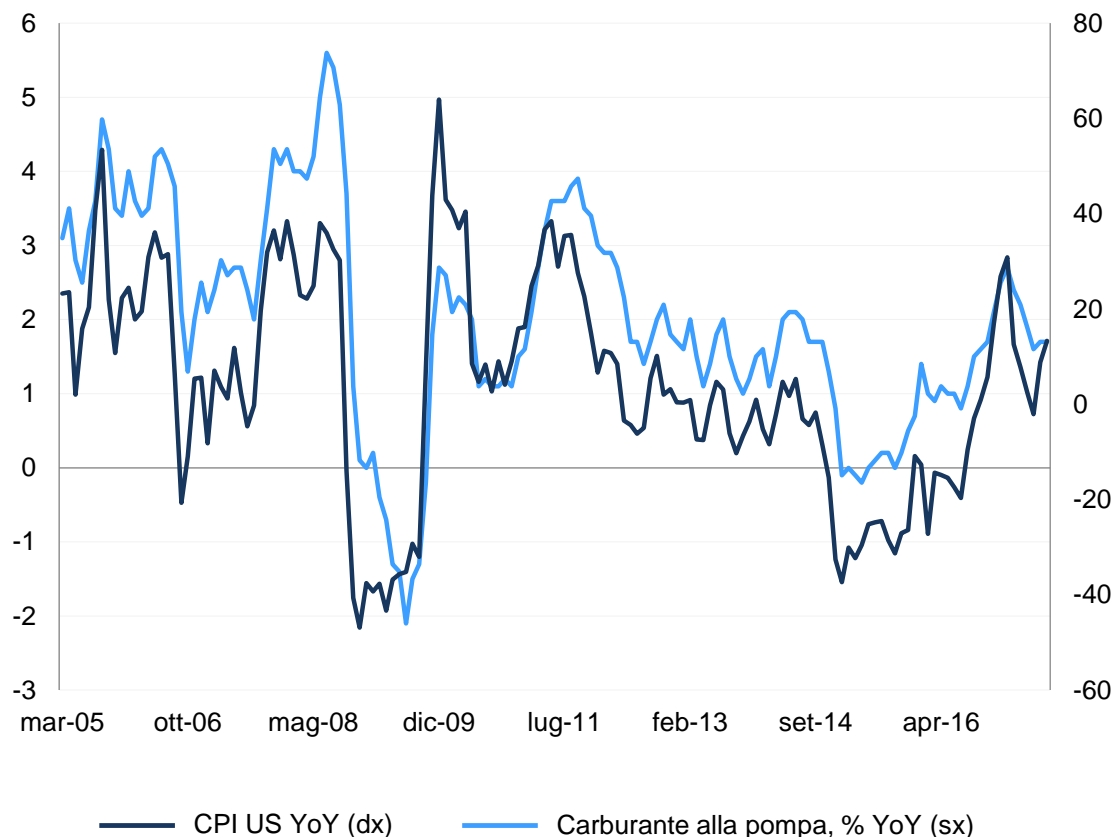


- La recente serie di delusioni sul fronte inflazione US ha portato il mercato ad attribuire il calo quasi interamente a fattori strutturali. In realtà parte del movimento è frutto di fattori temporanei, e in parte riflette la tipica natura «lagging» dei prezzi rispetto al ciclo economico
- Il quadro macro Usa resta coerente con un recupero del CPI tra la fine del 2017 e la prima metà del 2018
- La discesa del dollaro e il rimbalzo delle commodities negli ultimi mesi dovrebbero fare la loro comparsa nel dato *headline* in tempi brevi



Crescita, Inflazione & Uragani

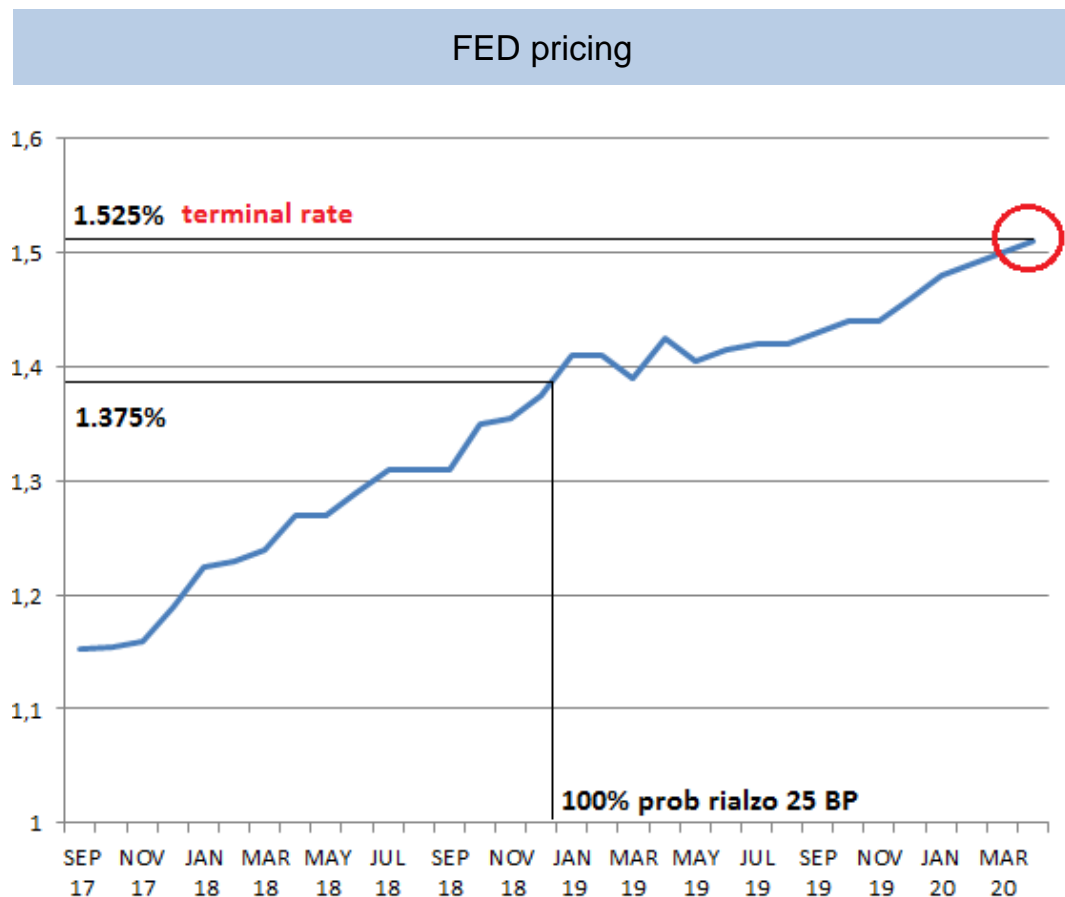
Gas Inflation



- La storia passata mostra che l'impatto dei cataclismi climatici sulla crescita Usa è temporaneo, e normalmente bilanciato da una successiva accelerazione dovuta all'attività di ricostruzione
- Circa gli effetti sui prezzi, nell'immediato questo dipende dall'impatto sul costo dei carburanti. La distruzione di capacità produttiva di Harvey ha già causato un'impennata del carburante alla pompa ad agosto. Il riacquisto di beni durevoli andati distrutti può produrre un moderato effetto anche sulla core inflation
- Allungando un po' l'orizzonte temporale, la ricostruzione delle strutture nelle aree colpite può creare qualche pressione inflazionistica in seguito all'aumento della domanda di materiali di costruzione e al maggior utilizzo in generale di capacità produttiva



Il mercato prezza una «FED hybernation»



- Il massiccio ricambio in arrivo nei prossimi mesi nel Board FOMC (5 membri su 7 nel caso non venga rinnovato il mandato alla Yellen) ha fornito al mercato un ulteriore motivo per deviare dallo scenario di normalizzazione dei tassi previsto dalla FED. Effettivamente sembra sensato attendersi che Trump nominerà candidati dalla comprovata attitudine «pro business»
- In base all'attuale pricing, il mercato impiega oltre 18 mesi per prezzare interamente un rialzo di 25 bps e posiziona il *terminal rate* poco sopra l'1,5%. Un'ulteriore compressione vedrebbe la curva dei tassi prezzare una probabilità di taglio dei Fed Funds nel 2018, un quadro coerente con un rallentamento della crescita, in aperto contrasto con gli ultimi dati
- Una sorpresa inflattiva, e/o una maggiore attenzione della Fed alle *financial conditions* potrebbero provocare uno shock al mercato dei tassi



Mini svolta sul debt ceiling

US Debt Ceiling Crisis

2 Aug 2011	«Debt Limit Increases Under the BCA». BCA-related increases, divided into three steps
4 Feb 2013	Debt limit suspended until May 19, 2013. Debt limit set at \$16.699 billion after suspension ended
17 Oct 2013	Debt limit suspended through February 7, 2014. Suspension required presidential certification. Debt limit set to \$17.212 billion after suspension ended
15 Feb 2014	Debt limit suspended through March 15, 2015. Suspension required no presidential certification
16 Mar 2015	Debt limit set at \$18.113 billion on March 16, 2015, following end of suspension
16 Mar 2017	Debt limit set at \$19.809 billion on March 16, 2017, following end of suspension

Average Asset Market Performance

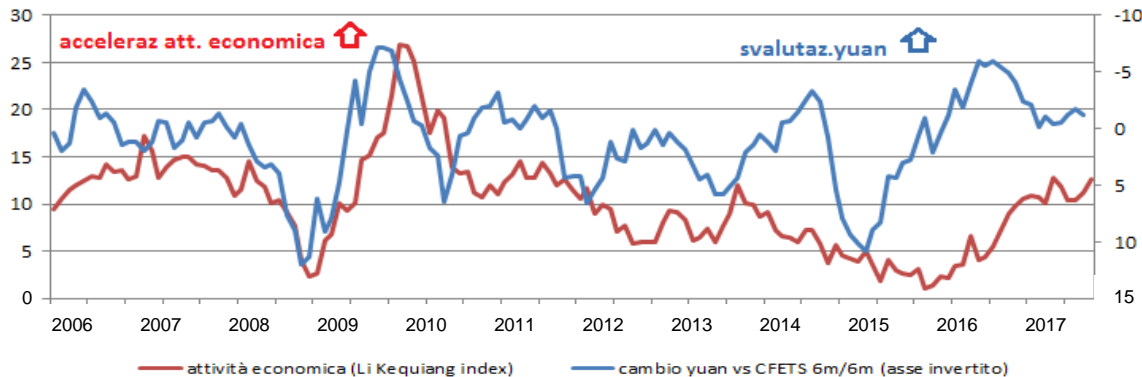
	1m Into	First 2w of Suspension	1m After
S&P 500 (%)	-0,4%	1,1%	-0,3%
10y UST (Bps)	-13,4	-4,3	-13,6
USD vs G10 (%) (Lower = USD Stronger)	0,0%	-0,8%	1,3%
USD vs EM (%) (Lower = USD Stronger)	-0,7%	-0,6%	0,5%
Gold (%)	1,8%	-0,4%	5,6%
WTI (%)	-3,6%	0,0%	10,0%

- L'accordo con i Democratici su *Budget e Debt Ceiling* allevia le pressioni derivanti dal rischio di un *government shutdown* e un *technical default* a inizio ottobre
- La possibilità per l'amministrazione di ricostruire le «Extraordinary measures» utilizzate per finanziare l'attività negli ultimi mesi posiziona la nuova deadline per *debt ceiling* tra fine febbraio e inizio marzo. La deadline per lo *shutdown* si colloca all'8 dicembre, con la possibilità di estenderla per brevi periodi, come successo in primavera
- Una volta sospeso il *Ceiling*, la brusca accelerazione nelle emissioni di strumenti di debito da parte del Tesoro Usa potrebbe esercitare un peso sui tassi e in generale sulla liquidità in dollari
- Peraltro, la collaborazione tra Trump e i Democratici a dispetto dei Repubblicani al Congresso danneggia ulteriormente le già ridotte prospettive di riforma fiscale, e di altri elementi del programma elettorale (vedi *deregulation*)

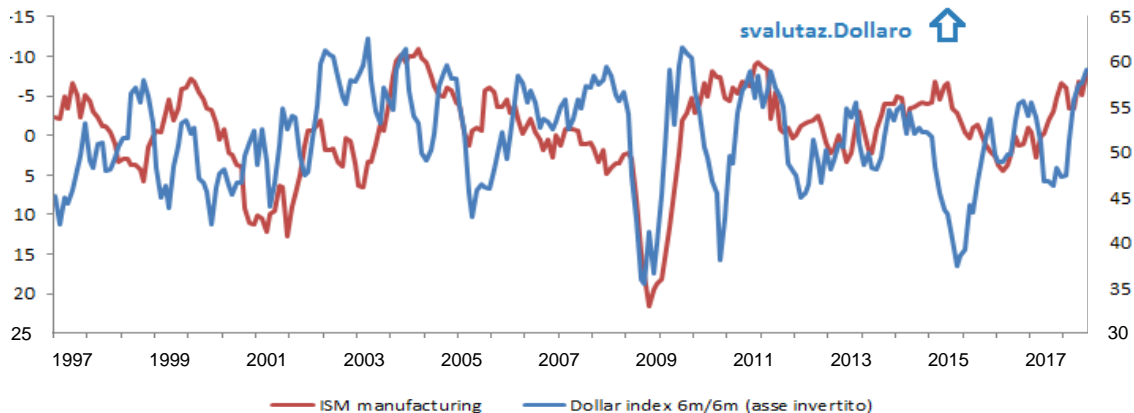


Il cambio è «importante»? ?

Attività economica cinese vs Yuan



Attività economica americana vs Dollaro

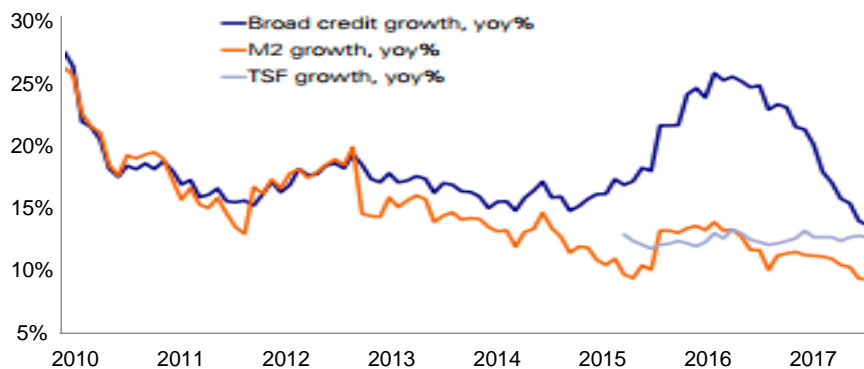


- La caratteristica di sincronizzazione della recente accelerazione globale ha portato il consenso a ritenere che in questa fase il cambio abbia meno impatto sulla crescita delle singole aree geografiche
- La crescente natura endogena dell'accelerazione ciclica in Eurozona effettivamente consente all'economia continentale di sopportare meglio l'apprezzamento della divisa unica.
- Detto ciò, perfino un'economia fondamentalmente chiusa e caratterizzata da un *trade deficit* strutturale come quella Usa ha risentito delle fasi di costante apprezzamento della divisa. E anche la Cina ha fatto uso del cambio come strumento di stimolo dell'economia negli ultimi anni
- Non sorprende che il Governing Council ECB sia innervosito dal ritmo di apprezzamento dell'Euro nell'ultimo periodo

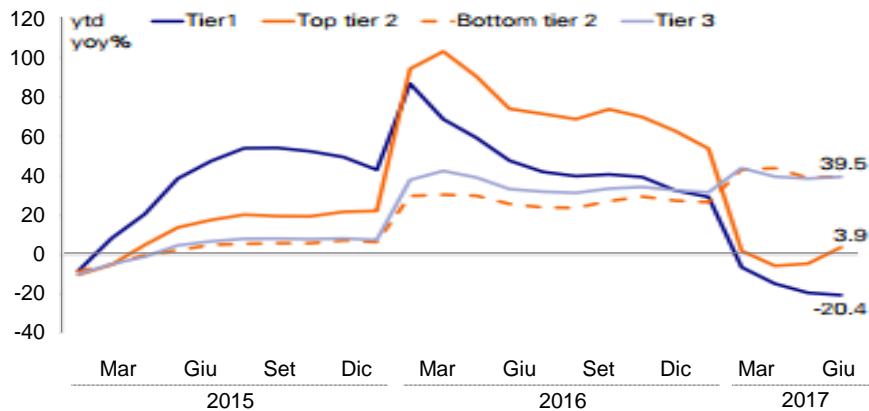


Cina: il congresso è arrivato

Crescita del credito (% YoY)



Property sales growth (value % YoY)



- Il Party Congress, primo dei 3 eventi che porteranno, nei prossimi 6 mesi, al rinnovamento della leadership cinese, inizia il 18 ottobre. Durerà circa una settimana e porterà un robusto ricambio tra i leader del partito, anche se il Presidente Xi dovrebbe restare in carica per altri 5 anni ed anzi rafforzare il suo grip sul Partito
- Il passo successivo sarà la Central Economic Working Conference (dicembre), nella quale verranno discusse le politiche economiche 2018 e verrà settato il target di crescita. Infine avremo (marzo 2018) il National People's Congress, che produce un rinnovamento del Governo. Il Premier Li dovrebbe comunque venire riconfermato
- Nel mentre, difficilmente si avranno modifiche di politica fiscale e monetaria. L'economia sta attraversando un buon momento e, a patto che il quadro non cambi, per mettere mano al policy mix si aspetterà l'insediamento della nuova leadership. Si tratta comunque di un quadro ottenuto a costo di un eccessivo utilizzo del *leverage* e un surriscaldamento del settore immobiliare (problemi che dovranno essere affrontati dalla nuova leadership già dal 2018)
- Sembra sensato attendersi una volatilità contenuta degli asset cinesi in questa fase di transizione. È bene ricordare che il dollaro debole ha giocato un ruolo importante nella recente fase positiva, e che il picco nell'erogazione del credito si è avuto 18 mesi fa



In sintesi

- Restiamo negativi su equity US (●), nella convinzione che tratti su dei multipli che offrono poco valore, in particolare in alcuni settori (tech). Inoltre, l'inizio della *balance sheet reduction* da parte della FED e un *repricing* del percorso di rialzo dei tassi potrebbero inasprire le *financial conditions* in US.
- Manteniamo il sovrappeso sull'azionario europeo (●), in quanto non crediamo che gli attuali livelli riflettano appieno l'accelerazione delle crescita Eurozone. Una stabilizzazione della divisa unica potrebbe rimuovere un ostacolo al rialzo. Portiamo la Cina a neutrale (●), anticipando un periodo tranquillo durante il Congresso del partito, mentre restiamo negativi Emergenti (●) per timore che un eventuale rimbalzo di tassi e dollaro causi dei deflussi dall'asset class.
- Restiamo negativi sull'obbligazionario US e Eurozone core (●) in quanto riteniamo che gli attuali livelli dei tassi non siano coerenti con la forza dei relativi quadri macro, né con la crescente tendenza delle principali banche centrali a ridurre i programmi d'acquisto. Sottopesiamo anche la periferia (●) perché riteniamo che il quadro politico in Italia potrebbe esercitare pressioni sullo spread, mentre gli altri emittenti scambiano su livelli di spread che non consentiranno loro di ammortizzare eventuali rimbalzi dei rendimenti core e/o riduzioni degli acquisti ECB.
- Manteniamo il sottopeso sul credito (●) in generale perché, a nostro parere, l'attuale livello degli spread non compensa per il rischio corso, mentre la caccia al rendimento ha prodotto accumuli di posizioni in corporate bonds nei portafogli globali.
- Sui cambi restiamo positivi sul dollaro (●), che dovrebbe ottenere supporto da *repricing* del percorso di rialzo dei *FED-funds* e dall'inizio di riduzione del *balance sheet FED*. L'elevazione a *overweight* del franco svizzero (●) costituisce un *hedge* contro la possibilità di una fiammata di volatilità, in un momento in cui l'Euro prezza appieno il quadro positivo Eurozone.
- Sulle materie prime aggiungiamo un sovrappeso alle energetiche (●) per riflettere una maggior domanda nei prossimi mesi, a fronte di un OPEC che sembra rispettare le quote e un *positioning* normalizzato.



Giudizi sintetici

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

▲ = 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.