



Anthilia Capital Partners Sgr

Aprile 2016

Analisi di Scenario

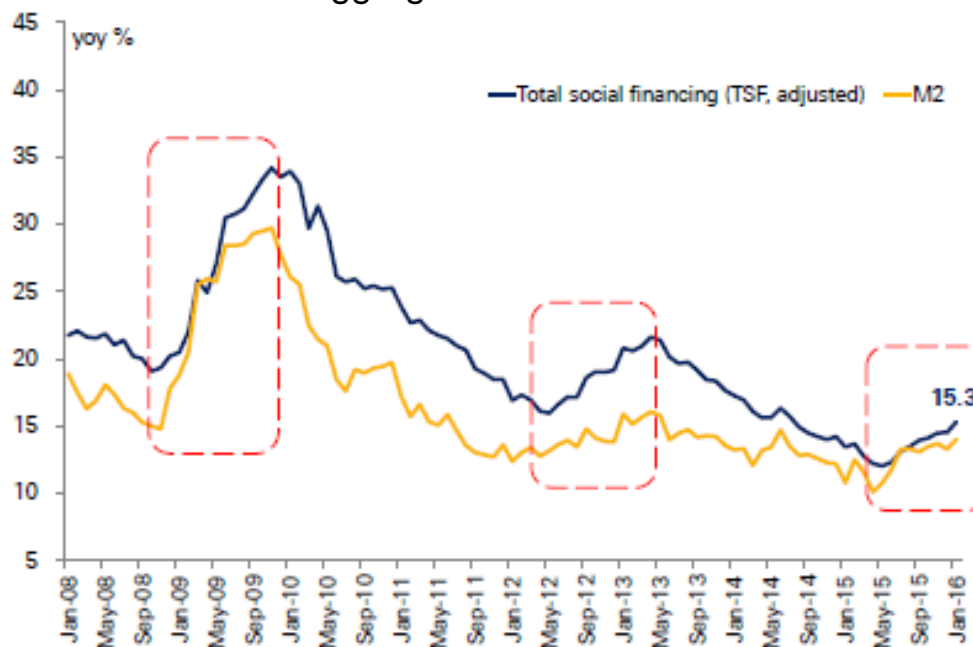




Cina: la crescita torna ad essere una priorità

- Nella seconda metà del 2014 e nei primi mesi del 2015, le autorità cinesi hanno avviato politiche economiche volte a contenere gli sbilanci, liberalizzare i mercati e combattere la corruzione
- L'inasprimento delle condizioni finanziarie che ne è conseguito ha prodotto il rallentamento osservato per gran parte del 2015
- Il cambio di orientamento occorso negli ultimi 6 mesi appare evidente nel trend degli aggregati monetari

Aggregati monetari cinesi

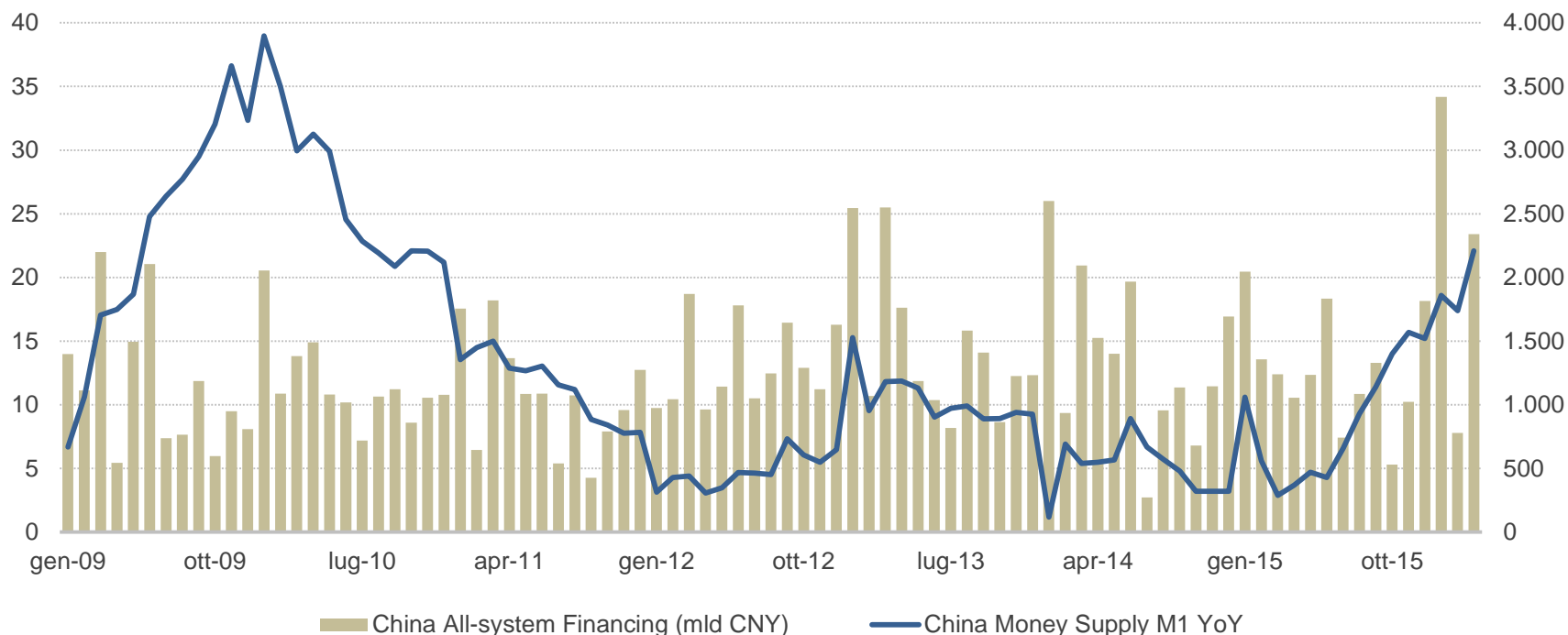


Fonte: CEIC, Wind, Deutsche Bank



La politica monetaria è tornata assai espansiva ...

- Nel primo trimestre del 2016 il volume di prestiti è cresciuto del 25,5% YoY, a marzo il Total Social Financing del 16,1% YoY. Si nota una ripresa dello Shadow Banking e un'esplosione dell'emissioni corporate
- M1 ha proseguito l'ascesa, a dimostrazione dell'abbondanza di liquidità mantenuta dalla PBOC nel sistema
- Il trend degli aggregati di credito suggerisce un perdurante supporto dello stimolo monetario nei prossimi mesi

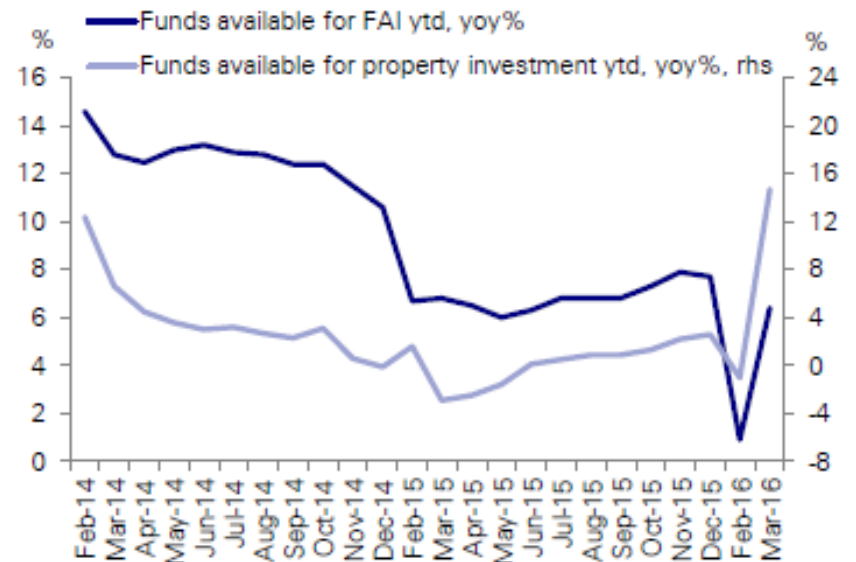
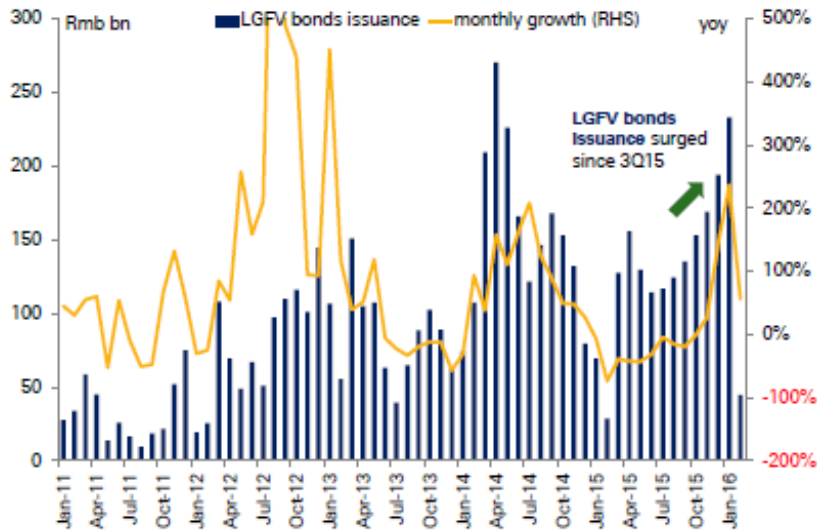




... così come la politica fiscale

- Il target di deficit per il 2016 che è stato fissato all'ultimo Congresso è del 3%, solo marginalmente superiore al 2,3% dello scorso anno che era stato ampiamente sfiorato
- Sia le emissioni di debito dei governi locali che i fondi pubblici disponibili per l'investimento mostrano chiaramente l'incremento di stimolo fiscale

Stimoli fiscali in Cina



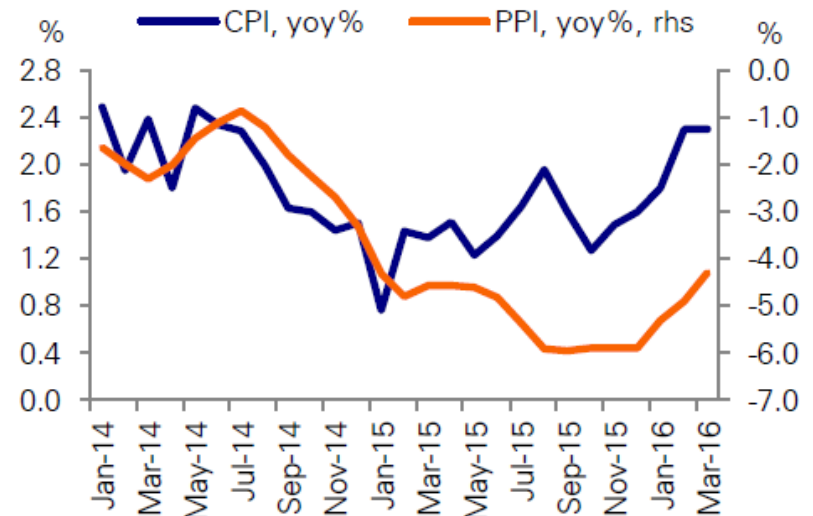
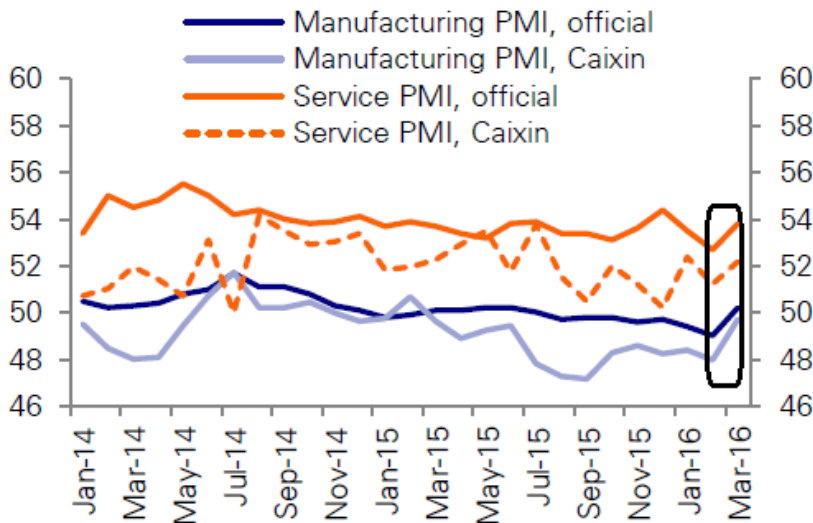
Fonte: CEIC, Wind, Deutsche Bank



Il rimbalzo congiunturale sta filtrando nei dati (1/2)

- Dopo una lunga fase opaca, survey e dati macro hanno preso vita a marzo
- Tra gli aspetti positivi, la concordanza tra le survey ufficiali e quelle private e la coerenza dei movimenti dei prezzi e di alcune materie prime con un'accelerazione dell'attività

PMI e inflazione cinesi

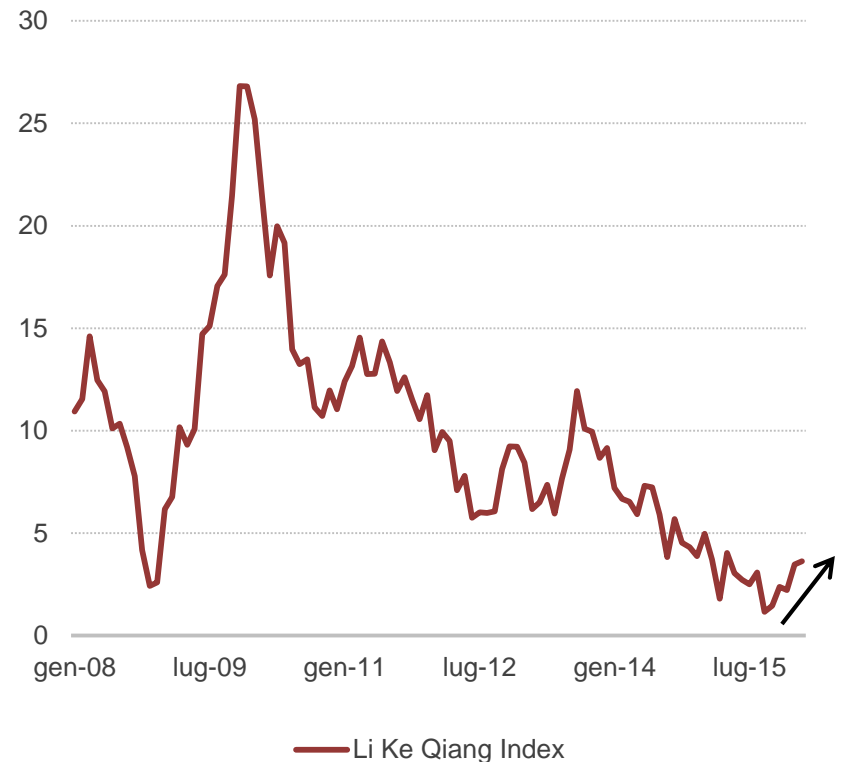
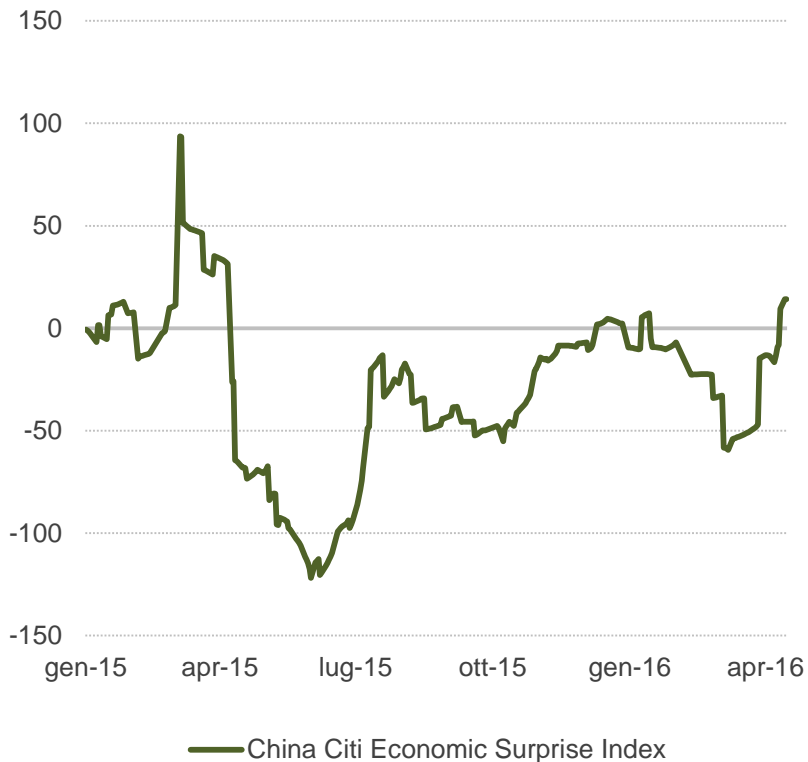


Fonte: DB



Il rimbalzo congiunturale sta filtrando nei dati (2/2)

- Per effetto del rimbalzo dei dati, il Citi Surprise Index si trova ai massimi da 12 mesi
- Il Li Keqiang Index (40% prestiti bancari, 40% consumi di elettricità, 20% volume di treni merci) mostra un'inversione di tendenza

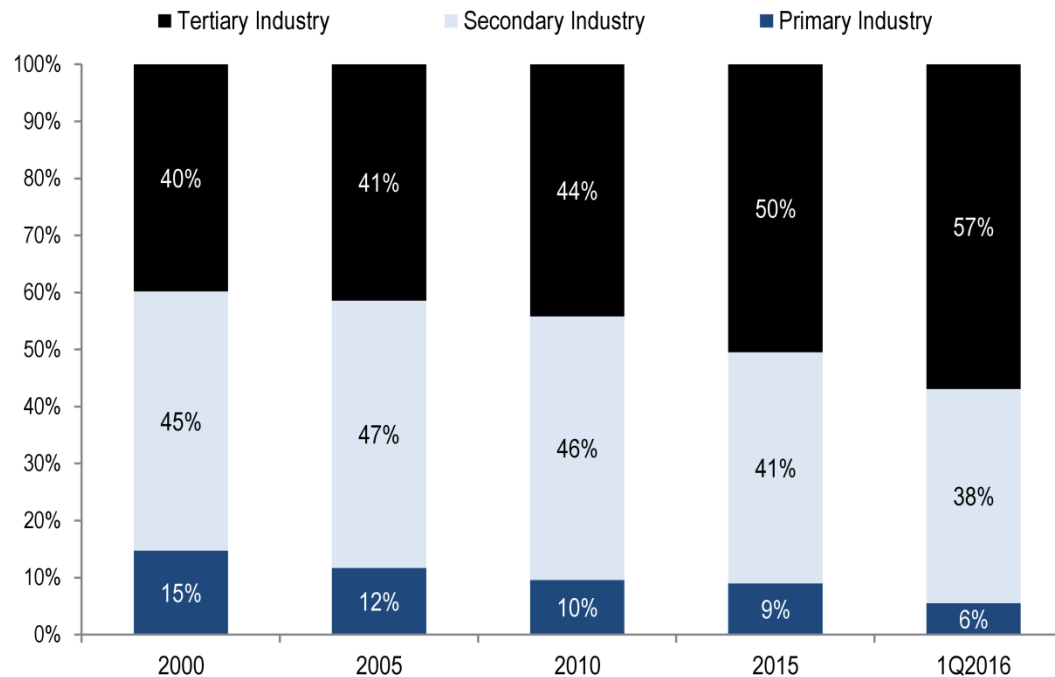




Il ribilanciamento dell'economia è in corso d'opera (1/2)

- Il cambio di passo nella riforma del modello economico è chiaramente percettibile
- La crescita del settore terziario è stata del 7,6% nel primo trimestre 2016, contro un 5,6% del settore secondario

Scomposizione del PIL cinese per settori



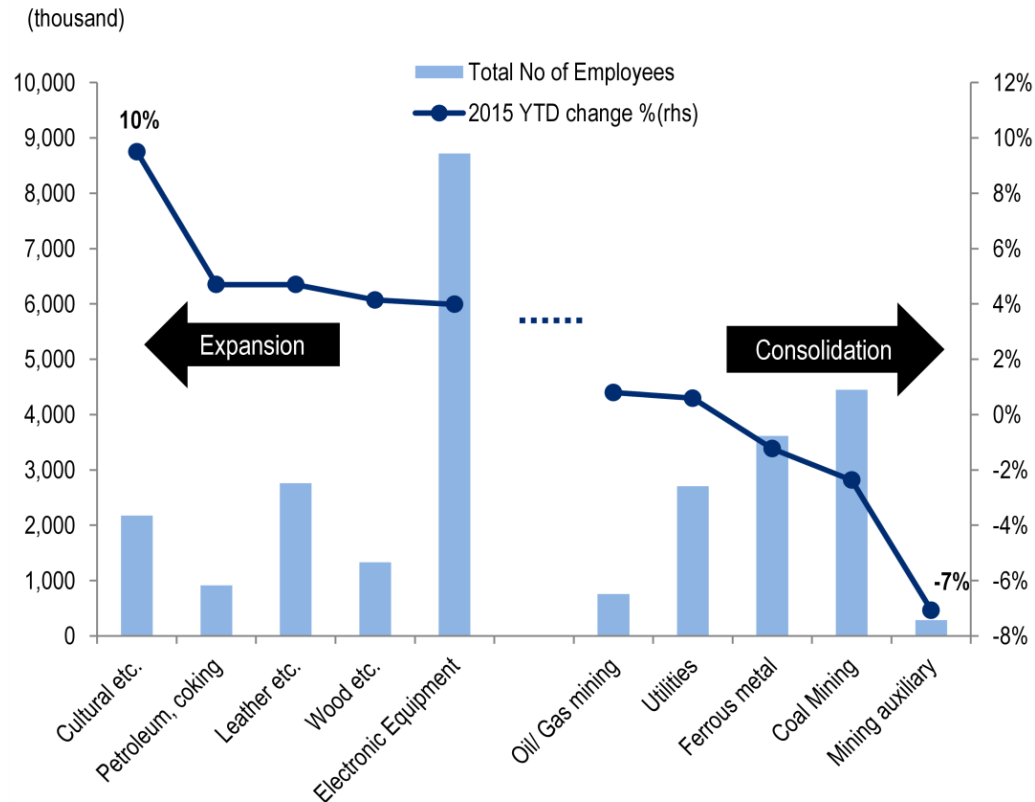
Fonte: Citi



Il ribilanciamento dell'economia è in corso d'opera (2/2)

- Le risorse liberate grazie alla riduzione di capacità produttiva dei settori in crisi stanno venendo assorbite da quelli in espansione

Numero di occupati e crescita per settore in Cina

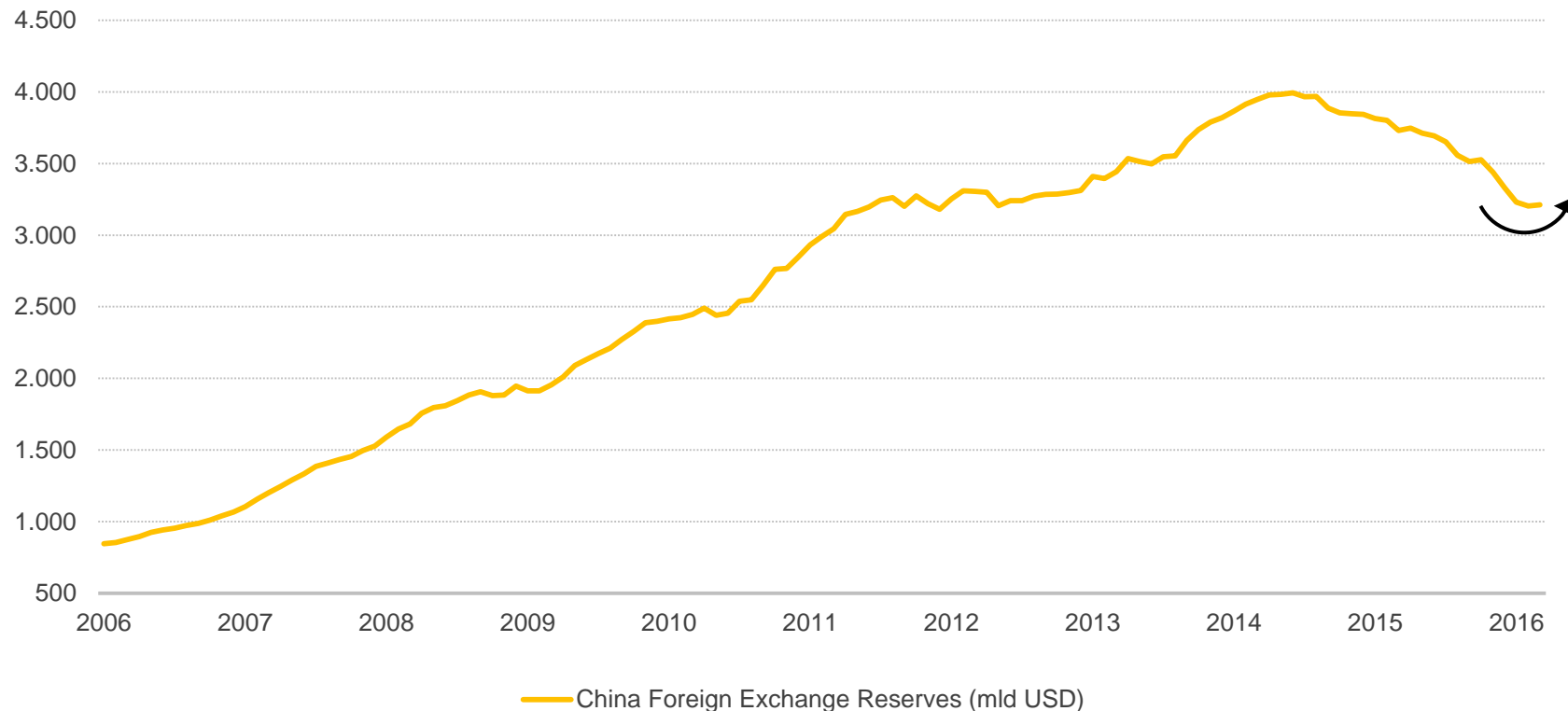


Fonte: Citi



Le riserve valutarie danno segnali di stabilizzazione

- L'andamento delle riserve valutarie della PBOC mostra che, dopo un 2015 pesante, i deflussi di capitale si stanno attenuando
- Il merito va ai controlli di capitale più efficaci e alla stabilizzazione del ciclo

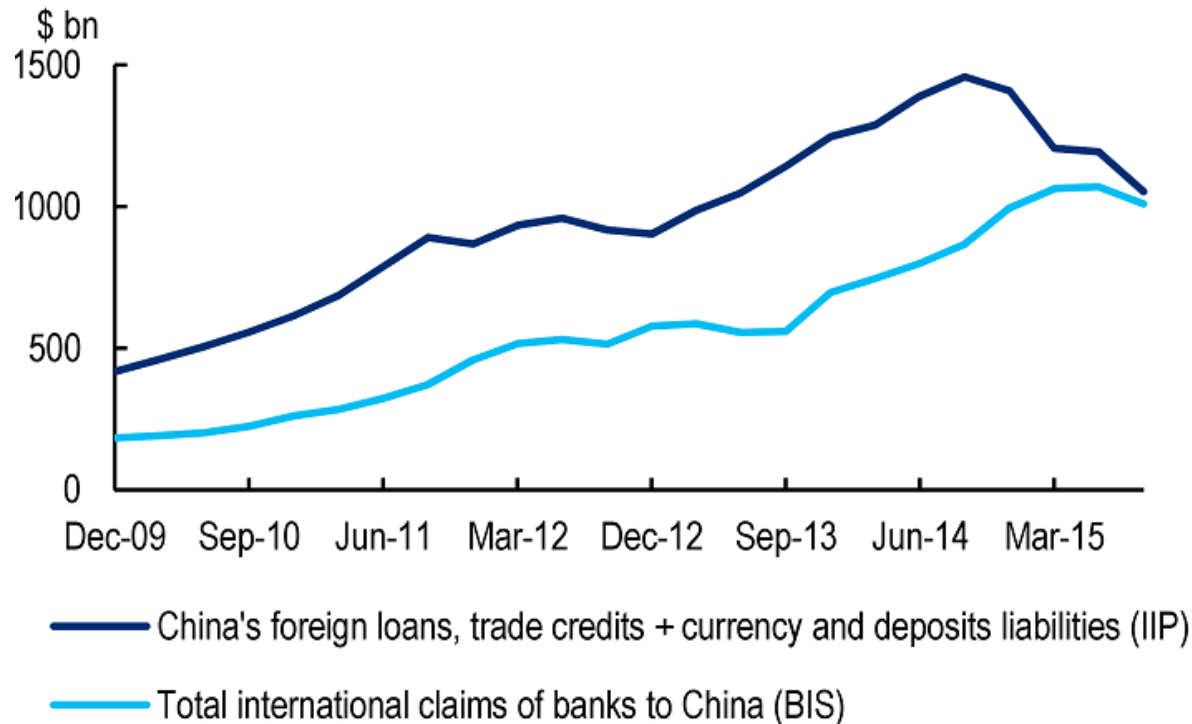




Capital flows: non solo “bad news”

- Uno sguardo all’andamento dei prestiti verso istituti bancari internazionali mostra che parte dei flussi è andata a rimborsare debito estero in USD

Debito estero cinese verso banche



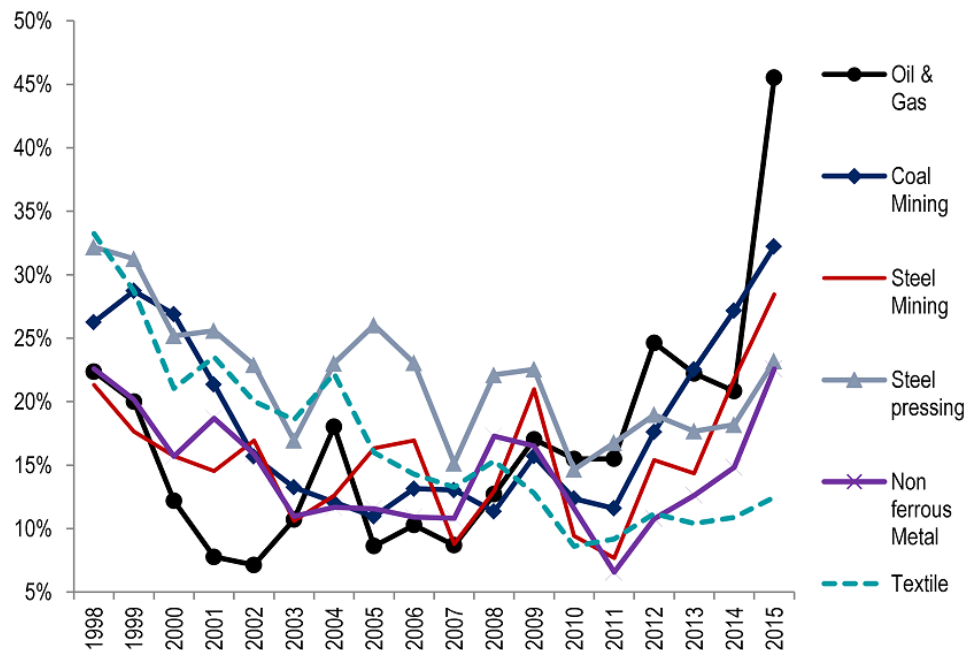
Fonte: DB



A medio termine il problema è la redditività

- Le riserve valutarie cinesi sono più che sufficienti a compensare l'esposizione estera del Paese
- Ma il vero problema è l'enorme ammontare dei depositi cinesi
- Se la redditività media degli asset nazionali non riprende a salire, sarà la fuga all'estero di questi depositi a depauperare le riserve

Quota di imprese cinesi in perdita per settore



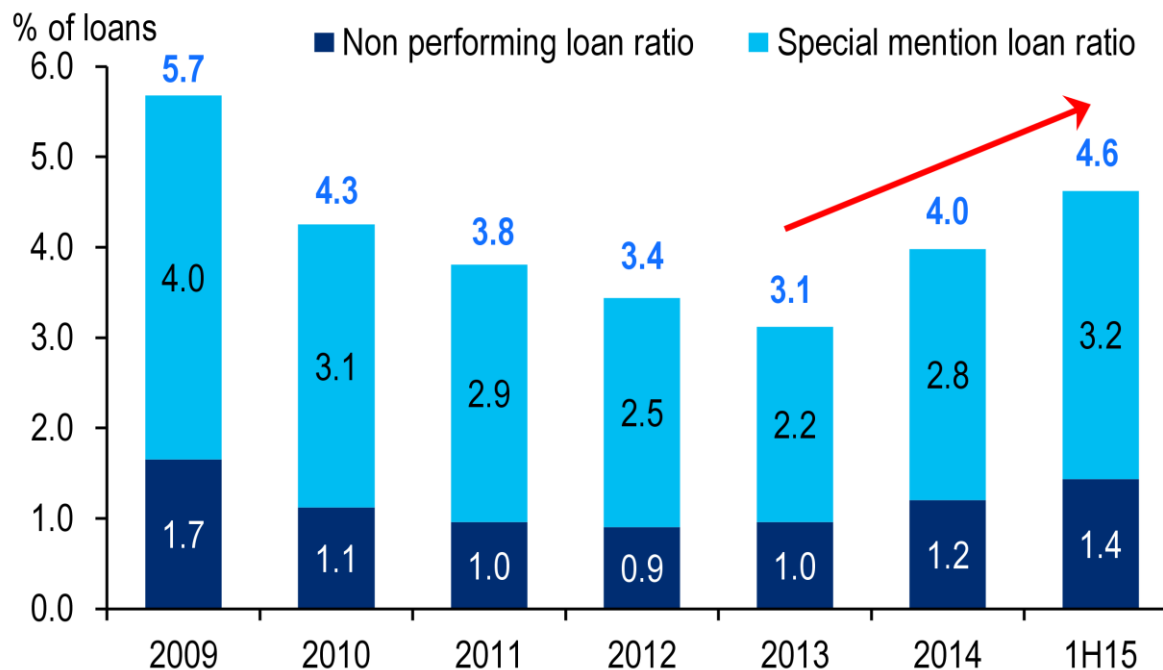
Fonte: Citi



NPL: un problema non solo italiano

- Le sofferenze nel sistema bancario cinese sono superiori a quanto indicato dai dati ufficiali (7/8% secondo alcune stime)
- I multipli a cui gira il settore bancario (0,8 volte il P/B e 6% di dividend yield) tengono però conto dei livelli effettivi di NPL

Crediti deteriorati cinesi



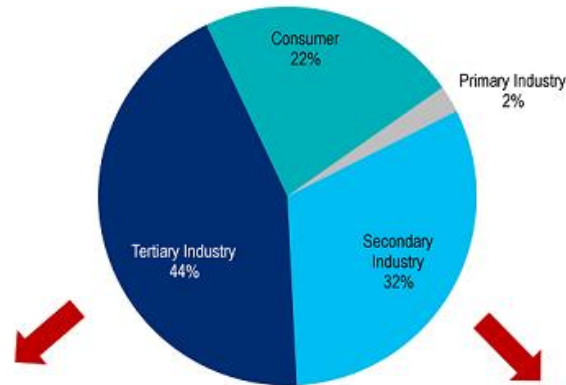
Fonte: Citi



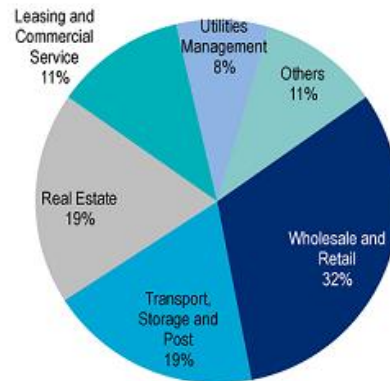
La porzione di credito verso i settori critici è ridotta

- Il Total Social Financing è costituito per il 65% da prestiti bancari, di cui l'80% è da parte di banche commerciali
- Di questo, il 22% sono consumer, il 44% settore terziario, il 32% settore secondario e solo il 2% settore primario
- I settori in contrazione rappresentano solo il 7% dei prestiti totali

Commercial Bank Loan (Rmb64 tn) Distribution

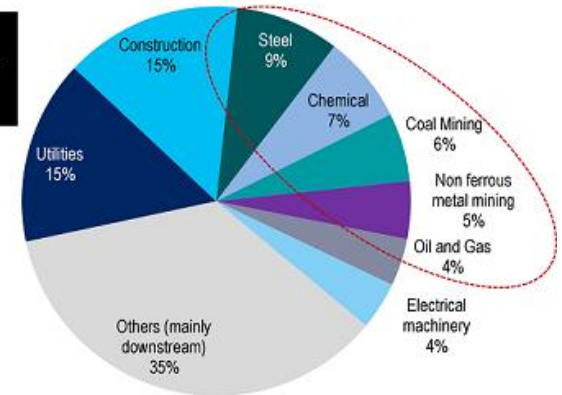


Tertiary Industry Bank Loan (Rmb28tn) Distribution



Secondary Industry Bank Loan (Rmb20tn) Distribution

Risky Sectors (Steel, Oil/ Gas, Chemical, Coal Mining, Non-ferrous Metal) contribute 30% of Secondary Industry Bank loan, or 7% of total Bank Loan



Fonte: Citi



L'azionario cinese ha margini di recupero

- Il quadro di stabilizzazione/moderato rimbalzo offerto dal ciclo cinese offre supporto all'azionario, che gira su livelli di valutazione non eccessivi e prezza una crescita degli utili azionari modesta
- Altri fattori che potrebbero favorire le azioni cinesi sono il rientro del margin debt e l'inclusione delle A-share nell'indice MSCI
- L'MSCI China, ad una valutazione di 10,4 volte il forward P/E ed 1,1 volte il P/B, sembra l'indice dotato delle migliori prospettive

MSCI China – P/E e P/B



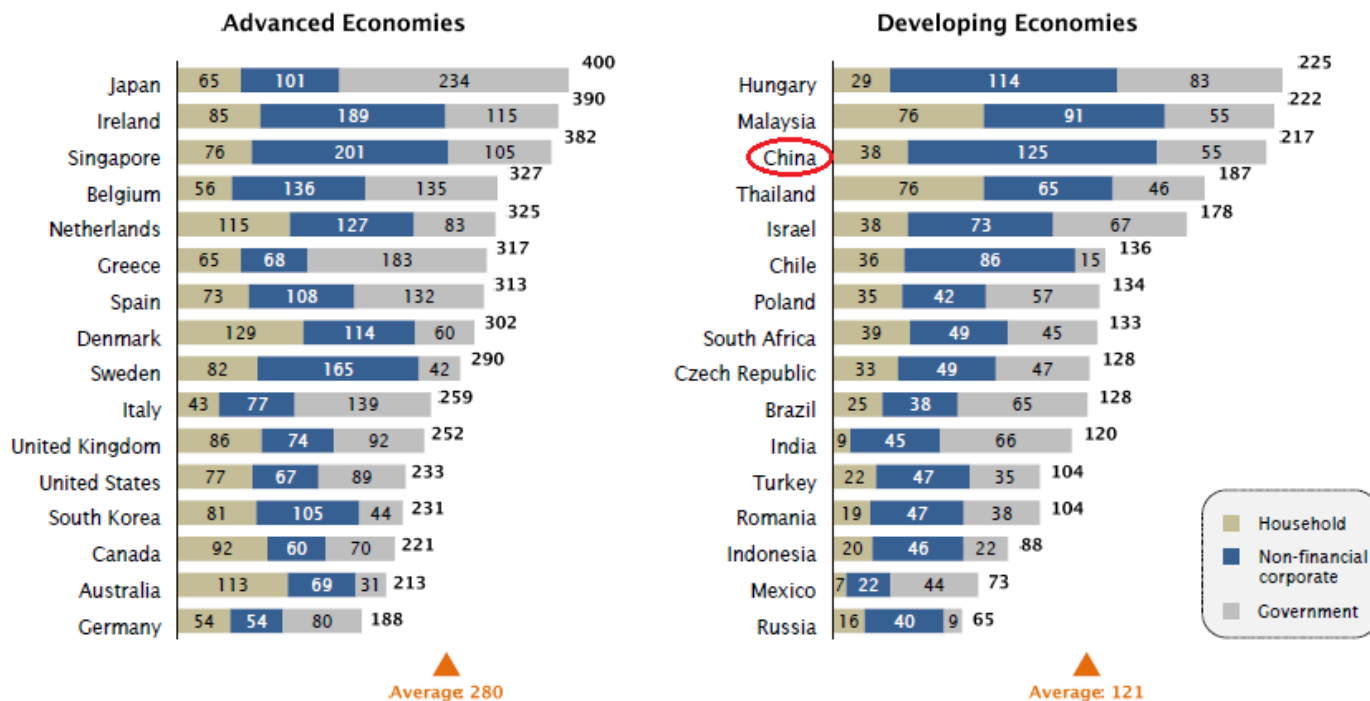
Fonte: Citi



Il debito totale cinese non è ancora fuori controllo

- Il rapporto tra debito totale e PIL, pur posizionandosi quasi al doppio della media degli emergenti, non risulta eccessivo, per gli standard globali
- Il basso livello di debito pubblico offre alle autorità margine di manovra

Rapporto tra debito totale e PIL

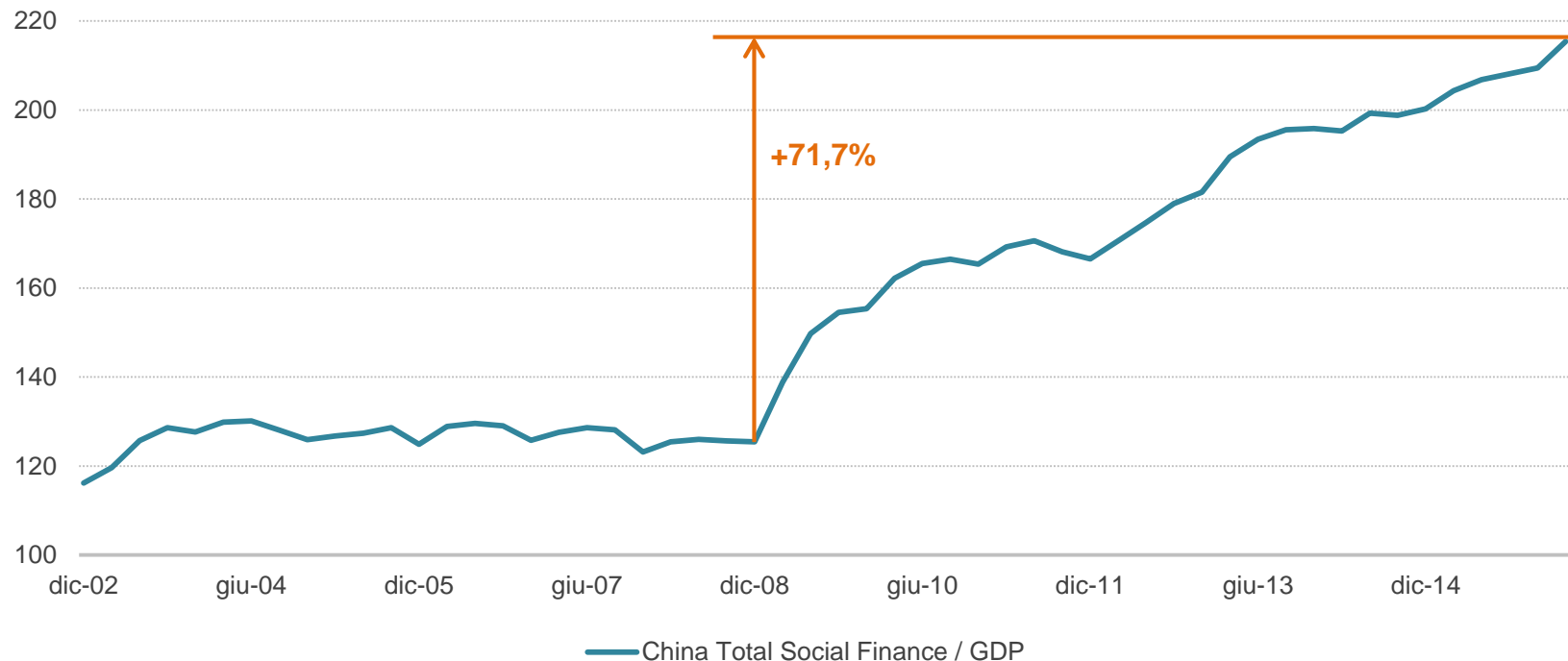


Fonte: Citi



Ma il tasso di crescita del credito è insostenibile

- Negli ultimi 8 anni il debito/PIL è cresciuto di oltre il 70%. Ciò equivale a dire che la crescita è stata generata da un eccesso di creazione di credito
- Il fine ultimo di qualunque piano di riforme deve essere contenere il tasso di crescita del credito sotto a quello del PIL nominale

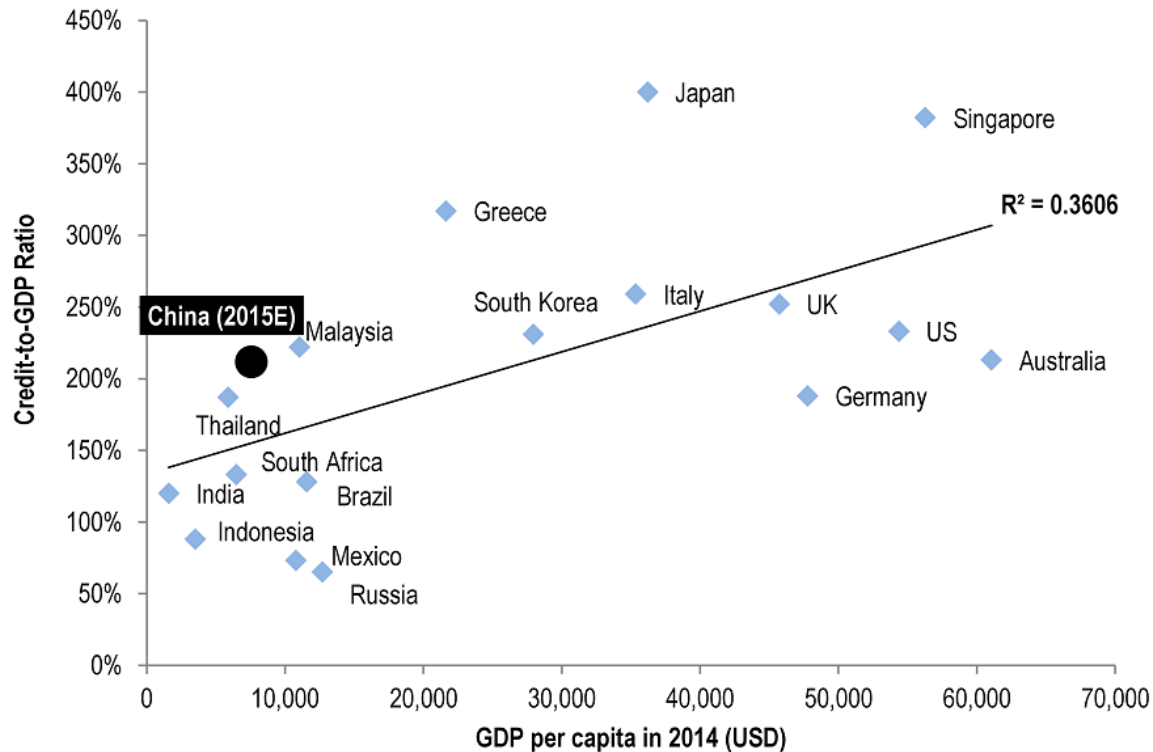




Il tempo inizia a stringere

- Il ribilanciamento nella creazione del debito deve avvenire prima che la Cina raggiunga il suo “debt limit”, ovvero il punto oltre il quale la creazione di debito diventi controproducente in termini di crescita

Rapporto debito/PIL vs PIL pro-capite



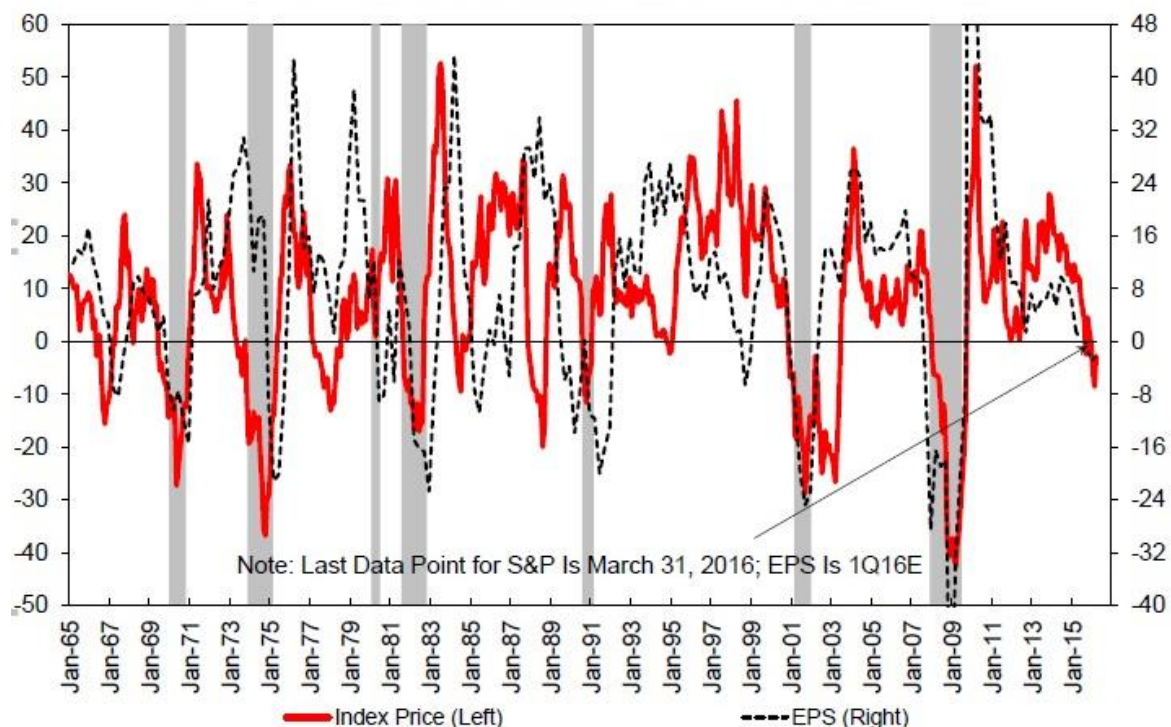
Fonte: Citi



Wall Street: waiting for the EPS growth

- Il recedere delle attese di recessione e la stabilizzazione di dollaro e materie prime hanno permesso all'azionario americano di recuperare le perdite dell'anno, riportandosi sui massimi storici
- Condizione necessaria per ulteriori significativi apprezzamenti da questi livelli è che i profitti aziendali riprendano a crescere
- Stallo del dollaro e stabilizzazione del manifatturiero sembrano indicare che la fase di contrazione degli EPS dovrebbe terminare nella seconda metà del 2016

S&P 500 – Performance ed EPS (YoY)



Fonte: Citi



Bottom sulle commodities?

- Il paniere CRB, che riunisce le principali materie prime, sta dando segnali tecnici di inversione di tendenza
- Una ripresa del comparto potrebbe avere implicazioni rilevanti per il quadro globale, in particolare sulle attese di inflazione, con ricadute su credibilità delle banche centrali e politiche monetarie
- Oltre a ciò, un rialzo delle materie prime impatterebbe sulla percezione della salute del ciclo macroeconomico globale





Brexit al voto il 23 giugno 2016

Highlights

- Le campagne pro e contro UE sono entrambe basate sul fattore “paura”
- La città di Londra è diversa dal resto del Regno Unito
- Il voto di coloro che hanno meno di quarant’anni sarà contro il Brexit
- Una bassa affluenza alle urne rischia di portare il referendum a favore del Brexit

Come impatta l’incertezza?

- Il 47% delle società inglesi ha oltre 250 dipendenti (in Italia questo segmento rappresenta il 20%)
- È probabile che il processo di assunzioni venga congelato in attesa del voto così come alcuni investimenti

Cosa succede se il Brexit non passa?

- “Relief rally” in un contesto politico inglese indebolito dal voto

Cosa succede se vince il voto “leave”?

- Due anni per negoziare un nuovo trattato commerciale con la UE
- Il conseguente calo degli investimenti esteri nel Regno Unito renderà meno agevole il finanziamento del deficit commerciale
- Il rischio di indebolimento della sterlina porrà un dubbio sulle posizioni in titoli di stato del Regno Unito detenuti da investitori esteri





Giudizi sintetici

Azionario

US		Downgrade
Europa		
Giappone		
Emergenti		

Obbligazionario governativo

US		
Europa core		
Europa periferia		
Emergenti		Upgrade





Obbligazionario corporate




US		
Europa		

Valute

EUR/USD		
USD/JPY		Upgrade
EUR/GBP		

Materie prime

Energetiche		
Industriali		
Agricole		Upgrade
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.