



Anthilia Capital Partners Sgr

Novembre 2017

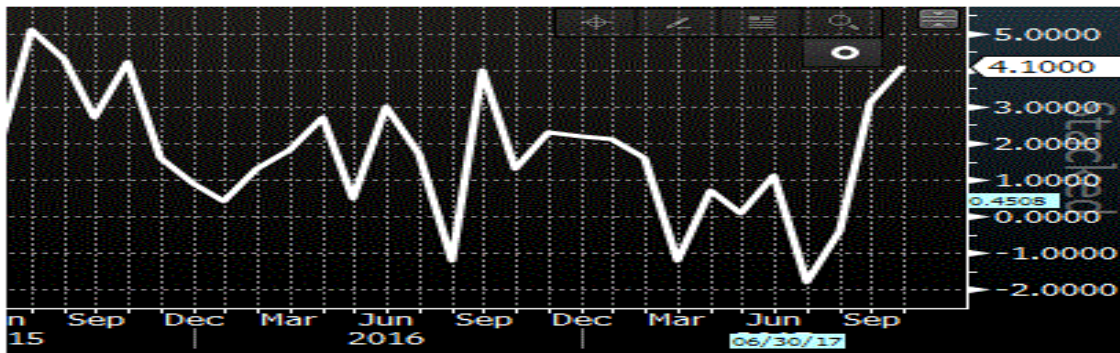
Analisi di Scenario





Nel quarto trimestre l'America torna a guidare il ciclo globale

Spread ISM non manufacturing - Eurozone PMI composite



Spread US Surprise Index - BBG EU Surprise Index



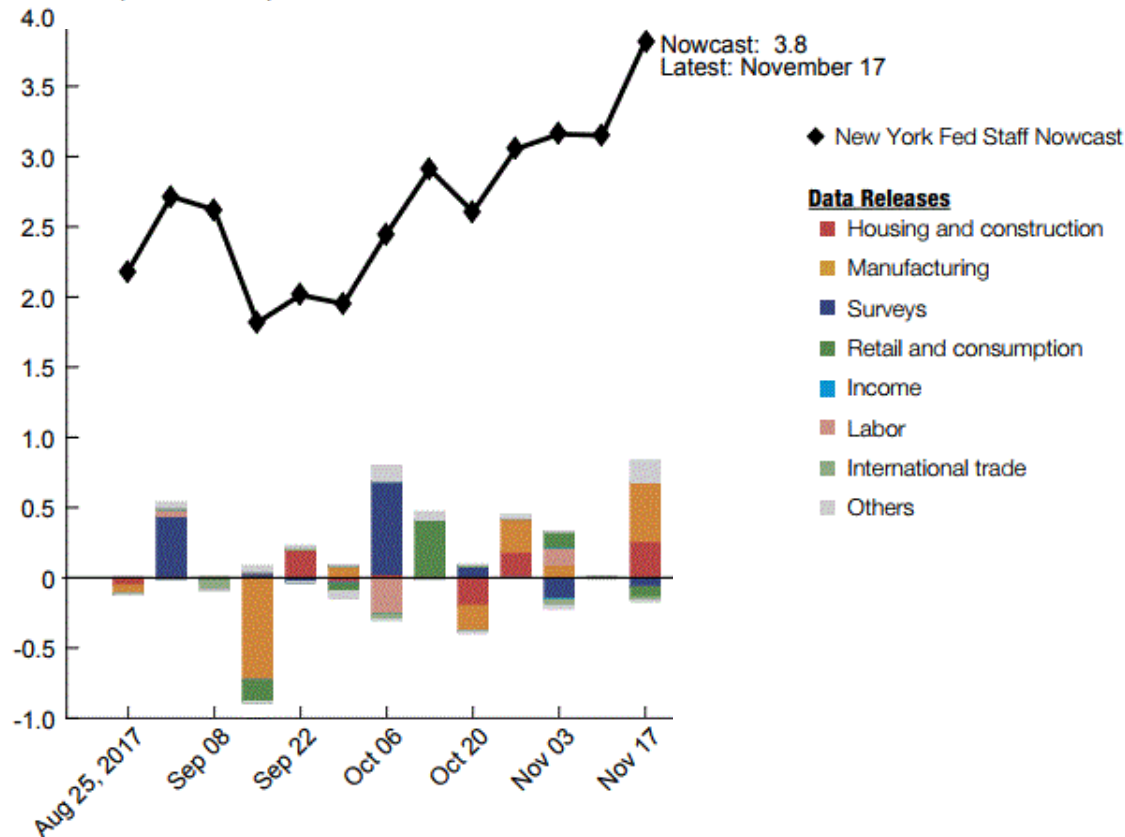
- Un duplice raffronto tra *Survey* di attività economica e *Surprise index* mostra come dopo l'estate il testimone della crescita abbia varcato l'oceano, tornando in US
- Principale motivo del ribaltamento di fronte è un incremento dell'attività economica ben oltre le attese in US, mentre in Eurozone la crescita è rimasta su livelli robusti, in linea con le aspettative
- La modifica del rapporto di forza si è riflessa con più convinzione sull'azionario, mentre su tassi e divisa l'impatto resta modesto



Economia USA: rush finale

2017 Q4 GDP Growth

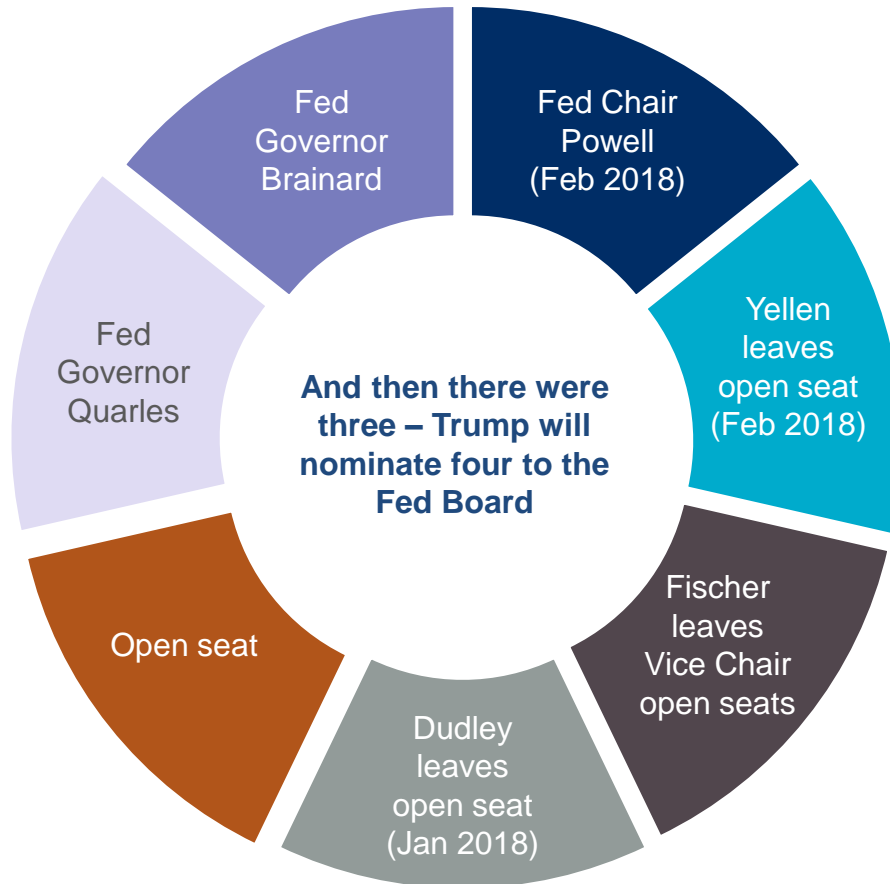
Percent (annual rate)



- Favorita da condizioni finanziarie estremamente accomodanti, e dal significativo indebolimento del \$ negli ultimi mesi, l'economia US si appresta a chiudere il 2017 con un tasso di crescita in robusta accelerazione (tra il 2,5% e il 3% annualizzato)
- Nei prossimi mesi il ciclo US dovrebbe ricevere un moderato aiuto dalla ricostruzione dopo gli uragani, mentre un'eventuale approvazione dei tagli alle tasse discussi correntemente al Congresso risulterebbe in ulteriore moderata accelerazione nel corso del 2018



FED: all'improvviso una sconosciuta

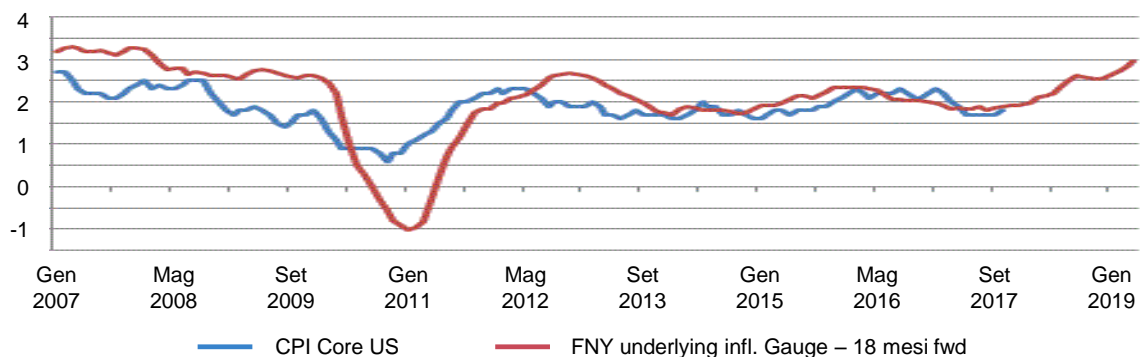


- Complice una serie di dimissioni eccellenti (Fischer, Dudley, Yellen) il Board FED presenta un livello record di posti vacanti da riempire (4 su 7, tra cui quello di Vice presidente)
- La concomitanza di un nuovo Presidente e l'identità sconosciuta di 4 su 11 membri votanti (tra cui il Vice presidente) giustifica in parte la riluttanza del mercato a prezzare uno scenario FED giudicato aggressivo (3 rialzi nel 2018)
- Tra i membri regionali votanti nel 2018 noti predominano i falchi (Mester, Williams). Bostic è neutrale mentre a Richmond c'è ad interim Mullinix, anche lui neutrale
- La nomina dei membri vacanti nei prossimi mesi potrebbe contribuire a ridare un po' di credibilità allo scenario FOMC

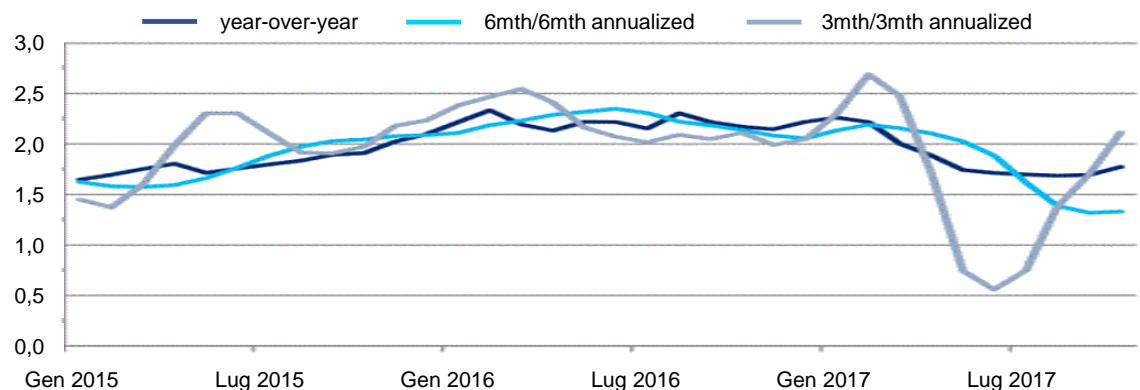


CPI Core US, si intensificano i segnali di risveglio

CPI Core US vs Fed NY underlying inflation Gauge (18m fwd)



CPI Core (% chg.)

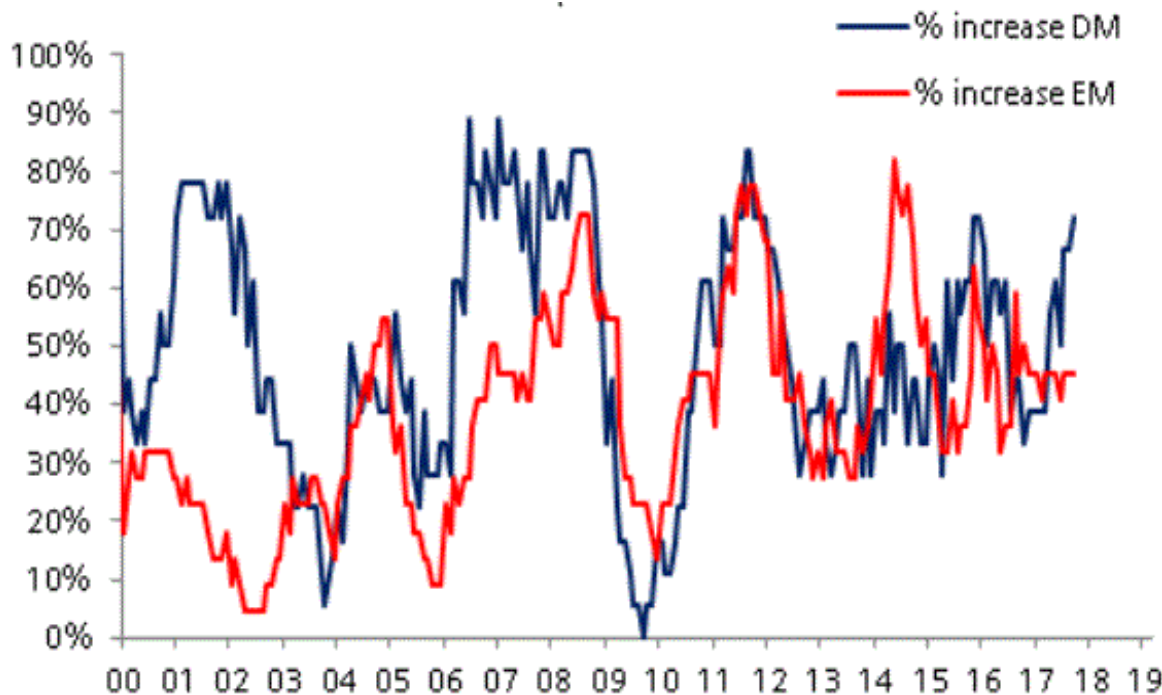


- Il «soft patch» dell'inflazione core osservato negli ultimi mesi costituisce l'effetto ritardato del rallentamento osservato tra la seconda metà del 2015 e i primi mesi del 2016
- Gli ultimi dati mostrano chiaramente un'inversione di tendenza, col tasso medio trimestrale annualizzato tornato sopra il 2%
- La *Underlying Inflation Gauge*, una misura della «*trend inflation*» calcolata dalla Fed di NY sulla base di 346 serie di dati macro, ha segnato a novembre il 2,96%, massimo dal 2005
- Questa serie ha fornito una buona indicazione sulla direzione della core inflation US, con un anticipo di 15-18 mesi



Dopo la Synchronized growth, la Synchronized inflation?

% of DM & EM countries with increasing core inflation YoY vs 12m prior

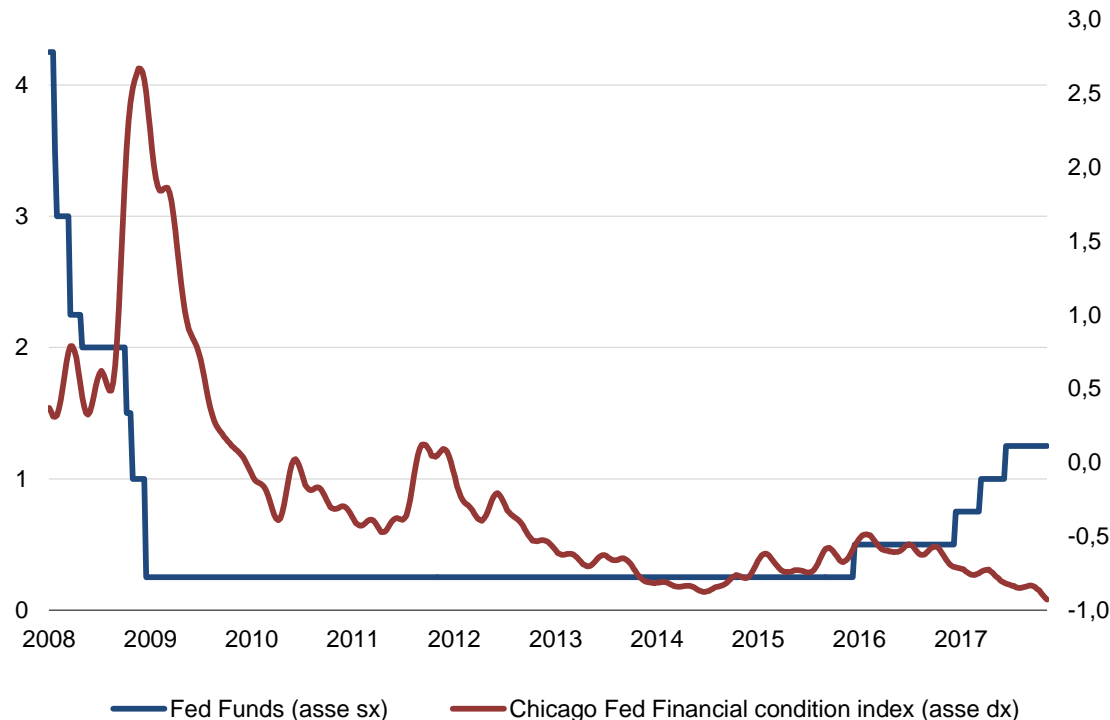


- Anche a livello globale, l'accelerazione ciclica osservata nel 2017 sta iniziando a produrre pressioni inflattive, che dovrebbero manifestarsi con maggior vigore nei prossimi mesi
- Negli ultimi 12 mesi l'inflazione *core* è cresciuta nel 72% dei paesi industrializzati, la percentuale massima dal 2011 a dimostrazione che l'output gap si sta lentamente chiudendo
- Il comparto emergenti mostra maggior dispersione, il che è comprensibile visto che in molti paesi le politiche monetarie restano votate al contenimento dell'inflazione



Wall Street: la botte piena e la moglie ubriaca

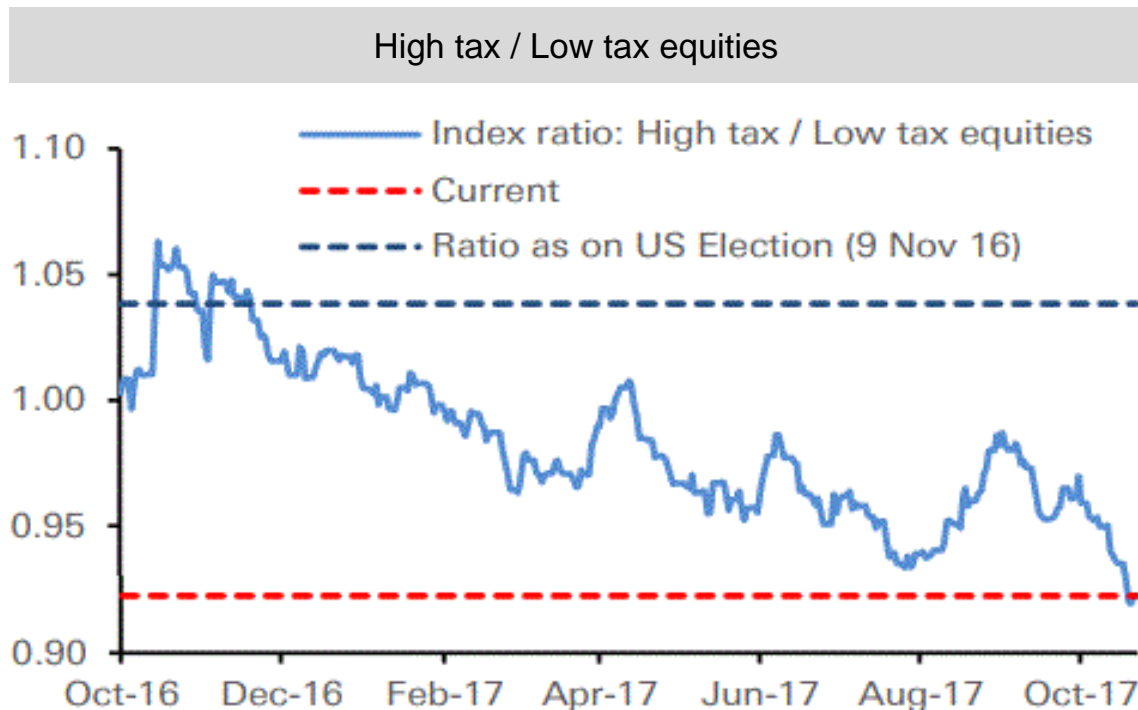
Chicago Fed Financial condition index vs Fed Funds



- Nonostante i 75 bps di rialzi dei tassi operati dalla FED negli ultimi 12 mesi, le condizioni finanziarie hanno continuato a rilassarsi in America nel 2017. L'indice delle *Financial Conditions* calcolato dalla Fed di Chicago ha segnato i minimi dal 2004, e gira una standard deviation sotto la sua media di lungo periodo
- Ciò ha prodotto un contesto ideale per Corporate America, creando i presupposti per l'attuale periodo di performance eccellenti con volatilità estremamente bassa
- Stante il momentum del ciclo US, e il progressivo risveglio dell'inflazione, difficilmente tassi e divisa potranno conservare gli attuali livelli nei prossimi mesi. Ciò aiuterà la FED a riportare le condizioni finanziarie sul suo target nei prossimi mesi



Tax Cut: quali benefici?



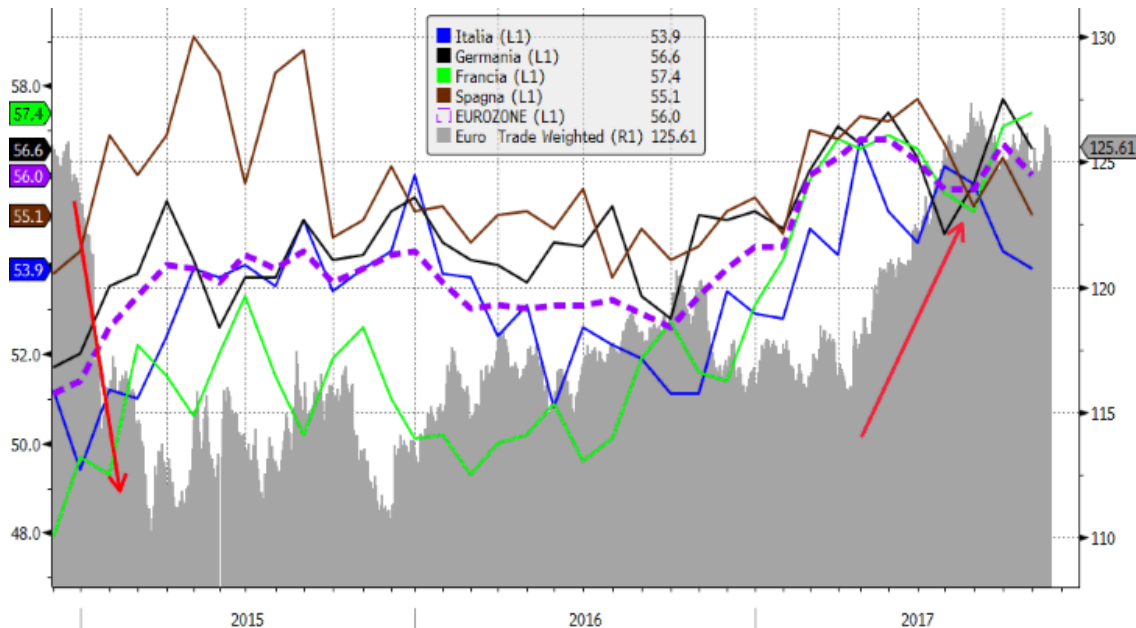
Equity markets have repriced the tax cut to the lowest levels seen since the US election

- Uno sguardo al livello dei tassi US e del dollaro, e alla performance relativa dei settori equity «tax intensive» mostra che i mercati restano generalmente scettici sulla capacità dell'esecutivo Trump di far approvare al Congresso un taglio delle tasse US
- Peraltro, scottato dalle recenti batoste elettorali, e preoccupato dall'avvicinarsi delle *Midterm elections*, il Partito Repubblicano potrebbe sorprendere, deliverando un pacchetto di misure fiscali tra la fine del 2017 e i primi mesi del 2018
- Ironicamente, lo stimolo fiscale giunge al momento sbagliato. La crescita US al momento almeno un punto sopra il potenziale (stimato a 1,5% circa dal Congressional Budget Office) e il mercato del lavoro vicino alla piena occupazione, impongono di applicare un moltiplicatore assai basso alla manovra. L'impatto si noterà soprattutto su inflazione e dollaro.



EU: un 2017 spettacolare, ma consolidamento a breve

Eurozone PMI composite e Euro Trade Weighted Index

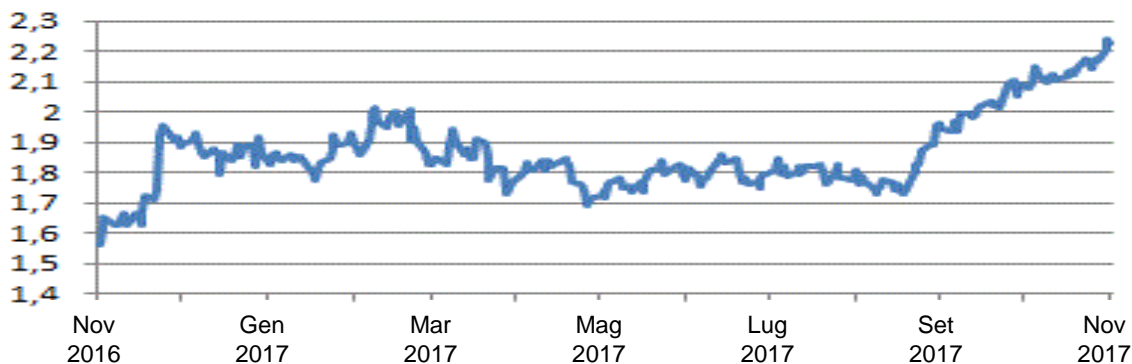


- Nel corso dell'anno l'economia europea ha mostrato il tasso di crescita più elevato dal 2011. Tra i fattori a supporto l'accelerazione macro globale, la debolezza dell'euro nei primi mesi dell'anno e l'espansività della politica monetaria BCE
- Con il caratteristico *lag* tipico dei fenomeni valutari, il rafforzamento dell'euro dovrebbe iniziare a impattare nei prossimi mesi. Il *tapering* della BCE renderà la politica monetaria leggermente meno supportiva, lasciando unicamente al quadro macro globale il ruolo di unico fattore esogeno di supporto alla ripresa EU
- I PMI Markit mostrano un inizio di perdita di *momentum*, più accentuato nei paesi periferici (Spagna e Italia)



Cambi: gli elementi a favore del Dollaro aumentano

Differenza 1y/1y FWD rate US EU



Net spec positions in US Dollar Index futures

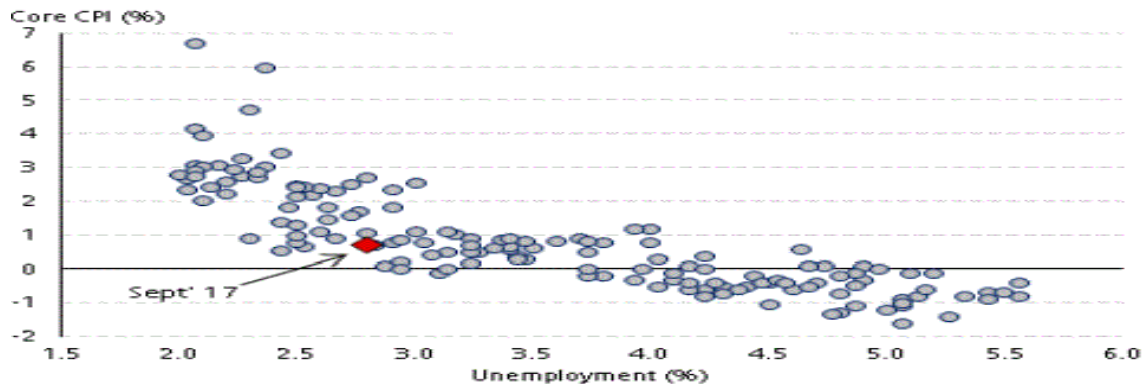


- Il ribaltamento della performance economica relativa tra US ed Eurozone è un ulteriore elemento a supporto del biglietto verde nei confronti della divisa unica
- Nonostante la riluttanza del mercato dei tassi US a prezzare maggiormente il rischio inflazione il differenziale di rendimento tra le due aree continua ad allargarsi
- A fronte di ciò gli investitori continuano a detenere posizioni decisamente scariche di dollari, sebbene il trend di riduzione si sia arrestato

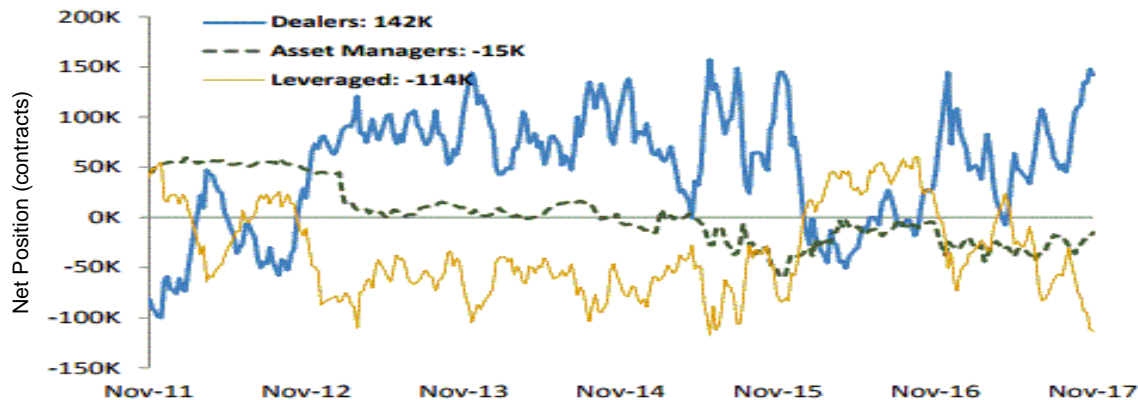


Novità in vista per la Bank of Japan?

Philips Curve Japan



JPY futures by trader type

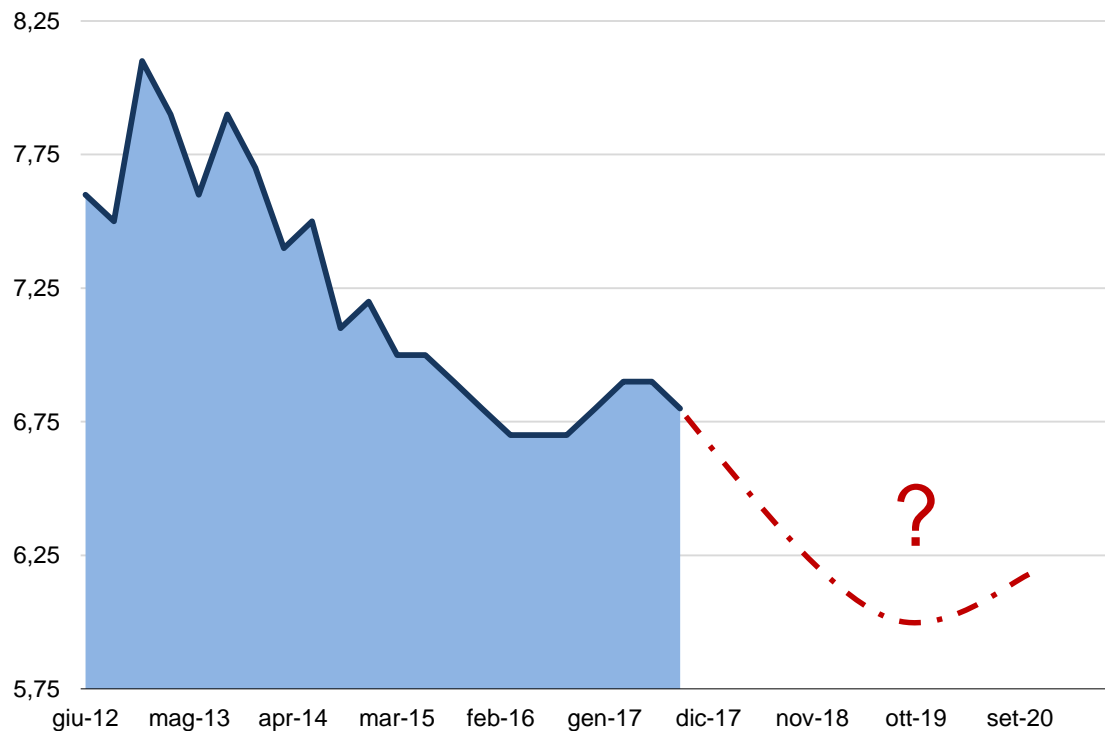


- La Bank of Japan è rimasta l'ultima, tra le banche centrali del G4, a conservare una *stance* ultra-espansiva. L'attuale *positioning* sullo yen esprime appieno questa perdurante divergenza di politica monetaria
- Lo *yield targeting* è stato varato a settembre 2016, in una fase in cui il quadro macroeconomico e inflattivo era diverso, e circolavano dubbi sull'efficacia residua del *Quantitative & Qualitative Easing*. Ora il quadro macro è cambiato sia a livello globale che locale, la fiducia delle imprese è ai massimi da 10 anni e il mercato del lavoro è su livelli che normalmente alimentano pressioni inflazionistiche
- Sui livelli attuali la divisa giapponese attribuisce una probabilità troppo bassa all'eventualità che la BoJ modifichi la *stance* in uno dei prossimi meeting



Cina: segnali di rallentamento

China GDP Constant Price (yoy)

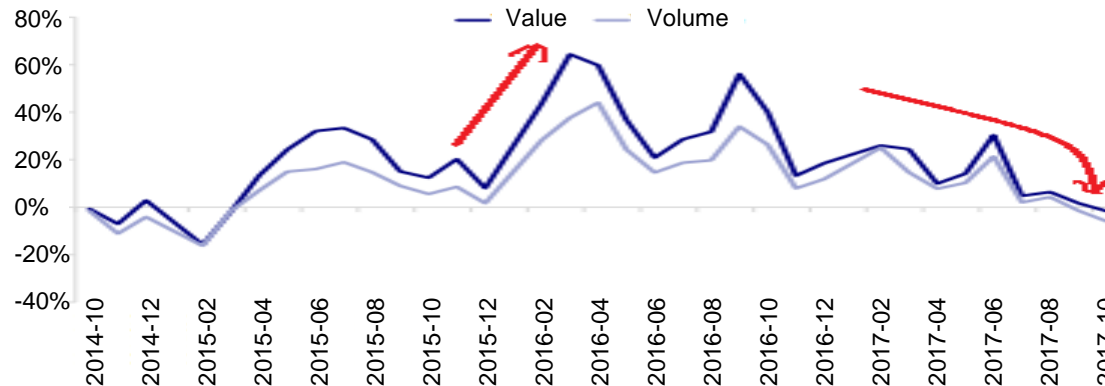


- Il principale messaggio emerso dal Congresso del Partito è che, nei prossimi due anni, le autorità sono disposte a sacrificare un po' di crescita per migliorarne la qualità e la sostenibilità
- Il vice responsabile del *Research Office of the State Council* ha dichiarato che una crescita del 6,3% nel triennio 2018-2020 sarà sufficiente a raggiungere il target stabilito dal partito
- Il nuovo corso indicato dal Plenum ha già avuto una «validazione» con i dati macro di ottobre, con significativi cali in produzione industriale e *retail sales*, e l'incremento mensile del *fixed asset investment* ai minimi da un decennio

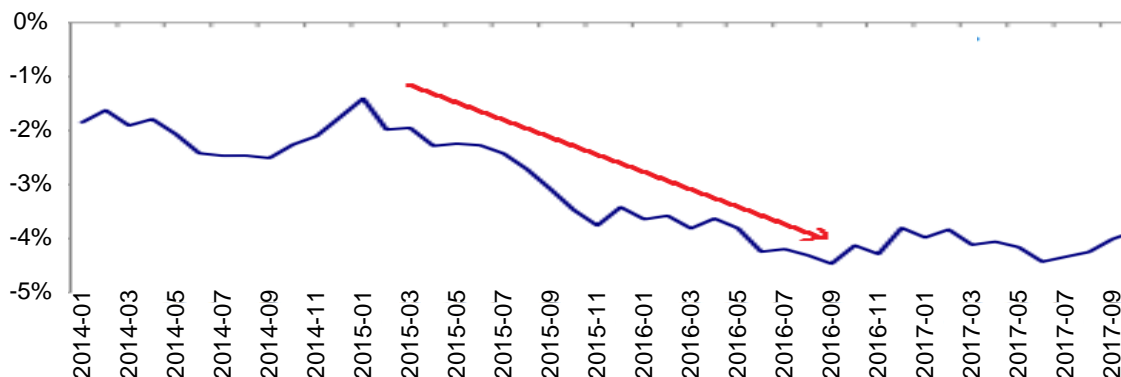


Cina: l'immobiliare come *driver* del ciclo

Implied monthly property sales (yoy%)



12m rolling sum bugetary Fiscal balance (% of GDP)



- Tra gli strumenti utilizzati dal Governo cinese per arginare il rallentamento del 2014-2015, lo stimolo dell'attività immobiliare occupa un posto di rilievo
- Robuste dosi di stimolo monetario e fiscale, e un'attenuazione delle misure contro la speculazione hanno generato un'esplosione delle vendite (i prezzi della terra sono saliti dell'85% da inizio 2016), con un robusto impatto su investimenti e gettito fiscale a livello locale
- Più recentemente, le autorità hanno inasprito la *stance* monetaria, e reinserito alcune restrizioni alla speculazione nelle principali città, e gli effetti hanno cominciato a manifestarsi (la crescita del valore cumulato delle vendite di immobiliare è risultata negativa ad ottobre per la prima volta da inizio 2017)



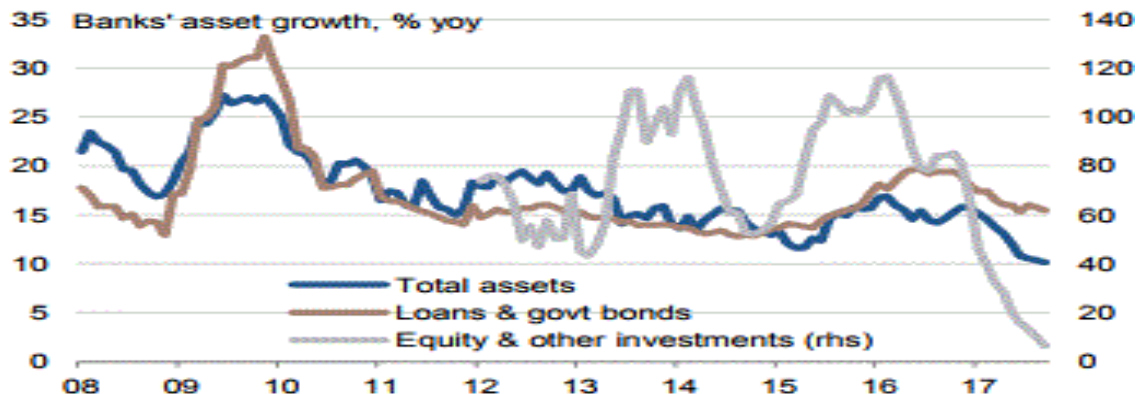
Cina: ulteriore *deleverage* in arrivo

Credit growth



* Total credit = TFS – net equity financing + net increases in government bonds

Banks' formal and shadow lending

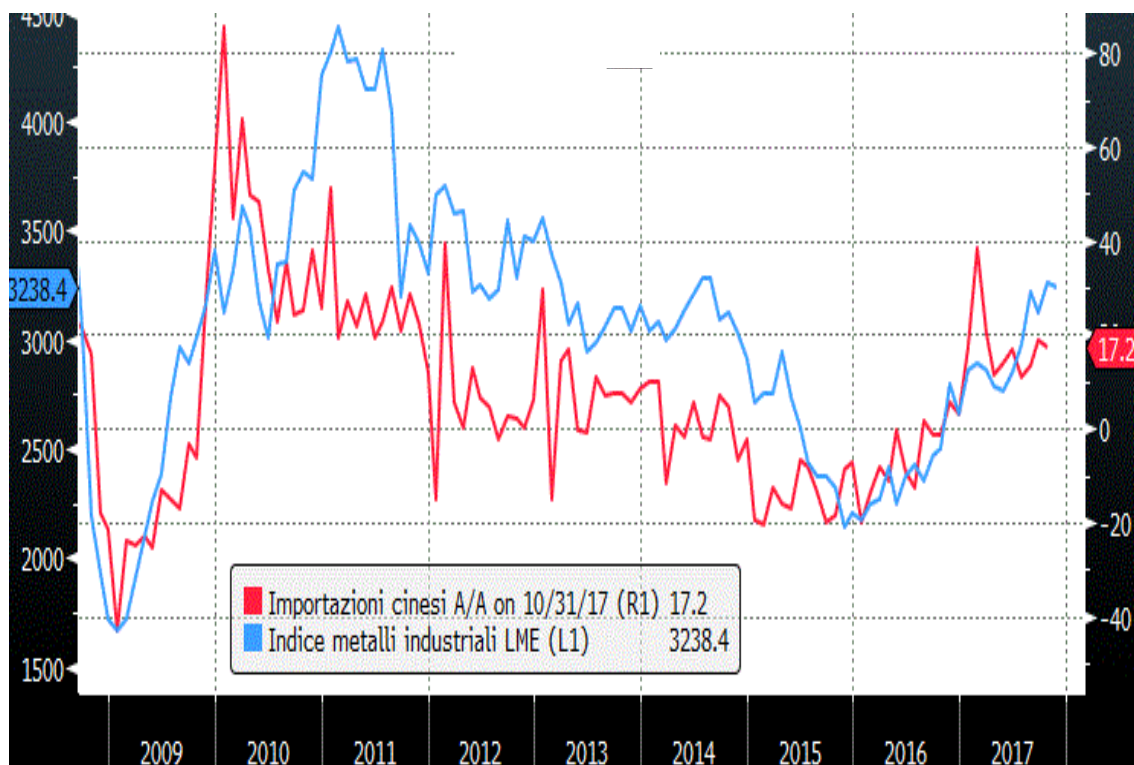


- La crescita del credito ha avuto il suo picco nell'aprile del 2016 e si è costantemente raffreddata negli ultimi 12 mesi
- In base alle dichiarazioni di intenzione delle autorità, con il nuovo corso la tendenza al *deleverage* dovrebbe intensificarsi. Ma anche in assenza di un'ulteriore stretta, la contrazione avvenuta nel 2017 dovrebbe iniziare ad avere i suoi effetti sulla crescita, come avvenuto nel 2010 e nel 2014-2015
- La *resilience* di questo ciclo è stata esaltata dallo swap delle *liabilities* dei governi locali e dal calo del dollaro, un *easing* indiretto per l'economia cinese



Crescita cinese e global trade

Importazioni cinesi vs Indice metalli industriali



- Secondo le stime di UBS, il 30% dell'incremento delle importazioni globali nel 2017 è dovuto al solo impatto dell'accelerazione dell'economia cinese
- Un ridimensionamento della domanda cinese nei prossimi mesi eserciterà un effetto contrario, con impatto in particolare su Asia ed Emergenti, che si sono avvantaggiati anche del connesso rimbalzo delle *commodities*



In sintesi

- **Lasciamo invariato il posizionamento sull'azionario.** L'azionario US gode del supporto dei fondamentali, ma tratta su multipli elevati, si è avvantaggiato di condizioni finanziarie eccezionalmente accomodanti, e resta vulnerabile a fasi correttive nei prossimi mesi. L'azionario europeo ha marginalmente corretto, e tratta su multipli più vantaggiosi, ma ulteriori prese di beneficio sono possibili, in particolare se il quadro macro dovesse mostrare un lieve rilassamento.
- **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. Per lo stesso motivo **manteniamo il sovrappeso di *inflation link***. 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 dovrebbe beneficiare della performance relativa dell'economia US, dell'allargarsi dei differenziali sui tassi, e di una riduzione dell'incertezza sulla composizione del Board FED nei prossimi mesi. Portiamo a **neutral il \$/Yen** con l'idea che la BoJ sia vicina ad una parziale modifica della *stance*. Portiamo a **underweight la sterlina** ritenendo che ciclo e divisa possano risentire delle frizioni UK-EU sulla Brexit.
- Riguardo le commodities, portiamo a **neutral le energetiche**, in quanto riteniamo che gli attuali livelli raggiunti dal WTI (56/58 \$) riflettano bene il bilancio domanda/offerta. Inoltre temiamo che il nuovo corso di politica economica in Cina possa impattare negativamente sul suo fabbisogno di greggio (la Cina è il primo importatore mondiale).



Giudizi sintetici

Azionario	
US	▼
Area euro	■
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	■ Downgrade
Industriali	■
Agricole	▲
Metalli preziosi	■

Obbligazionario governativo	
US	▼
Area euro core	▼
Area euro periferia	▼
UK	■
Giappone	▼
Emergenti	▼
Inflation linked US	▲
Inflation linked Area euro	▲

Valute	
EUR/USD	▼
EUR/GBP	▲ Upgrade
EUR/CHF	▼
USD/JPY	■ Downgrade

▲ = 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.