



Anthilia Capital Partners Sgr

Febbraio 2015

Analisi di Scenario





Repricing massiccio sui mercati globali

- La correzione occorsa sui mercati implica, a parità di multipli, un calo del 15-20% degli EPS e dei dividendi, uno scenario coerente con una moderata recessione globale

Prezzi e dividendi su azionario globale



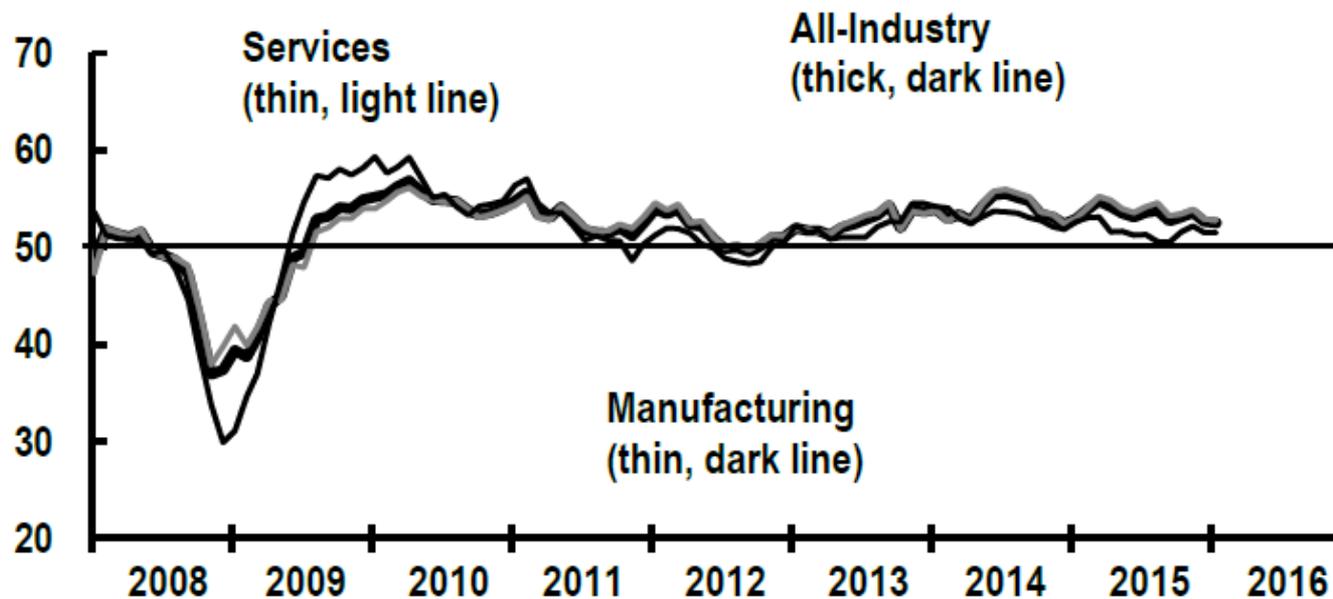
Fonte: Citi



I PMI globali al momento non confermano questo scenario

- In realtà i PMI globali mostrano solo un marginale rallentamento, incentrato sul settore manifatturiero
- In altre parole, i livelli attuali sull'azionario e sugli altri mercati fattorizzano già un significativo peggioramento del quadro macro rispetto all'attuale livello di attività

Indici PMI globali



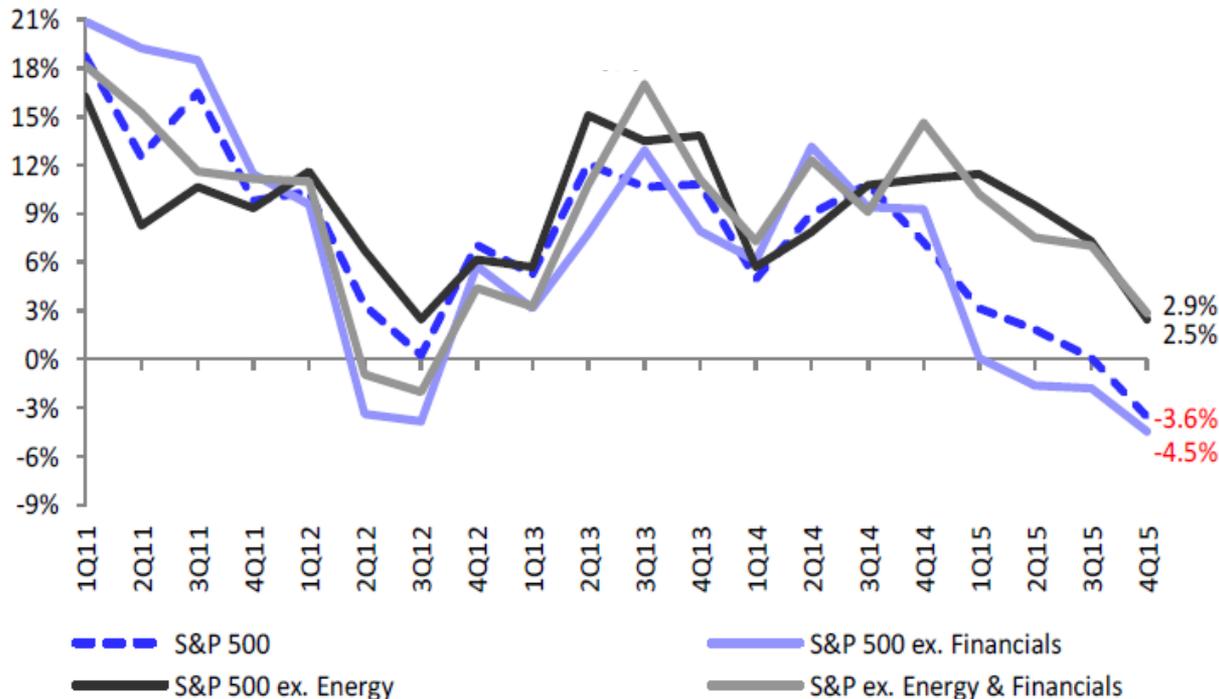
Fonte: JP Morgan



USA: selective profit recession

- Dollaro forte, domanda globale debole e crollo delle materie prime hanno prodotto una modesta contrazione degli utili di Wall Street (4% YoY)
- Depurati dal settore Energy (-70% YoY) i profitti dell'S&P 500 mostrano ancora una crescita sull'anno, per quanto modesta (circa 3%)

Earnings per share americani YoY

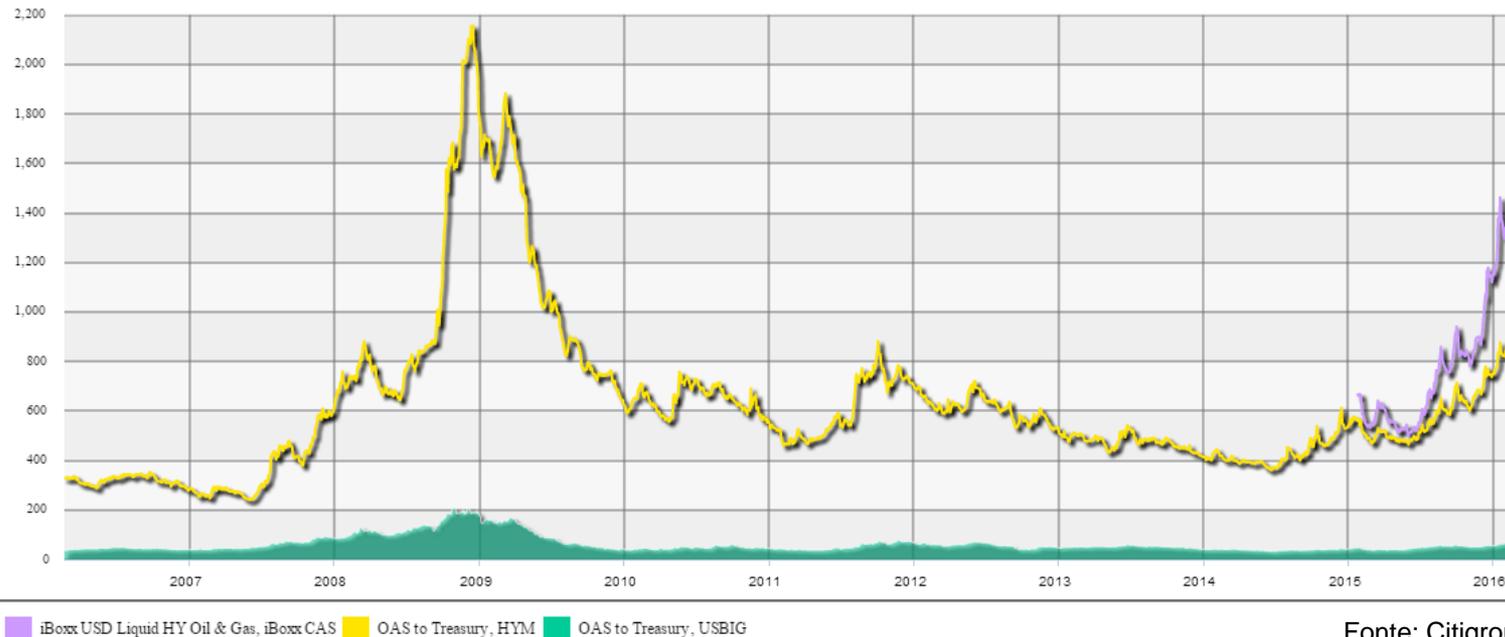


Fonte: Deutsche Bank



US High Yield: a bad omen?

- Tra i principali fenomeni per giustificare i timori di recessione negli Stati Uniti vi è l'allargamento degli spread sul comparto High Yield
- Effettivamente gli spread degli emittenti speculativi hanno correttamente anticipato le ultime 2 recessioni (2001 e 2008), ma movimenti simili nel 1998 e nel 2011 si sono rivelati falsi segnali
- Il principale driver di quest'ultimo allargamento è l'esplosione degli spread del settore Oil & Gas (15% del comparto). Ciò ha prodotto un effetto contagio sugli altri settori, ma i default dovrebbero rimanere confinati tra Energy e Material



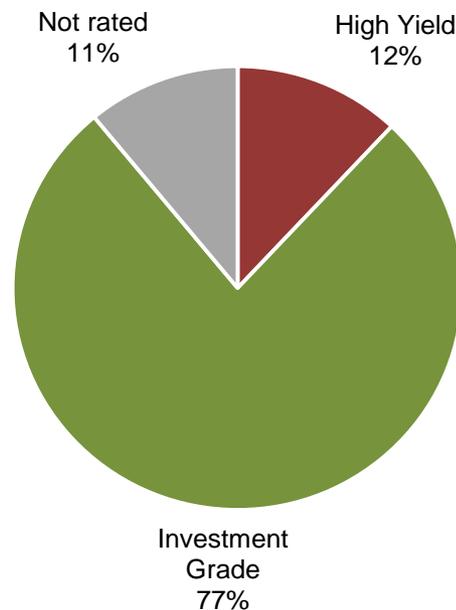
Fonte: Citigroup Analytics



Il costo del funding resta basso per Corporate America

- Solo il 12% delle aziende dell'S&P 500 ha rating speculativo (l'8% in termini di capitalizzazione e il 5% in termini di utili prodotti)
- Grazie ai tassi bassi, il costo di finanziamento per gli emittenti Investment Grade resta storicamente molto basso, nonostante il moderato allargamento degli spread

Credit rating S&P 500



Yield to maturity US Corporate IG

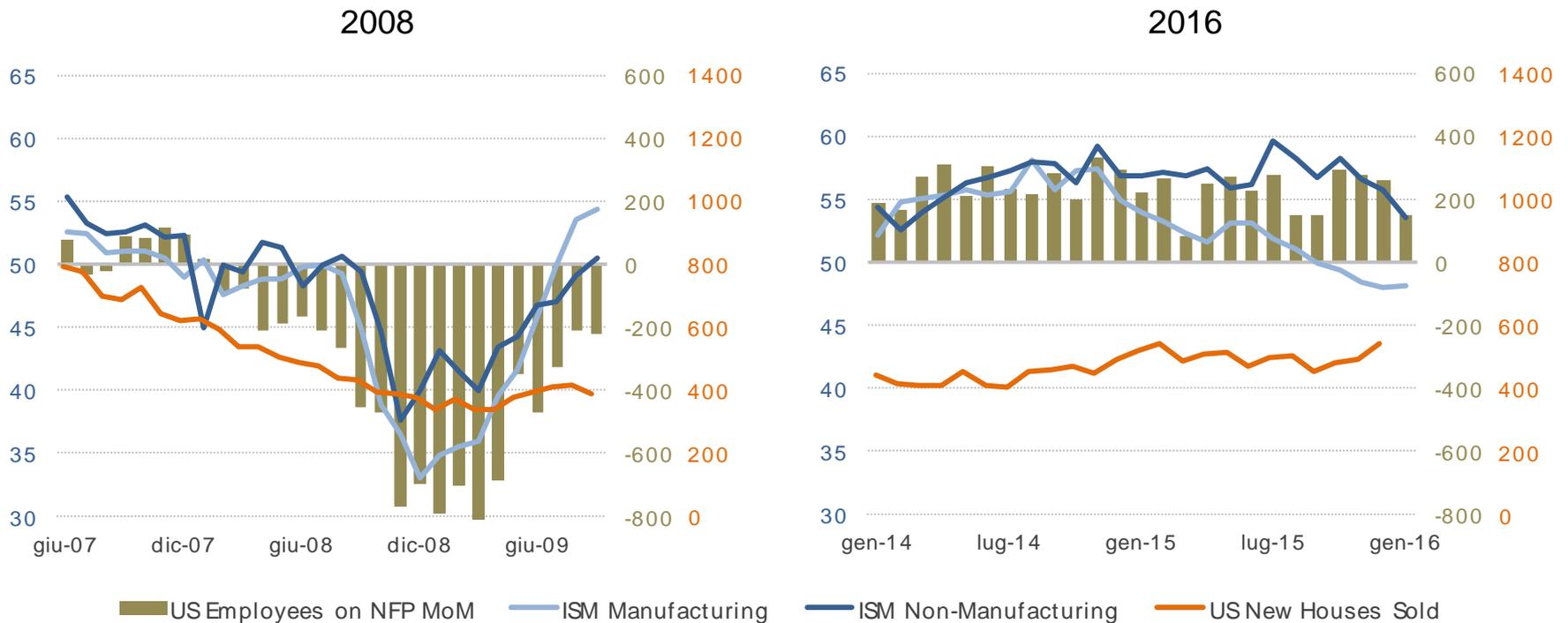


Fonte: Deutsche Bank, IBES



2008 vs 2016: trova le differenze!

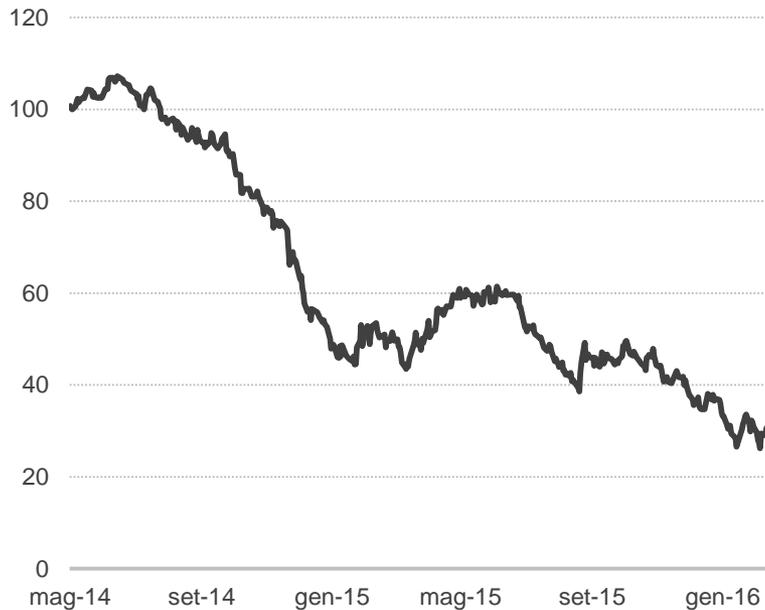
- Nel momento in cui è iniziato il crollo (settembre 2008) gli Stati Uniti perdevano posti di lavoro già da 7 mesi (a settembre -452K), entrambi gli ISM erano sotto 50 (il manifatturiero di 5 punti) e le vendite di nuove case erano in picchiata da 2 anni circa
- Ad oggi l'occupazione americana cresce al ritmo stabile di oltre 200K nuovi occupati al mese, l'ISM Composite è a 53,5 e l'investimento in immobili residenziali è in solida espansione



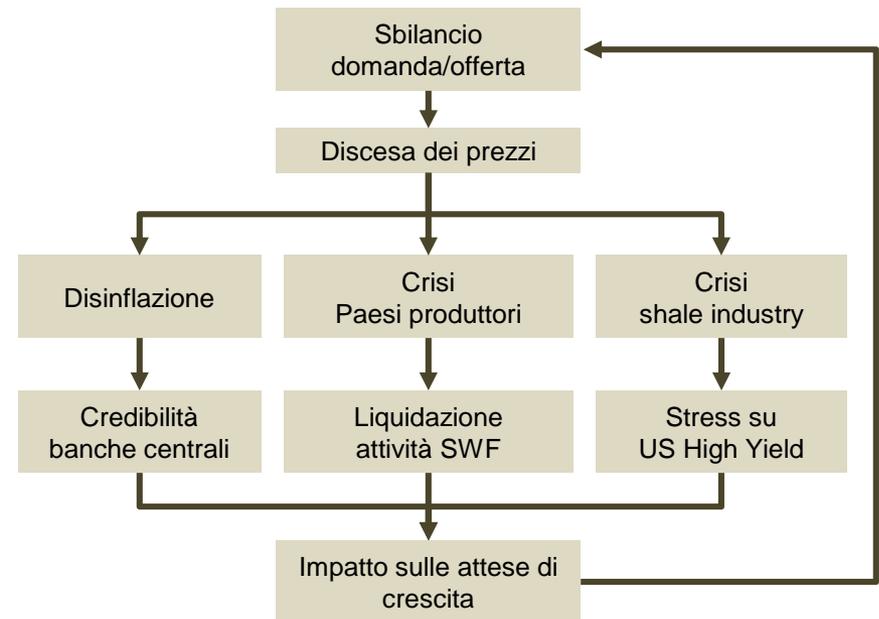


Oil: enough is enough?

- La violenta discesa del petrolio ha alimentato un circolo vizioso le cui ricadute hanno largamente contribuito a recente stress sui mercati. L'effetto è stato particolarmente dirompente per la credibilità delle banche centrali
- I primi segnali di collaborazione tra i Paesi produttori lasciano intravedere un riequilibrio tra domanda e offerta per la seconda parte del 2016. Il quadro tecnico di breve sembra in miglioramento



— WTI Crude Oil Future





Banche centrali: tempo di suonare la riscossa

- Il petrolio non è l'unico responsabile della crisi di credibilità della politica monetaria: le banche centrali ci hanno messo del loro
- Urge una reazione atta a mostrare che gli istituti centrali dispongono dei mezzi e della determinazione per svolgere le loro funzioni

FED **Policy error (possibile)**
Voler alzare i tassi in un contesto globale fragile

BCE **Gaffe**
Aspettative volutamente create e poi disattese

BOJ **Behind the curve**
Troppa attesa per rimettere mano al policy mix

PBOC **Confusione**
Assenza di una chiara strategia su cambio e mercati azionari



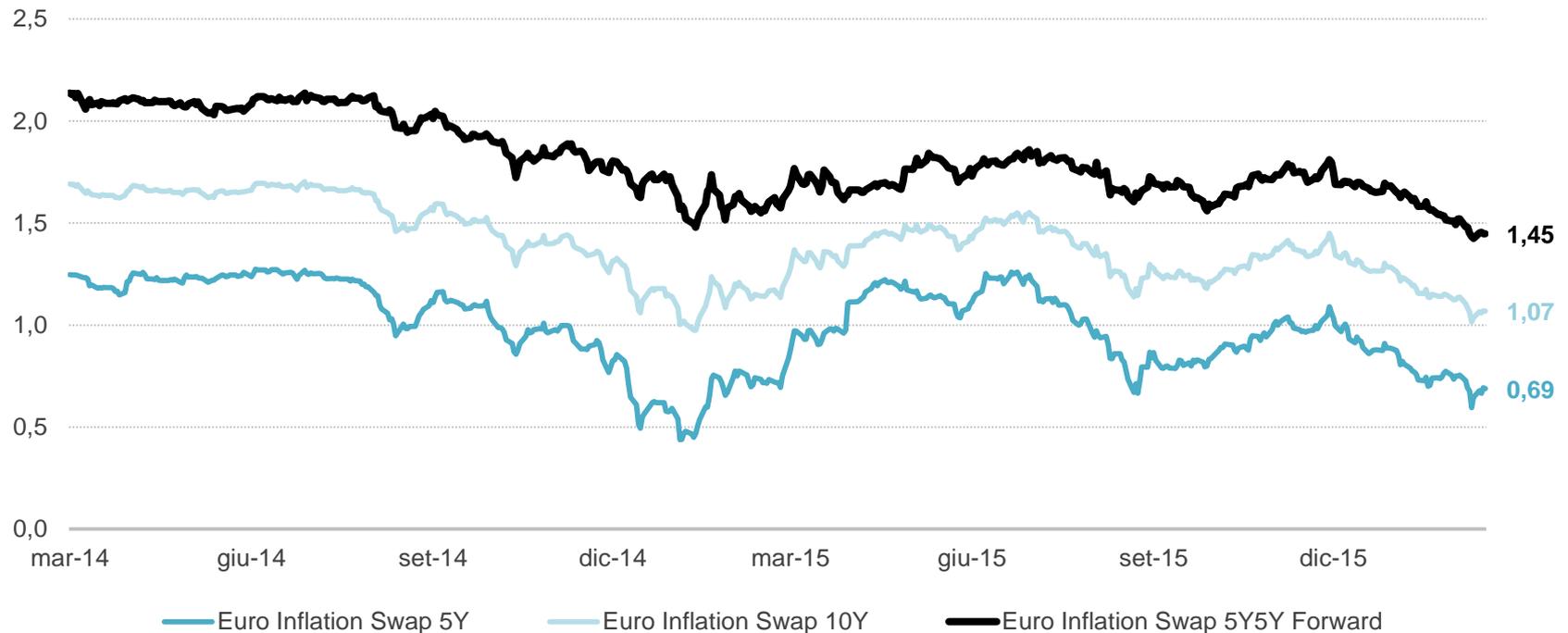


BCE: ticking the boxes for action (1/2)

- Le attese di inflazione di lungo periodo sono sotto i livelli di inizio 2015

“First, we will examine the strength of the pass-through of low imported inflation to domestic wage and price formation and to inflation expectations”

Mario Draghi – 15 Febbraio 2016





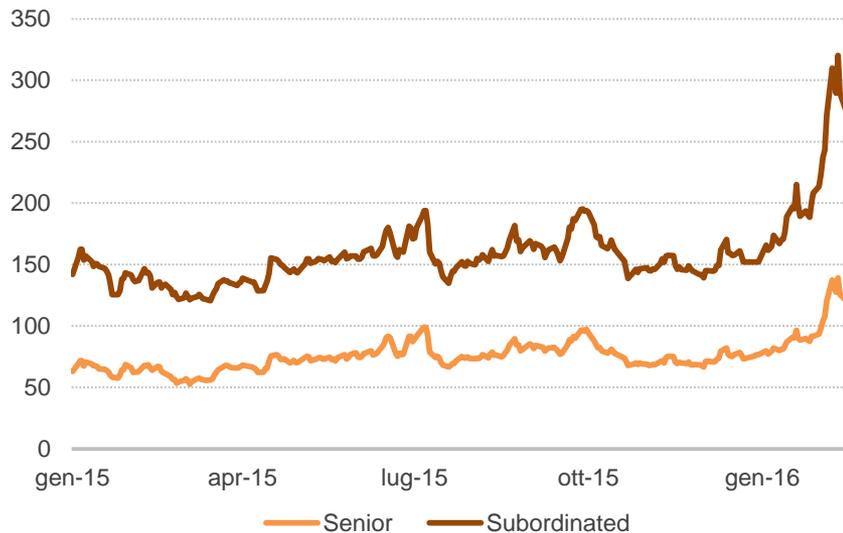
BCE: ticking the boxes for action (2/2)

- Un sistema bancario sotto stress risulta assolutamente inadatto a trasmettere gli impulsi di politica monetaria
- Il rischio è di compromettere quanto ottenuto finora in termini di circolazione del credito

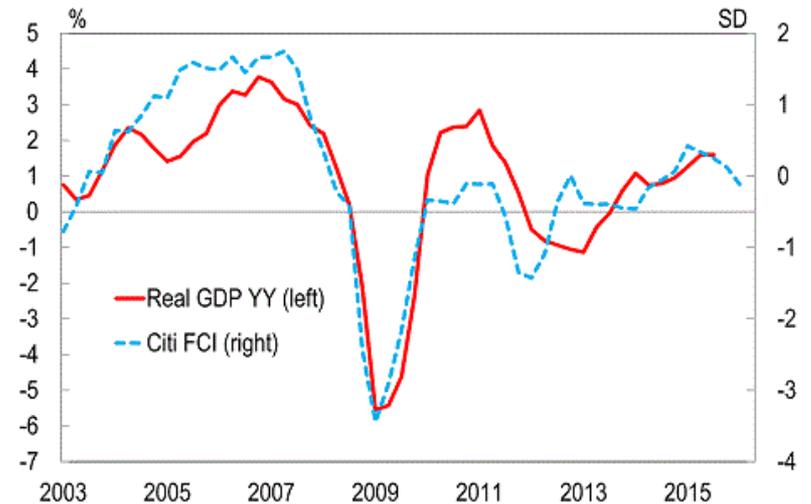
“Second, in the light of the recent financial turmoil, we will analyse the state of transmission of our monetary impulses by the financial system and in particular by banks. If either of these two factors entail downward risks to price stability, we will not hesitate to act”

Mario Draghi – 15 Febbraio 2016

Markit Financial CDS



Citi Financial Condition Europe Index



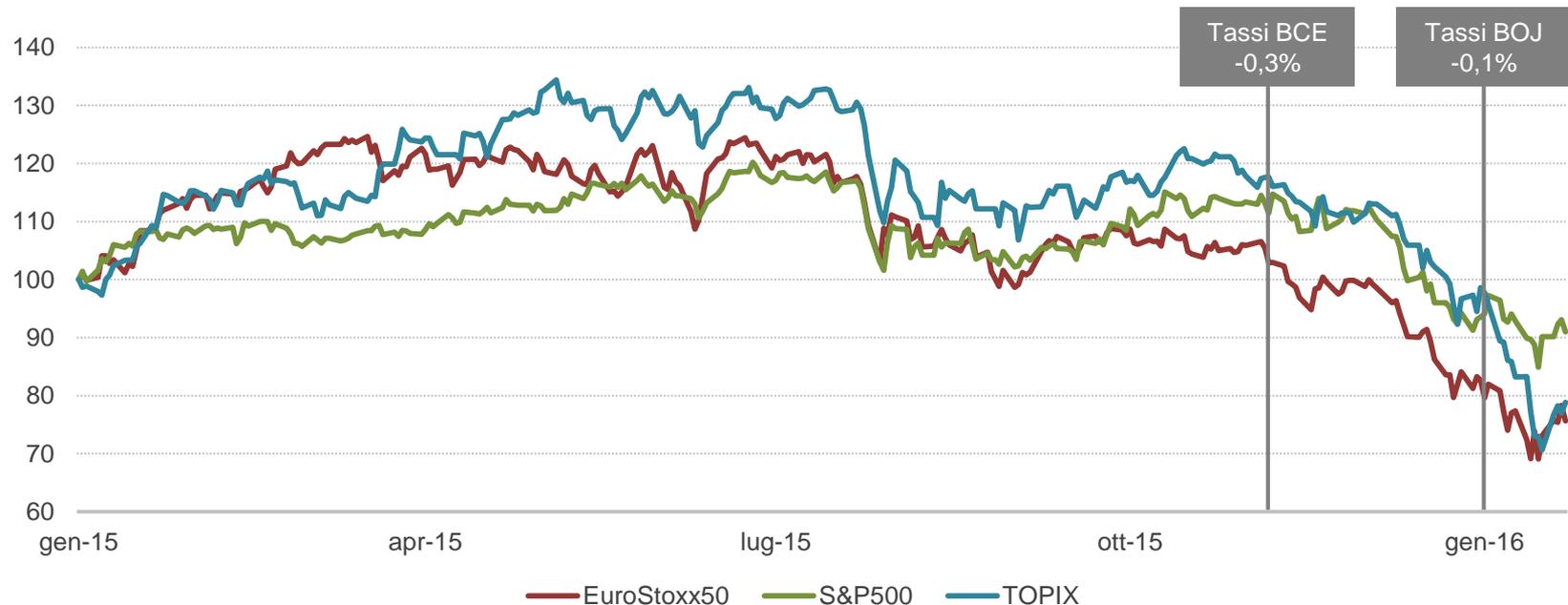
Fonte: Citi



BCE: quali azioni per marzo?

- L'opzione dei tassi negativi sta perdendo quota: alimenta timori di "currency war" e danneggia le banche
- Un robusto incremento del QE resta l'azione più sensata, ma potrebbe non bastare
- La soluzione ideale sarebbe affiancarvi uno strumento che stimoli il credito e supporti il settore bancario
- Le ipotesi vanno dall'acquisto di obbligazioni corporate all'offerta di finanziamenti di lungo periodo alle banche per effettuare i buyback

Sotto-indici bancari

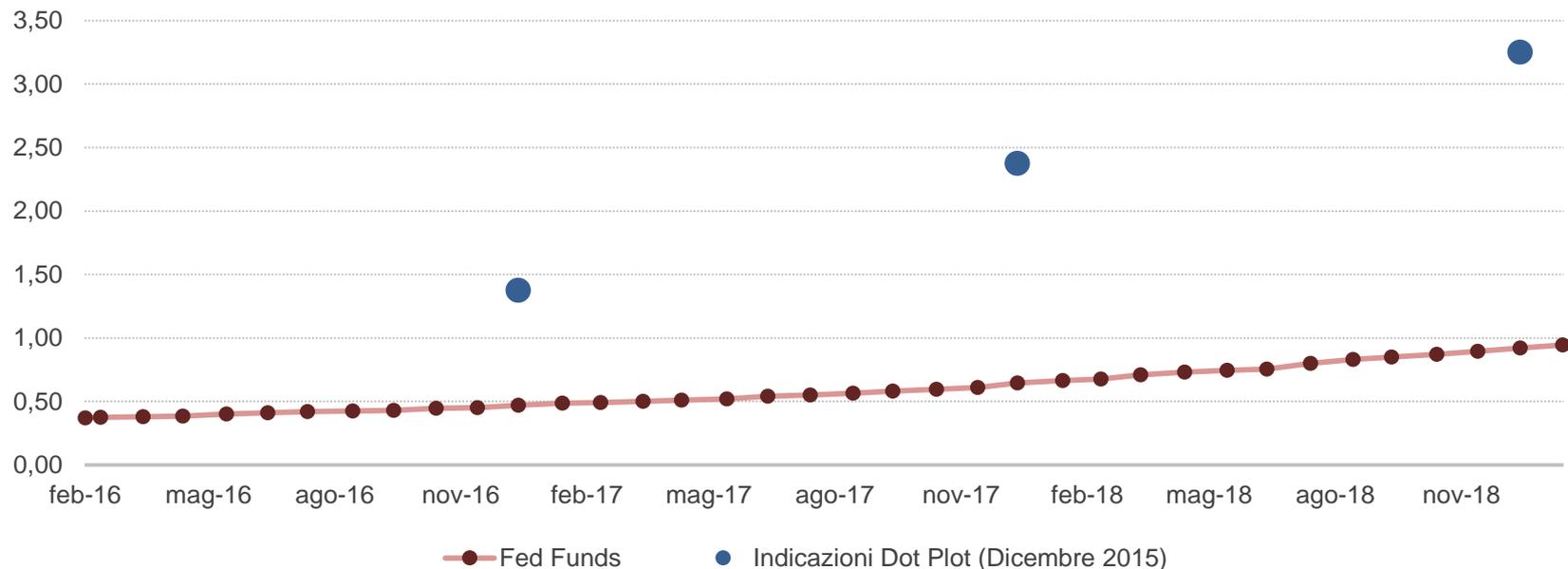




FED: convergenza a marzo?

- La recente turbolenza sui mercati ha scavato una voragine tra le previsioni dei membri FED pubblicate nella SEP di dicembre (4 rialzi da 25 bp nel 2016) e quanto prezzato dal mercato (meno del 50% di probabilità di un solo rialzo entro dicembre)
- Se al FOMC del 16 marzo dovesse emergere una stanchezza neutrale, si potrebbe ottenere l'effetto di ridurre le pressioni su Paesi emergenti e materie prime, senza danneggiare troppo il dollaro, visto che i tassi prezzano già abbondantemente questo scenario

Tassi forward impliciti nelle quotazioni dei future sui Fed Funds





Giudizi sintetici

Azionario

US		Upgrade
Europa		
Giappone		
Emergenti		

Obbligazionario governativo

US		Downgrade
Europa core		Downgrade
Europa periferia		
Emergenti		

Obbligazionario corporate

US		
Europa		

Valute

EUR/USD		Upgrade
USD/JPY		
EUR/GBP		

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.