

2016

Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Gennaio 2016

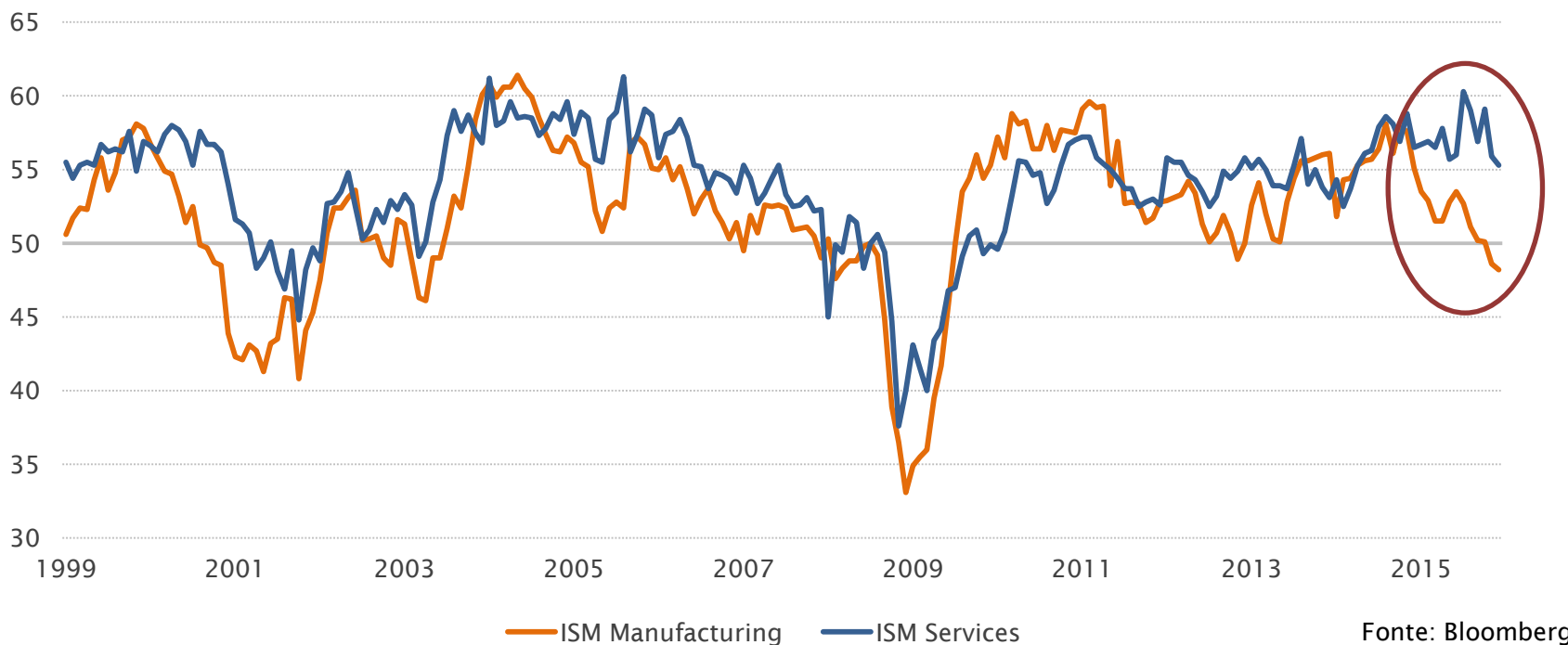


Anthilia^{sgr}
Capital Partners



Economia USA: venti di recessione?

- Il recente approdo dell'ISM manifatturiero in territorio di contrazione ha contribuito ad alimentare timori di un significativo rallentamento dell'economia americana
- In passato, il settore manifatturiero ha mostrato migliori capacità di previsione del ciclo rispetto ai servizi
- Le cause di questo rallentamento sono note: forza del dollaro, crisi dei mercati emergenti e impatto sugli investimenti del crollo del petrolio

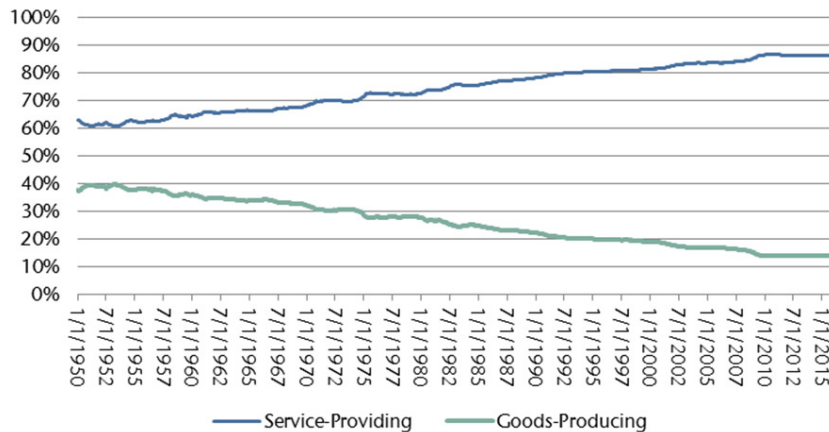




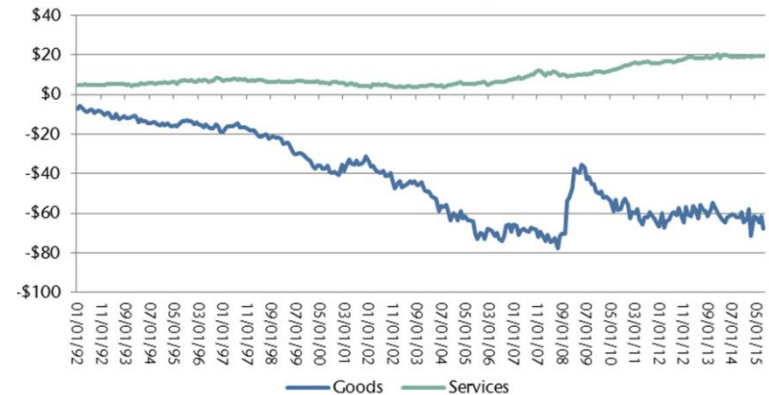
Economia USA: il peso del manifatturiero è andato riducendosi negli anni

- Il peso del manifatturiero è calato costantemente, fino a rappresentare meno del 15% della forza lavoro americana
- Su queste basi una moderata decelerazione del settore ha un effetto gestibile sull'economia americana

Composizione della forza lavoro americana



Bilancia dei pagamenti americana (in mld \$)

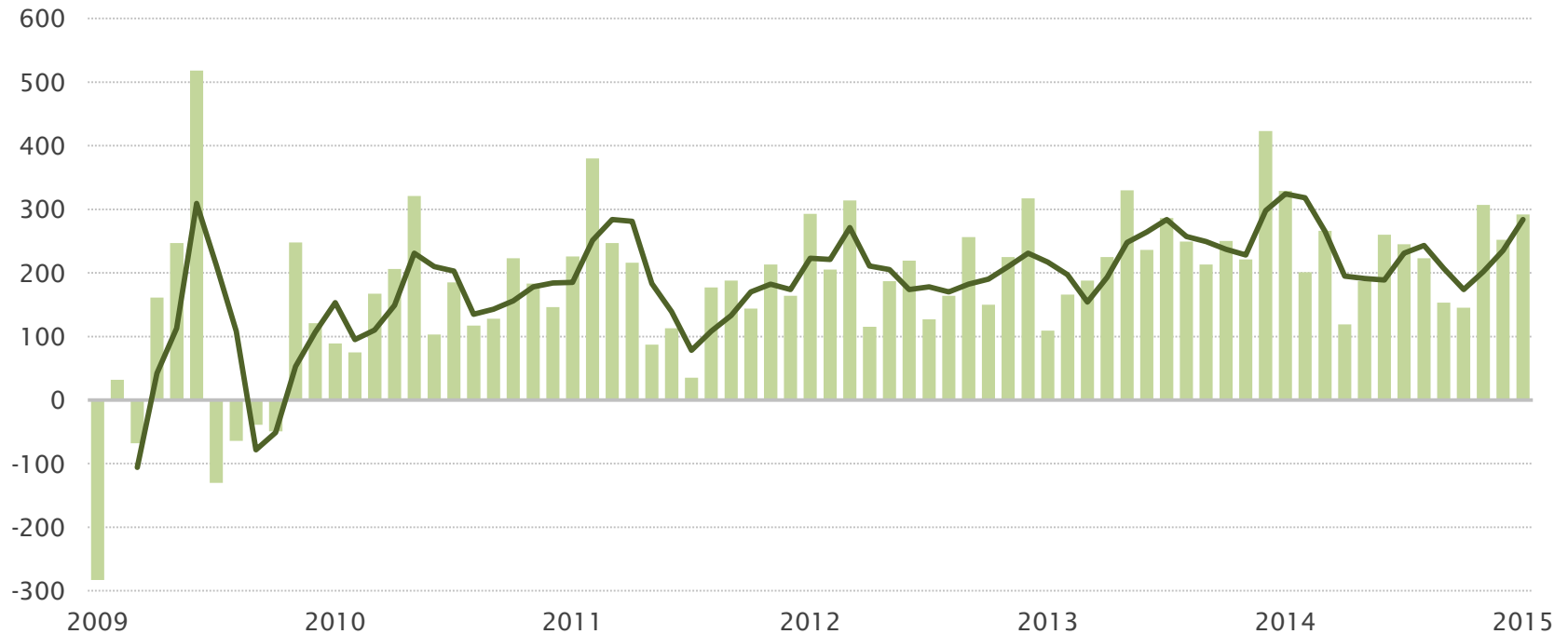


Fonte: Jefferies, BLS, Consensus Bureau



Economia USA: la tenuta del settore servizi supporta l'occupazione

- Non a caso, l'approdo in territorio di contrazione del settore manifatturiero è coinciso con un periodo favorevole per la creazione di posti di lavoro, per quanto il clima abbia forse gonfiato un po' la serie



US Employees on Nonfarm Payrolls MoM SA

Media mobile 3 mesi

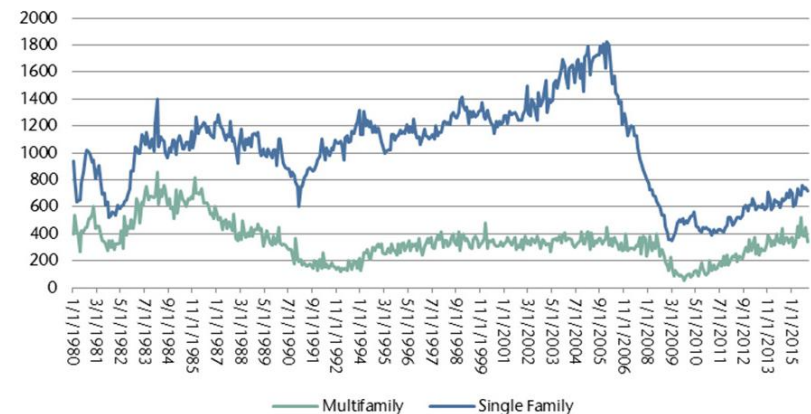
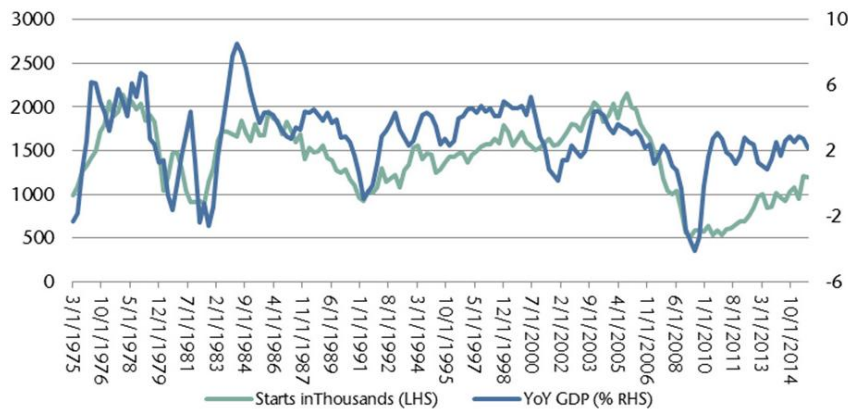
Fonte: Bloomberg



Immobiliare residenziale USA: prosegue il recupero post-bubble

- La ripresa dell'immobiliare residenziale è stata assai lenta dopo gli effetti dello scoppio della bolla real estate
- L'enorme stock di invenduto da smaltire ha compresso il numero di nuovi cantieri al di sotto di livelli che normalmente erano associati a periodi di recessione
- Il contributo dell'investimento in immobili residenziali al PIL (3,3%) è ancora assai basso rispetto alla media storica del 4/5% e sembra destinato a crescere nel 2016

Housing starts in USA (in migliaia)



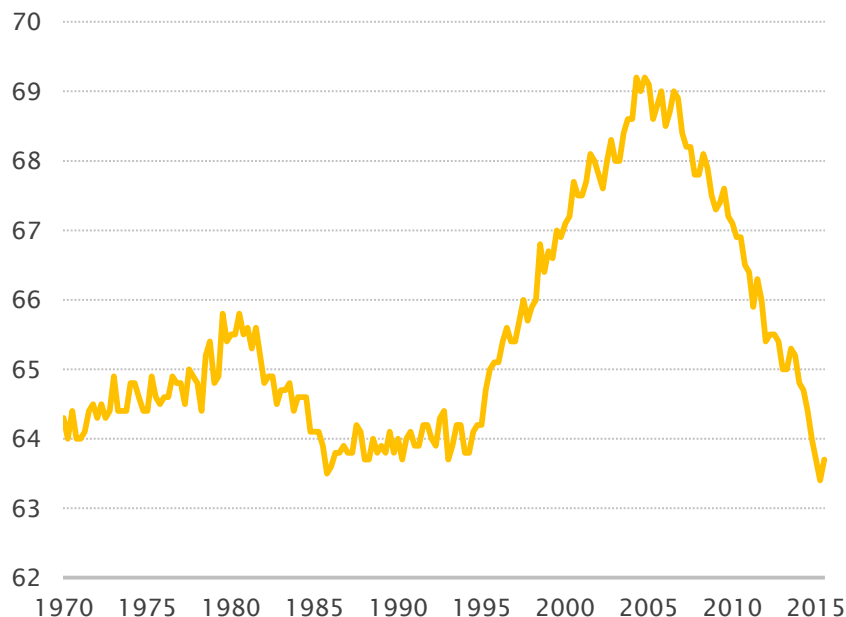
Fonte: Jefferies, Commerce Department & BEA



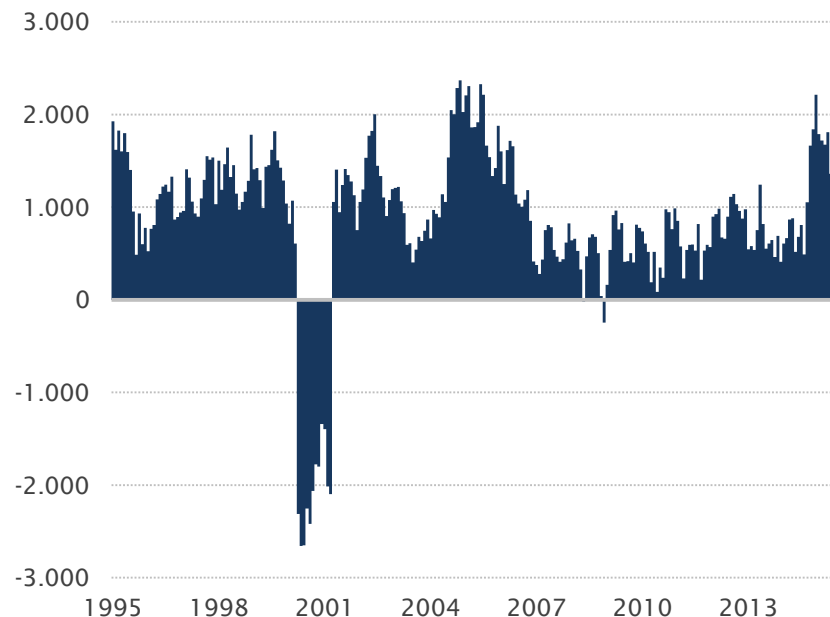
Immobiliare residenziale USA: i fondamentali restano positivi

- Diversi fattori giocano a favore di una continuazione del recupero del settore immobiliare
- I lending standard sui mutui restano accomodanti, il tasso di proprietà residenziale è tornato a livelli pre-crisi, le scorte di case sono ridotte e la formazione di nuovi nuclei familiari ha accelerato, contrariamente a quanto avvenuto nei trimestri che hanno preceduto le ultime recessioni

Tasso di proprietà residenziale



Nuovi nuclei familiari

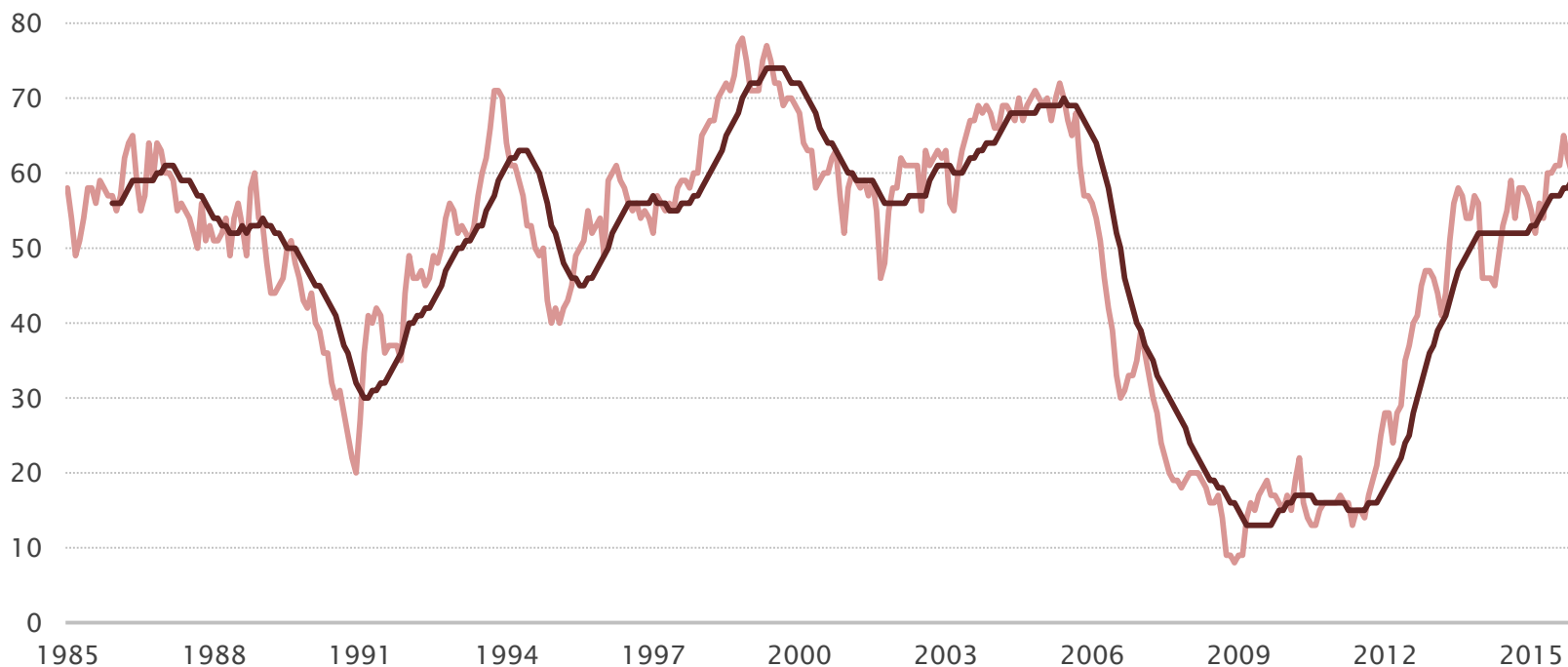


Fonte: Bloomberg



Immobiliare residenziale USA: la confidence dei costruttori ai livelli pre-crisi

- In questo contesto, non sorprende che gli umori del settore costruzioni si trovino stabilmente su livelli elevati



— National Association of Home Builders Market Index SA

— Media mobile 12 mesi

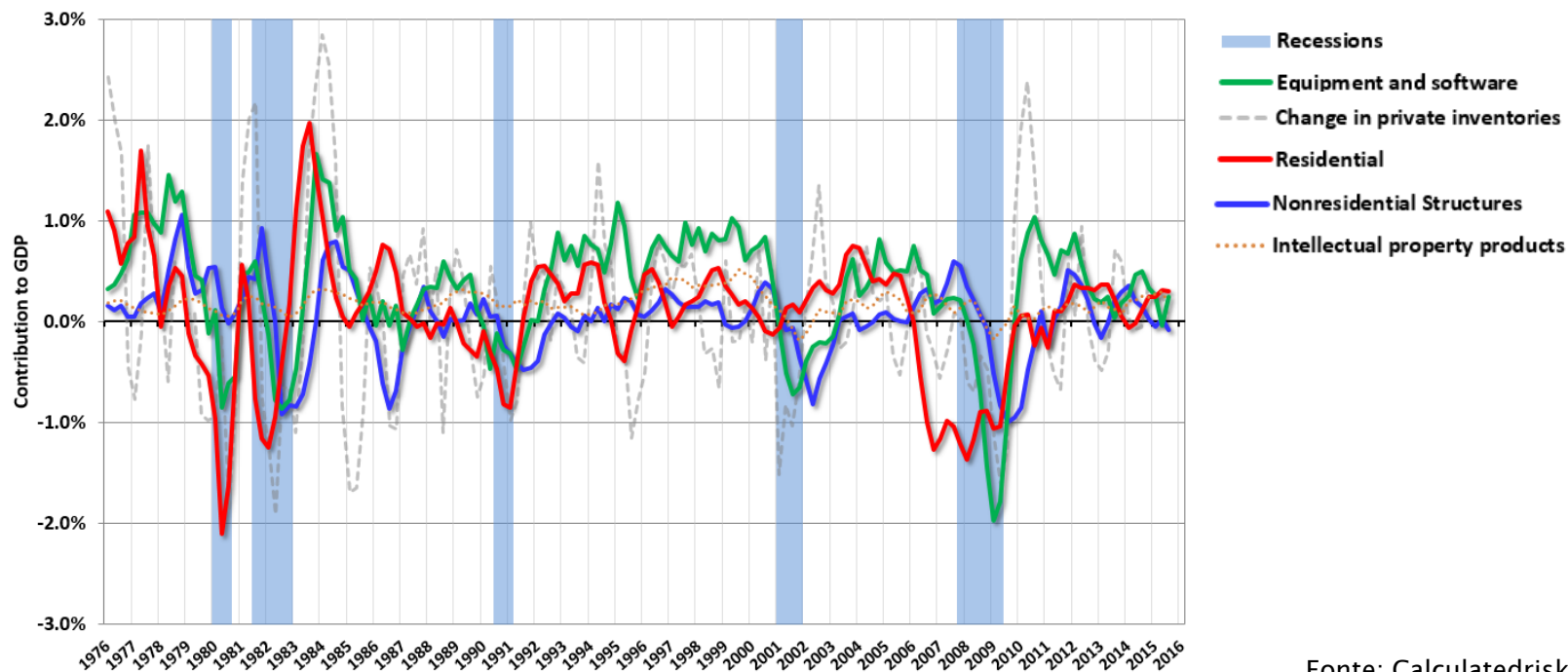
Fonte: Bloomberg



Gli investimenti privati come indicatore di rischio recessione

- L'investimento privato in immobili residenziali è stato un indicatore efficace dello stato dell'economia americana, avendo segnalato in anticipo l'entrata in ognuna delle ultime 5 recessioni
- Il quadro attuale sembra escludere una fase di contrazione del PIL nel 2016

Contributo degli investimenti alla crescita del PIL reale negli USA (media a 3 trimestri)

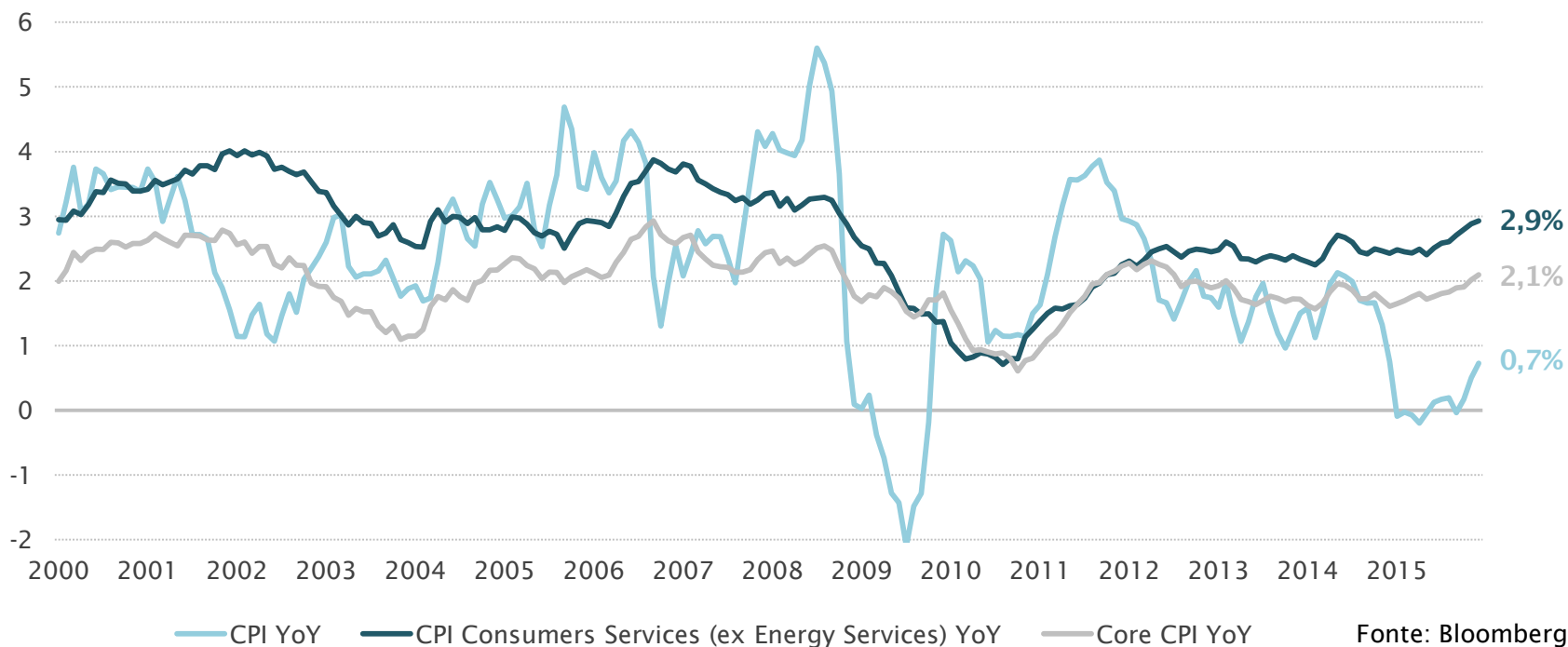


Fonte: Calculatedriskblog



Inflazione USA: depurando dall'effetto materie prime...

- Le difficoltà nel rientro al target di inflazione sono alla base della crescente sfiducia nei confronti delle politiche monetarie erogate dalle principali banche centrali, uno dei motivi del pessimismo in questo inizio 2016
- Ma uno sguardo ai principali componenti del CPI americano mostra che l'inflazione nei servizi, di generazione prettamente endogena e immune dall'effetto materie prime, ha recentemente accelerato e si trova in area 3%

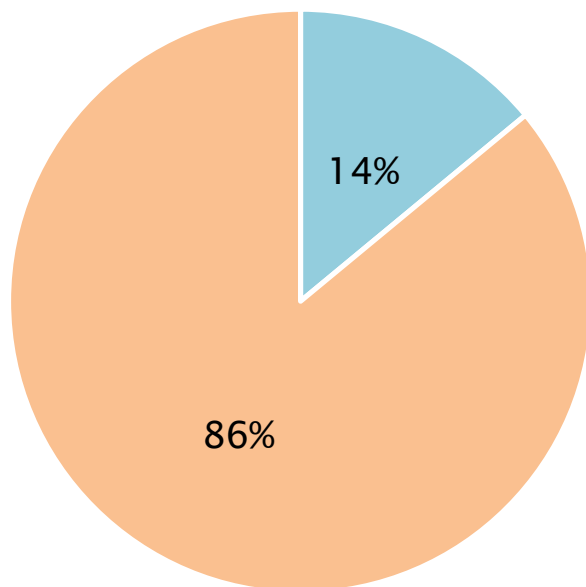




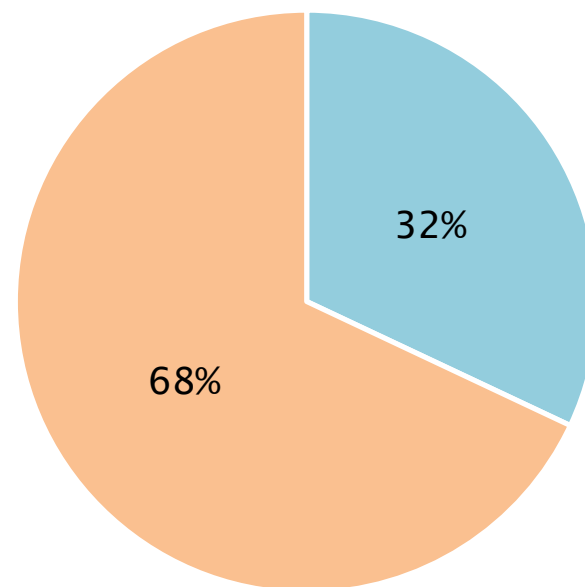
Wall Street patisce più del ciclo la debolezza del manifatturiero

- Il settore manifatturiero è assai più rilevante sul fronte utili aziendali, il che spiega come mai i profitti di Wall Street sono in contrazione anno su anno, e le prospettive restano poco brillanti, almeno finché petrolio e altre materie prime non si riprenderanno

Disoccupazione negli USA



Utili dell'S&P 500



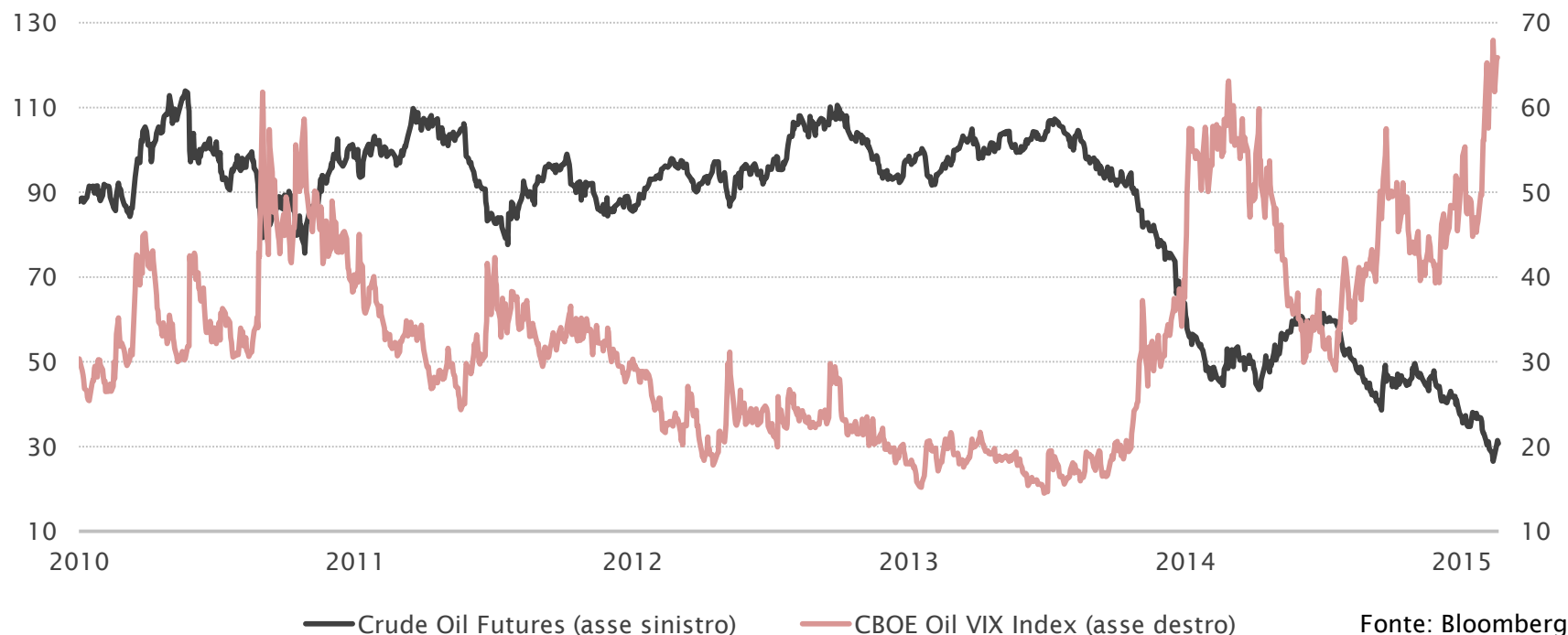
■ Services
■ Manufacturing

Fonte: Deutsche Bank



Panico sull'oil market

- L'approdo anticipato dell'offerta iraniana sul mercato ha indotto una revisione al rialzo delle stime di offerta globale di greggio. Parimenti, il crescere dei timori di rallentamento globale e l'intensificarsi delle tensioni in Cina hanno alimentato nuove preoccupazioni sul livello della domanda
- Su queste basi, il petrolio ha fatto segnare nuovi minimi, mentre la volatilità implicita nel mercato delle opzioni è balzata ai massimi dal 2009, quando lo scoppio della bolla produsse un crollo del 75% delle quotazioni. In termini percentuali, l'attuale calo dai massimi è di entità analoga

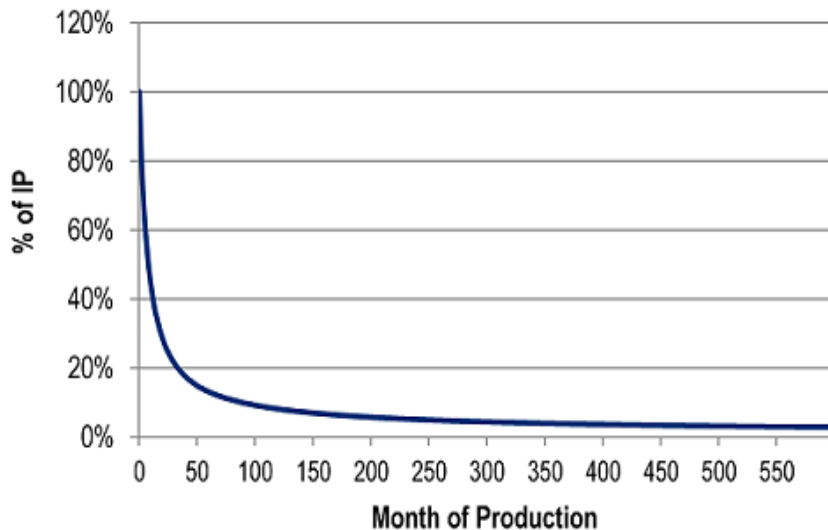




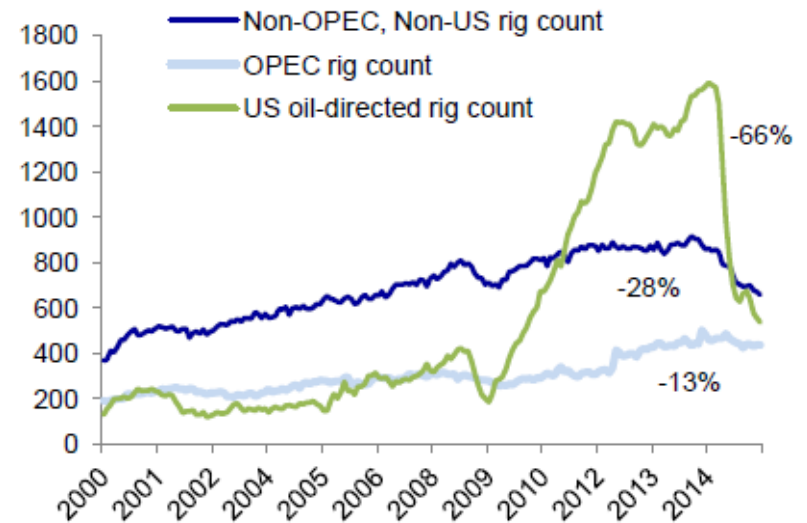
Su questi livelli lo sviluppo si ferma

- Un livello dei prezzi del greggio intorno a 30 \$ comporta il rinvio della grande maggioranza di nuovi progetti (380 mld \$ già cancellati), il cui breakeven si colloca generalmente oltre i 50 \$ (fonte Wood Mackenzie)
- La flessibilità dei Paesi produttori tradizionali fa sì che il grosso della contrazione dell'offerta debba provenire dagli USA, dove il declino della produttività degli impianti è più rapida e i livelli di breakeven più elevati
- L'attuale stato di cose pone i presupposti per un forte calo dell'offerta negli anni a venire

Produttività tipica di una shale well



Piattaforme petrolifere globali



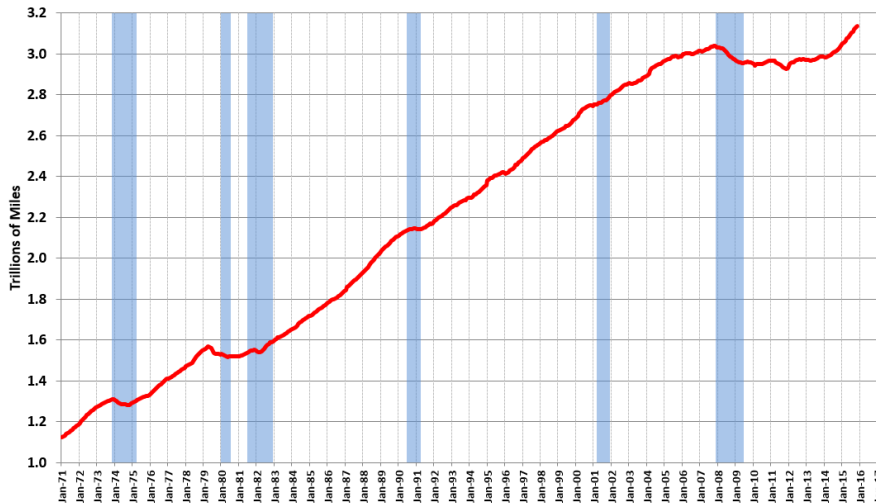
Fonte: Citi, Deutsche Bank



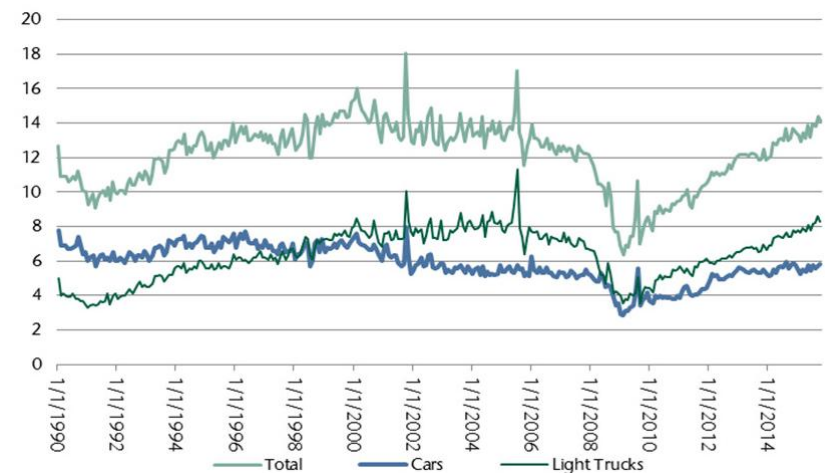
E la domanda cresce

- Le attese di un aumento della domanda di petrolio a fronte del calo dei costi sono state recentemente impattate dal timore di rallentamento, in particolare nei Paesi emergenti
- Un'attenuazione degli attuali timori dovrebbe portare il mercato a prezzare un riequilibrio anticipato di domanda e offerta

Miglia percorse dai veicoli americani (media mobile 12 mesi)



Veicoli venduti negli USA (in milioni)



Fonte: Calculatedriskblog, Ward's Information Products, Jefferies



L'attuale sentimenti sul petrolio sembra l'opposto rispetto a 8 anni fa



- L'ondata di panico sul petrolio ha scatenato la consueta orgia di tagli delle stime da parte delle case, ansiose di riportare i target in linea coi livelli attuali
- Tali stime escludono totalmente la possibilità che l'OPEC si decida a tagliare l'offerta o che la domanda globale cresca in maniera coerente col calo del prezzo
- Delle teorie che avevano portato il mondo a temere un gap energetico e aumentare gli investimenti sulle energie rinnovabili non c'è più traccia
- I benefici su consumi e investimenti di un calo dei costi energetici sono assai sottostimati

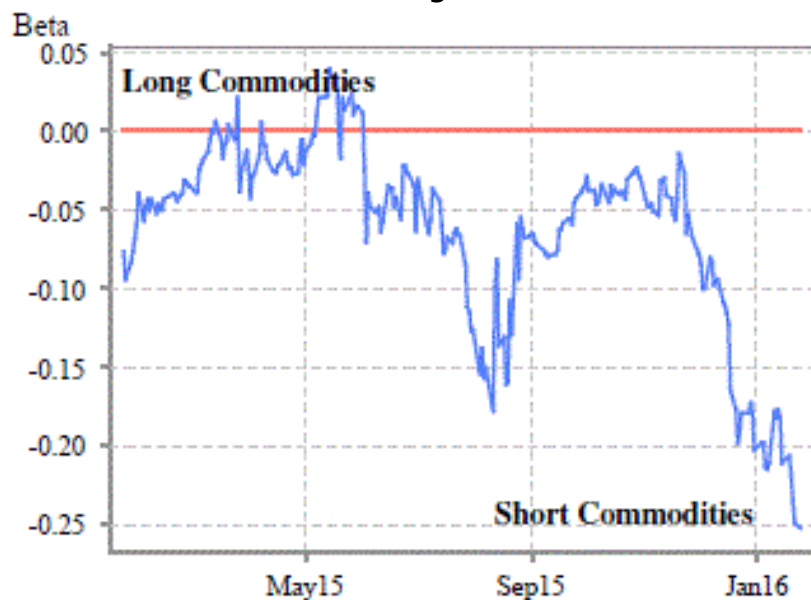


Il mercato resta “corto” commodity

- I timori di rallentamento in Cina e di recessione globale, insieme con la terribile price action delle materie prime, hanno generato posizionamenti assai scarichi di commodity in diverse categorie di investitori
- Molte posizioni sono di certo state prese a fini di hedging di portafoglio

Esposizione alle materie prime

Fondi hedge Macro



Fondi CTA



Fonte: JP Morgan



Giudizi sintetici

Azionario

US	■
Europa	▲
Giappone	■
Emergenti	■

Obbligazionario governativo

US	■	Upgrade
Europa core	■	Upgrade
Europa periferia	■	
Emergenti	■	

Obbligazionario corporate

US	■	Upgrade
Europa	▲	Upgrade

Valute

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

Materie prime

Energetiche	▲
Industriali	▲
Agricole	■
Metalli preziosi	■

▲ = 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.