



Anthilia Capital Partners Sgr

Ottobre 2017

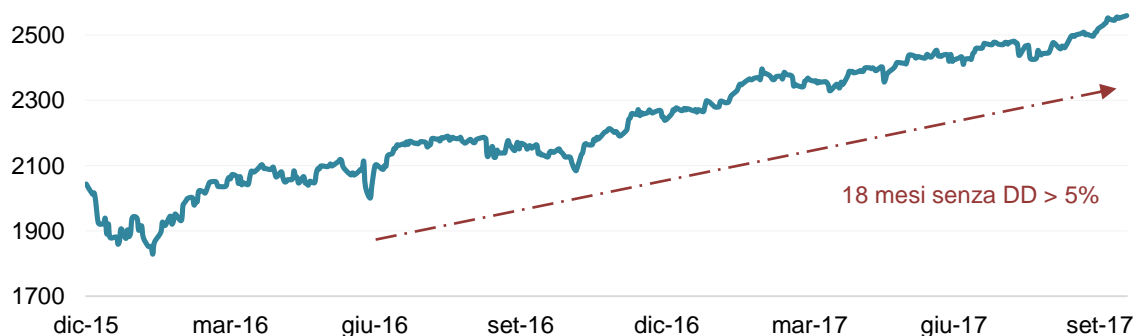
Analisi di Scenario



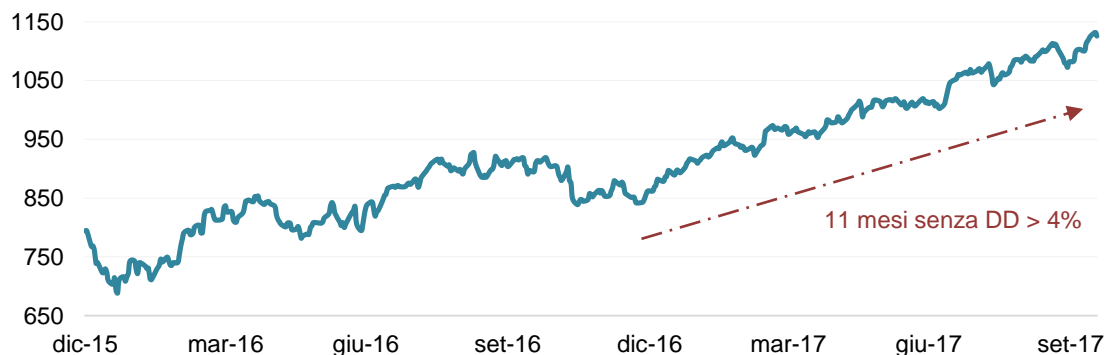


2017: un anno con pochi precedenti ...

S&P 500



MSCI Emerging

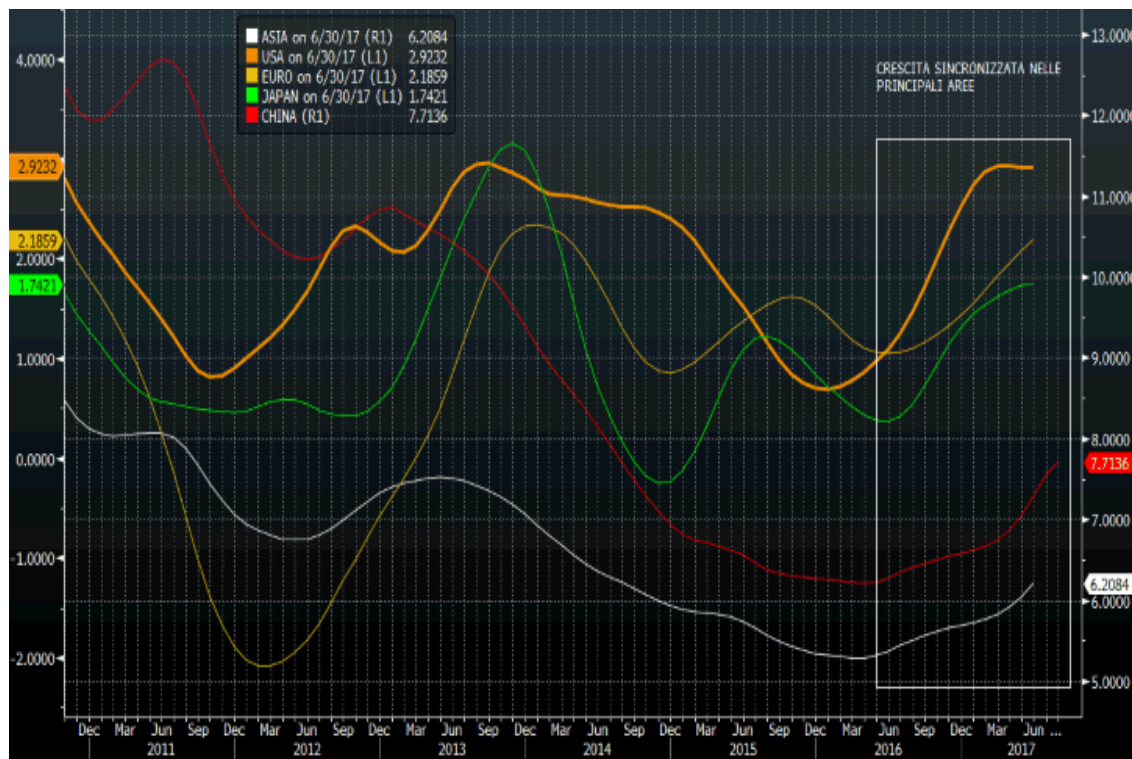


- Gli ultimi trimestri si caratterizzano come uno dei periodi più tranquilli e positivi della storia sui mercati finanziari
- L'S&P500 ha infilato 18 mesi senza una correzione che superi il 5% di entità. In assenza dello shock della Brexit (poco più del 5% di calo), il record salirebbe a 22 mesi
- L'MSCI Emerging, reduce da un lustro assai volatile, ha totalizzato 11 mesi senza un drawdown che superi il 4%



... Frutto di un quadro macro assai benigno

Major 5 Asia OECD Leading Indicators CLI Trend Restored yoy sa

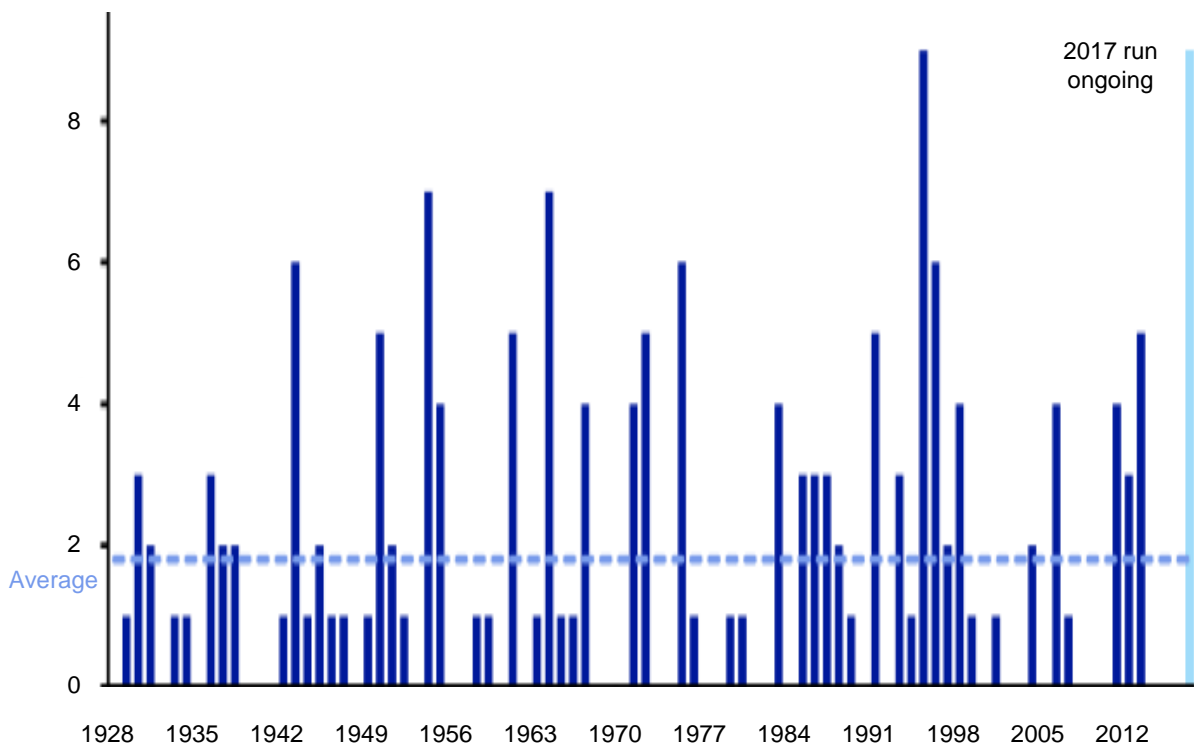


- Da metà 2016 in poi, stiamo assistendo alla fase di accelerazione ciclica caratterizzata da maggiore sincronizzazione tra le aree geografiche degli ultimi 5 anni
- Dal 2011 in poi, per la prima volta Cina e Asia non zavorrano, ma accompagnano il ciclo globale
- La moderazione del quadro inflattivo ha permesso alle banche centrali di mantenere condizioni finanziarie assai espansive nonostante l'indiscutibile miglioramento del quadro macro



Un contesto quasi unico

Months until the first negative total return month in a calendar year



- Nel 2017, l'S&P ha avuto ritorni positivi (dividendi inclusi) per i primi 9 mesi dell'anno (unico precedente nel '95). Ottobre potrebbe stabilire il nuovo record per anno solare.
- Prendendo in considerazione anche una porzione del 2016, un ottobre positivo porterebbe la serie a 12 mesi; un'evenienza osservata solo due volte nella storia (1949-50 e 1935-36)
- I due episodi precedenti si sono interrotti al dodicesimo mese, in maniera abbastanza brusca, rispettivamente con un -3,6% e un -7,2% (dati elaborati da Deutsche Bank)



Probabile una correzione, non un cambio di trend

S&P Monthly Streak (6)

SPX forward returns after 26 events 12/30/1927 – 8/31/2017

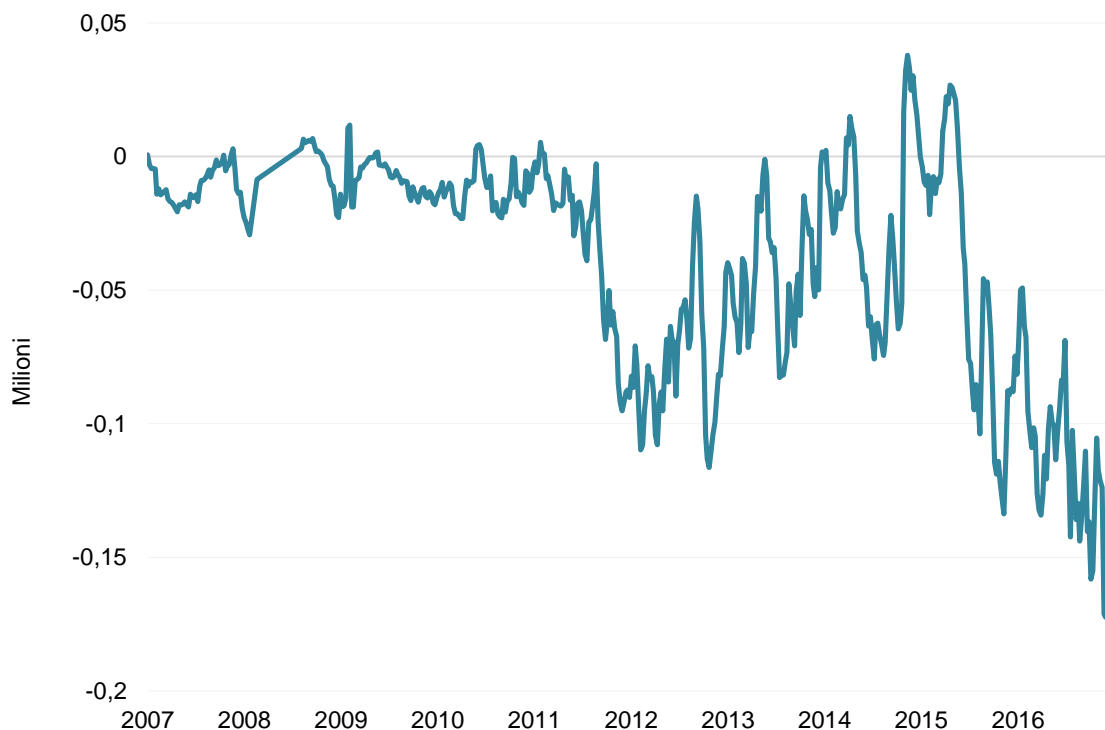
Event Dates	1 Mo	3 Mo	6 Mo	1Yr
31/12/1928	5,71%	4,85%	12,57%	-11,91%
30/09/1935	7,51%	15,88%	28,73%	38,14%
30/10/1936	0,29%	3,13%	-4,64%	-28,32%
30/10/1942	-0,75%	11,54%	23,82%	27,24%
28/05/1943	2,49%	-2,07%	-8,55%	2,49%
31/01/1946	-6,95%	1,02%	-3,28%	-15,67%
30/12/1949	1,55%	2,98%	5,36%	21,68%
26/02/1954	3,02%	11,63%	14,07%	40,57%
29/08/1958	4,84%	9,91%	16,04%	24,82%
28/04/1961	1,91%	2,22%	5,07%	-0,11%
28/05/1964	1,64%	1,82%	5,04%	10,02%
30/04/1971	-4,16%	-8,05%	-9,35%	3,58%
31/05/1972	-2,18%	1,42%	6,52%	-4,18%
30/06/1975	-6,77%	-11,89%	-5,25%	9,55%
30/09/1980	1,60%	8,21%	8,40%	-7,40%
31/01/1983	1,90%	13,16%	11,88%	12,46%
31/03/1986	-1,41%	5,00%	-3,17%	22,10%
30/04/1991	3,86%	3,32%	4,56%	10,55%
26/02/1993	1,87%	1,54%	4,55%	5,36%
31/05/1995	2,13%	5,34%	13,49%	25,44%
30/04/1996	2,29%	-2,17%	7,81%	22,50%
30/04/1998	-1,88%	0,80%	-1,18%	20,10%
29/08/2003	-1,19%	4,98%	13,58%	9,55%
30/11/2006	1,26%	0,44%	9,28%	5,75%

- Attenuando un po' i parametri di ricerca, per ottenere un campione più significativo, osserviamo che, delle 24 occasioni in cui l'S&P500 ha messo a segno 6 mesi di rialzo consecutivi, in 20 casi l'indice si è trovato su livelli superiori tre mesi dopo, ed in generale la percentuale di nuovi massimi è buona anche 6 e 12 mesi dopo (dati di Nautilus Research)
- In altre parole le attuali condizioni non costituiscono in alcun modo i prodromi di un «bear market» ma solo, eventualmente, di una fase correttiva
- Normalmente, prima di interrompersi, un trend tende a indebolirsi, dando luogo a correzioni in serie, seguite da rimbalzi di entità e forza decrescenti



Il «bull run» ha reso gli investitori compiacenti

CFTC CBOE VIX Futures Non-Commercial Net Total / Futures Only

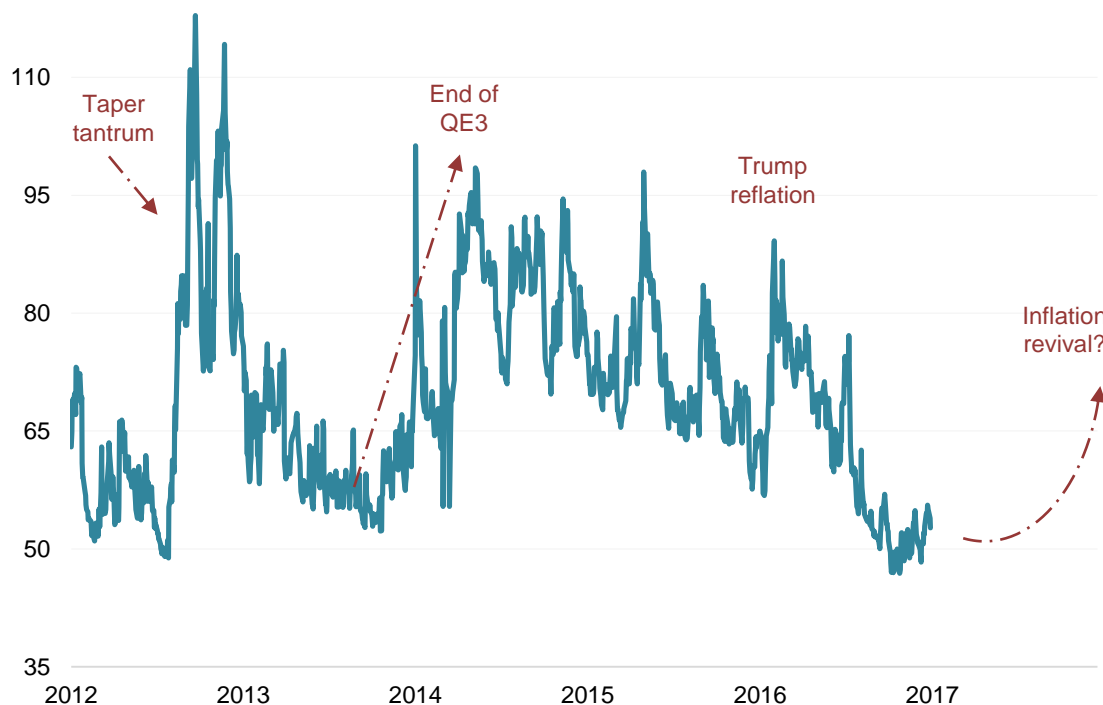


- Vari indicatori mostrano che il livello di attenzione degli investitori verso una correzione è quanto mai basso
- Il Vix (indice di volatilità implicita sul mercato delle opzioni dell'S&P500) ha appena fatto i minimi storici e sta segnando la più alta concentrazione di chiusure sotto 10 della sua storia
- Il livello di corto da parte degli investitori speculativi sul Vix future risultante dall'ultimo *Commitment of Trader* report è ai massimi storici



... non solo sull'azionario

Merrill Lynch Option Volatility Estimate MOVE Index

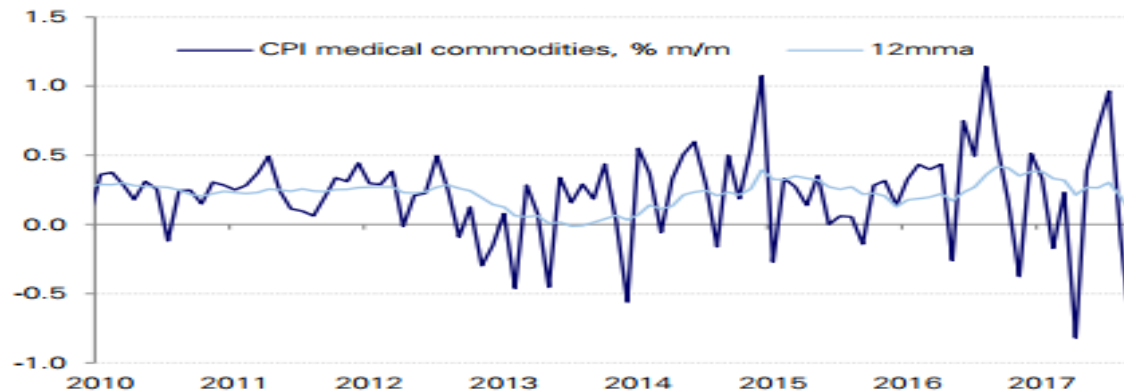


- Una commistione di fattori congiunturali (l'impatto ritardato del rilassamento macro del 2015/2016) e strutturali (l'effetto Amazon, la *deregulation* e il *one-off* delle tariffe telefoniche in US) ha comportato un quadro inflattivo alquanto benigno, in rapporto alla forza del ciclo
- L'apparente «stupore» e la conseguente prudenza delle banche centrali di fronte a questo – peraltro non nuovo – disallineamento tra crescita e prezzi ha portato gli investitori a ricercare nuovi paradigmi (i.e. la curva di Philips è morta) per spiegarlo.
- L'evidente conclusione tratta dagli investitori che le politiche monetarie resteranno in aggregato ultra-espansive indefinitamente sembra affrettata e un po' azzardata



US CPI settembre: temporary miss?

Medical goods prices plunged in September



Used car prices continue to fall short of private estimates

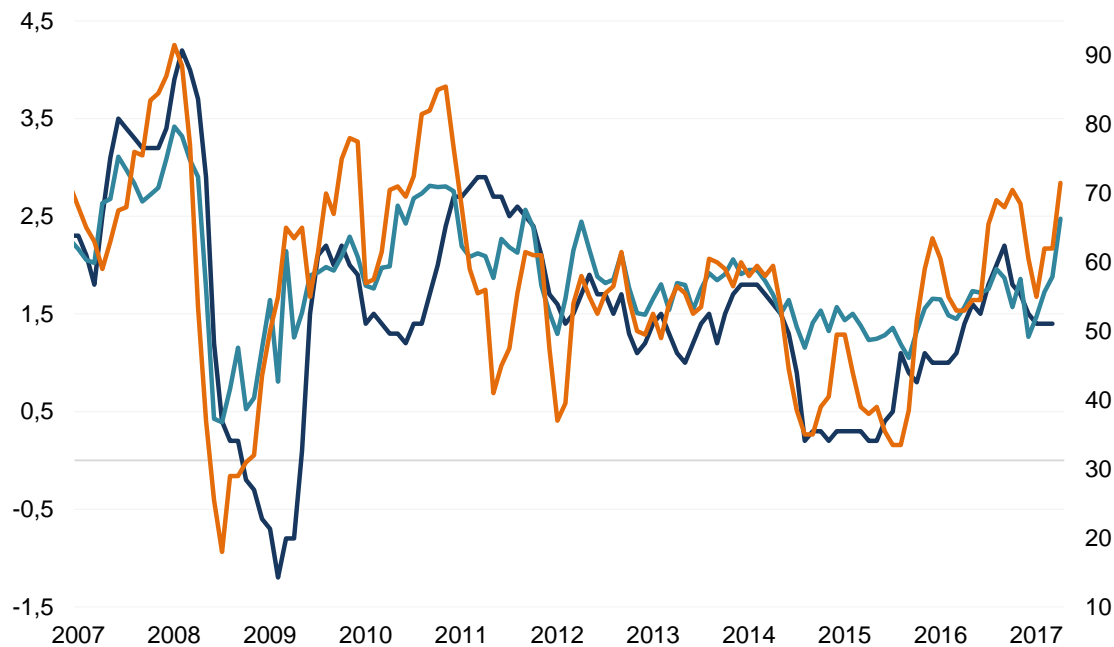


- Dopo agosto, il *CPI Core US* ha ripreso a deludere. Ma il trend resta in miglioramento, con la media a 3 mesi tornata al 2% annualizzato, dallo 0,1% di maggio scorso
- A determinare il «miss», la debolezza della componente *core goods*. Ma alcuni settori (come *medical commodities*) potrebbero rimbalzare significativamente a breve mentre altri (come il settore auto) mostrano letture in aperto contrasto con altri indicatori dei prezzi



Inflazione US: la pausa volge al termine

ISM Non-Manufacturing Report on Business Prices sa



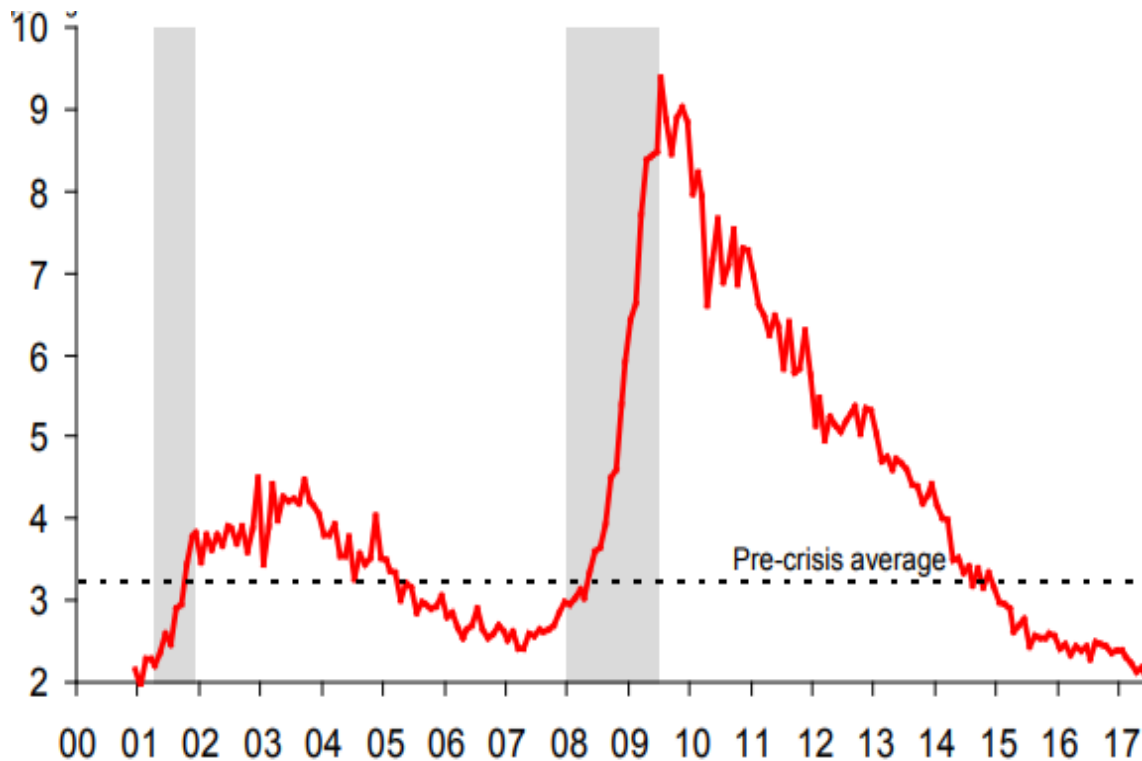
- US Personal Consumption Expenditures Chain Type Price Index YOY SA (asse sx)
- ISM Non-Manufacturing Report on Business Prices SA (asse dx)
- ISM Manufacturing Report on Business Prices Index NSA (asse dx)

- I sottoindici sui prezzi dell' *ISM manufacturing* e dell' *ISM Non-Manufacturing* hanno correttamente indicato il rilassamento dei prezzi della prima metà del 2017, e ora segnalano chiaramente un rimbalzo, possibilmente esaltato dall'effetto uragani
- Altri indicatori di inflazione (es. *NY Fed Underlying Inflation Gauge* al 2,8% a settembre) continuano a mostrare divergenze con le serie ufficiali *BLS*



Mercato del lavoro US: oltre la piena occupazione?

(People not in the labor force who want a job now + total number of unemployed) divided by (total number of job openings)

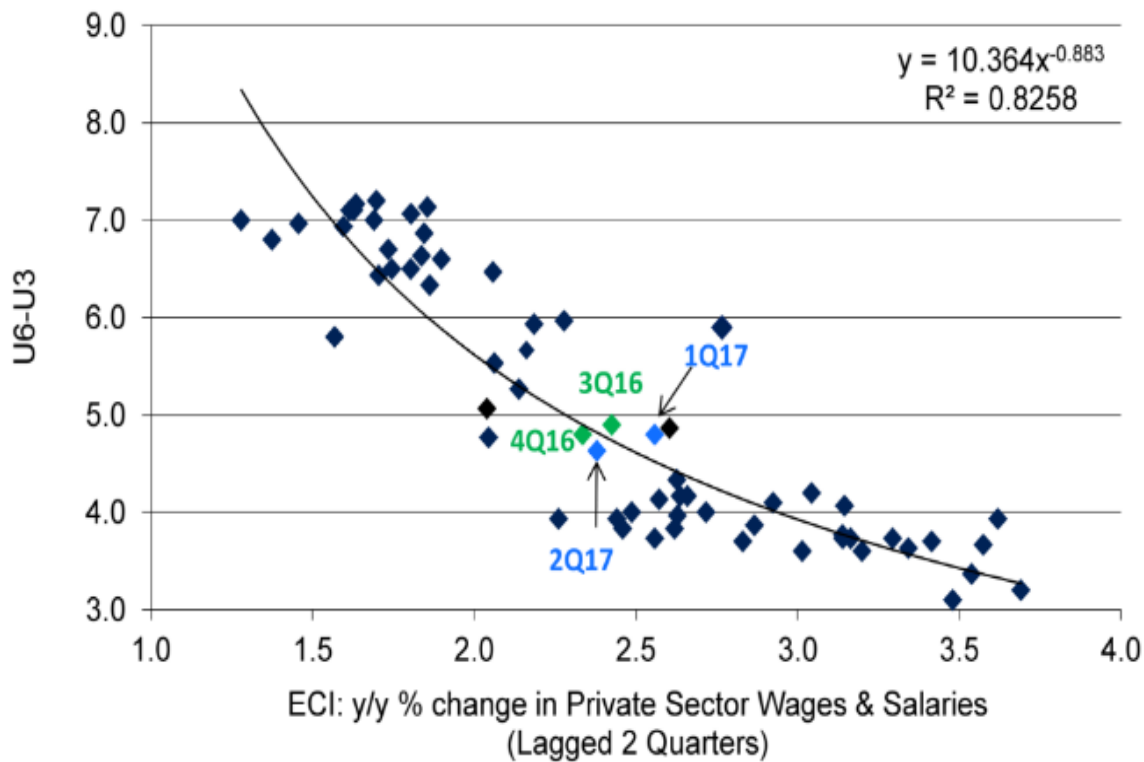


- L'impatto della recente accelerazione sul mercato del lavoro US dovrebbe portare la disoccupazione USA sotto il tasso di equilibrio (*NAIRU: non-accelerating inflation rate of unemployment*) nei primi mesi del 2018
- Numerosi altri indicatori sul mercato del lavoro mostrano che gli USA stanno approssiando la piena occupazione



Inflazione salariale in arrivo

U6-U3 vs ECI Change in Private Sector Wages & Salaries (since 2001)



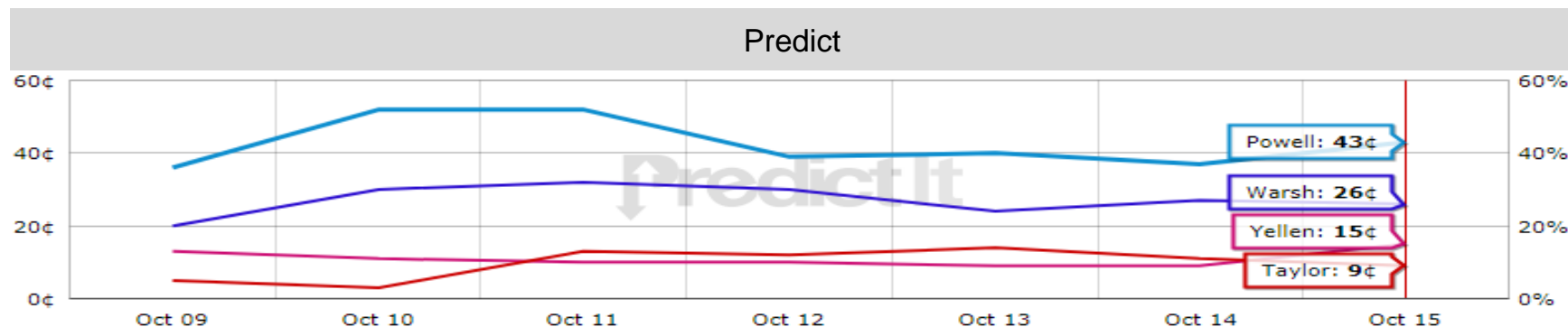
- Il trend di incremento dei salari è partito nel 2014, e potrebbe accelerare nei prossimi mesi
- Il costo del lavoro rappresenta oltre il 60% dei costi aziendali in US. L'accelerazione dovrebbe riflettersi nei prezzi dei beni e servizi in tempi non troppo lunghi

Note

U3: official unemployment rate.
U6: adds on those workers who are part-time purely for economic reasons.



FED: Plus ça change ...

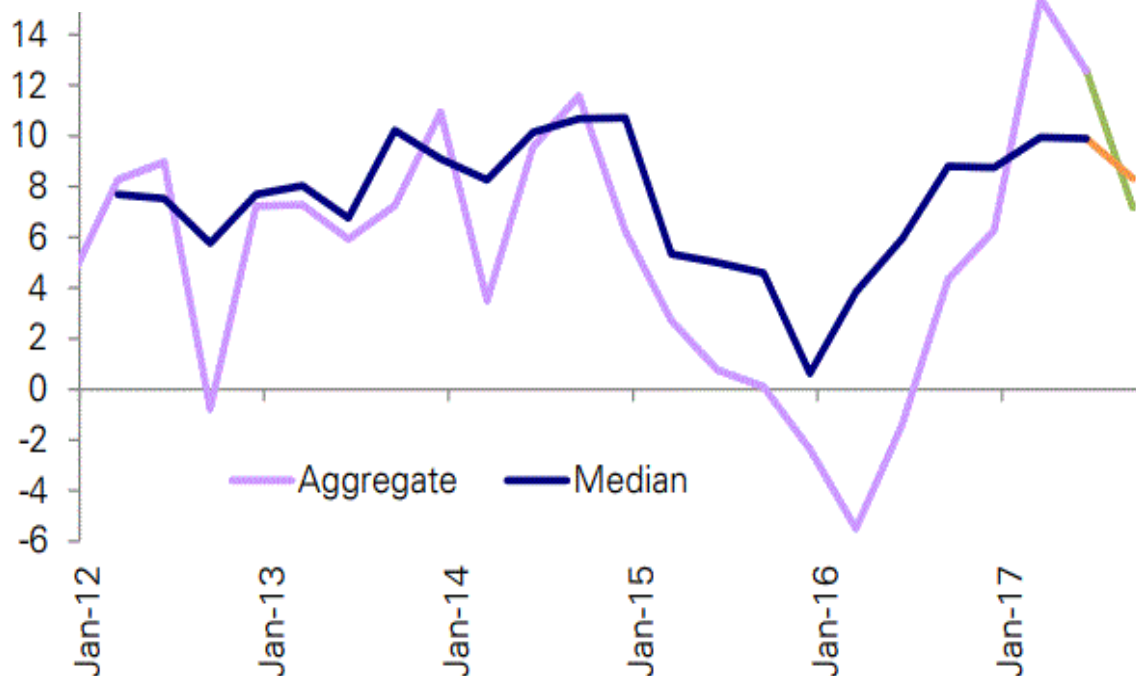


- Le attese ufficiali puntano a fine ottobre / prima metà di novembre per la nomina del nuovo Presidente FED, in linea con quanto avvenuto in passato. Ma Trump potrebbe, secondo la sua usuale linea di negoziazione, prolungare la cosa fino all'ultimo, per alimentare la concorrenza tra i candidati
- I principali candidati al momento sembrano essere 4 (la Yellen più i 3 candidati ufficialmente incontrati da Trump), sebbene non sia da escludere qualche sorpresa
 - **Powell**: scelta di continuità con la Yellen, con maggiore disponibilità verso la *deregulation*, e un background economico di minor spessore
 - **Warsh**: più *hawkish*, minore attenzione al target di inflazione e maggiore focus su ciclo, condizioni finanziarie e livelli degli asset
 - **Taylor**. considerato il più *hawkish* per via della nota *Taylor rule*, potrebbe però applicare una politica monetaria meno «*rule based*» delle attese
 - **Yellen**: resta tra le scelte più *dovish* a disposizione, ma la sua riconferma ridarebbe maggiore credibilità all'attuale scenario FED
- L'impressione è che Trump cercherà in ogni caso la maggior continuità possibile con la gestione con la gestione *dovish* degli ultimi anni. Detto questo, è improbabile che qualsiasi guida deliveri una politica monetaria significativamente più accomodante di quanto prezzato attualmente sul mercato



US earnings: in rallentamento, ma l'asticella è bassa

S&P500 EPS Growth (% yoy)

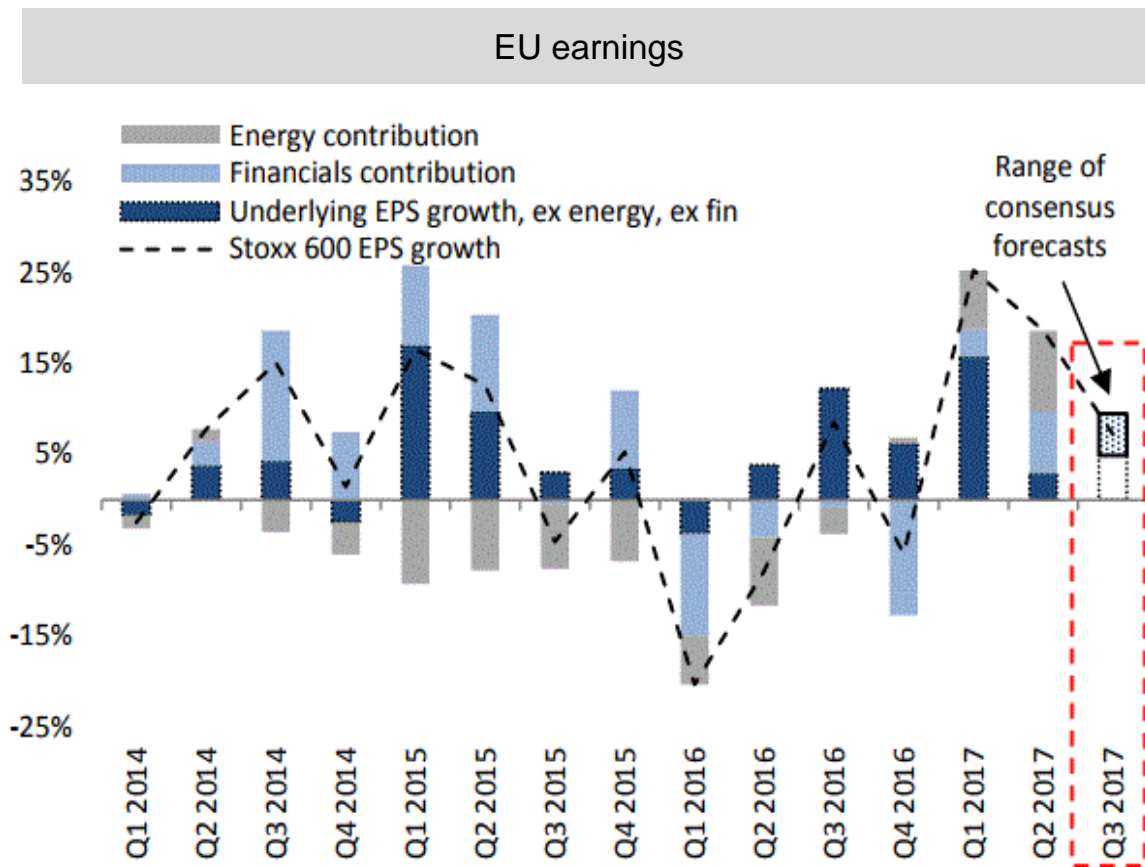


* Q3 growth assumes cos that report beat at historic beat rate of 3.4%

- Il consenso degli analisti vede la crescita degli utili rallentare attorno 5% / 6% nel terzo trimestre. Parte del recente dimensionamento è dovuto all'impatto degli uragani sul settore assicurativo
- Il robusto quadro macro USA e Globale e il recente calo del dollaro dovrebbero offrire un buon supporto alle trimestrali, permettendo un *earning surprise* medio lusinghiero
- L'effetto però potrebbe essere inferiore alla media, in quanto le revisioni al ribasso degli utili non hanno impattato sui livelli dell'azionario
- Al solito saranno importanti le *guidance*, in particolare in relazione alle previsioni di impatto delle nascenti pressioni salariali sui margini



Europa: quadro macro ideale, ma l'€ è salito



- Anche in Eurozone la crescita degli utili è vista rallentare dal consenso, in area 6% / 7%, dopo due trimestri stellari. A temperare le attese anche l'inevitabile ridimensionamento dell'*earning growth* nei settori energy e financials
- Ancora più che per gli USA, il quadro macro rappresenta un eccezionale supporto per le trimestrali. Ma il +8% messo a segno dall'€ *trade weighted* tra aprile e settembre dovrebbe cominciare a far sentire i suoi effetti (Remy Cointreau ha dichiarato che i cambi sottrarranno 7 Mln al *full year profit*)



Politica e geopolitica: goccia dopo goccia ...



- Nel corso del 2017 i mercati finanziari hanno mostrato un'ottima capacità di assorbimento degli shock derivanti da focolai di tensioni geopolitiche di varia natura
- Tra i motivi di questa *resilience*, l'accelerazione macro globale e il miglioramento del quadro politico in Europa
- Un marcato deterioramento su uno o più fronti potrebbe intaccare la *confidence* nei prossimi mesi

Nord Corea

Nonostante la calma apparente delle ultime settimane, un definitivo collasso degli sforzi diplomatici, e una transizione verso soluzioni militari non è totalmente da escludere

Europa

Il nadir del rischio politico europeo sembra essere stato segnato in primavera, con la vittoria di Macron in Francia.

La fase acuta del confronto Spagna-Catalogna è solo la più eclatante delle frizioni in atto.

L'avanzata della destra populista in Germania e Austria, l'incertezza sui termini della Brexit, e l'incombere delle elezioni in Italia costituiscono i principali temi da affrontare nei prossimi trimestri.

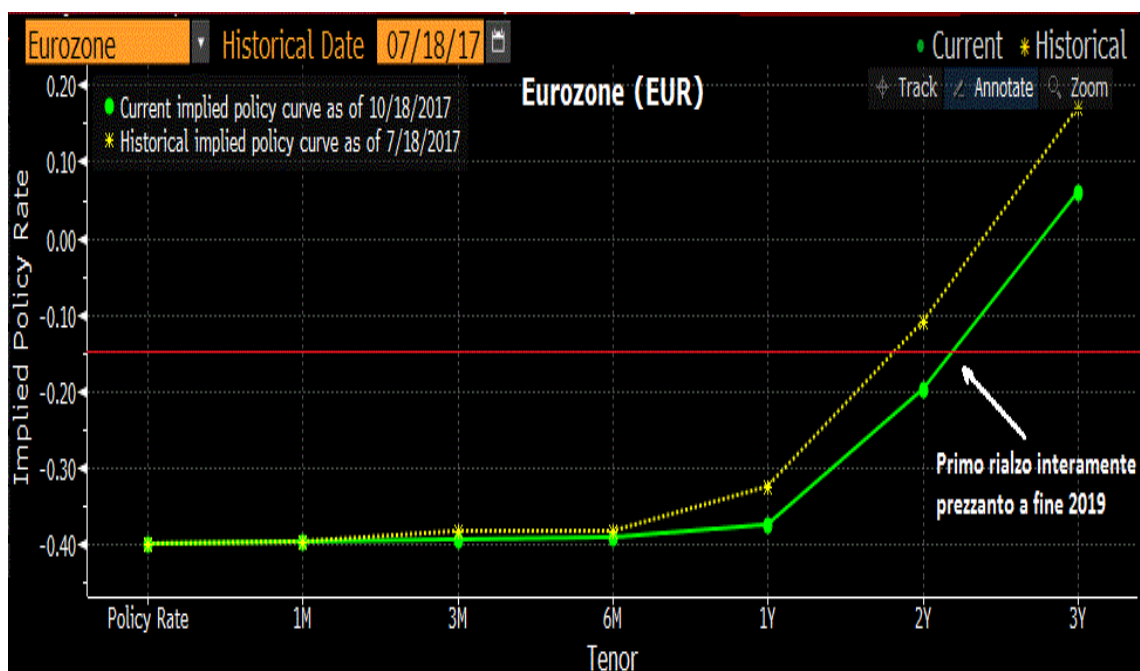
USA

L'imprevedibilità e la scarsa attitudine alla diplomazia del Presidente Trump rischiano di diventare un fattore aggravante di qualsiasi focolaio di crisi (vedi Nord Corea, Iran, Turchia, etc.)



ECB: «lower for longer»

Market Implied Policy Rates



- Le ultime indiscrezioni, presumibilmente lasciate trapelare ad arte per preparare il mercato, indicano che il *Governing Council* opererà, il 26 ottobre, per una maggiore riduzione del ritmo degli acquisti (da 60 a 30 bn) con un'estensione di 9 mesi
- La parziale riduzione dell'incertezza, e il rinvio nel tempo della prossima decisione implicito nell'entità dell'estensione, hanno prodotto una compressione dei rendimenti Eurozone e un *pricing* assai conservativo del primo rialzo dei tassi (fine 2019)
- Ai livelli attuali la curva dei tassi europea attribuisce una probabilità quasi nulla all'eventualità che quest'estensione sia l'ultima. E i rendimenti core a 10 anni sono vulnerabili ad un repricing dello scenario inflattivo globale



In sintesi

- **Riduciamo moderatamente l'esposizione azionaria globale, portando l'azionario europeo a *neutral*.** I fondamentali continuano ad essere di supporto. Nondimeno, riteniamo che nei prossimi due mesi la probabilità di assistere ad un qualche genere di movimento correttivo sia abbastanza elevata. Entriamo in un periodo dell'anno in cui la tendenza a proteggere i guadagni si accentua, e notiamo abbondanza di potenziali *catalyst* per far scattare prese di beneficio. Vari indicatori segnalano un elevato livello di *complacency* tra varie categorie di investitori.
- **Restiamo negativi su obbligazionario US e Eurozone core**, i cui livelli continuano a fattorizzare troppo poco in termini di crescita e di potenziale recupero dell'inflazione globale. **Eleviamo a *overweight* gli *inflation link US***, che potrebbero risentire della comparsa di pressioni salariali in US. **Restiamo negativi anche sulla periferia**, in quanto non crediamo che gli attuali livelli di rendimento possano compensare eventuali rialzi dei rendimenti *core*. Inoltre, la tendenziale ripresa delle frizioni politiche in Eurozone potrebbe mettere pressione agli *spread* nei prossimi mesi.
- **Manteniamo il sottopeso su 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 sta ottenendo un crescente supporto da *repricing* sui *fed funds* e avvertirà nei prossimi mesi gli effetti dell'inizio di riduzione del *balance sheet FED*. **Manteniamo il sovrappeso di franco svizzero** come hedge contro una fase di *risk aversion*.



Giudizi sintetici

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

Obbligazionario corporate	
US investment grade	▼
US high yield	▼
Area euro investment grade	▼
Area euro high yield	▼
Area euro finanziari subordinati	■

Materie prime	
Energetiche	▲
Industriali	■
Agricole	▲
Metalli preziosi	■

Obbligazionario governativo	
US	▼
Area euro core	▼
Area euro periferia	▼
UK	■
Giappone	▼
Emergenti	▼
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.