



1 MONTH IN  
10 SNAPSHOTS

Dicembre 2017



**Adrien  
Pichoud**  
Economist



**Wanda  
Mottu**  
Analyst



**Maurice  
Harari**  
Portfolio Manager

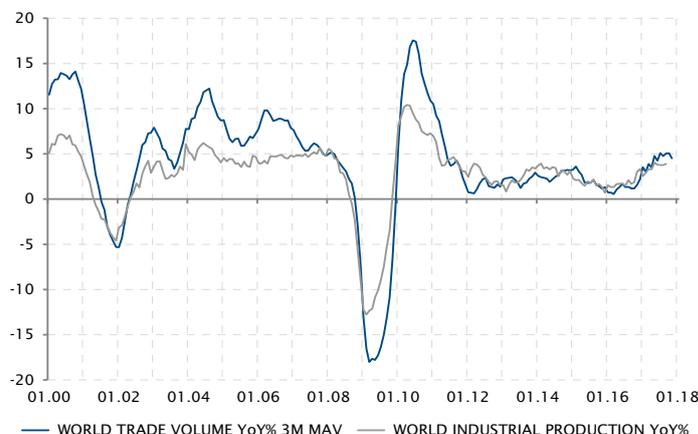
## INDICE

- |  |   |
|--|---|
| 1. Economia globale: non aspettatevi altri grandi miglioramenti nel 2018.....1                   | 6. Cina: una malinconia post-Congresso?.....4   |
| 2. Stati Uniti: i dinamici investimenti delle imprese sostengono le previsioni di crescita.....2 | 7. Reddito fisso: i rendimenti delle obbligazioni turche raggiungono nuovi massimi.....4                                |
| 3. Eurozona: sulla strada giusta per raggiungere la crescita annua più alta da un decennio.....2 | 8. Azioni: la correlazione tra la performance relativa dell'indice FTSE 100 e il cambio EUR/GBP è agli sgoccioli?.....5 |
| 4. Regno Unito: la Banca d'Inghilterra aumenta il tasso ufficiale ma resta vigile.....3          | 9. Italia: si contraggono gli spread di rendimento rispetto alla Germania.....5   |
| 5. Giappone: la deflazione è finalmente alle spalle?.....3                                       | 10. Azioni: la fusione tra Time Warner e AT&T è al momento rimandata.....6  |

### 1. Economia globale: non aspettatevi altri grandi miglioramenti nel 2018

- Il 2017 si è rivelato il migliore anno per l'economia globale dalla recessione del 2008/2009. L'espansione economica sincronizzata in tutto il mondo, i prezzi del petrolio e delle materie prime in aumento, nonché i ridotti tassi d'interesse hanno sostenuto il momentum del ciclo economico: i commerci e la produzione industriale su scala globale si sono finalmente risvegliati dal letargo, tornando a crescere.
- Tuttavia, guardando alle previsioni per il 2018, è difficile immaginare ulteriori sostanziali miglioramenti. Per quanto le condizioni per una costante crescita economica resteranno probabilmente in atto (ripresa della crescita europea, prolungamento del ciclo statunitense guidato dal mercato interno, recupero del Giappone, riequilibrio in Cina), il potenziale per un'accelerazione è limitato. Tutte queste economie stanno avanzando a un ritmo superiore alla crescita potenziale e il sostegno offerto dalla politica monetaria è destinato a essere (molto) gradualmente rimosso. In un tale contesto, mantenere un tasso di crescita nel 2018 analogo a quello del 2017 sarebbe già un successo.

*Il momentum della crescita globale ha probabilmente raggiunto il picco nel 2017*



Fonti: Factset, SYZ Asset Management  
Dati al 8 dicembre 2017



## 2. Stati Uniti: i dinamici investimenti delle imprese sostengono le previsioni di crescita

- Nel 2017 i prezzi del petrolio hanno smesso di ostacolare la crescita economica statunitense. La loro stabilizzazione a circa USD 50 al barile ha permesso al settore energetico di recuperare terreno dopo il tracollo del 2015. In tale anno, infatti, i cali osservati nei prezzi (60%) e nella produzione USA (20%) hanno provocato una contrazione della spesa per gli investimenti delle imprese, la prima in 50 anni non associata a una recessione dell'intera economia. Tuttavia, la tenace spesa per i consumi ha mantenuto in territorio positivo la crescita del PIL statunitense, sostenuta da una minore disoccupazione e da un solido incremento del credito al consumo.
- Il quadro a fine 2017 è quasi agli antipodi: gli investimenti delle imprese si sono ripresi e i robusti ordini di beni d'investimento a inizio del quarto trimestre suggeriscono il persistere di questa dinamica, eventualmente sostenuta dalle tanto attese riforme fiscali. Per tale motivo, la spesa delle imprese potrebbe rappresentare il principale motore della crescita americana nel prossimo anno, in un momento in cui i consumi perdono slancio a causa del rallentamento subito dall'espansione del credito al consumo e una debole crescita del reddito reale disponibile.

*I dinamici investimenti delle imprese USA dovrebbero sostenere la crescita nel 2018*

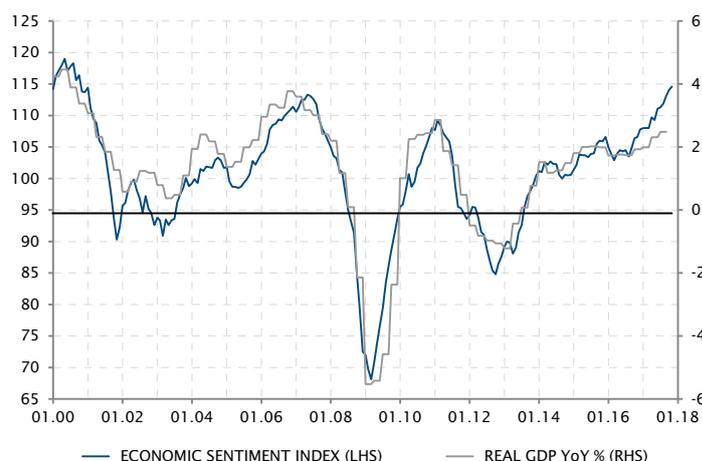


Fonti: Factset, SYZ Asset Management  
 Dati al 8 dicembre 2017

## 3. Eurozona: sulla strada giusta per raggiungere la crescita annua più alta da un decennio

- Le economie europee hanno prosperato nel 2017. La spettacolare serie di solidi dati economici è proseguita senza sosta anche a fine anno, superando le aspettative del consensus. A livello di dati economici, negli ultimi 14 mesi le sorprese rispetto alle aspettative del mercato si sono rivelate costantemente positive, evento che non accadeva da 15 anni.
- A riprova di questo, è sufficiente guardare all'indice del sentiment economico pubblicato dalla Commissione europea, che a novembre ha raggiunto un massimo da 17 anni grazie alla maggiore fiducia di consumatori e imprese. Anche esaminando altri indicatori, ad esempio i PMI, i tassi di disoccupazione e gli indici dei singoli paesi, la situazione non cambia: la crescita del PIL resterà solida nel quarto trimestre.
- Di conseguenza, l'eurozona è sulla strada giusta per conseguire la crescita globale più alta da un decennio, su un livello prossimo al 2,5%. Il dinamismo di metà ciclo, per un'economia che si è ripresa dalla recessione appena quattro anni fa, contrasta con la debolezza di fine ciclo evidenziata dall'economia statunitense. E questo slancio dovrebbe proseguire anche nel 2018.

*Il sentiment economico e l'attività dell'eurozona continuano a sorprendere positivamente*



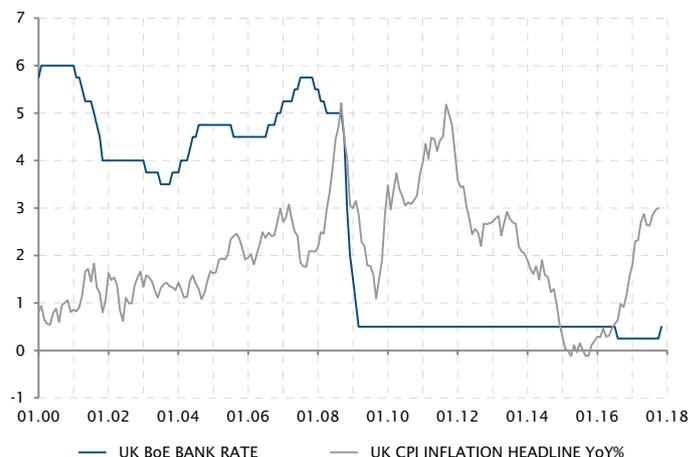
Fonti: Factset, SYZ Asset Management  
 Dati al 8 dicembre 2017



#### 4. Regno Unito: la Banca d'Inghilterra aumenta il tasso ufficiale ma resta vigile

- Mentre si intensificano i negoziati tra l'Unione europea e il governo britannico, la crescita resta positiva nel Regno Unito, per quanto a un livello più basso rispetto a prima del referendum sulla Brexit. La disoccupazione continua a diminuire attestandosi al 4,3%, un minimo da 42 anni.
- Nel frattempo, da febbraio di quest'anno l'inflazione si mantiene oltre l'obiettivo del 2% fissato dalla Banca d'Inghilterra, sostenuta dalle pressioni sull'inflazione "importata" nel primo semestre e dai crescenti prezzi energetici osservati dalla stagione estiva.
- Alla luce di questi sviluppi, a novembre la Banca d'Inghilterra ha aumentato il suo tasso ufficiale di 25 pb allo 0,50%, invertendo il ciclo di tagli di emergenza per il quale aveva optato nel periodo successivo alla Brexit. La banca centrale britannica ha posto l'accento sul fatto che la politica monetaria continuerà a sostenere in modo significativo l'economia e, anche se potrebbe procedere a ulteriori aumenti dei tassi, ha sottolineato la sua maggiore consapevolezza dell'impatto che produrrà la Brexit sulle famiglie, le imprese e i mercati finanziari.

*A novembre la Banca d'Inghilterra ha innalzato i tassi invertendo il ciclo di tagli successivo alla Brexit*

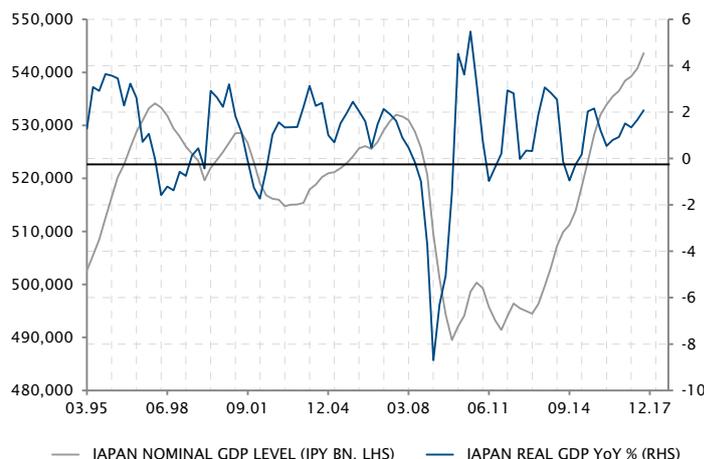


Fonti: Factset, SYZ Asset Management  
Dati al 8 dicembre 2017

#### 5. Giappone: la deflazione è finalmente alle spalle?

- Stiamo davvero assistendo alla vendetta della "vecchia guardia"? Come l'Europa, anche il Giappone sta guidando la carica delle grandi economie sviluppate. Con la fiducia delle imprese su livelli elevati, la rielezione del primo ministro Shinzo Abe dovrebbe sostenere la dinamica in atto dal 2013 e l'implementazione delle riforme che vanno sotto il nome di Abenomics.
- Queste politiche, il cui obiettivo dichiarato è far uscire l'economia giapponese da 20 anni di deflazione, si sono rivelate finora relativamente efficaci. Nel terzo trimestre la crescita del PIL reale ha raggiunto il 2,1%, sostenuta dai solidi investimenti delle imprese. Aspetto forse più importante per un'economia in passato vittima della deflazione, la crescita del PIL nominale ha ripreso un andamento rialzista, dopo un lungo periodo di stagnazione nel corso del quale la crescita del PIL reale era affiancata da un calo dei prezzi nominali. Il PIL giapponese ha infatti superato solo di recente il picco del 1997. Con una crescita del PIL reale superiore alla media e un'inflazione in territorio positivo, il 2017 si è rivelato un altro anno di favorevole espansione nominale per il Giappone. Ed è probabile che questo trend prosegua nel 2018.

*Una solida crescita del PIL reale e un ritorno all'espansione del PIL nominale*



Fonti: Factset, SYZ Asset Management  
Dati al 8 dicembre 2017



## 6. Cina: una malinconia post-Congresso?

- La considerevole stabilizzazione della crescita cinese ha rappresentato senza dubbio un evento positivo del 2017. La sintonizzazione delle politiche monetaria e fiscale ha permesso a Xi Jinping di inaugurare il Congresso del partito comunista a ottobre con una crescita del PIL stabilizzata esattamente sul tasso prefissato. Tuttavia, i dati continuano a indicare che la crescita cinese dipende in larga misura dall'espansione del credito.
- L'attenzione di Xi Jinping alla qualità piuttosto che alla quantità per quanto riguarda la crescita del PIL fa temere che la riduzione dell'indebitamento possa far rallentare l'attività economica. Finora, tuttavia, questi timori non hanno trovato riscontro nei dati preliminari; gli indici PMI continuano infatti a suggerire una crescita economica positiva, per quanto non spettacolare.
- Ciononostante, le misure volte a limitare la crescita del credito concesso dalle imprese finanziarie avrebbero potuto avere un impatto maggiore sui mercati finanziari cinesi. A novembre, l'indice Shanghai Composite è calato del 4% da un massimo di due anni, mentre i tassi del decennale hanno superato la soglia del 4% per la prima volta in tre anni, sostenuti dagli sforzi di riduzione dell'indebitamento che si sono tradotti in vendite forzate.

**A novembre la riduzione dell'indebitamento ha causato un calo delle azioni e un aumento dei tassi**

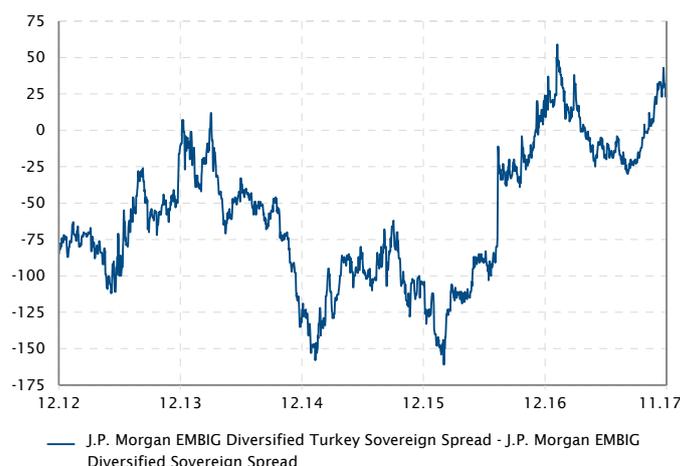


Fonti: Factset, SYZ Asset Management  
Dati al 8 dicembre 2017

## 7. Reddito fisso: i rendimenti delle obbligazioni turche raggiungono nuovi massimi

- La differenza tra lo spread delle obbligazioni turche in valuta forte (ossia le obbligazioni in USD) e lo spread del più ampio universo emergente ha raggiunto a novembre uno dei livelli più elevati degli ultimi anni (quasi sui massimi di gennaio). Pertanto, gli investitori che detengono obbligazioni turche stanno chiedendo di ricevere un maggiore premio rispetto alle controparti dei mercati emergenti.
- Di recente, la banca centrale turca ha cambiato il suo approccio alla politica di liquidità, incrementando il costo medio di finanziamento per le banche di 25 pb al 12,25%, al fine di frenare il rapido deprezzamento della valuta turca (TRY -12% rispetto all'USD da fine agosto).
- Il presidente Recep Tayyip Erdogan continua ad attaccare la banca centrale turca, criticandone la politica incentrata su alti tassi d'interesse per contrastare il deprezzamento della valuta e limitare l'aumento dell'inflazione. L'indipendenza della banca centrale turca è pertanto molto fragile e questo non fa altro che peggiorare le previsioni per il paese, già gravate da relazioni diplomatiche con l'Europa e gli Stati Uniti a rischio.

**Spread sovrano turco misurato dall'indice J.P. Morgan EMBIG Diversified - Spread sovrano misurato dall'indice J.P. Morgan EMBIG Diversified**



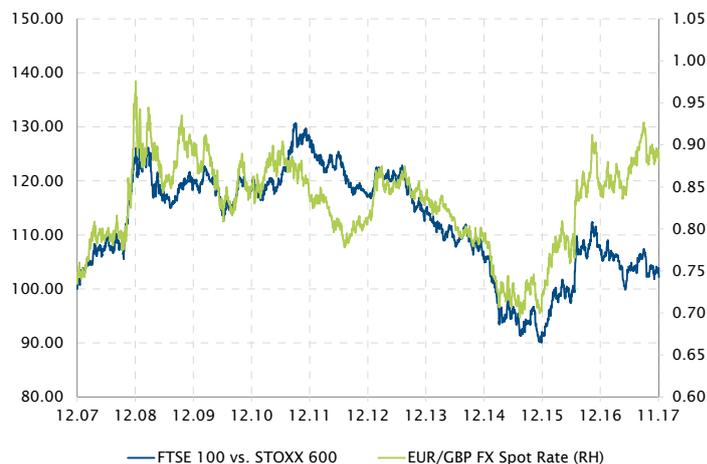
Fonti: Bloomberg, SYZ Asset Management  
Dati al 8 dicembre 2017



## 8. Azioni: la correlazione tra la performance relativa dell'indice FTSE 100 e il cambio EUR / GBP è agli sgoccioli?

- Il mercato azionario del Regno Unito (FTSE 100) tende a essere strettamente correlato all'andamento del tasso di cambio: quando la GBP si deprezza rispetto all'EUR (e altre valute), in genere l'indice FTSE 100 sovraperforma il mercato europeo nel suo complesso (STOXX 600). Pertanto, i mercati azionari britannici sono inversamente correlati alla sterlina. Tuttavia, l'incertezza politica associata alla Brexit ha di recente attenuato questa correlazione.
- Inoltre, il tasso GBP/USD è risultato piuttosto volatile man mano che si avvicina la Brexit, con l'uscita dalla UE che dovrebbe costare tra EUR 40 e 60 miliardi.
- In questo contesto, gli investitori hanno rivalutato gli attivi del Regno Unito. A fine novembre i rendimenti dei Gilt sono saliti e la sterlina ha raggiunto uno dei massimi livelli da due mesi, alla luce delle aspettative secondo cui l'economia resterà solida qualora il divorzio dall'Europa venga sancito senza intoppi.

**Confronto FTSE 100 / STOXX 600 e tasso di cambio spot EUR/GBP**



Fonti: Bloomberg, SYZ Asset Management  
Dati al 8 dicembre 2017

## 9. Italia: si contraggono gli spread di rendimento rispetto alla Germania

- Lo spread dei decennali italiani rispetto agli equivalenti tedeschi è in contrazione, poiché l'economia nazionale migliora. Dal 2013, l'economia italiana ha continuato a sorprendere al rialzo gli economisti, come dimostrato dal suo PIL su base annua. Inoltre, gli investitori proseguono ad acquistare debito italiano per il suo carry, sempre più difficile da trovare nel debito pubblico europeo.
- Tuttavia, è poco probabile che il 2018 si riveli un anno privo di eventi per gli investitori in titoli italiani. Il prossimo anno si terranno infatti le elezioni politiche e il partito populista, il Movimento Cinque Stelle, ha le carte in regola per stupire. È opportuno ricordare la costante presenza di crediti in sofferenza e attivi tossici nei bilanci delle banche italiane, che impediscono loro di sostenere realmente la crescita. Le banche devono continuare a risanare i propri bilanci per consentire al paese di mantenere interessanti livelli di crescita.

**Un'economia italiana più solida**



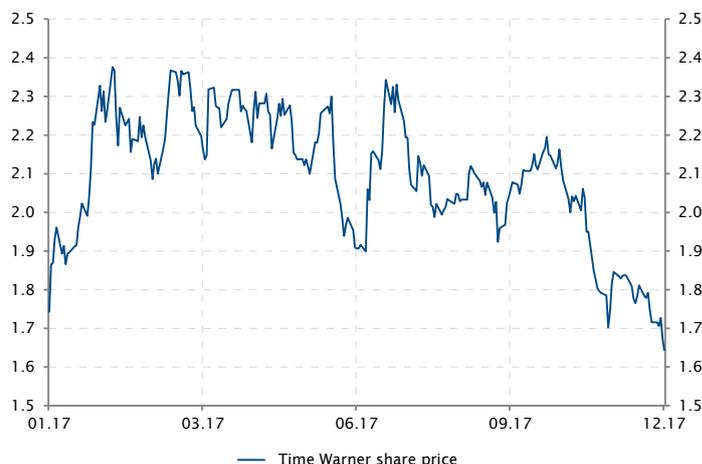
Fonti: Bloomberg, SYZ Asset Management  
Dati al 8 dicembre 2017



## 10. Azioni: la fusione tra Time Warner e AT&T è al momento rimandata

- A novembre il Dipartimento di Giustizia statunitense ha annunciato di voler bloccare la mega fusione tra il produttore di contenuti Time Warner e l'operatore di rete AT&T. La decisione del dipartimento ha sorpreso gli investitori, in quanto l'operazione era stata annunciata oltre un anno fa, oltre a essere stata accuratamente analizzata dalle autorità statunitensi. Le quotazioni di Time Warner hanno reagito male alla notizia, calando fino quasi a raggiungere il livello al quale erano scambiate prima che la fusione venisse annunciata.
- AT&T sta valutando le vie legali contro il Dipartimento di Giustizia, poiché ritiene che le motivazioni addotte per bloccare la fusione siano deboli e che il procedimento antitrust verrà respinto. Inoltre, è molto probabile che AT&T richieda al dipartimento di rivelare la corrispondenza intrattenuta con la Casa Bianca, in quanto Trump si era opposto apertamente all'operazione.

*Le azioni di Time Warner sono crollate dopo che il WSJ ha annunciato la decisione del Dipartimento di Giustizia*



Fonti: Bloomberg, SYZ Asset Management  
Dati al 8 dicembre 2017