



Anthilia Capital Partners Sgr

Maggio 2015

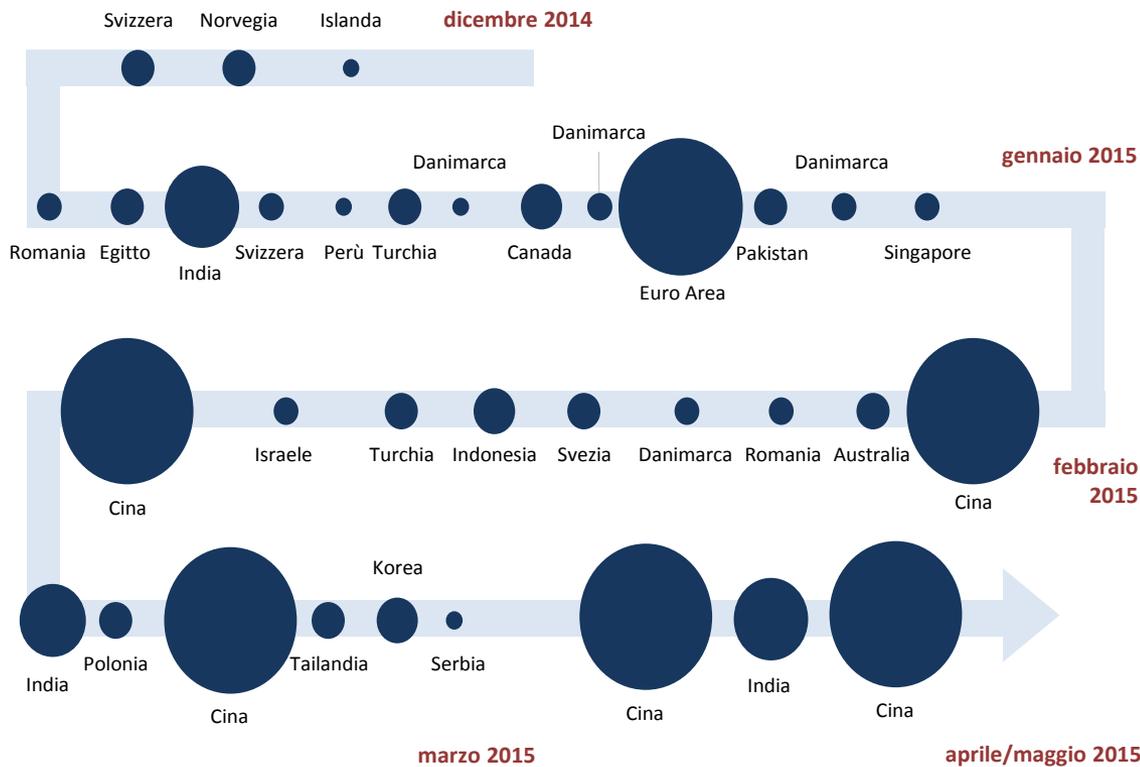
Analisi di Scenario





2015: "Easing Tsunami"

Stimoli monetari nell'ultimo semestre

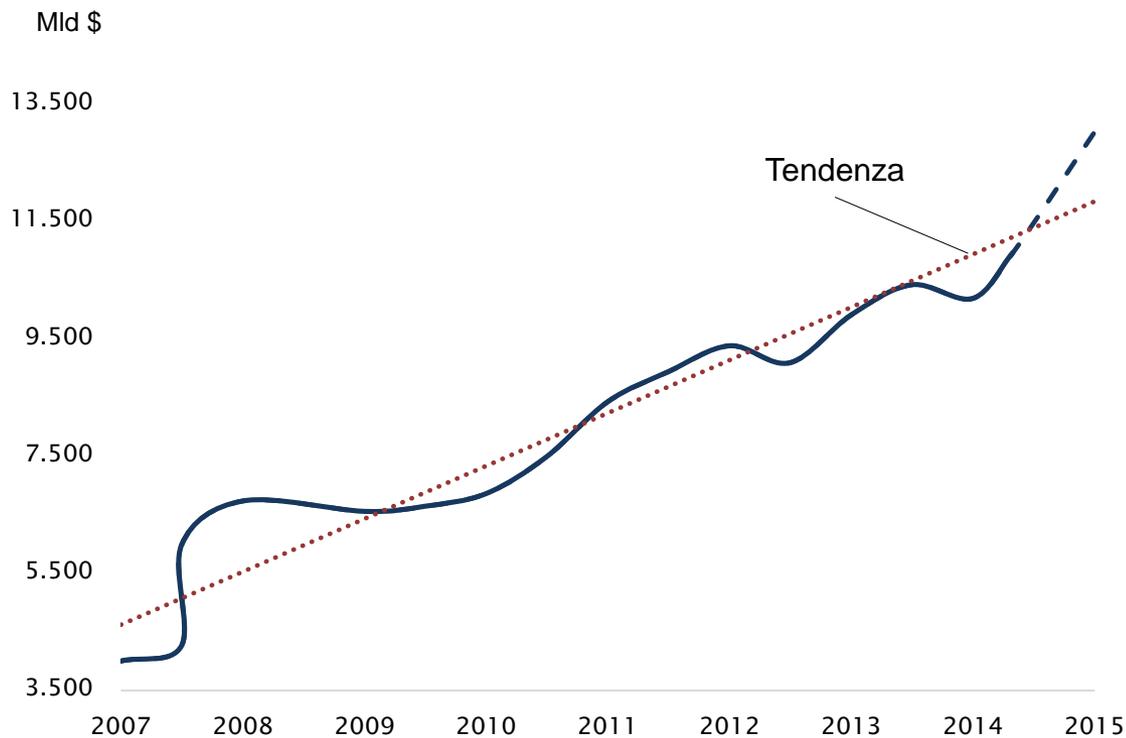


- Ammontare record di stimolo monetario sull'economia globale
- Banche centrali interessate: Paesi che rappresentano il 48% del PIL mondiale
- Abbondanza di misure non convenzionali come QE (BCE, BoJ, Svezia ...) e tassi negativi (Svizzera, Danimarca, Europa)



Global QE in aumento

Attività a bilancio Banche Centrali G4 (Fed, BCE, BoJ, BoE)

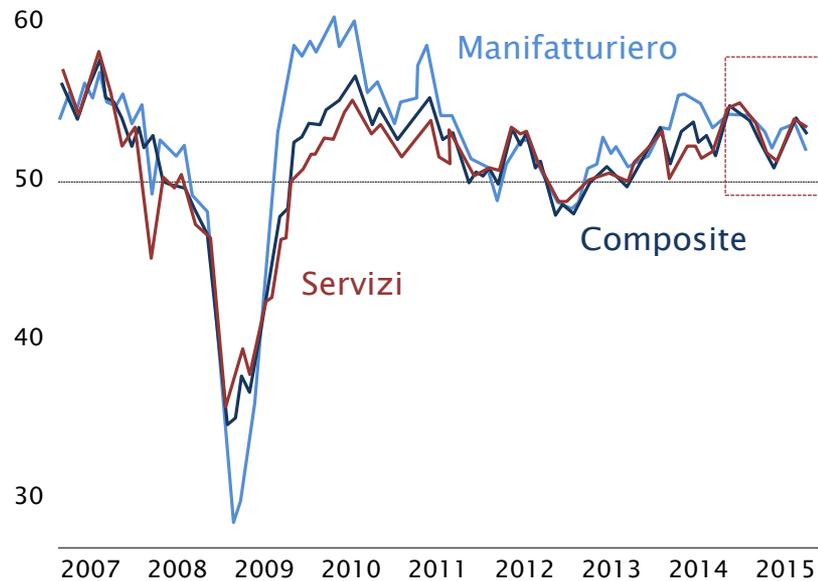


- Trend di stimolo straordinario in crescita rispetto al ritmo 2007-2014
- Merito di BoJ e BCE, che hanno raccolto il testimone di Fed e BoE, attuando manovre anche più aggressive

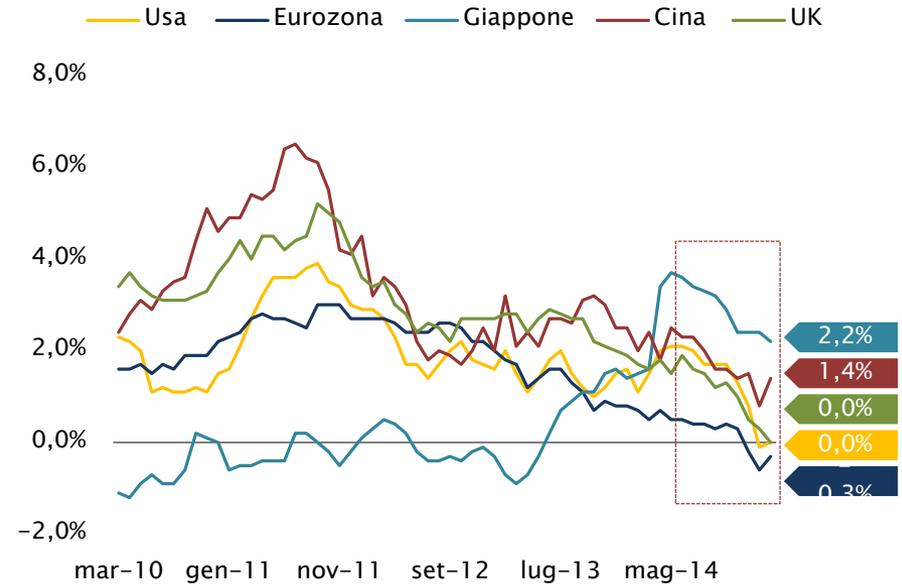


Rischi di recessione? No, deflazione

PMI globale



Inflazione nelle principali economie mondiali



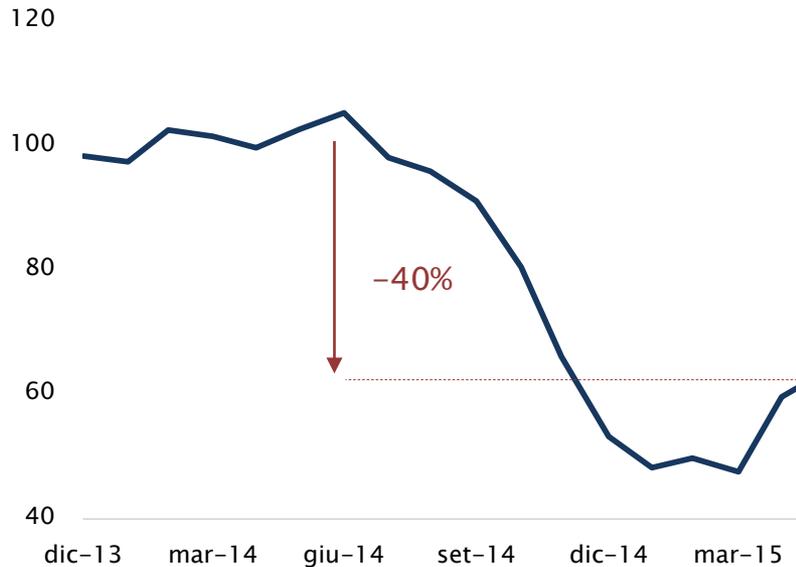
1 Contrariamente agli episodi precedenti, l'azione degli istituti centrali non è stata stimolata da un'impennata dei rischi di recessione

2 A scatenarne la reazione è stata una generale implosione delle attese di inflazione

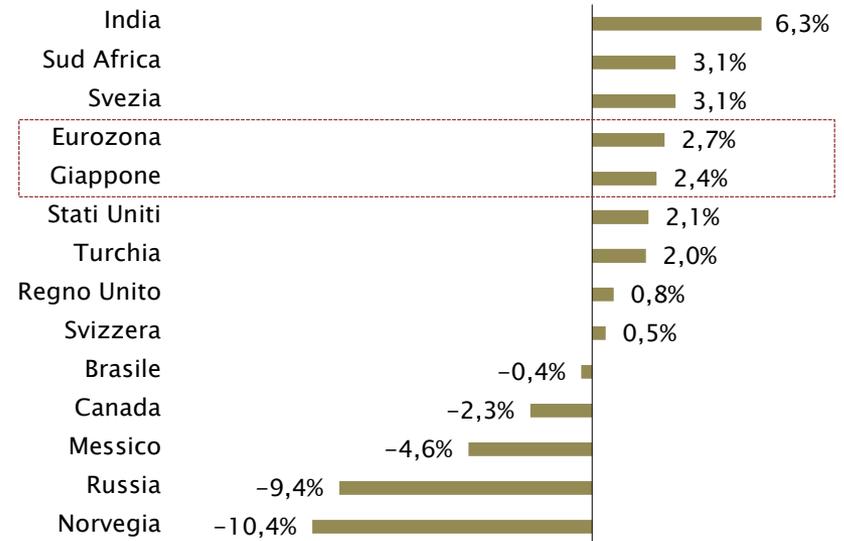


Crollo del petrolio: un regalo dell'OPEC? 1 / 2

Prezzo del petrolio



Importazioni nette di petrolio (% su PIL)



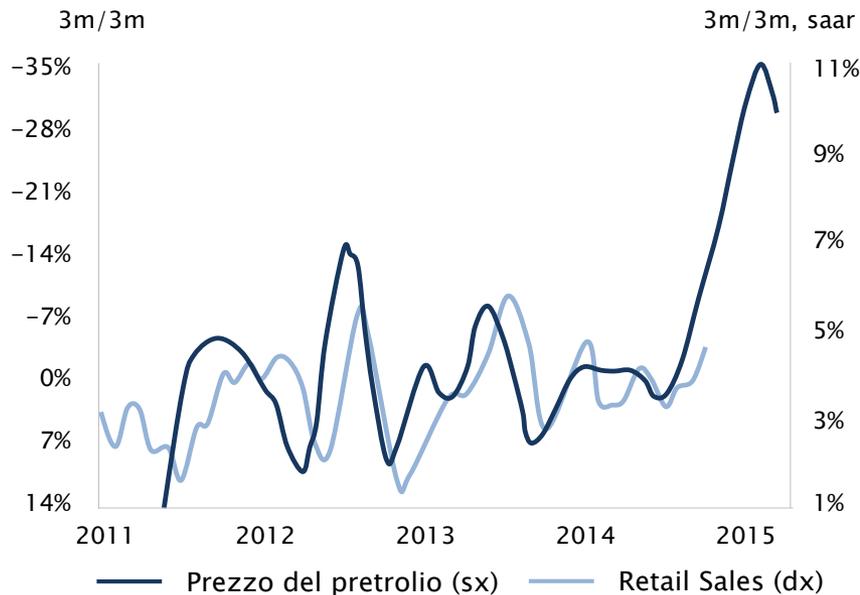
1 Stime BCE dell'impatto di un rialzo di 10\$ del prezzo del greggio sulla crescita: -0,08% nel primo anno, -0,19% nel secondo e -0,24% nel terzo

2 Pur non assumendo perfetta reciprocità, l'effetto di un calo di 50\$ dovrebbe essere considerevole



Crollo del petrolio: un regalo dell'OPEC? 2/2

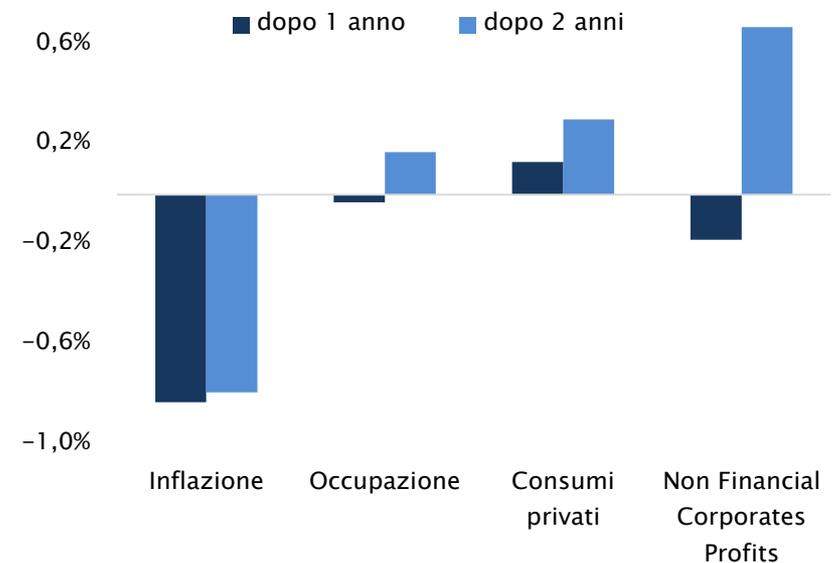
Petrolio e retail sales (globali ex Giappone)



Effetto benefico del calo del petrolio:
 incremento reddito spendibile e
 miglioramento consumi

Fonte: EIA; JP Morgan, Citigroup

Effetto 1 st.dev. shock nel prezzo del Brent



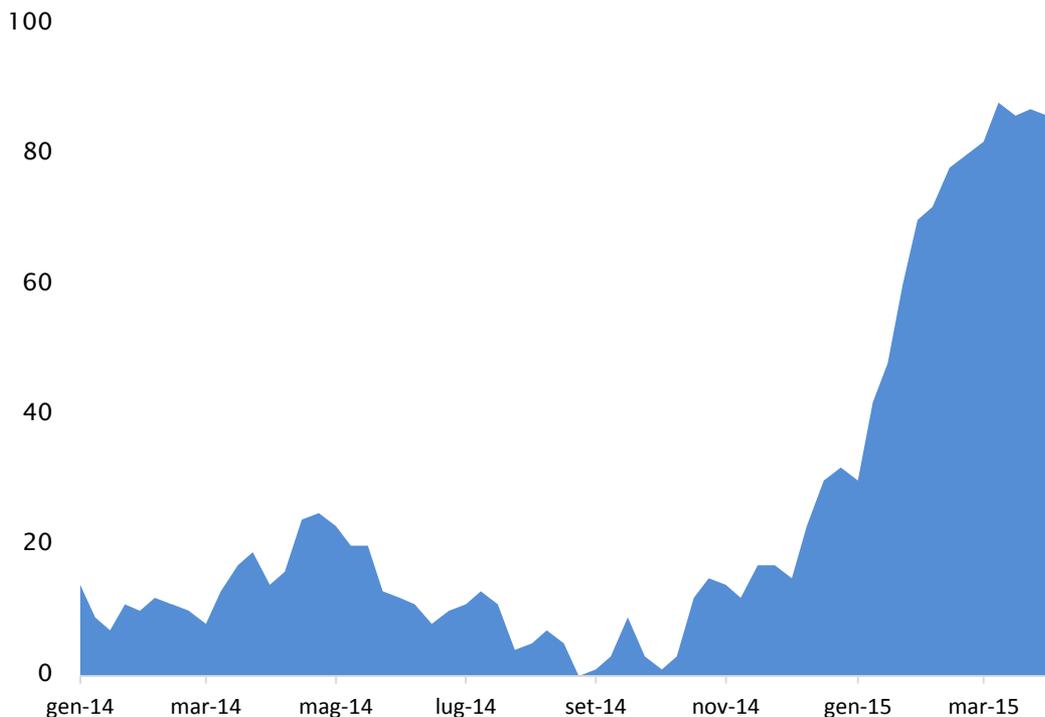
Superato lo shock per il settore energia,
 l'effetto si estende ai margini aziendali e
 quindi all'occupazione



Petrolio: la capacità produttiva conterrà i rimbalzi

Scorte di oil vs media 5 anni

Mln di barili

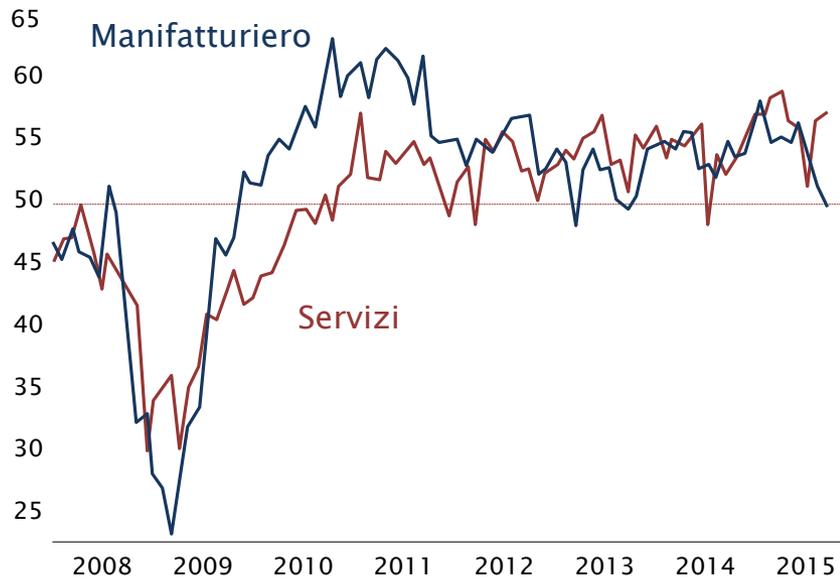


- Le scorte US hanno mostrato i primi cali a maggio, dopo 17 settimane consecutive di incremento
- Una stabilizzazione in area 65\$ a barile vedrà la riapertura di un buon numero di pozzi in attivo a quel livello
- Offerta assai sensibile al prezzo grazie alla facilità con cui l'estrazione può essere avviata da impianti di shale oil già esistenti o di nuova apertura
- Ciò dovrebbe impedire impennate di prezzo durature



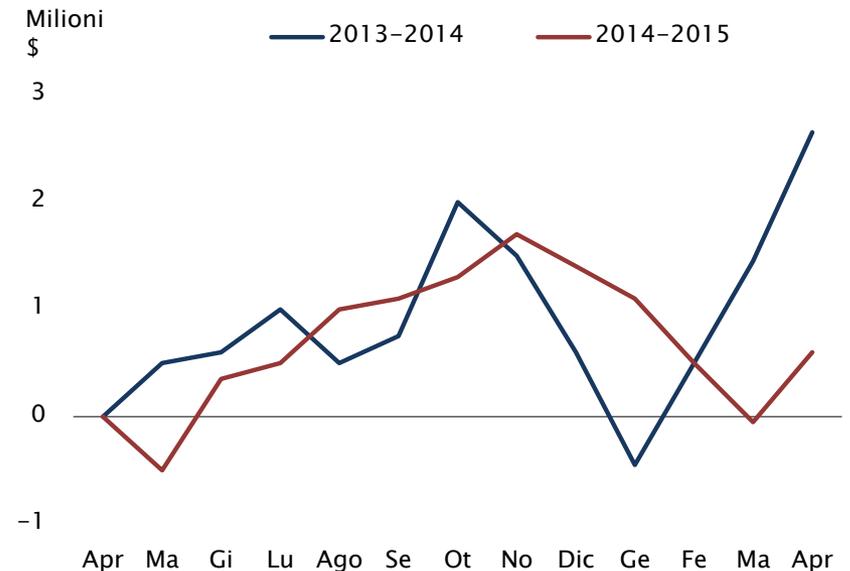
USA: «Fattori in parte transitori» (J. Yellen, FOMC 29 aprile)

ISM Business Employment



- Perdita rilevante di momentum per il settore manifatturiero, tipicamente più colpito dal maltempo
- Andamento stabile per il settore servizi (che occupa oltre l'80% della forza lavoro Usa)

Spesa in beni sensibili al clima (delta cumulato)

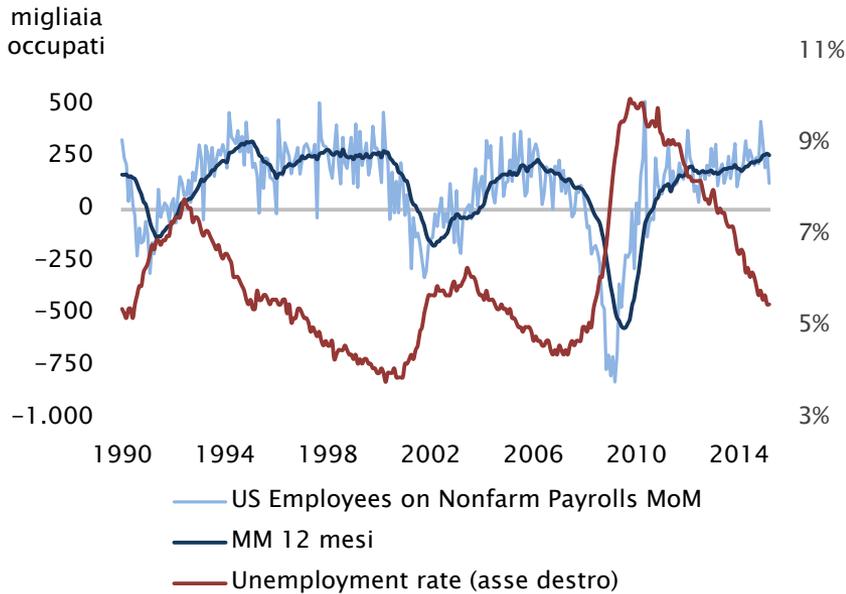


- Brusco calo del fatturato nel corso dell'inverno per auto, ristorazione, costruzioni e grande distribuzione
- Quadro simile allo scorso anno, caratterizzato poi dal rimbalzo di primavera



Mercato del lavoro Usa: segnali di forza 1 / 3

Nonfarm payrolls vs disoccupazione



Initial Jobless Claims

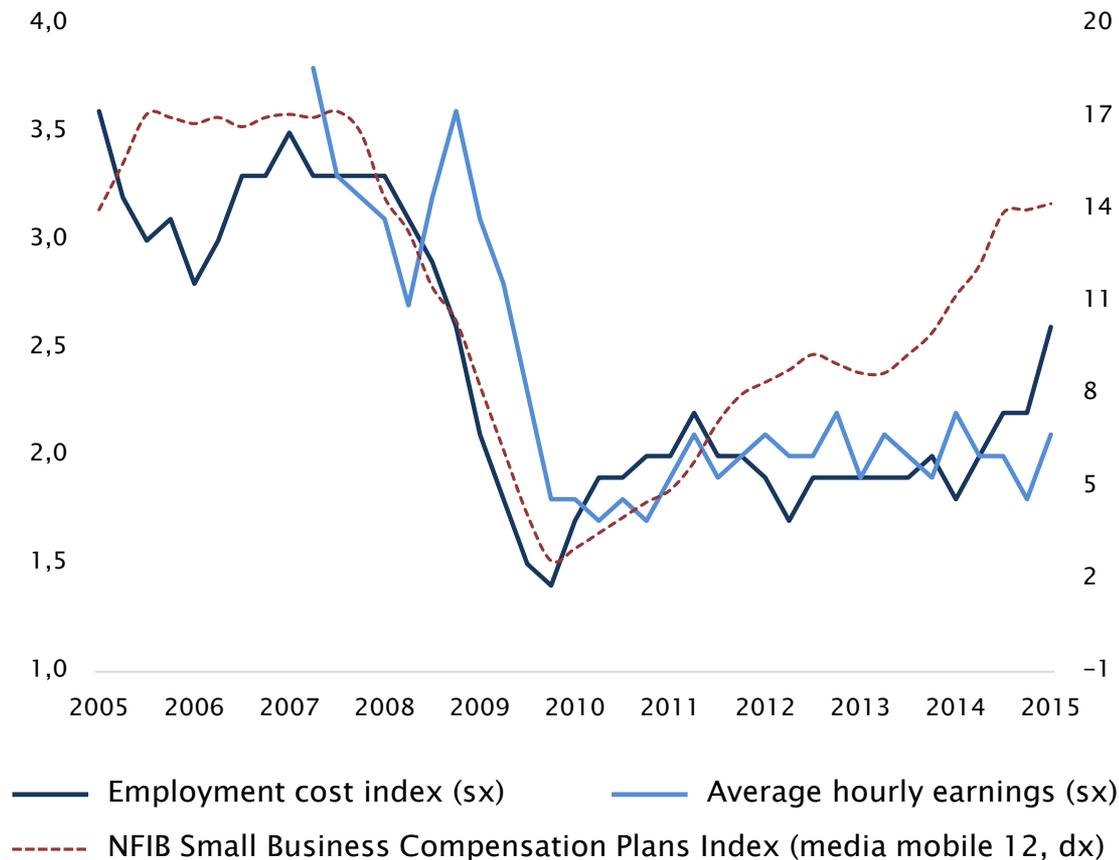


- 1 Il tasso di creazione di posti di lavoro Usa rimane intorno alle 200 mila unità per mese
- 2 La disoccupazione si avvicina al NAIRU (*non accelerating inflation rate of unemployment*)
- 3 I *jobless claim* rimangono a livelli frizionali



Mercato del lavoro Usa: segnali di forza 2/3

Mercato del lavoro negli USA

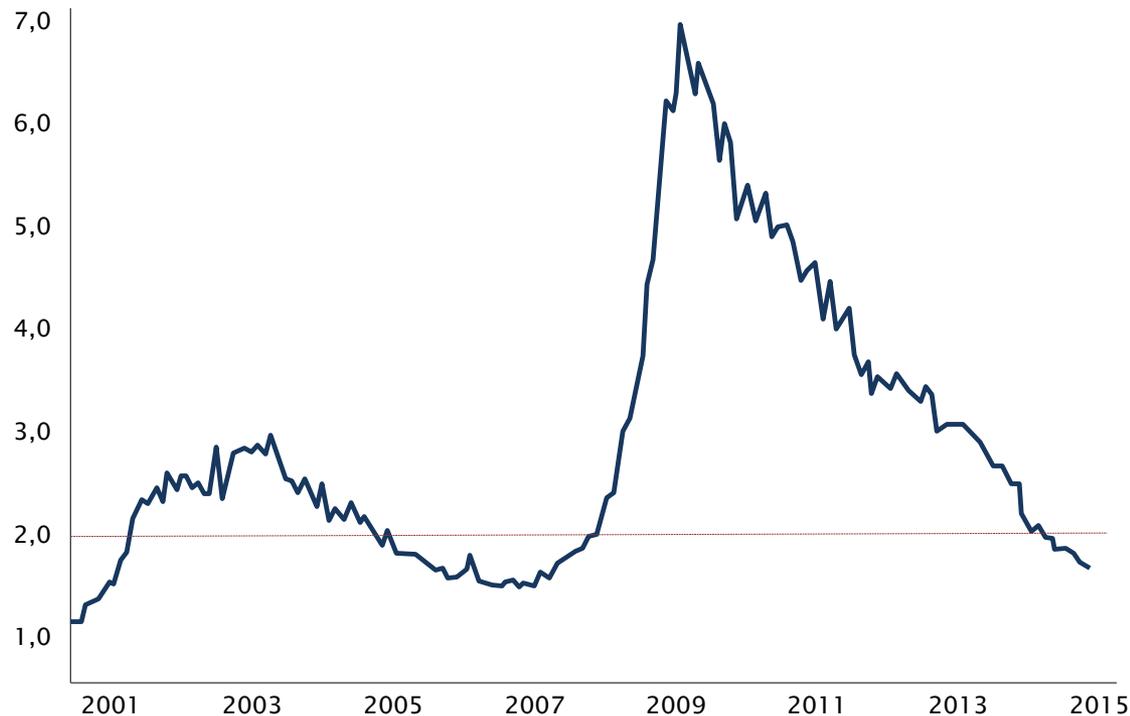


- Il sottoindice *compensation plans* relativo alla piccola e media impresa indica l'incombere di pressioni salariali
- L'*employment cost index* ha iniziato a registrare un'accelerazione
- La divergenza tra ECI e AHE viene normalmente risolta a favore del primo



Mercato del lavoro Usa: segnali di forza 3/3

Jolts unemployment rate ratio



- Rapporto tra aperture di nuove posizioni lavorative e numero di disoccupati stabilmente sotto il 2%
- Il tasso di dimissioni volontarie sul totale dei lavoratori (*Quits Rate*) è tornato a livelli pre-crisi

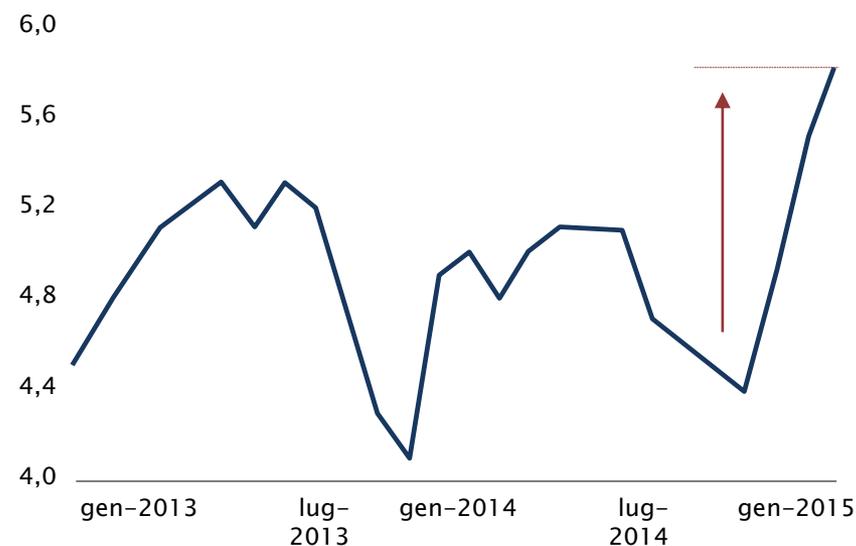


L'effetto oil si fa attendere

Prezzo medio della benzina alla pompa



Risparmio privato (% su reddito disponibile)



- 1 Il calo dell'oil ha già dispiegato i suoi effetti sul reddito, ma non ancora sui consumi
- 2 I consumatori aumentano la spesa solo se percepiscono il risparmio come durevole ⁽¹⁾
- 3 In assenza di forti rimbalzi, l'effetto petrolio sui consumi dovrebbe fare la sua comparsa nel prossimo trimestre

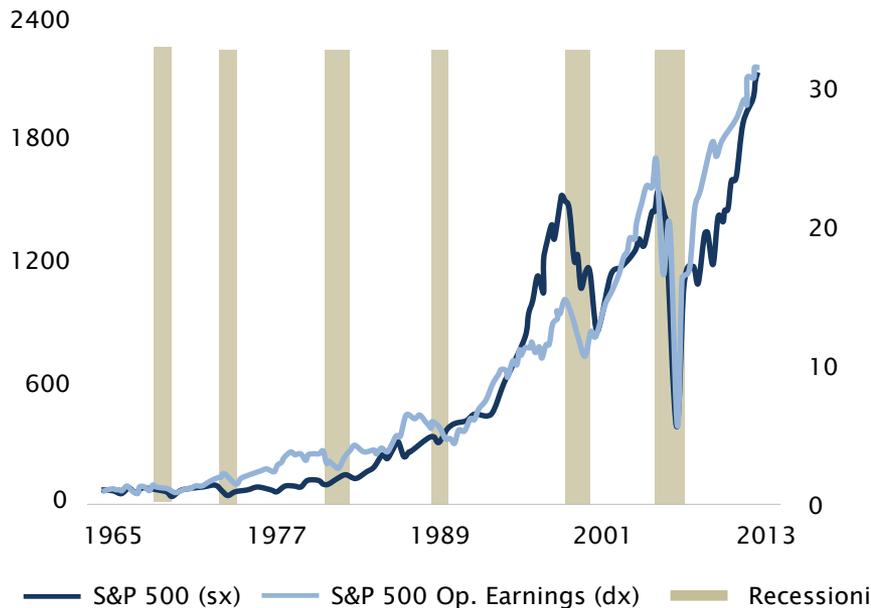
Fonte: Bloomberg

(1) Milton Friedman (economista statunitense, Premio Nobel per l'economia nel 1976)

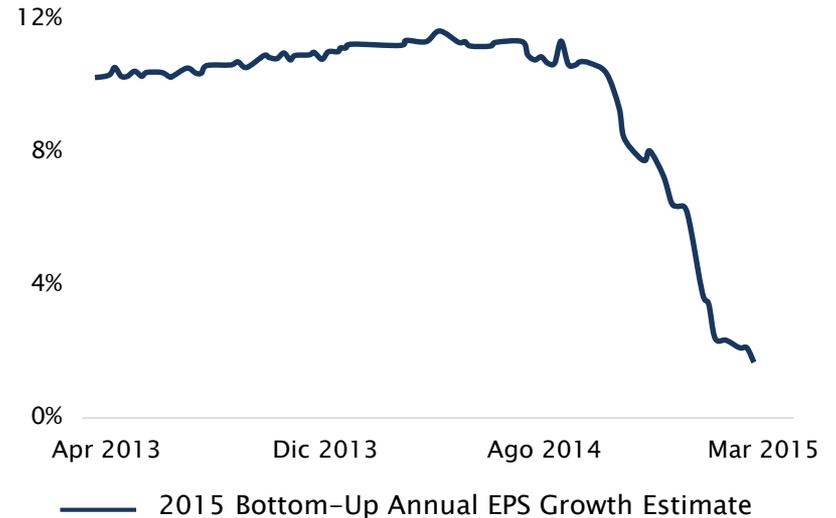


Profitti Usa: abbondanza di *Headwinds*

Azionario americano e EPS



S&P500 – EPS growth estimate



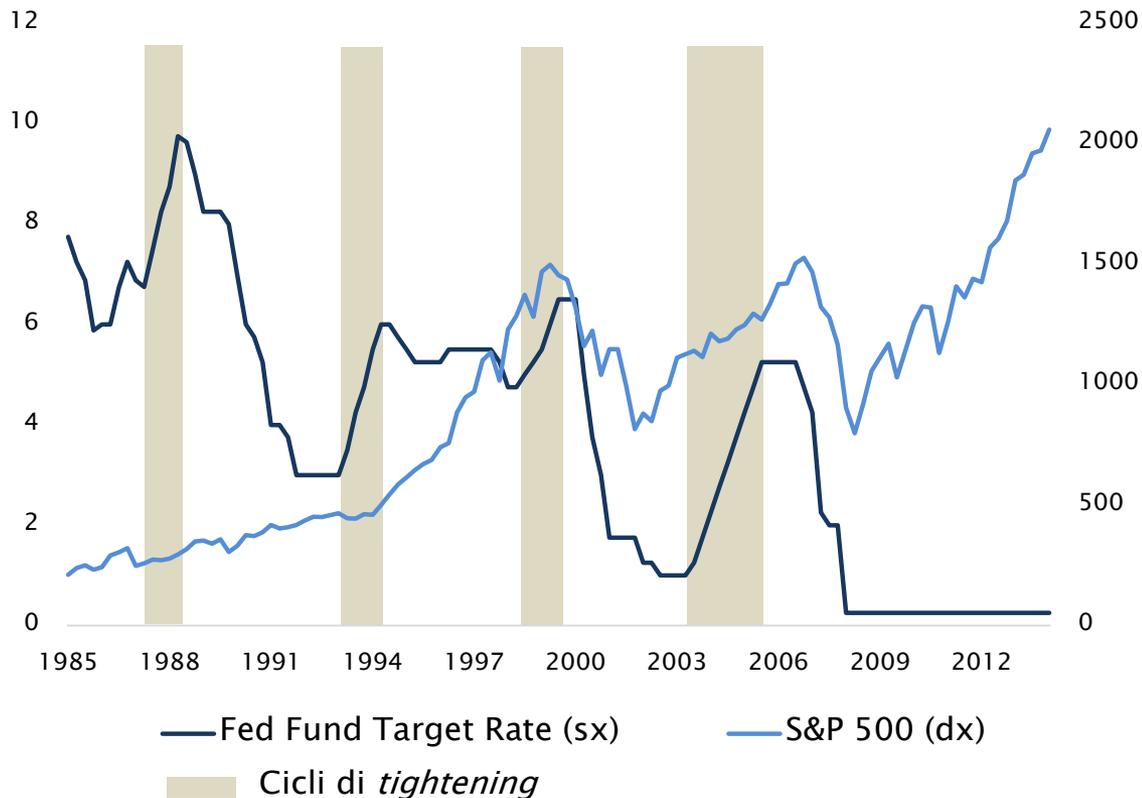
La liquidità Fed ha prodotto un'esplosione di profitti per i corporate americani, garantendo a chi aveva accesso al mercato dei capitali risorse illimitate a costi molto bassi

Si tratta di un trend difficile da mantenere, con liquidità in ritirata, dollaro forte, rialzi dei tassi in arrivo e impatto del calo dell'oil sul settore energy



USA: inizio *tightening* storicamente favorevole all'azionario

Fed Fund Rate vs Azionario americano

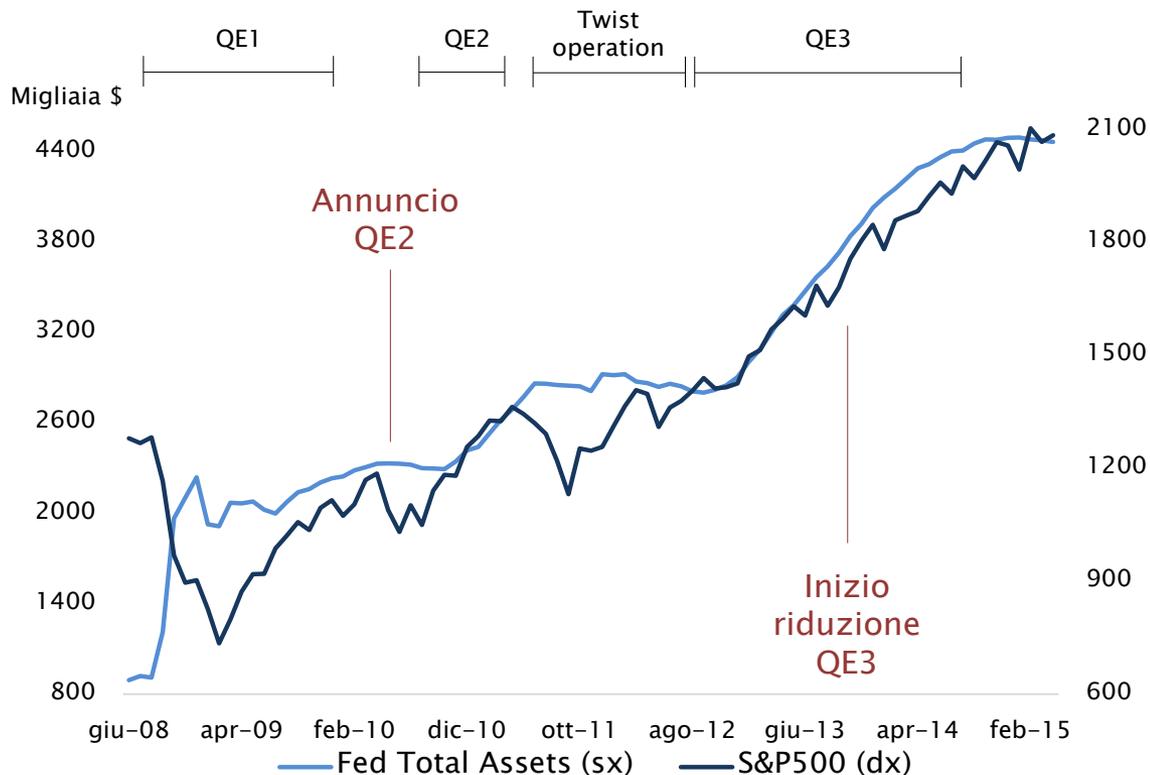


- Evidenze ultimi 30 anni: l'equity non teme l'esordio di cicli di *tightening*
- Queste fasi sono solitamente segnalate con opportune comunicazioni
- Normalmente il loro inizio coincide con fasi di accelerazione della crescita
- Su 4 episodi dall'85 a oggi, nessuno ha portato in dote un *bear market*



Ma questo non è un ciclo normale

Fed Total Assets vs Azionario americano

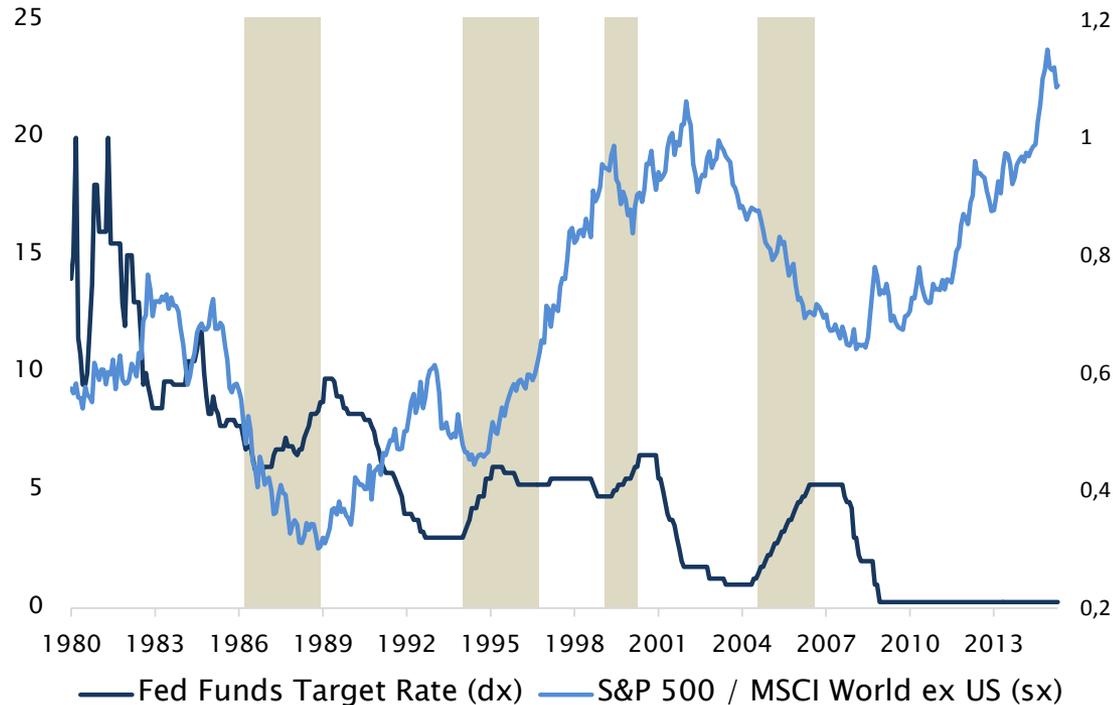


- È discutibile collocare l'inizio di questo ciclo di *tightening* in occasione del primo rialzo dei tassi
- Tecnicamente, questo ha avuto inizio con il *tapering* (oltre un anno fa)
- Il dollaro ha preso ad apprezzarsi a *tapering* avviato (ben prima del rialzo dei tassi)



Il *tightening* è comunque un “*Headwind*” per Wall Street

Fed Fund Rate vs S&P500 / MSCI World ex US (relative)

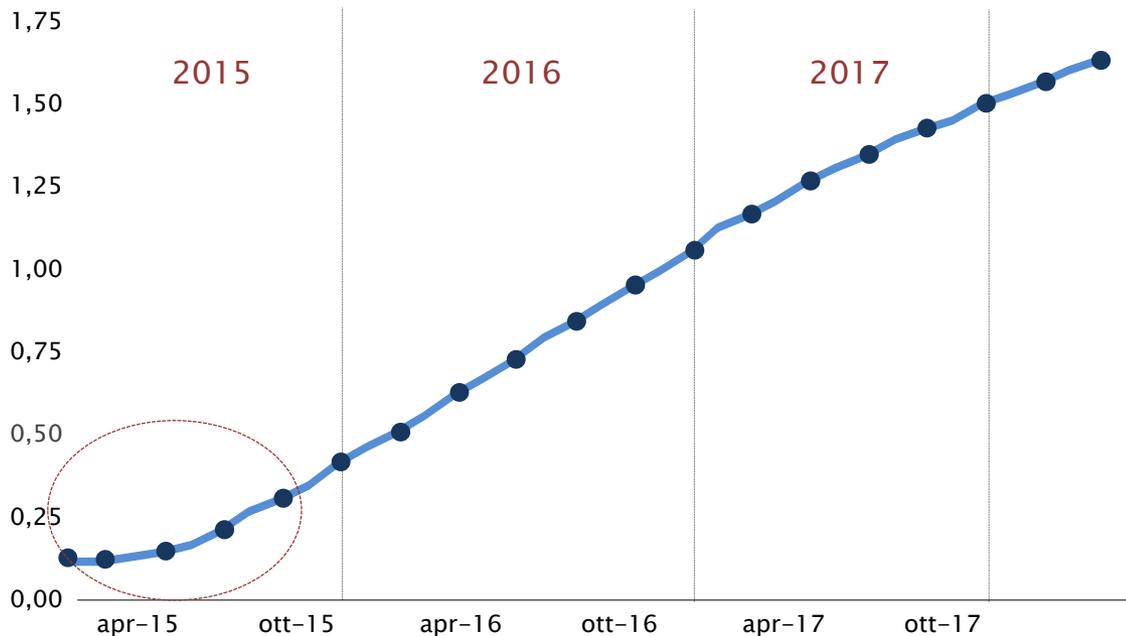


Cicli di rialzo dei tassi Usa: spesso coincidono con fasi di underperformance di Wall Street rispetto alle altre borse dei paesi industrializzati



Sul primo rialzo dei tassi il mercato è ormai assai prudente

Tassi forward impliciti nelle quotazioni future su Fed Funds



- Recenti delusioni macro: significativa riduzione delle attese di rialzo dei tassi
- Si sconta un rialzo a dicembre 2015
- Al massimo 3 ulteriori rialzi previsti nell'intero 2016 (si toccherà l'1% solo a dicembre)
- Possibile *repricing* della curva in caso di miglioramento anche moderato dei dati



Il Quantitative Easing

Come lavora

- Gli acquisti di bond governativi iniettano liquidità nel sistema e comprimono i rendimenti, in particolare sulle parti brevi delle curve

Effetti primari

- Spinge gli investitori verso asset class più rischiose (equity, credito, immobiliare)
- Spinge gli investitori all'estero, a caccia di ritorni

Effetti secondari

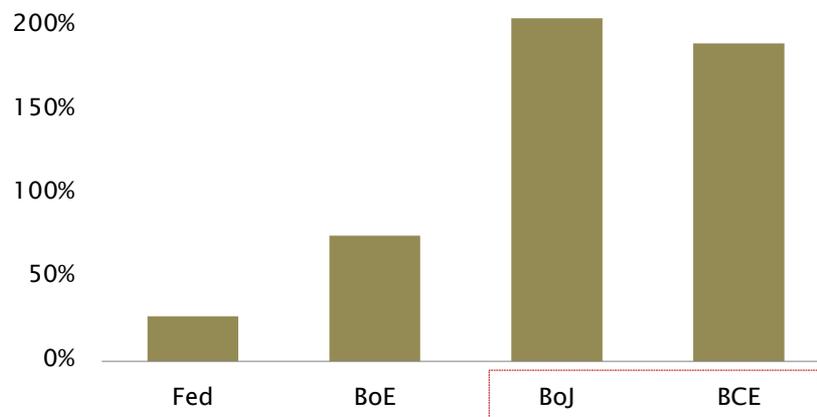
- La liquidità immessa nel sistema e i tassi bassi riducono il costo del finanziamento del debito e il costo del capitale per le aziende
- La salita degli asset migliora i bilanci bancari, incrementando la capacità di erogare credito, e produce un «wealth effect» sui privati
- Il calo della divisa aumenta la competitività dell'economia e il contributo del canale estero



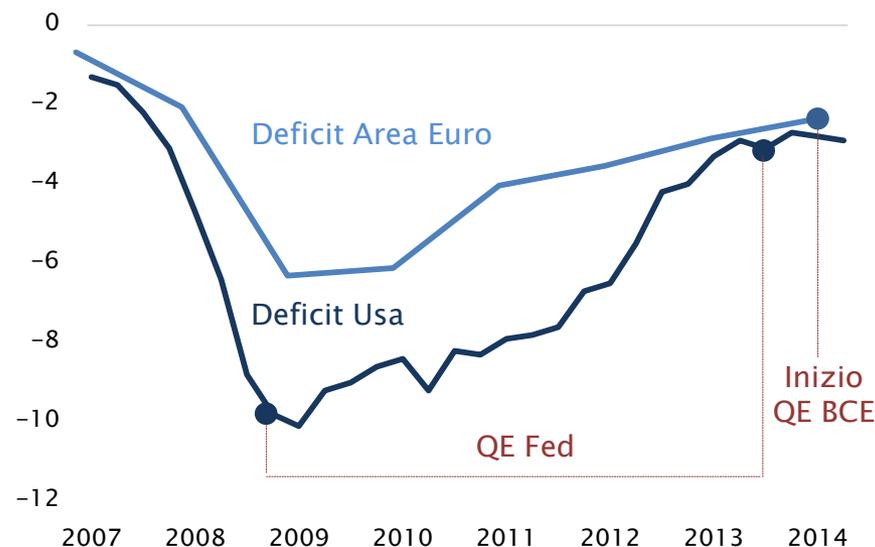
QE della BCE: ampio e ben posizionato

Acquisti titoli governativi

(% su emissioni nette di periodo)



Deficit Area Euro vs Deficit Usa

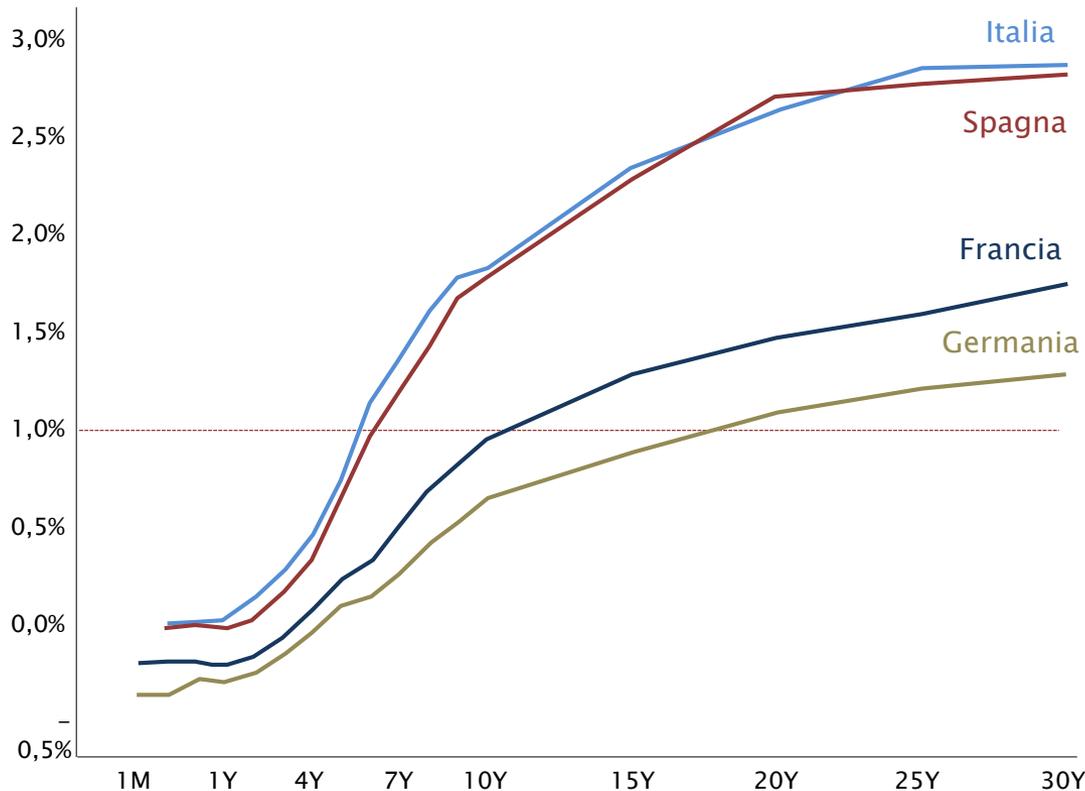


- 1** Dimensioni: QE BCE inferiore a quelli di Fed, BoE e BoJ (N.B. ammontari di quest'ultimi raggiunti in più rate)
- 2** A differenza dei precedenti casi, la manovra BCE giunge in una fase di deficit contenuto (2,9%) e tassi già bassissimi
- 3** Deficit basso = ridotte necessità di rifinanziamento
Ne consegue che gli acquisti coprono quasi 2 volte le emissioni nette



Governativi europei: più effetto spread che tasso

Curve dei tassi



- Il QE della BCE va a impattare sui rendimenti in generale già assai compressi
- L'effetto più rilevante si avrà sullo spread "core-periferici" dove il margine di miglioramento è ancora significativo
- Conseguenze:
 - riduzione della «frammentazione finanziaria» europea
 - miglioramento del meccanismo di trasmissione di politica monetaria
- La compressione dei rendimenti sulle parti brevi delle curve mantiene negativi i tassi reali, a condizione di riuscire a generare inflazione

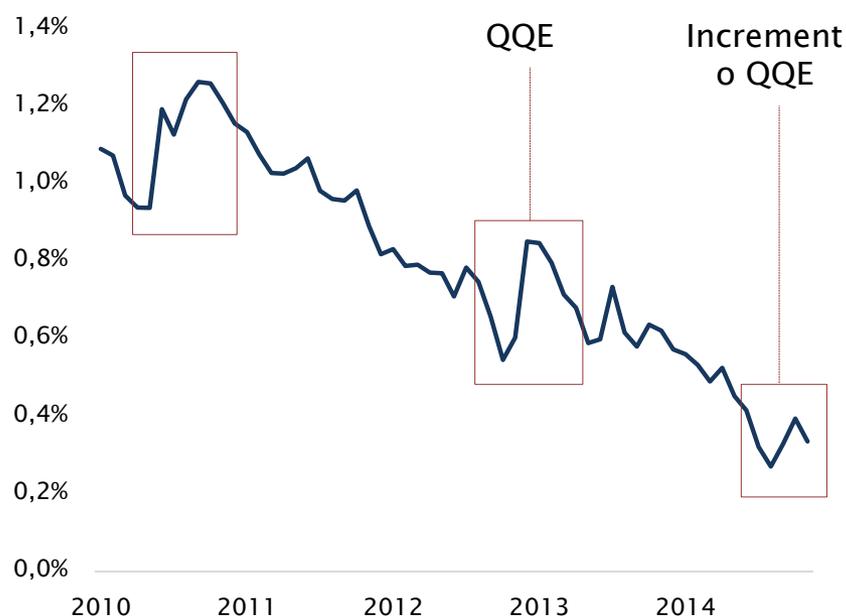


Volatilità sui tassi: normale amministrazione nei casi di QE

Tassi governativi USA 10Y



Tassi governativi Giappone 10Y



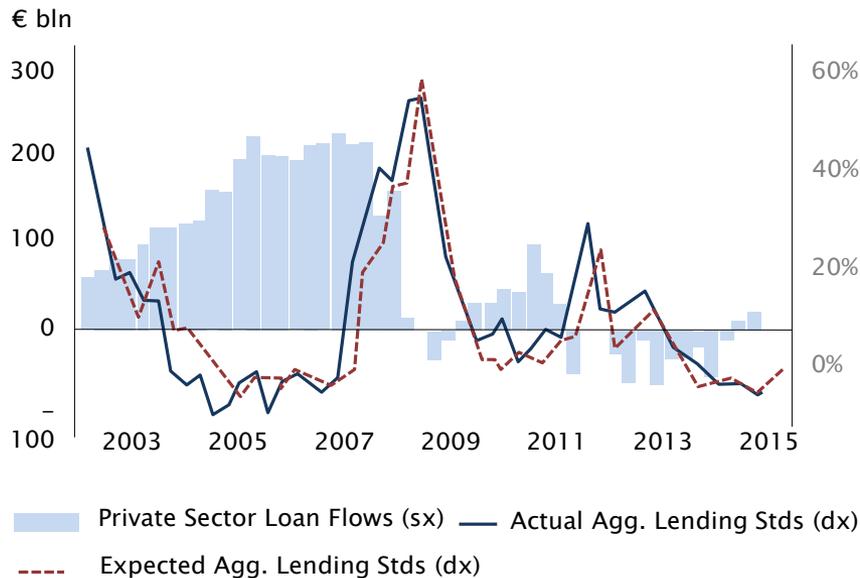
1 Volatilità sui tassi: episodi frequenti quando viene erogato QE

2 Principali cause: aumenti delle aspettative di crescita e inflazione, correzioni tecniche di posizionamenti eccessivi

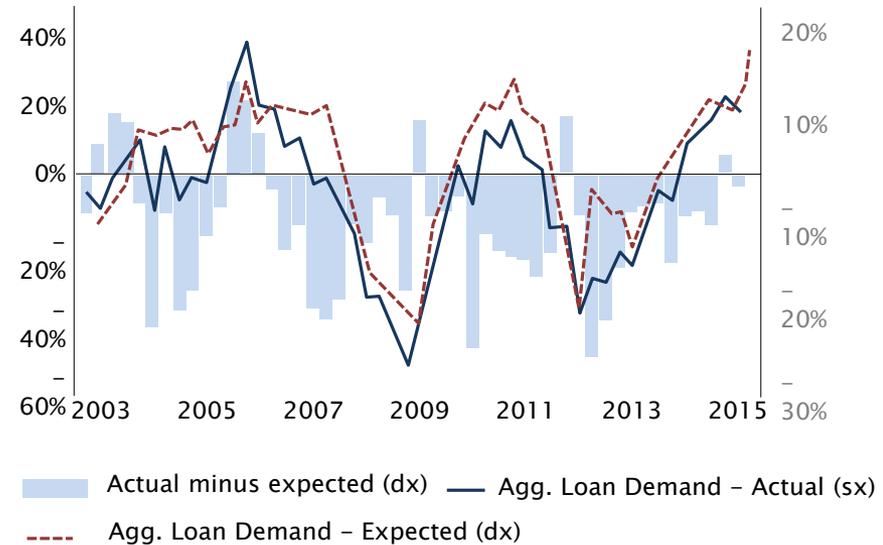


Europa: il credit easing era comunque già iniziato

Loan Volumes e Bank Lending Standards



Loan Demand (actual vs expected)



Le precedenti misure BCE (LTRO, TLTRO, acquisto ABS e covered, tassi di deposito negativi) avevano già innescato un miglioramento delle condizioni del credito

Discorso analogo per la domanda di credito, che ha cominciato a salire, seppure da livelli molto bassi

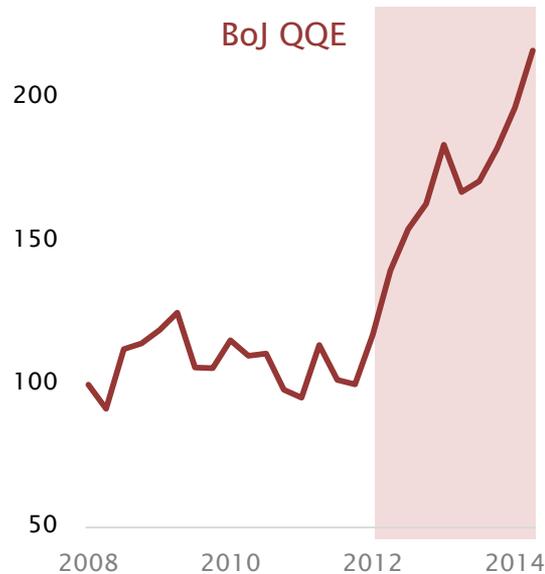


Principale effetto del QE? Asset inflation

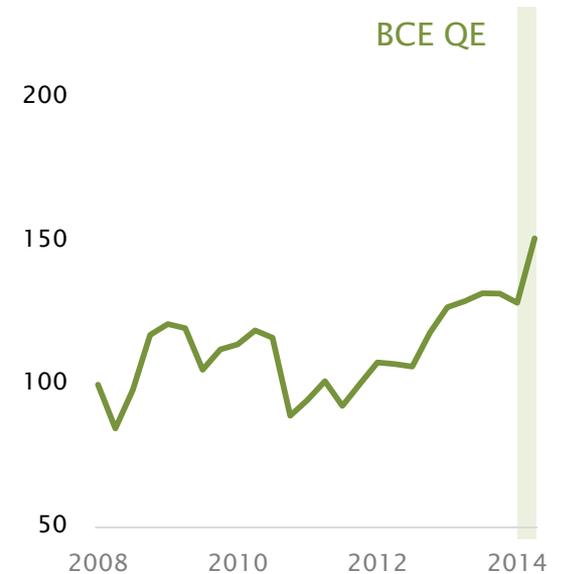
Azionario Usa



Azionario Giappone



Azionario Europa



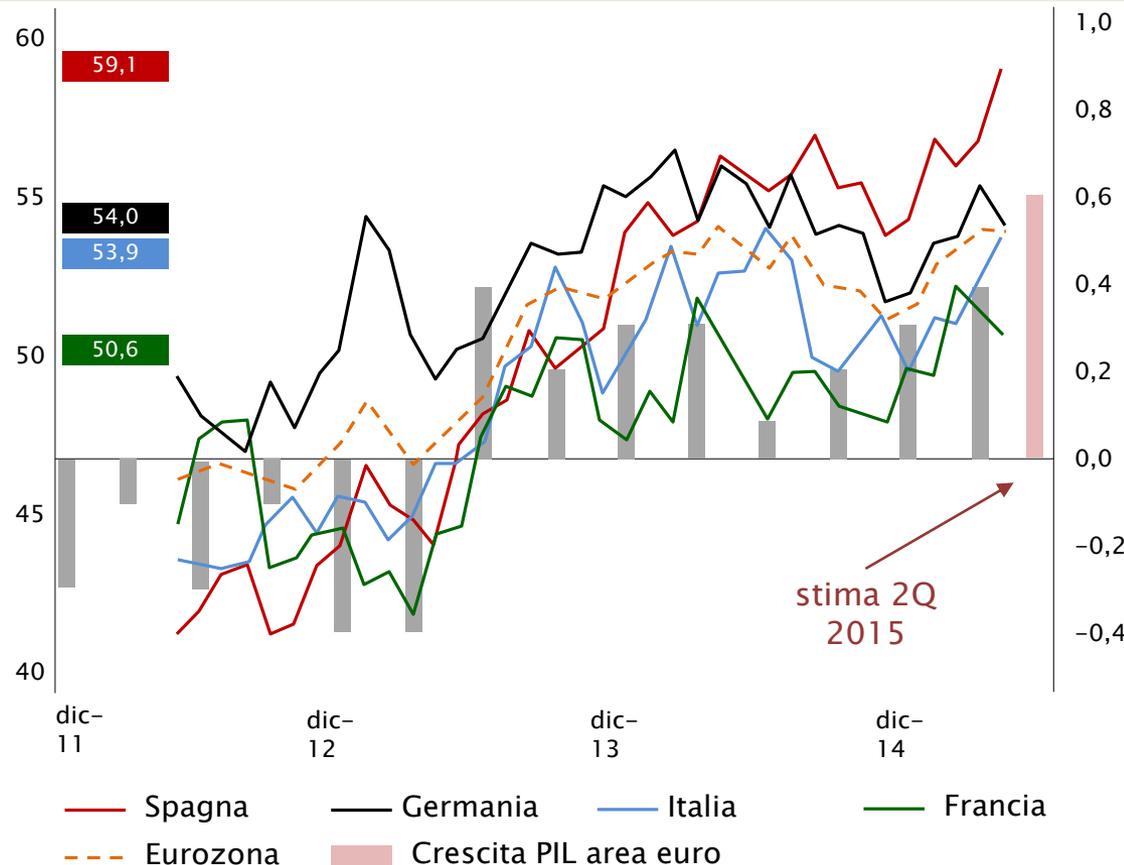
1 Le esperienze passate dimostrano che l'equity è il principale beneficiario del QE

2 La ridotta offerta di bond governativi e i rendimenti negativi del *free-risk* esaltano l'effetto "crowding out" del QE europeo



Ripresa europea: la volta buona?

PMI composite Area Euro

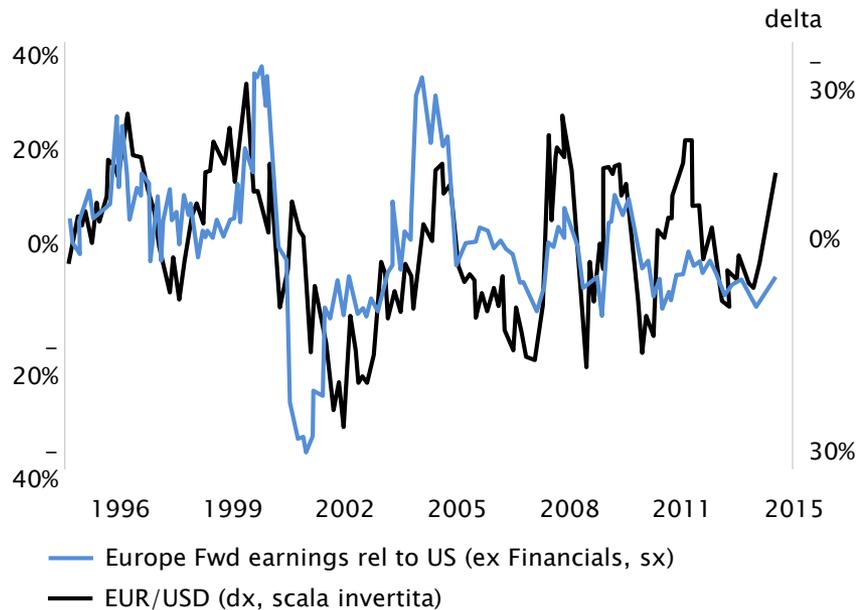


- Le *survey* di attività economica europea hanno ripreso a segnalare accelerazione ciclica
- Coerentemente, i dati macro hanno preso a migliorare negli ultimi mesi
- Il QE della BCE non ha dunque l'onere di invertire la direzione del ciclo, ma può accompagnarla



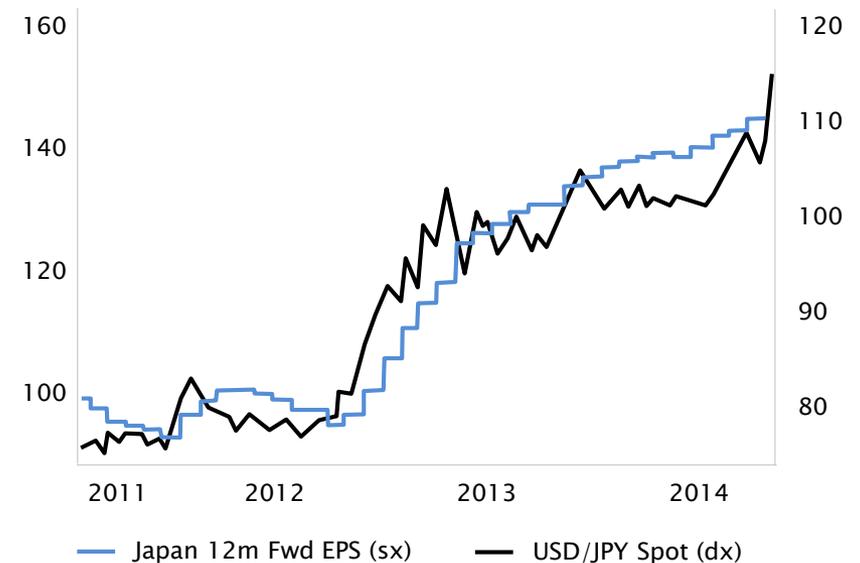
L'euro debole supporta gli utili

EPS Europa/US (relative) e EUR/USD



Numerose evidenze mostrano la relazione tra livello del cambio e utili aziendali

EPS Giappone e USD/JPY

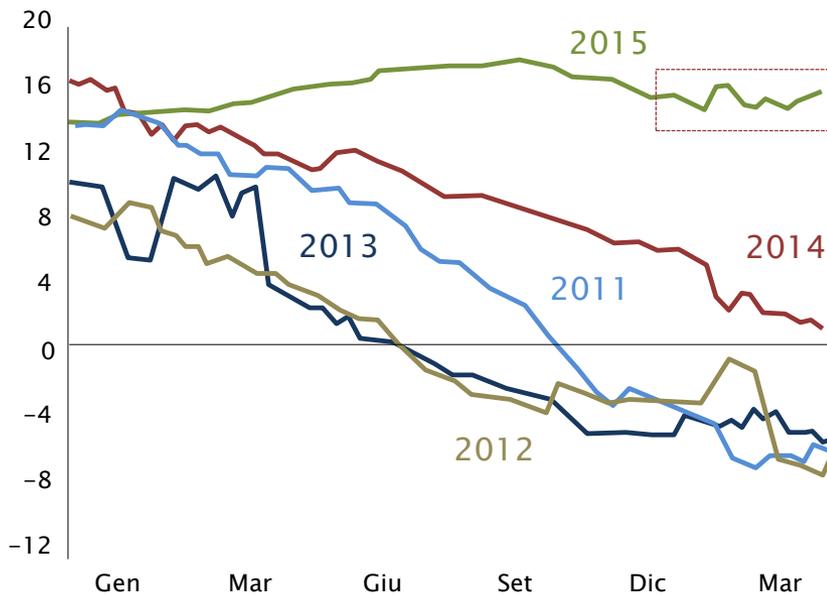


La recente esperienza giapponese è tra le più rappresentative



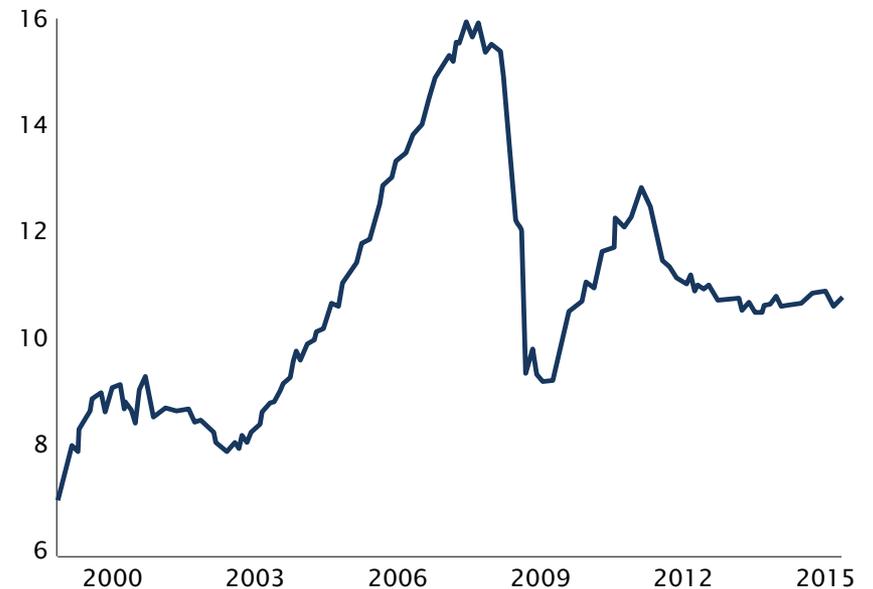
Clima diverso nelle aziende europee 1 / 2

Consensus EPS growth forecast



A differenza degli ultimi 4 anni, le attese sugli utili europei stanno tenendo nonostante il forte calo del settore Oil&Gas

EPS Area Euro (12m Fwd)

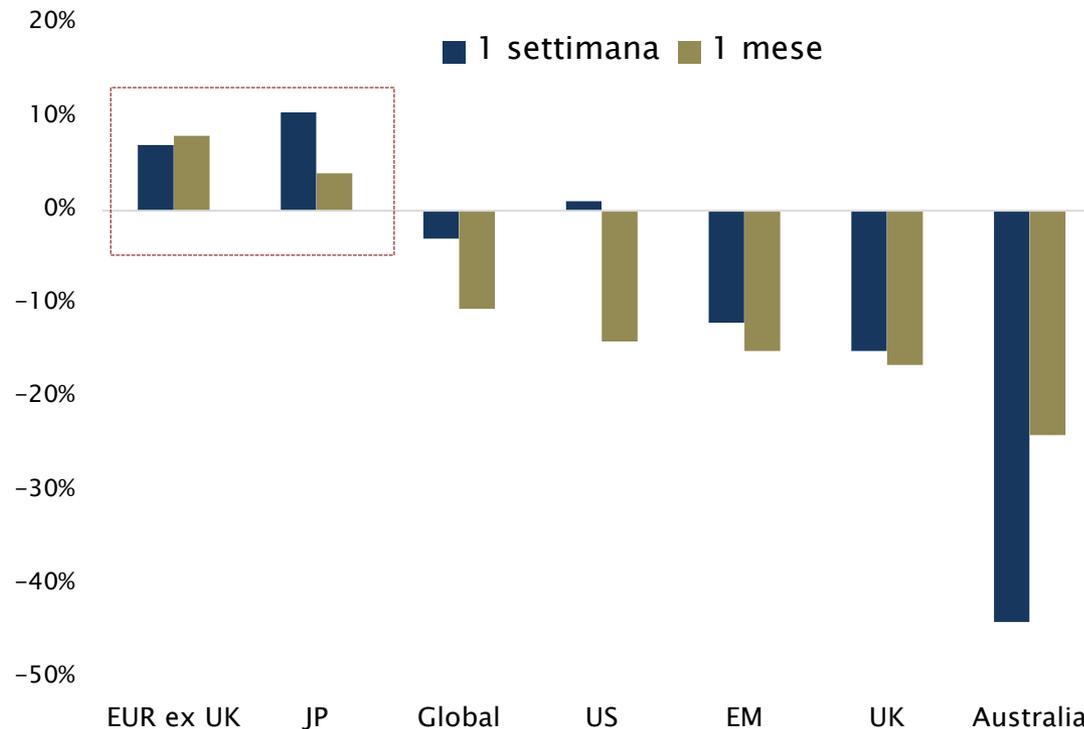


Contrariamente al caso americano, gli utili delle aziende europee partono da una base assai depressa



Clima diverso nelle aziende europee 2/2

Regional Earnings Revisions: Net Analyst Upgrades (%)

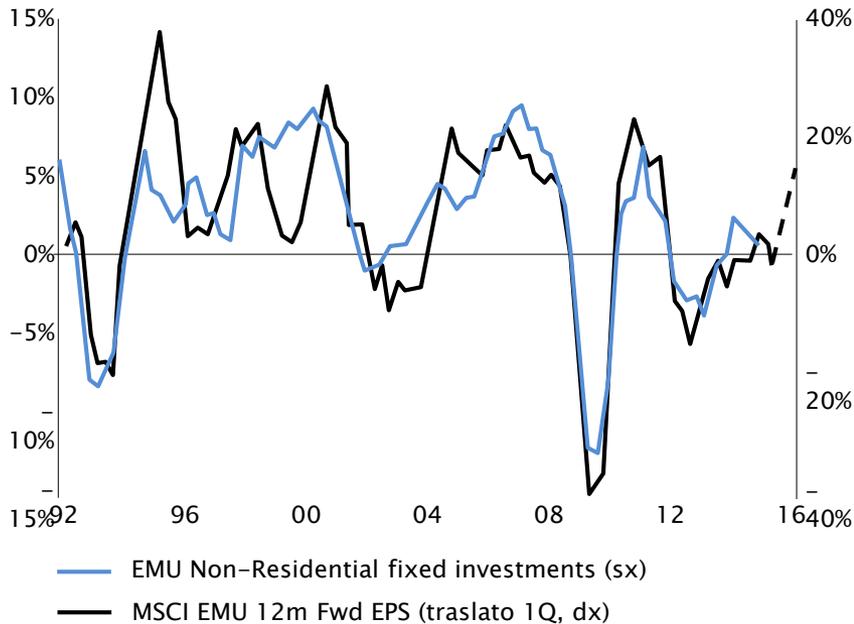


- Per la prima volta in quattro anni, le aziende europee hanno avuto più *guidance* positive che negative a marzo 2015
- Gli *upgrades* riguardano soprattutto i settori ciclici

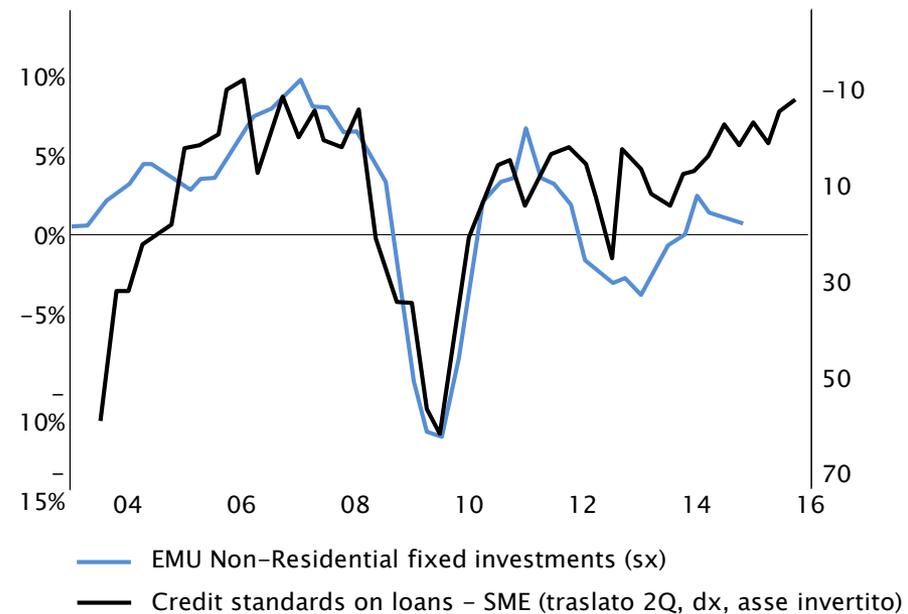


Il capex europeo uscirà dal letargo

Capex non residenziali vs utili



Capex non residenziali vs Condizioni creditizie



I principali driver degli investimenti sono gli utili aziendali e la disponibilità di credito, entrambi in miglioramento nell'Eurozona



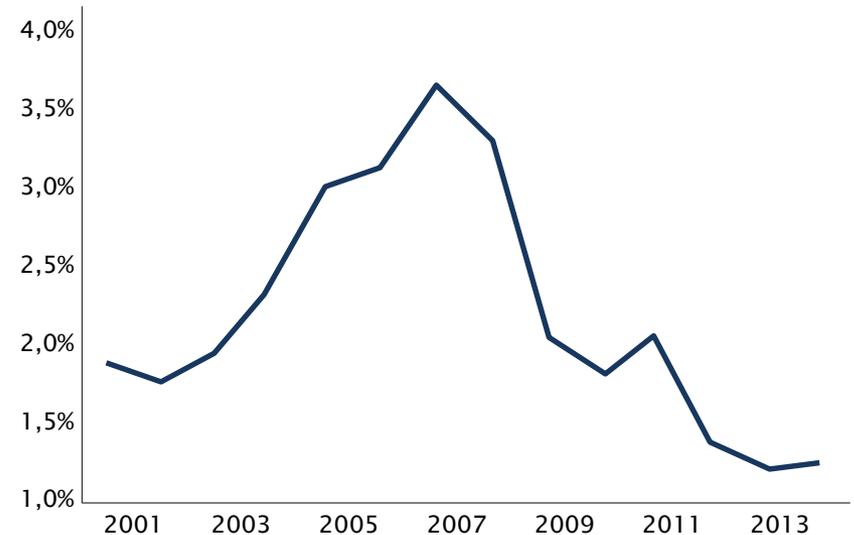
M&A e BuyBacks daranno il loro contributo

Price/Book Eurozona vs US (relative)



- Valutazioni attraenti (Price/Book medio sotto 2) e debolezza della divisa: aziende europee prede appetibili specie per gli esteri

Stoxx 600 buybacks (% market cap)

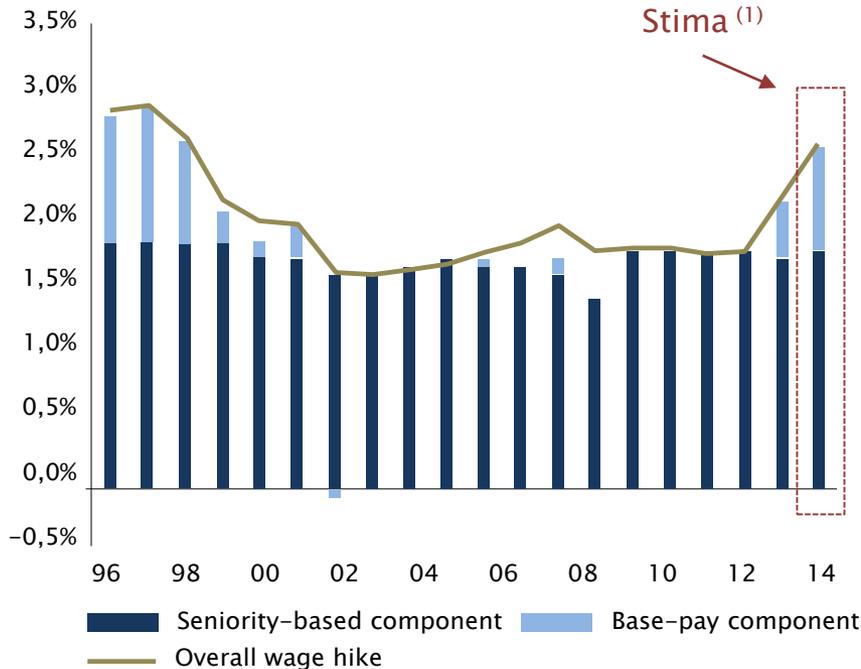


- Tassi bassi e miglioramento del quadro economico favoriranno un re-leverage delle aziende
- I BuyBack e le altre attività “*shareholder friendly*” dovrebbero riprendersi dagli attuali livelli depressi

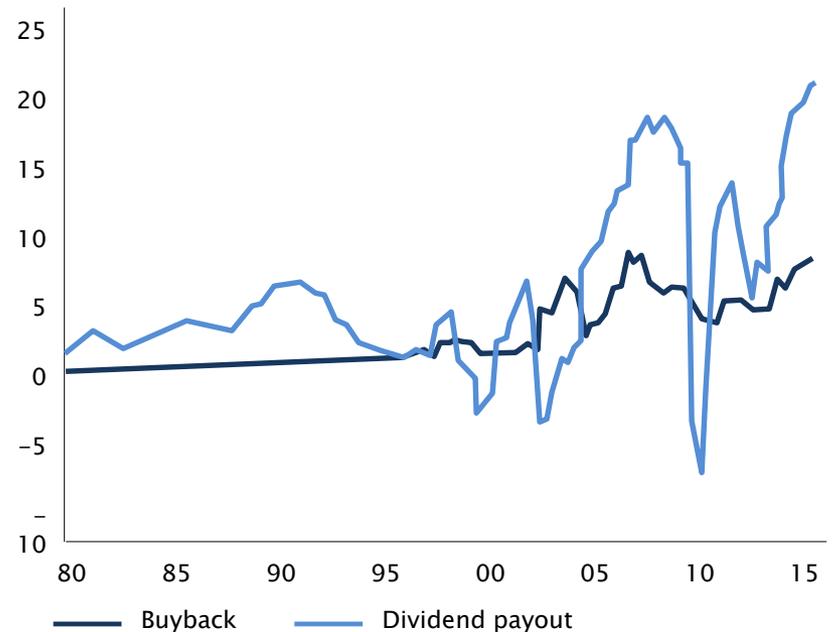


Giappone: primi segnali di vita dalla "third arrow" degli Abenomics

Tasso di crescita dei salari (yoy)



Buyback e dividendi



1 QE, svalutazione e asset re-allocation degli istituzionali sono stati i principali motori del rally Nikkei

2 Ora si incominciano a vedere i primi segnali di incremento salariale e di attività "shareholder friendly" dai corporate giapponesi

Fonte: Barclays
 (1) Stimato da JTUC-Rengo



2015: dove il valore?

USA	
P/E 2014	18,7
P/E 2015	18,4
Price/Book	2,8
Dividend Yield	2,0%
Shiller P/E	26,3
EPS growth YoY	1,7%

Europa (ex UK)	
P/E 2014	18,7
P/E 2015	17,0
Price/Book	1,9
Dividend Yield	3,0%
Shiller P/E	18,8
EPS growth YoY	12,4%

- **Usa 1:** PE non eccessivamente cari, ma quelli corretti per il ciclo sono elevati, per effetto della vertiginosa crescita degli utili
- **Usa 2:** bassa crescita attesa EPS
- **Europa 1:** P/E fair, anche aggiustati per il ciclo
- **Europa 2:** Buon dividend yield se paragonato ai tassi
- **Giappone 1:** P/E fair, P/B attraente
- **Giappone 2:** P/E corretti per il rischio elevati a causa del basso livello degli utili negli ultimi 10 anni

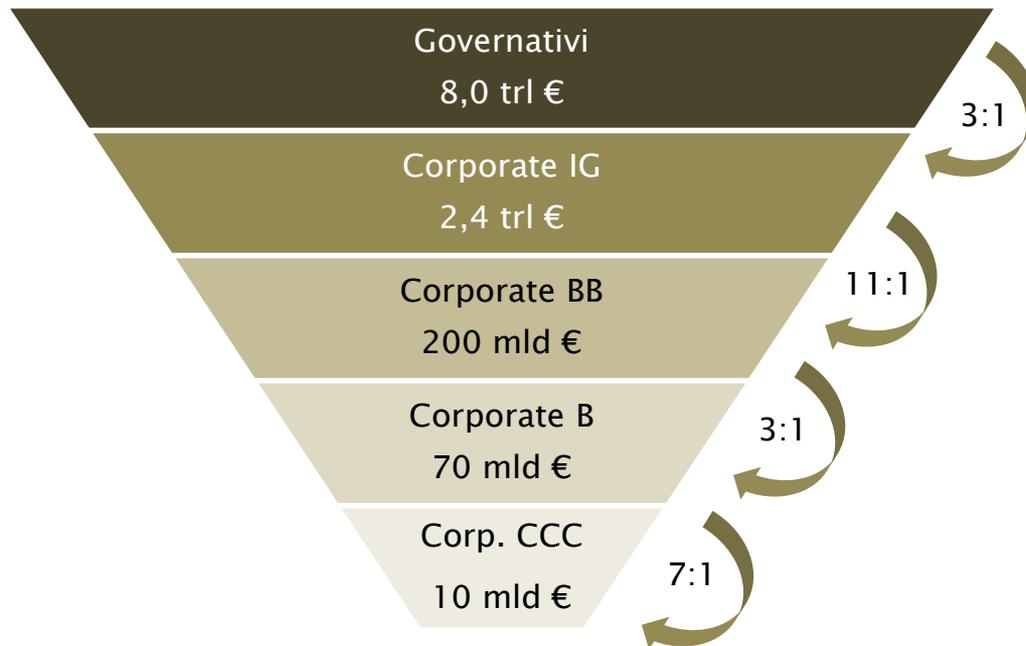
Giappone	
P/E 2014	18,5
P/E 2015	16,1
Price/Book	1,4
Dividend Yield	1,8%
Shiller P/E	27,6
EPS growth YoY	12,3%

Globale	
P/E 2014	17,0
P/E 2015	17,0
Price/Book	2,1
Dividend Yield	2,5%
Shiller P/E	21,8
EPS growth YoY	3,8%



Il credito europeo beneficerà del QE ...

Fixed income outstanding nell'Area euro

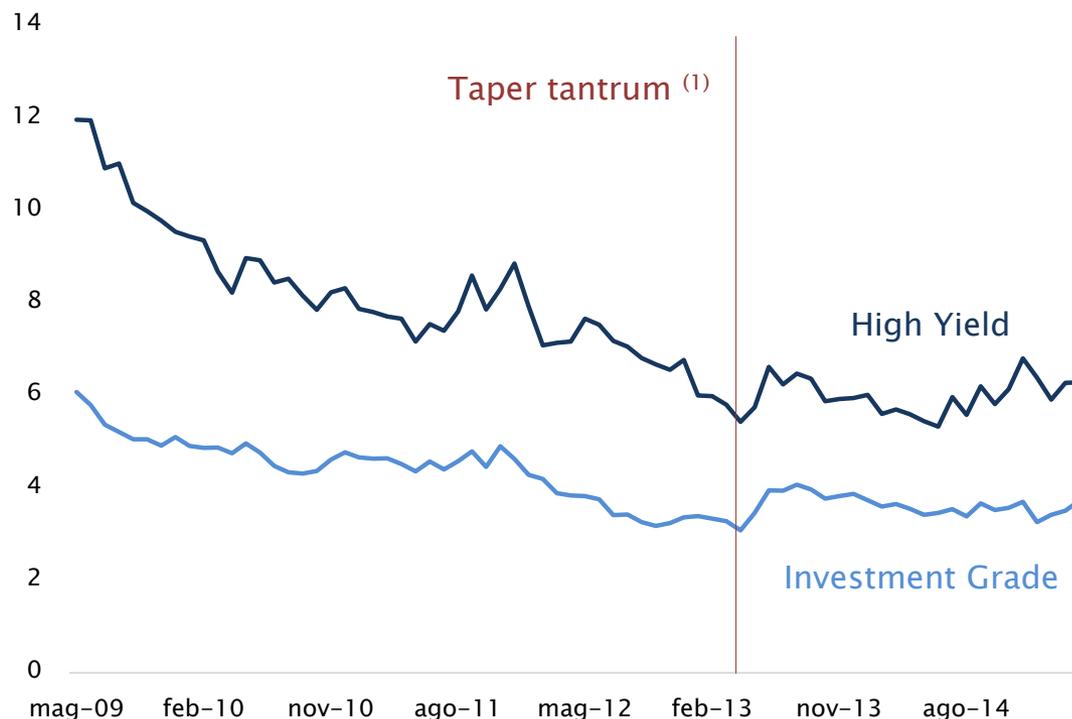


- Credito tra i principali candidati a ricevere risorse in uscita dal settore governativo
- La segmentazione del mercato rende lento e parziale il travaso di liquidità dai governativi alle fasce di credito
- Le dimensioni relative dei settori rendono inevitabile un riequilibrio dei rendimenti
- Possibile supporto all'asset class anche da miglioramento dei fondamentali
- Quest'effetto potrebbe essere in parte controbilanciato da un incremento del leverage



... lo dimostra l'esperienza US

Corporate Bond Index average YTM (High Yield vs Investment Grade)



- Misure varate dalla Fed: supporto per i settori credito Investment Grade e High Yield
- Tali settori hanno beneficiato sia in termini di spread sia di rendimento assoluto
- L'accenno di Bernanke ad una rimozione dello stimolo ha causato un arresto del trend ma non ancora una sua inversione



Cina: rallentamento superiore alle attese

PIL cinese vs indice 'China Li Ke Qiang' (1)

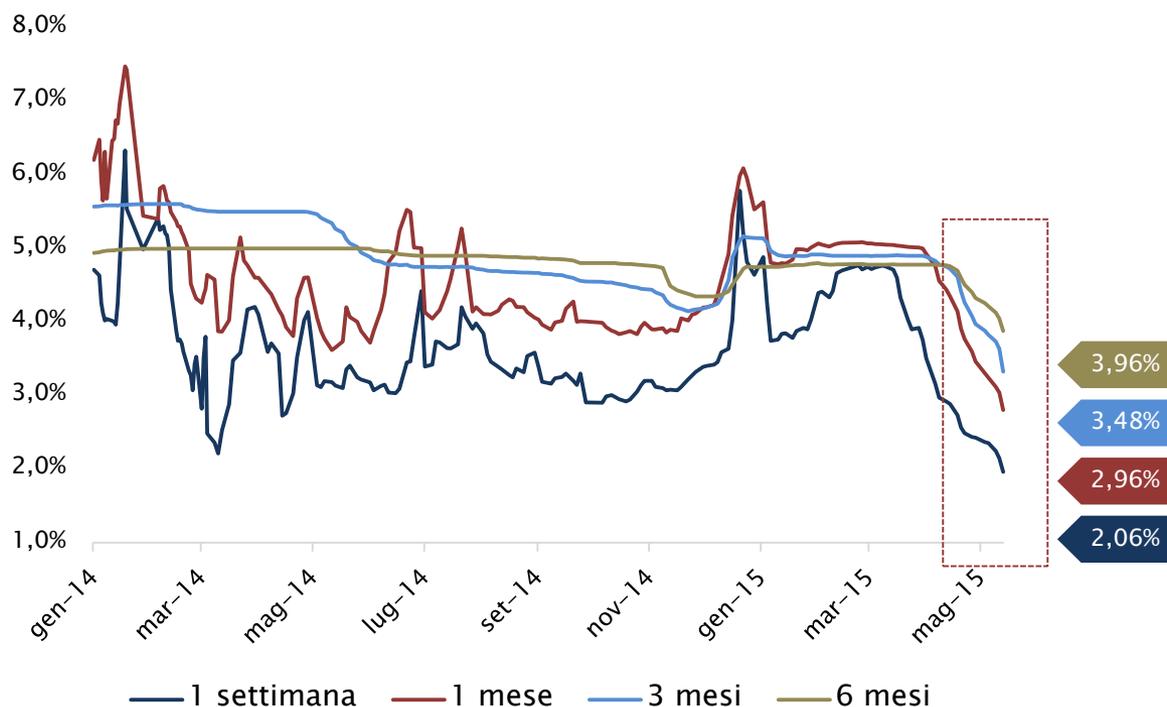


- Dati ufficiali cinesi considerati scarsamente affidabili dal premier cinese
- 3 variabili considerate significative:
 - Variazione nel credito bancario
 - Volumi di spedizioni via ferrovia
 - Consumo di elettricità
- Crescita cinese, misurata con questo indice, da circa 6 mesi al di sotto del 5% (livello considerato recessivo per la Cina)



Cina: il target ufficiale 2015 di “circa 7%” di PIL verrà rispettato

Shanghai Interbank Offered Rate

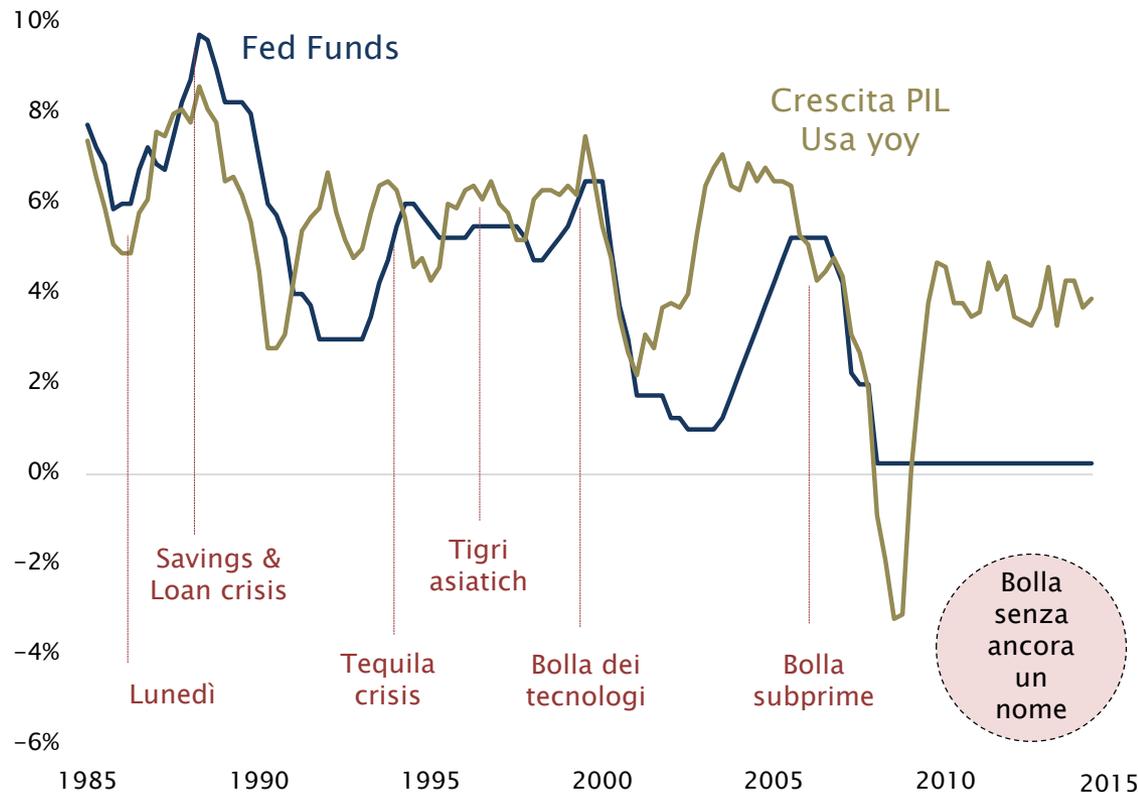


- Le autorità corrono ai ripari: condizioni finanziarie ancora più accomodanti grazie a ulteriori tagli dei tassi e della riserva obbligatoria
- Si attendono inoltre altri interventi a breve (TLTRO?)
- Primi segnali stimolo fiscale: spesa pubblica in aumento ad aprile, riduzione del controllo sulle finanze dei governi locali



Quale sarà la prossima bolla?

Bolle negli ultimi 30 anni



- Ultimi 30 anni: le banche centrali hanno affrontato le crisi utilizzando crescenti dosi di stimolo monetario
- Ricorso a QE per contenere ricadute in termini di PIL e disoccupazione
- Risultato: comparsa di bolle negli asset di dimensioni sempre maggiori
- Difficile che l'esperienza di politica monetaria iniziata dopo la grande crisi conduca ad esiti differenti



Giudizi sintetici

Azionario

US	■
Europa	▲
Giappone	▲
Emergenti	■

Obbligazionario governativo

US	▼	Downgrade
Europa core	■	
Europa periferia	▲	
Emergenti	■	

Obbligazionario corporate

US	■
Europa	▲

Valute

EUR/USD	▼
USD/JPY	▲
EUR/GBP	■

Materie prime

Energetiche	▼	Downgrade
Industriali	■	
Agricole	■	
Metalli preziosi	■	

▲ = Overweight ■ = Neutral ▼ = Underweight



Quadro azionario

Azionario US		Azionario Europa	
Valuations 	Macro 	Valuations 	Macro 
Sentiment 	Technicals 	Sentiment 	Technicals 
Azionario Giappone		Azionario Emergenti	
Valuations 	Macro 	Valuations 	Macro 
Sentiment 	Technicals 	Sentiment 	Technicals 



Quadro obbligazionario

Obbligazionario governativo				
	US	Europa core	Europa periferia	Emergenti
Macro				
Technicals				

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.
