

**2017**

Anthilia  
Capital Partners  
SGR

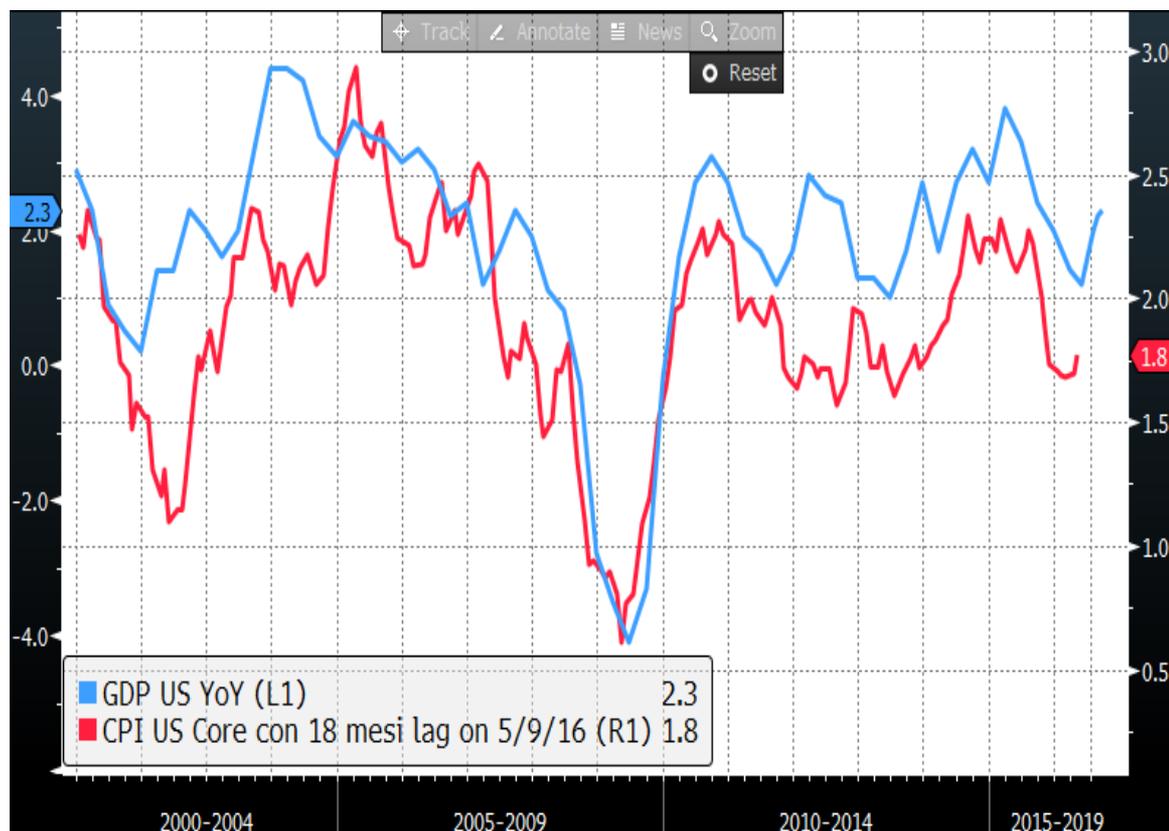
Analisi di scenario  
Dicembre 2017





## 2017 “growth year”. 2018 inflation “year”?

GDP US e US CPI Core

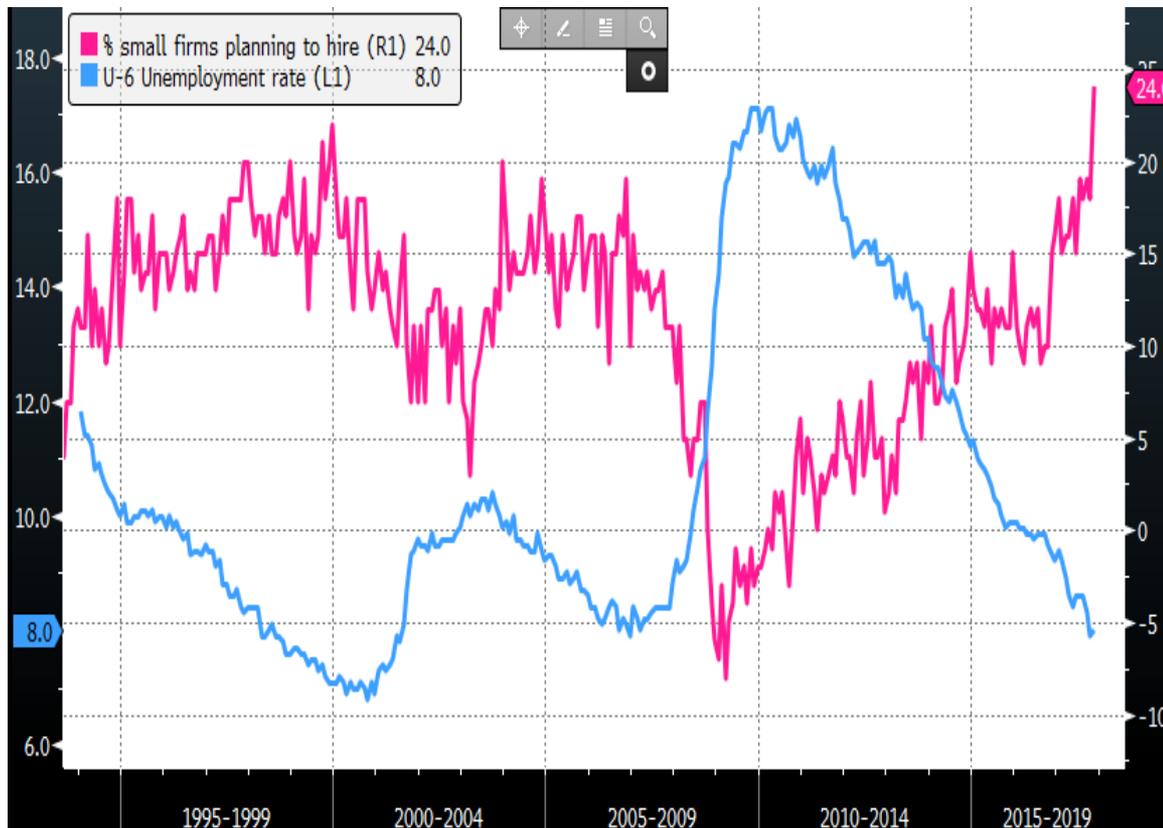


- Il ciclo US entra nel 2018 con un buon momentum. Il secondo e terzo trimestre hanno mostrato una crescita annualizzata superiore al 3% e il quarto non dovrebbe discostarsi troppo da questo livello.
- L’accelerazione osservata nel 2017 non dovrebbe tardare a manifestarsi nell’inflazione core, che normalmente segue il ciclo con un ritardo di 5/6 trimestri. Il rimbalzo dell’oil e il varo delle misure fiscali US potrebbero accentuare le pressioni sui prezzi nei prossimi mesi.
- Eppure lo scenario inflattivo è caratterizzato a fine 2017 dal medesimo scetticismo che contraddistingueva il ciclo negli ultimi mesi del 2016.



## US Job market: il margine di manovra è ridotto

Unemployment rate (U6) e Small Firm Planning to Hire



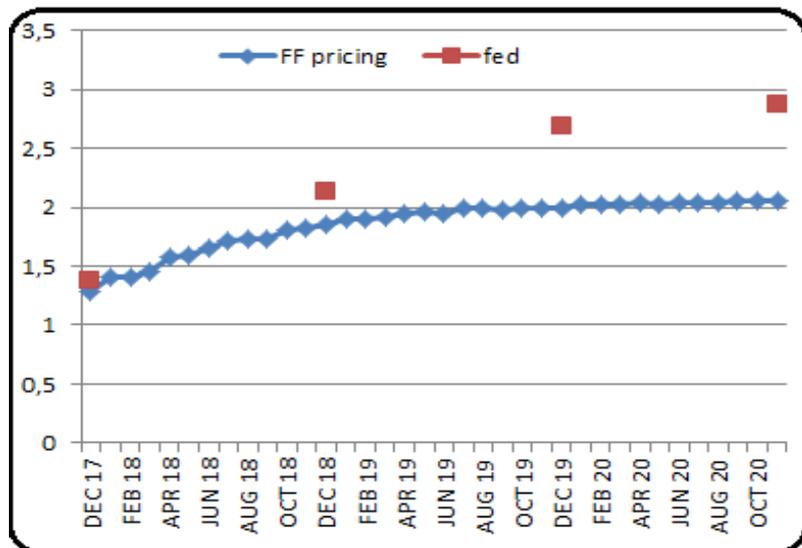
- L'accelerazione ciclica dell'ultimo anno in US è valsa un calo di 0.7% del tasso di disoccupazione, il quale, a 4.1% ha toccato i minimi da 17 anni. Anche l'aggregato comprensivo dei sottoccupati per ragioni economiche staziona ai minimi pre-crisi.
- A fronte di ciò, la percentuale di piccole e medie aziende che ha in programma di assumere e quella delle aziende che riferiscono difficoltà a reperire candidati idonei sono ai massimi storici. Stimolo fiscale e deregulation potrebbero impattare positivamente sulla ricerca di manodopera nei mesi a seguire, producendo la comparsa di pressioni salariali nei primi mesi del 2018.



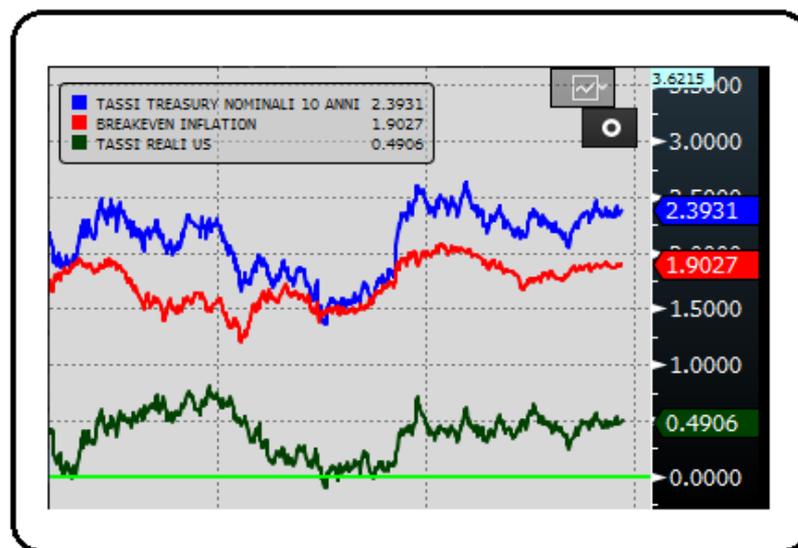
## Ma il mercato dei tassi resta compiacente...

- Questo quadro promettente giunge in una fase in cui il mercato dei tassi, dopo trimestri di delusioni, sembra aver gettato la spugna sul fronte inflazione.
- Le curve monetarie si sono rifiutate di prezzare lo scenario FED per tutto il 2017, nonostante questa abbia sostanzialmente deliverato i rialzi proiettati.
- A 2.40% il 10 anni US offre ben poca protezione a fronte di una crescita che promette, nel breve, di rimanere più vicina al 3% che al 2% ed un'inflazione in ripresa. I breakeven stentano a raggiungere il 2% mentre i tassi reali a 0.5% indicano un premio al rischio pressoché inesistente sulla curva.

### Money Market Pricing VS Dot Plot



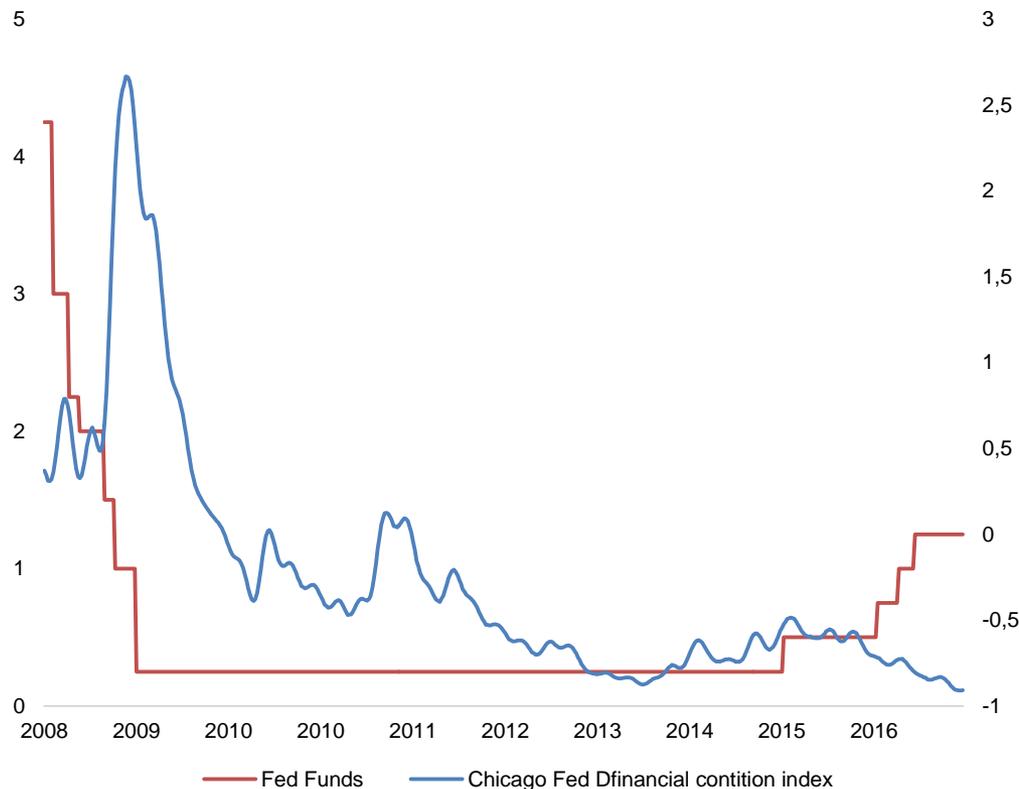
### US nominal rates & breakeven 10Y





### Ciclo robusto + ripresa dei prezzi = Fed più hawkish

#### Chicago Fed Financial Condition Index e Fed Funds

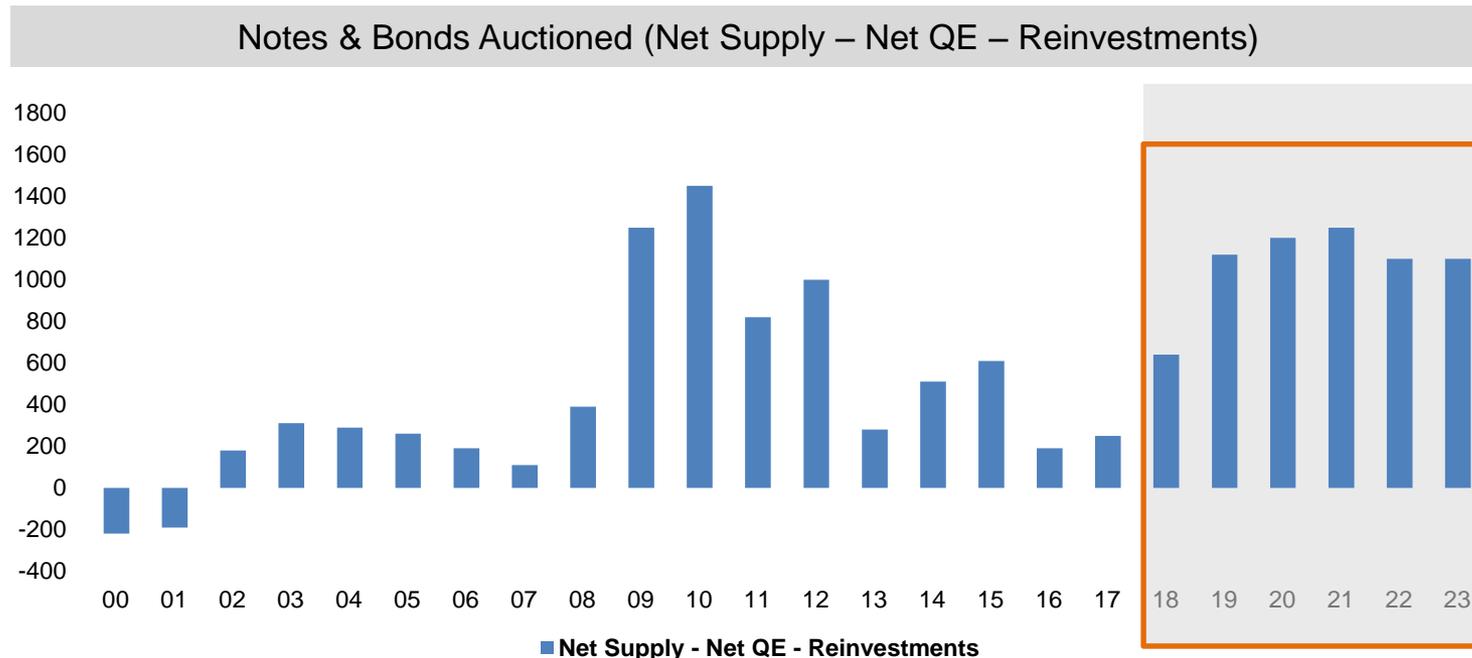


- Il recupero dell'inflazione in un contesto di crescita robusta rafforzerà la fiducia del FOMC nel proprio scenario di normalizzazione. Un eventuale approvazione di tagli alle tasse lo indurrà a fattorizzare un impatto dello stimolo fiscale nelle proprie previsioni di crescita e inflazione per il 2018. Un simile quadro sembra coerente con 4 rialzi dei tassi nel 2018, uno a trimestre a cominciare da marzo.
- Dovesse il ricambio al FOMC rallentare la funzione di reazione della FED, saranno le parti lunghe delle curve a reagire maggiormente, scontando una politica monetaria "dietro la curva".
- Ne consegue che, nel corso del 2018, le financial conditions US invertiranno la rotta in US inizieranno ad inasprirsi.



### Balance Sheet reduction + aumento del deficit = maggior offerta di treasuries

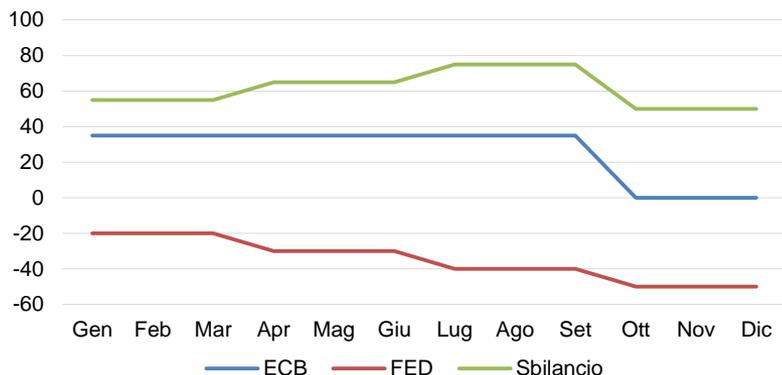
- A gennaio, l'ammontare mensile di titoli del bilancio FED che verrà lasciato scadere passerà a 20 bln \$, per assestarsi sui 50 bln nel mese a ottobre (150 bln al trimestre)
- L'attuale progetto di riforma aggiungerà, secondo le stime del Joint Committee on Taxation basate sulle attuali proposte, 28 bln \$ di deficit l'anno prossimo e 224 nel 2019.
- L'effetto combinato di queste 2 variabili sull'offerta netta di Treasuries dovrebbe avere un impatto sul premio al rischio, e sui rendimenti reali.





## La riscossa del Dollaro

### Flussi QE ECB e FED e sbilancio 2018



### Differenziale tra forward swap a 1 anno USA-EU



- Nel 2017 il \$ ha patito l'inconcludenza e l'instabilità dell'esecutivo Trump e l'attenuazione del differenziale di crescita con altre aree del globo, mentre l'€ si è giovato del calo del rischio politico e della sorpresa di crescita in Eurozone
- Nei prossimi mesi diversi fattori potrebbero giocare a favore del Biglietto verde:
  - Il differenziale tassi sulla parte breve potrebbe crescere ulteriormente, con l'ECB bloccata fino al 2019 e la FED che proseguirà la normalizzazione
  - Grazie alla balance Sheet reduction, l'offerta di Dollari calerà progressivamente, in rapporto alle altre divise del G4
  - Riforma fiscale e Incentivi al rimpatrio dei profitti potrebbero fornire ulteriore supporto, attraverso l'impatto sui tassi e il drenaggio della liquidità in \$ all'estero
- A questi fattori possiamo aggiungere un positioning alquanto scarico di Dollari contro le principali divise del G7 (Ad eccezione dello Yen)



## L'agenda politica resta impegnativa

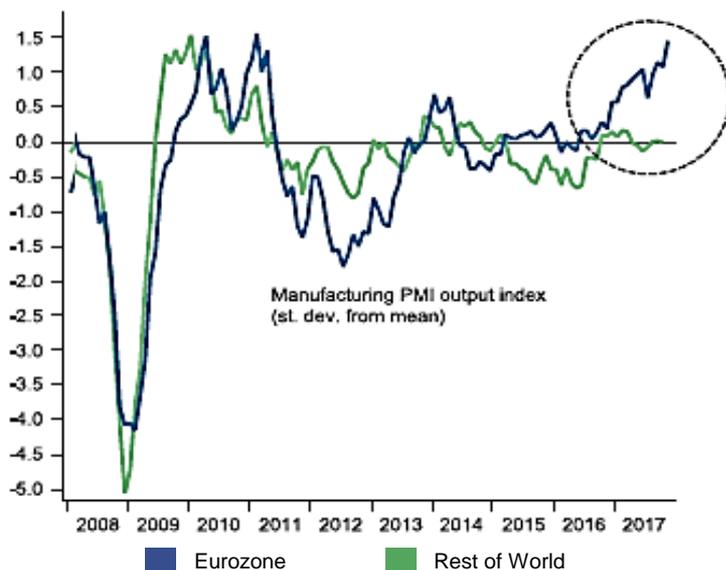


- Il 2018 presenta importanti appuntamenti politici di cui i principali sembrano essere le elezioni italiane in primavera, il Summit EU di Bruxelles per un accordo sulla Brexit e le Midterm Elections US in novembre.
- Tra le wild card abbiamo le frizioni tra USA e Corea del Nord, un riaccendersi della questione separatista catalana, le difficoltà politiche in Germania e UK (che potrebbero richiedere nuove elezioni) e l'inasprirsi dei conflitti in Medio Oriente.
- Tra i trend degni di nota abbiamo la crescente frammentazione degli schieramenti politici in diversi paesi, e la deriva populista che, per quanto temporaneamente arrestata dalla vittoria di Macron in Francia, non è stata ancora arginata. La recente politica US di ritiro dai trattati commerciali può produrre frizioni e impatti sul global trade.



## Eurozone: Outperformance macro e ripresa dei margini

### Manifatturiero EA outperforma il resto del mondo



### Margini aziendali Eurostoxx in recupero



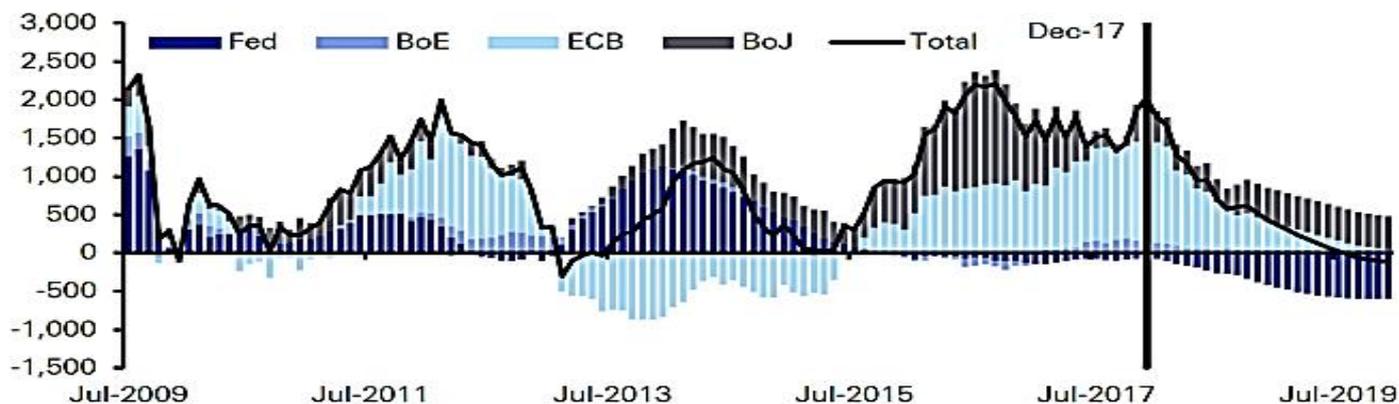
- Spinto finalmente da una domanda interna in ripresa, il manifatturiero Eurozone per la prima volta performa meglio di quello globale. La dispersione dei dati di crescita dei singoli paesi rispetto alla media Eurozone è la più bassa dalla sua istituzione
- I profitti aziendali stanno accelerando e una stabilizzazione dell'€ dovrebbe consentire alle aziende di beneficiare ulteriormente delle buone condizioni della domanda globale.



### 2018: Minor supporto dal QE per il ciclo globale

- Tra i fattori che hanno supportato gli asset nel 2017 vi sono anche i programmi di Quantitative Easing mantenuti in piedi da 3 delle principali 4 Banche Centrali, nonostante il miglioramento del quadro macro.
- Nel 2017 il quadro è destinato a cambiare, con il ritmo di espansione del bilancio ECB e possibilmente della Bank of Japan destinato a rallentare significativamente, e la riduzione di quello FED che andrà a regime. Prendendo in considerazione solo quanto già deciso da FED e ECB entro ottobre 2018 i flussi di acquisto aggregati saranno scesi di 75 bln\$ al mese rispetto a dicembre 2017. Al conto potrebbe aggiungersi un moderato tapering della Bank of Japan, ed eventuali movimenti sulle riserve valutarie di Cina ed emergenti.
- Condizioni monetarie generalmente più restrittive causeranno una graduale riduzione della liquidità globale con conseguente pressione rialzista sui rendimenti e aumento della volatilità sugli asset

Rolling 12 month balance sheet changes from the big 4 central banks





### Un minor supporto dalla Cina per il ciclo globale nel 2018

- Nelle settimane seguite alla conclusione del 19mo congresso del partito, le autorità cinesi hanno ribadito più volte che l'obiettivo di un preciso tasso di crescita passerà in secondo piano a favore di politiche volte a migliorarne la qualità, l'impatto ambientale e a contenere i rischi finanziari.
- Era tempo: Il total debt to GDP ratio è salito del 140% negli ultimi 9 anni, al 274%, il credito continua a crescere del 13-15% all'anno e l'investimento in infrastrutture ha costituito oltre il 50% del totale nel 2017
- Più che il tasso di crescita ufficiale, che probabilmente si attesterà intorno al 6.5% nel 2018, è quello effettivo ad avere le maggiori ricadute sul ciclo globale. Il Li Keqiang index (un indice che aggrega credito, circolazione merci e consumo elettrico) sta già mostrando l'impatto del nuovo corso economico





### In sintesi

---

- **Lasciamo ancora invariato il posizionamento sull'azionario.** Continuiamo ad attenderci una presa di beneficio sull'azionario US nei primi mesi del 2018, causata principalmente dall'impatto di condizioni finanziarie meno accomodanti su multipli elevati. Vediamo più valore nell'azionario Eurozone, ma riteniamo che un eventuale fiammata di volatilità permetta di riproporre il sovrappeso su livelli più attraenti. **Rimaniamo positivi sull'azionario giapponese** che resta il più correttamente valutato tra i mercati dei paesi industrializzati.
- **Restiamo negativi su obbligazionario governativo** US e Eurozone, che incorporano assai poco in termini di crescita e inflazione e potrebbero subire anche l'impetto del calo dei flussi di acquisto di ECB e FED. Manteniamo il **sovrappeso di inflation link** in entrambi i blocchi. Restiamo **sottopesati anche di bonds periferici**, con l'idea che l'incombere delle elezioni politiche italiane possa mettere un po' di pressione agli spreads, e che in ogni caso la salita dei tassi core si trasferirà su quelli degli emittenti periferici. Riduzione della liquidità globale per il ritiro del QE e aumento della volatilità sugli asset peseranno sugli spreads del credito, sul quale restiamo negativi come asset class.
- **Rimane invariata anche la posizione su cambi e commodities.**



## 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	■	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.