



**Anthilia Capital Partners Sgr**

**Aprile 2015**

**Analisi di Scenario**

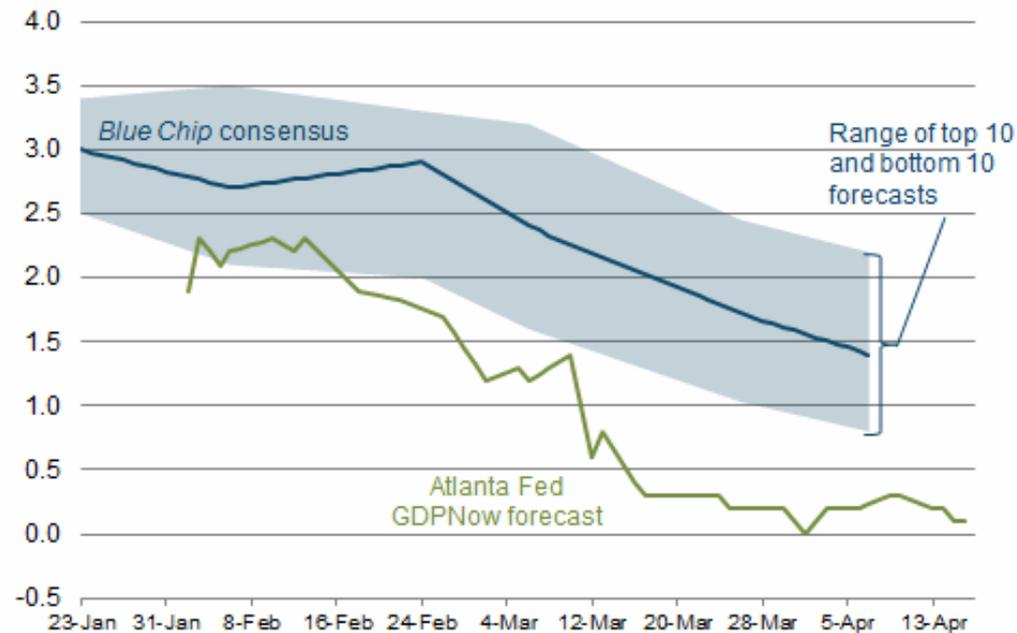




## Q1 2015: la storia americana si ripete

- Diversi fattori hanno contribuito a produrre quello che ormai si presenta come un significativo rallentamento dell'economia americana in quest'inizio 2015
- All'impatto del tapering e del dollaro forte (quest'ultimo stimato da Citi in 1-1,25% di GDP) si sono aggiunti una nuova ondata di maltempo invernale e lo sciopero dei portuali della East Coast

Stime di crescita del PIL Q1 2015 (Atlanta Fed GDPNow vs consensus)



Fonte: Atlanta Fed



## Payrolls di marzo: semplice volatilità o qualcosa di più serio? (1/2)

- A prima vista, il deludente Labour Market Report di marzo sembra porre il sigillo al quadro di rallentamento congiunturale offerto dal resto dei dati macro americani
- Peraltro, nonostante l'ultimo dato, in generale le condizioni del mercato del lavoro restano buone

Mercato del lavoro negli USA

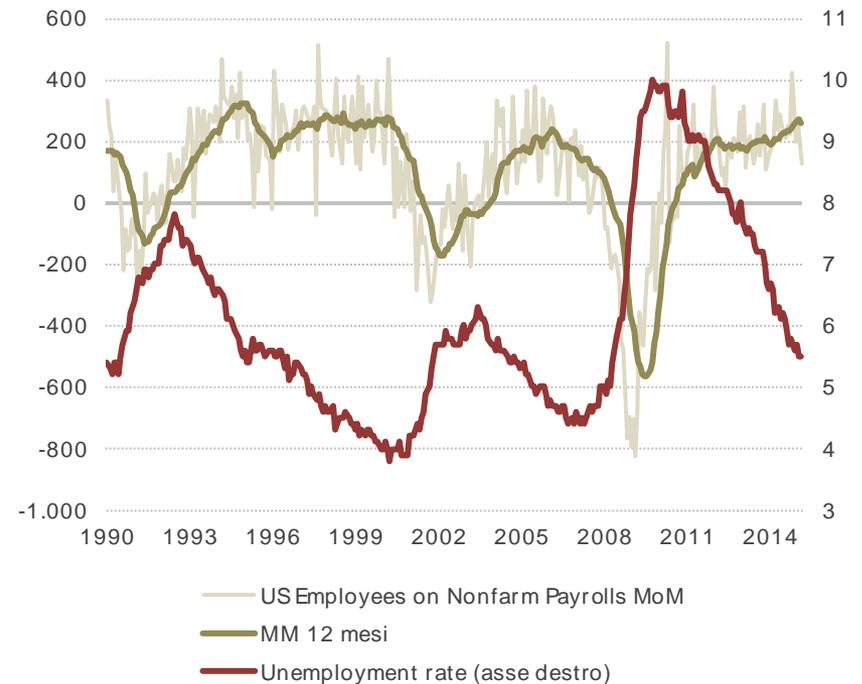
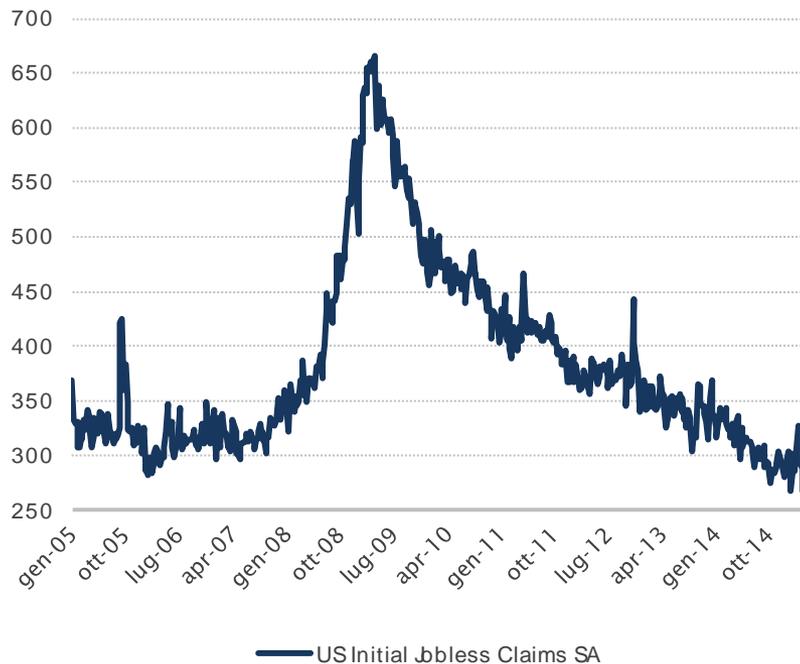




## Payrolls di marzo: semplice volatilità o qualcosa di più serio? (2/2)

- Pur con la “stecca” di marzo, il tasso di creazione di posti di lavoro in America nel 2015 resta nei pressi dei 200K nuovi occupati al mese (197.000) e la disoccupazione resta al 5,5%
- La stabilità, su livelli frizionali, degli Initial Jobless Claims mostra che comunque il livello dei licenziamenti resta basso e il mercato del lavoro in buona salute

### Mercato del lavoro negli USA

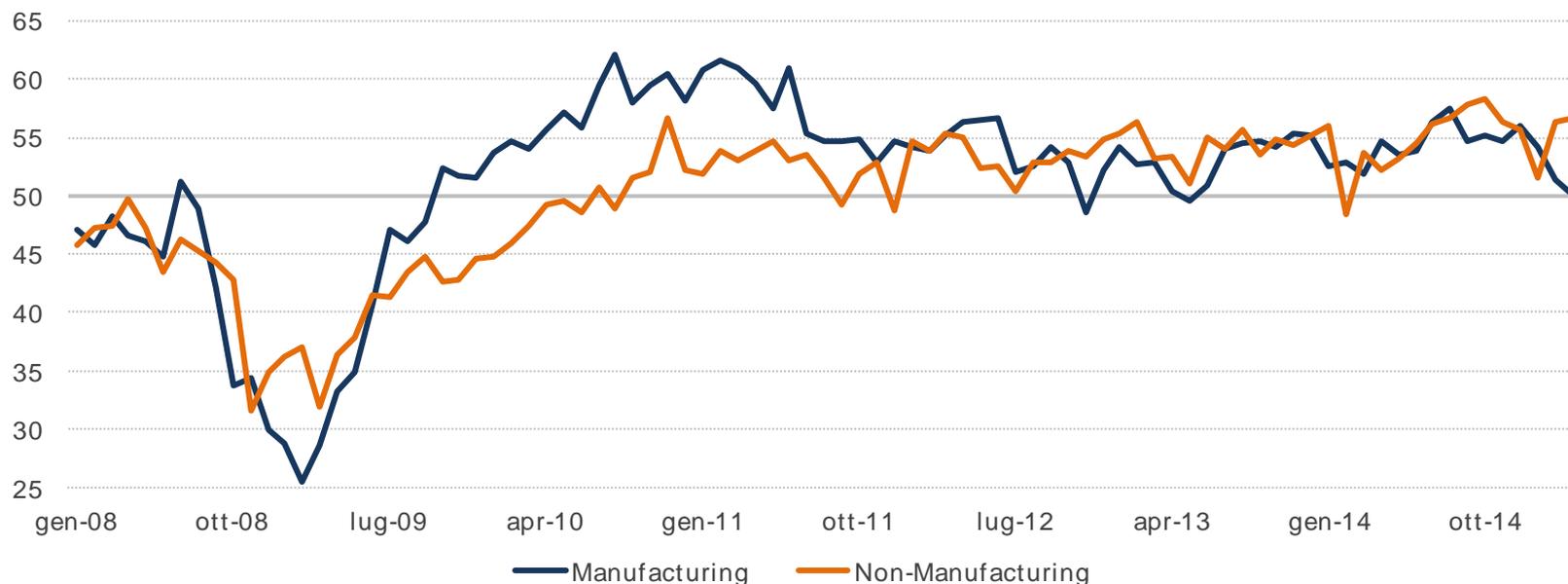




### Il clima ha sicuramente avuto un impatto

- Diversi indizi mostrano che il clima deve aver sottratto al dato di NFP circa 40-50K unità
- Intanto il numero di impiegati impossibilitati a lavorare a causa del maltempo (182K unità), si colloca di 53.000 unità sopra la media degli ultimi 5 anni, e il dato del settore costruzioni rimane assai debole (-1.000 a fronte della media di 38.000 dei 3 mesi precedenti)
- Inoltre, come mostrano i sottoindici occupazionali ISM, il settore manifatturiero, tipicamente più colpito dal maltempo, mostra la perdita di momentum più rilevante, mentre il settore dei servizi mostra un andamento stabile

#### ISM Business Employment



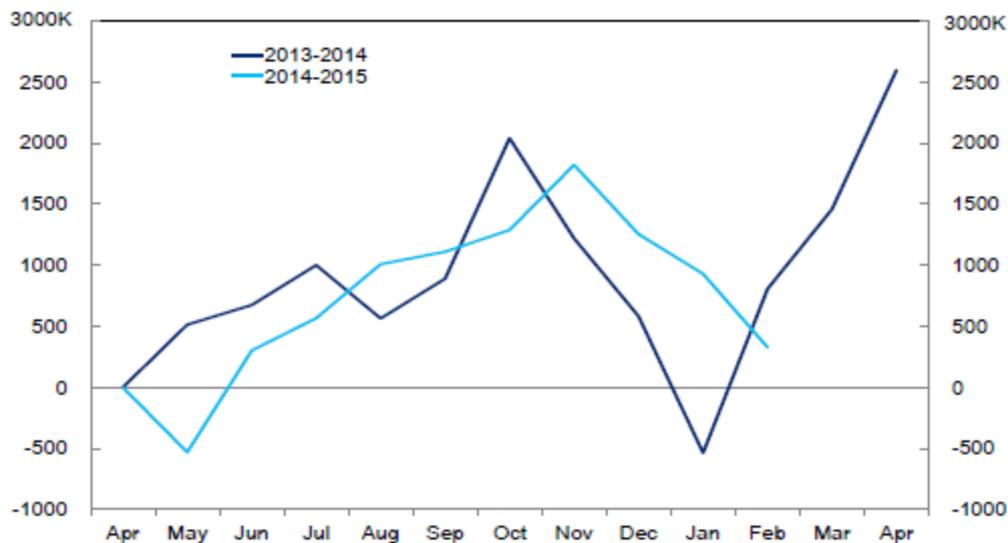


## Il ritorno della bella stagione dovrebbe favorire anche i consumi

- Il clima sembra aver avuto un impatto significativo anche sui consumi: il fatturato nei settori più sensibili al meteo (vendite auto, ristoranti, costruzioni e grande distribuzione) è bruscamente sceso quest'inverno, mentre le vendite online sono salite
- Il quadro sembra molto simile a quello dell'anno scorso, nel quale alla debolezza invernale ha fatto seguito un rimbalzo di attività in primavera

### Impatto dell'inverno rigido sui consumi

(variazioni cumulate delle spese per beni sensibili al clima)



Fonte: Consensus Bureau



## Il calo del petrolio deve ancora dispiegare i suoi effetti

- Uno sguardo al tasso di risparmio negli USA mostra che per il momento il consumatore si è messo in tasca l'aumento del reddito disponibile derivante dal calo della bolletta energetica
- Come osservava M. Friedman (Permanent Income Hypothesis) i consumatori incrementano la spesa solo se percepiscono l'aumento del reddito disponibile come durevole. In assenza di forti rimbalzi, l'“effetto Oil” sui consumi dovrebbe fare la sua comparsa nel prossimo trimestre, amplificando il rimbalzo dovuto al miglioramento del clima

### Prezzo medio della benzina alla pompa



### Risparmio privato

(in percentuale al reddito disponibile)

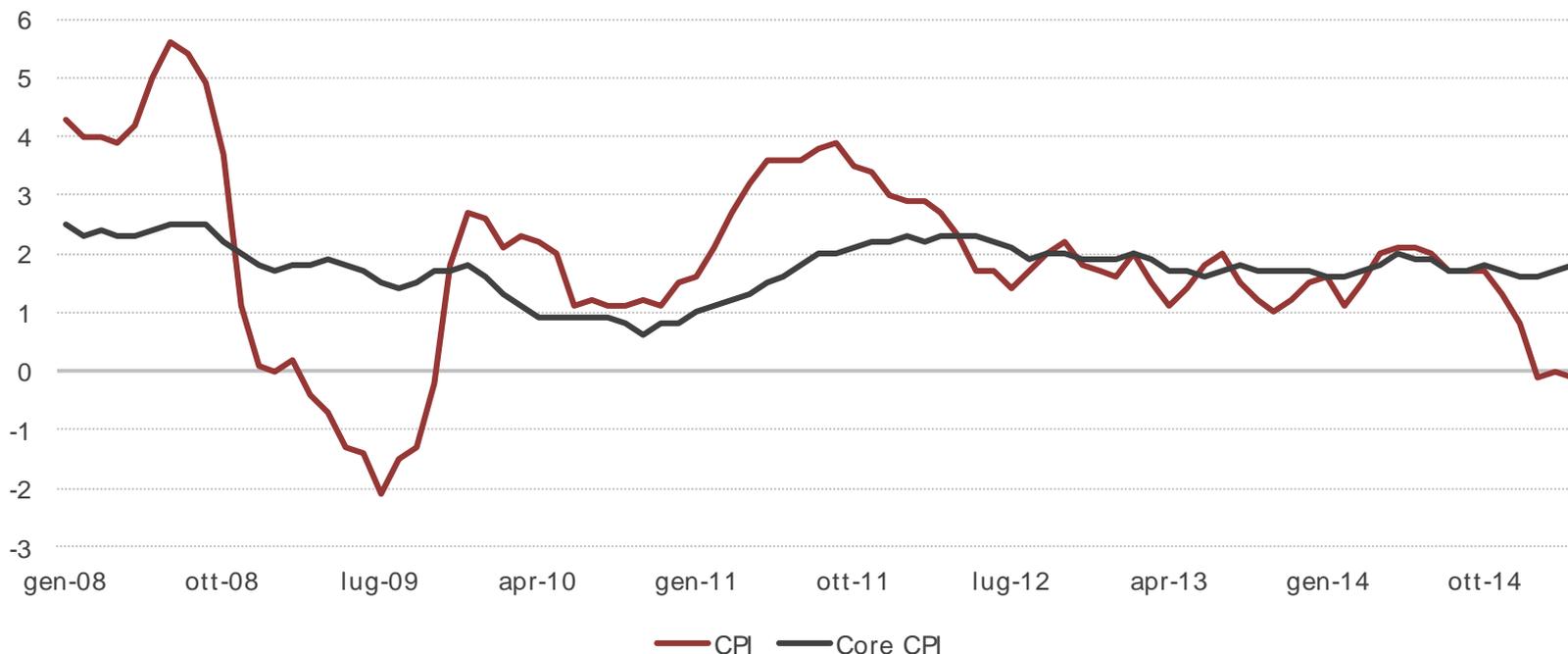




## Scenario inflattivo US: distorsione temporanea?

- Il citato crollo del prezzo del petrolio, eventualmente con la collaborazione del dollaro forte, ha portato a zero il tasso di inflazione
- Ma l'inflazione core è rimasta stabile, sostenuta da un'accelerazione dei prezzi dei servizi (abbondantemente sopra il 2%), a dimostrazione della natura esogena e temporanea del fenomeno

Inflazione negli USA

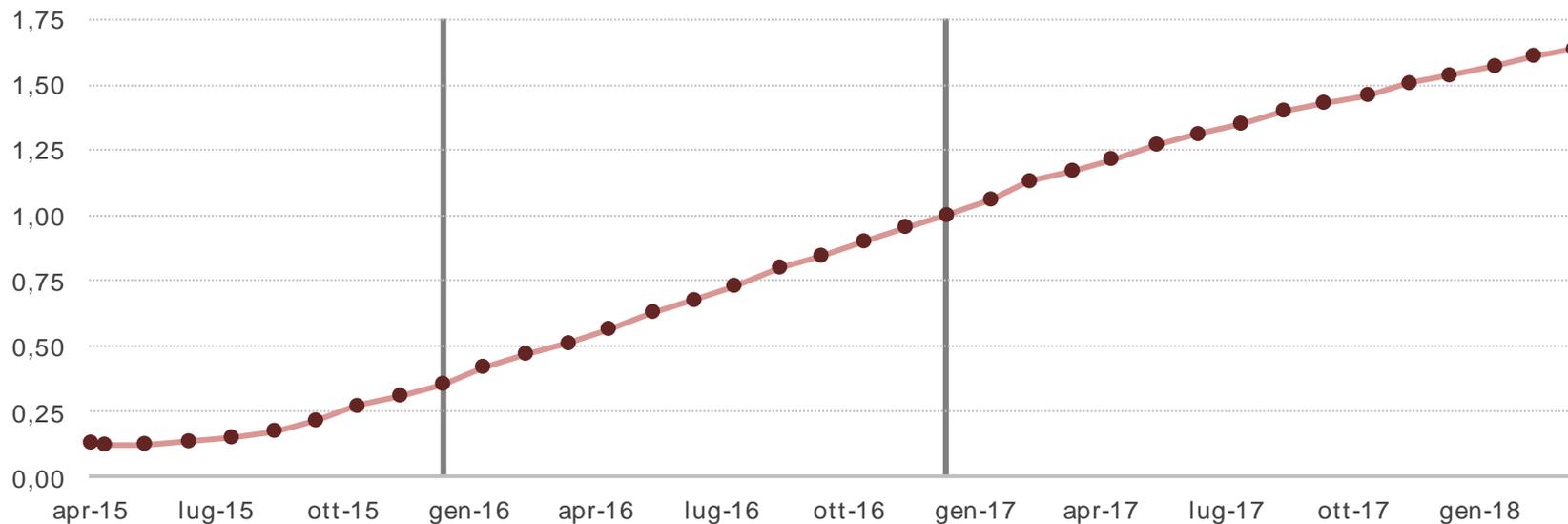




### Sul primo rialzo dei tassi il mercato è ormai assai prudente

- Le recenti delusioni macro hanno indotto il mercato a ridurre significativamente le attese di rialzo dei tassi
- Si sconta a malapena un rialzo a dicembre 2015, mentre nell'intero 2016 sono previsti al massimo 3 ulteriori rialzi, con arrivo all'1% a dicembre
- Su queste basi, un miglioramento anche moderato dei dati potrebbe causare un repricing della curva e offrire nuovamente supporto al dollaro nei confronti di euro e yen, le cui curve restano in gran parte ancorate a zero

#### Tassi forward impliciti nelle quotazioni dei future sui Fed Funds





### Grecia: controlli di capitale in arrivo?

- L'accentramento nelle casse centrali della liquidità delle municipalità potrebbe portare l'autosufficienza delle finanze greche fino a metà giugno, sebbene i dubbi sulle entrate fiscali rendano assai difficile fare una stima esatta
- Ciò lascia ancora un po' di tempo per le trattative, anche se qualsiasi accordo debba poi essere ratificato dai parlamenti
- Peraltro, gli ultimi eventi sembrano indicare che per ottenere un accordo tra Grecia e creditori sarà necessario uno shock che smuova un po' le parti dalle rispettive posizioni. Tsipras necessita di un rimpasto di governo, di un referendum o di nuove elezioni per poter ottenere il supporto necessario per deviare dal suo programma elettorale e sbloccare gli aiuti
- Un'eventuale fumata nera all'Eurogruppo dell'11 maggio aumenta di parecchio la possibilità che la Grecia salti un pagamento verso l'IMF, nella prima metà di giugno. A quel punto, un'eventuale accelerazione della fuga dei depositi e una limitazione dell'ELA potrebbero imporre l'adozione di controlli sui capitali, per dar tempo al governo di decidere se ricercare appoggio politico per una modifica del programma elettorale o puntare ad un default in piena regola

### Proiezioni di cassa pubblica centrale in Grecia

Data	Uscite (mld €)		Saldo di cassa (mld €)
	IMF	Deficit	
6 Marzo	0,3		6,7
13 Marzo	0,4		6,3
16 Marzo	0,6		5,8
20 Marzo	0,4		5,4
31 Marzo		1,2	4,2
9 Aprile	0,5		3,8
30 Aprile		1,1	2,6
1 Maggio	0,2		2,4
12 Maggio	0,8		1,6
31 Maggio		1,3	0,4
5 Giugno	0,3		0,1
12 Giugno	0,4		-0,3
16 Giugno	0,6		-0,9
19 Giugno	0,4		-1,2
30 Giugno		1,0	-2,2

Fonte: Bank of Greece, Citi Research



### Default possibile, uscita dall'euro improbabile

- La grande maggioranza dei greci resta a favore di una permanenza del Paese nell'euro
- Oltre a ciò, il supporto a Tsipras e all'azione del governo si sta rapidamente erodendo. Su queste basi, una modifica delle posizioni di Syriza sembra il risultato più probabile

#### Sondaggio SKAI sull'opinione pubblica

Quesito	Febbraio	Marzo	Aprile
La strategia di negoziazione è giusta?	72%	55%	45%
La strategia di negoziazione è sbagliata?	22%	27%	39%
Teme l'uscita dall'euro?	35%	45%	56%
Il governo è determinato sull'attuale programma?	75%	52%	52%
Popolarità Tsipras	ND	70%	55%

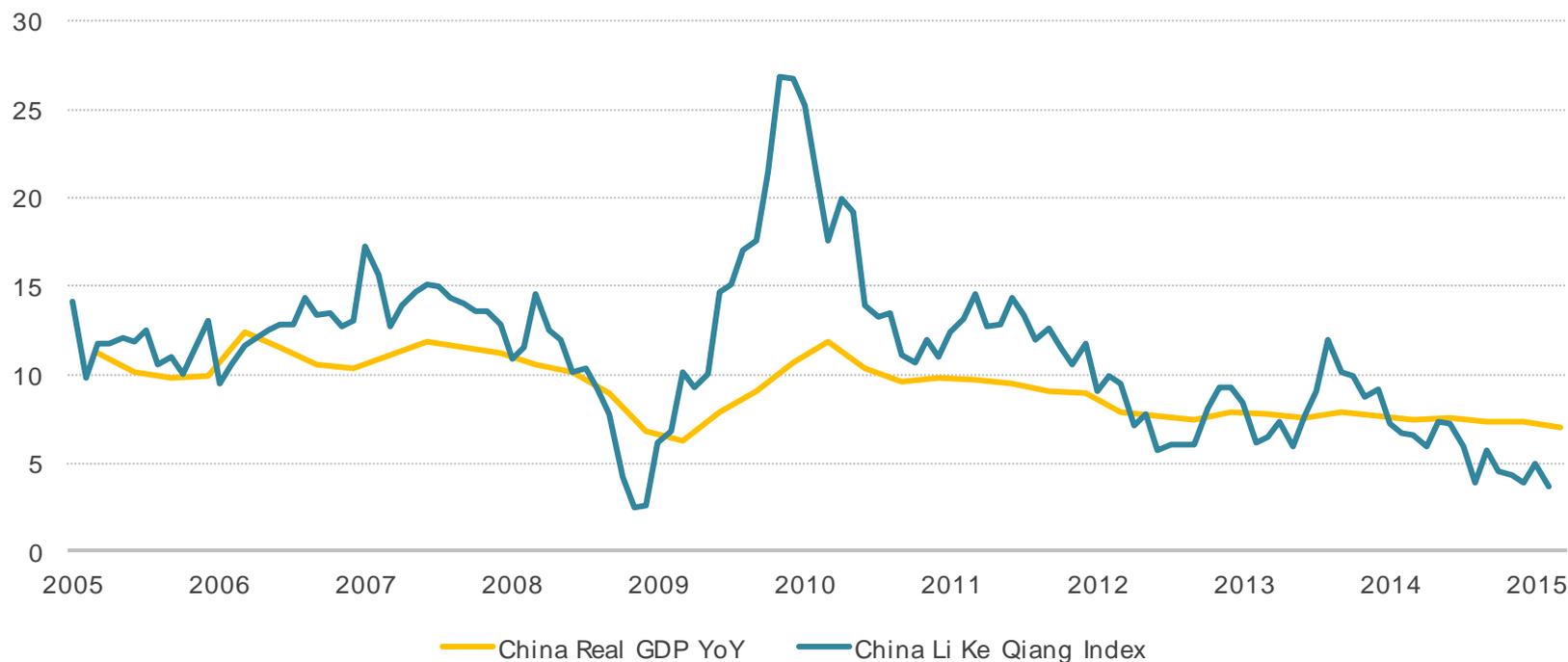
Fonte: SKAI TV

- Parimenti, nonostante le dirette ricadute finanziarie di un'uscita della Grecia dall'euro siano assai ridotte, Bruxelles farà il possibile per garantire la permanenza nell'EU, dal momento che un'uscita costituirebbe un precedente pericoloso e minerebbe alla base l'irrevocabilità dell'unione monetaria. Ciò potrebbe ammorbidire un po' la posizione dei creditori, in particolare riguardo al deficit
- In ogni caso, ammesso che riesca a passare indenne i prossimi mesi, la Grecia avrà bisogno di un terzo programma di assistenza alla scadenza dell'attuale bail-out (30 giugno), in quanto il rallentamento macro e il conseguente calo di entrate fiscali hanno prodotto una deviazione significativa dal percorso di rientro, e di sicuro l'accesso ai mercati resterà precluso nei mesi a venire
- Difficilmente l'UE concederà un nuovo programma, in assenza di alcune condizioni attualmente oggetto di scontro, tra cui ulteriori riforme per riportare le finanze pubbliche verso un percorso sostenibile e la rinuncia allo smantellamento delle riforme attuate sotto il MOU, al monitoraggio e alla condizionalità degli esborsi
- Ne consegue che a medio termine è comunque necessario un percorso politico che permetta al governo di Tsipras di ottenere dall'elettorato un nuovo mandato, più coerente con le richieste dei Paesi creditori



### Cina: rallentamento superiore alle attese

- L'attuale premier Li Ke Qiang una volta ha ammesso che i dati ufficiali cinesi sono scarsamente affidabili e che personalmente preferisce monitorare 3 variabili: variazione nel credito bancario, volumi di spedizioni via ferrovia e consumo di elettricità. Bloomberg ha elaborato un indice (il "China Li Ke Qiang Index") basato su queste 3 variabili
- La crescita cinese, misurata con questo indice, si colloca da circa 6 mesi al di sotto del 5% (un livello considerato praticamente come recessivo per la Cina)

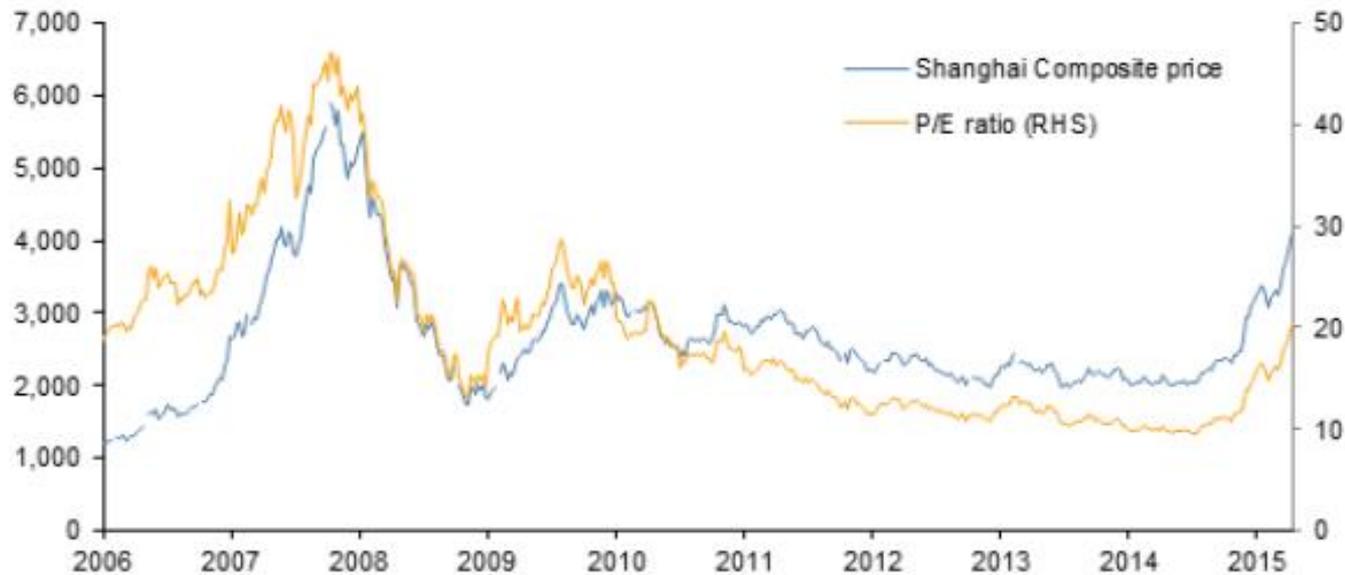




### Ma l'equity cinese festeggia

- La reazione delle autorità (easing monetario e fiscale) non si è fatta attendere, e sta alimentando una crescente euforia in particolare tra gli investitori retail locali
- L'azionario cinese si è mantenuto a lungo su livelli di multipli attraenti, ma la recente price action ha fatto evaporare il valore degli indici
- L'aggressività delle autorità impegnate nel sostenere il ciclo potrebbe alimentare ulteriori significativi rialzi

#### Mercato azionario e P/E cinesi



Fonte: RBS Credit Strategy



## Giudizi sintetici

### Azionario

US	■
Europa	▲
Giappone	▲
Emergenti	■

### Obbligazionario governativo

US	■	Upgrade
Europa core	■	
Europa periferia	▲	
Emergenti	■	

### Obbligazionario corporate

US	■
Europa	▲

### Valute

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

### Materie prime

Energetiche	■	
Industriali	■	
Agricole	■	Downgrade
Metalli preziosi	■	

▲ = Overweight   ■ = Neutral   ▼ = Underweight



Quadro azionario

Azionario US	
Valuations 	Macro 
Sentiment 	Technicals 

Azionario Europa	
Valuations 	Macro 
Sentiment 	Technicals 

Azionario Giappone	
Valuations 	Macro 
Sentiment 	Technicals 

Azionario Emergenti	
Valuations 	Macro 
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.