



Anthilia Capital Partners Sgr

Giugno 2016

Analisi di Scenario





Il « Regno Unito »

È definitivo?

Il carattere consultivo del referendum apre in teoria a marce indietro da parte di Parlamento e leader

Reazione delle autorità

- Politiche monetarie ancora più espansive
- Maggior flessibilità sul fronte fiscale
- Accelerazione dell'integrazione europea



Conseguenze per UK

- Caos politico
- Rischio scissione
- Calo investimenti e occupazione
- Migrazione dei business
- Isolamento commerciale
- Perdita di influenza

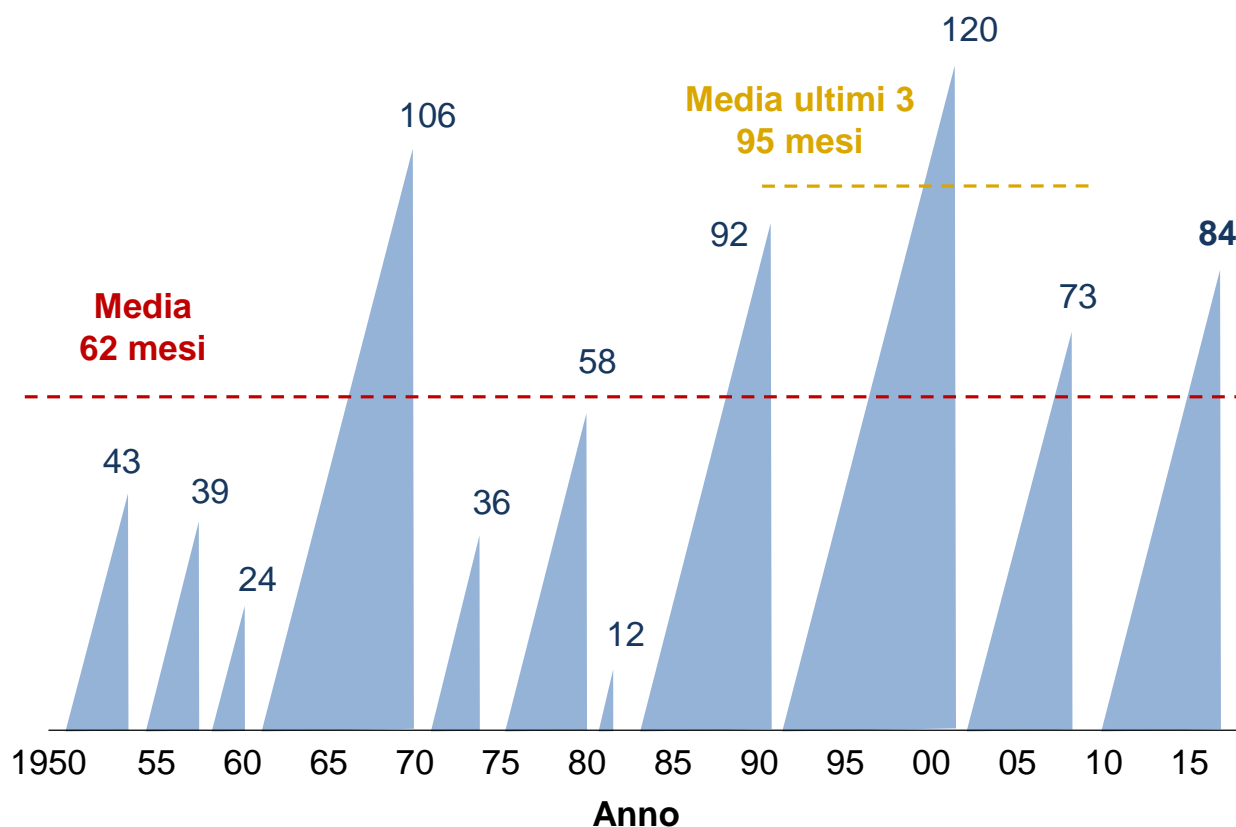
Conseguenze globali

- Aumento spinte scissioniste in EU
- Impatto sulla crescita e sui mercati finanziari



Quanto è maturo il ciclo US?

Durata (in mesi) dei cicli espansivi USA

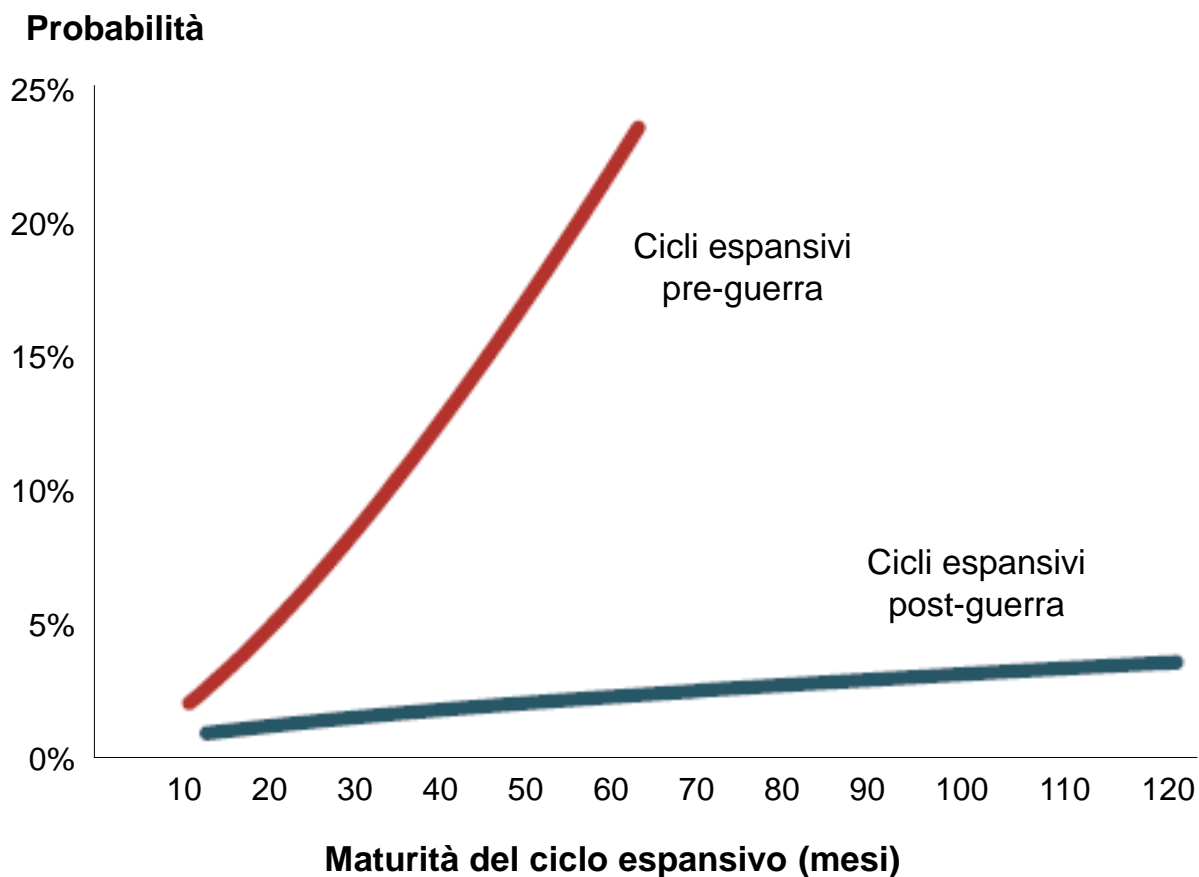


- Il ciclo di espansione US è giunto all'84° mese, 22 mesi oltre la media dal dopoguerra
- La durata media è andata crescendo recentemente, con 95 mesi di media per gli ultimi 3 cicli
- Mancano ancora oltre 3 anni per superare il record di 120 mesi, ottenuto tra il 1991 e il 2001



I cicli US non muoiono più di vecchiaia - 1/2

Probabilità per un ciclo di terminare il mese successivo



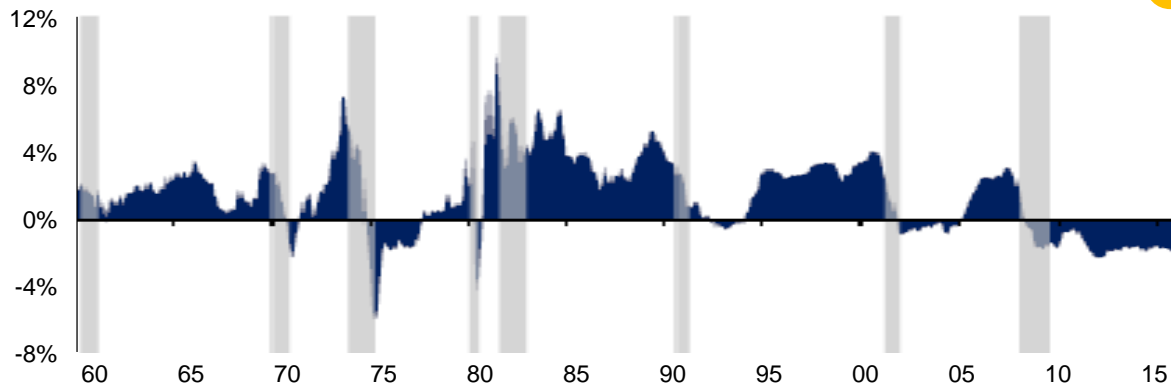
- Contrariamente a quanto osservato nella prima parte del secolo scorso, dal dopoguerra in poi, la relazione tra la durata di un ciclo e la probabilità di una recessione è bassa
- Tra i principali motivi di questa evoluzione:
 - L'aumento del peso dei servizi nell'economia
 - La crescente forza stabilizzatrice della politica monetaria

Studio della Fed di San Francisco («Will the economic recovery die of old age» by Gleen Rudenbusch, 8 feb 2016)

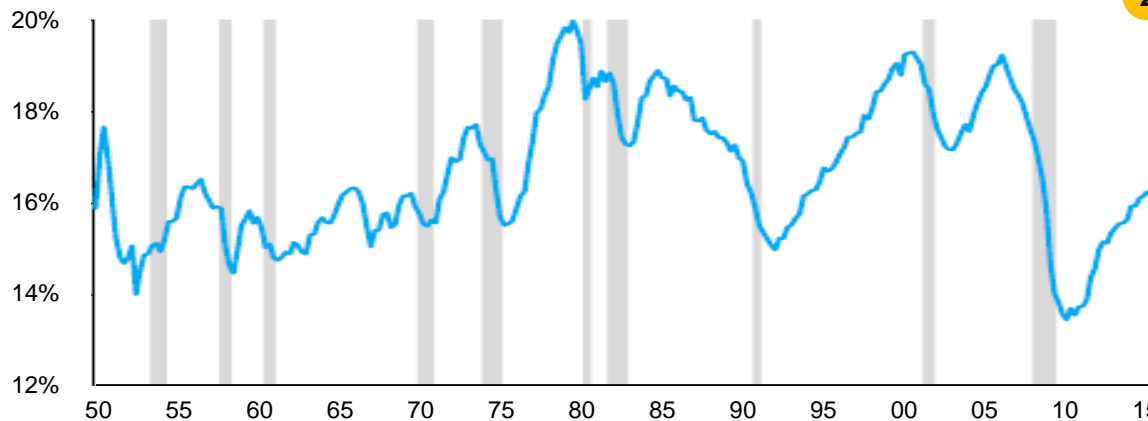


I cicli US non muoiono più di vecchiaia - 2/2

Real Fed Funds Rate



Investimenti privati (% su PIL)

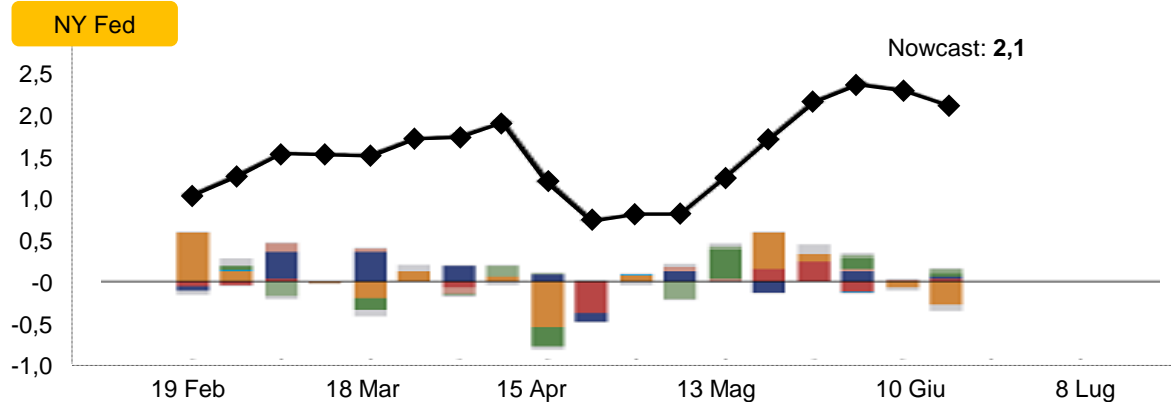
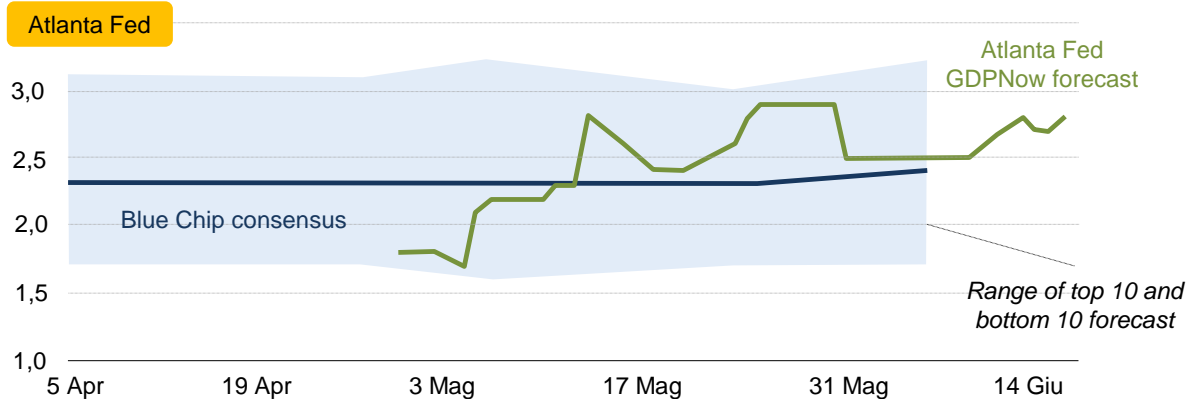


- Le cause delle recessioni US osservate dal dopoguerra possono essere ricondotte a 3 filoni:
 1. Inasprimento della politica monetaria per combattere l'inflazione ('70, '74, '80, '90)
 2. Eccessi di investimento (2001 tech, 2008 immobiliare)
 3. Shock esterni (oil '74, '80, '90, 2008)
- La particolare fase macroeconomica che stiamo attraversando rende assai improbabili i casi 1 e 2
- Diverso è il discorso degli shock esogeni, che a livello potenziale non mancano (Cina, **Brexit**)



I principali modelli proiettano un rimbalzo della crescita US - 1/2

GDP forecast for 2016: Q2 (variazioni %)

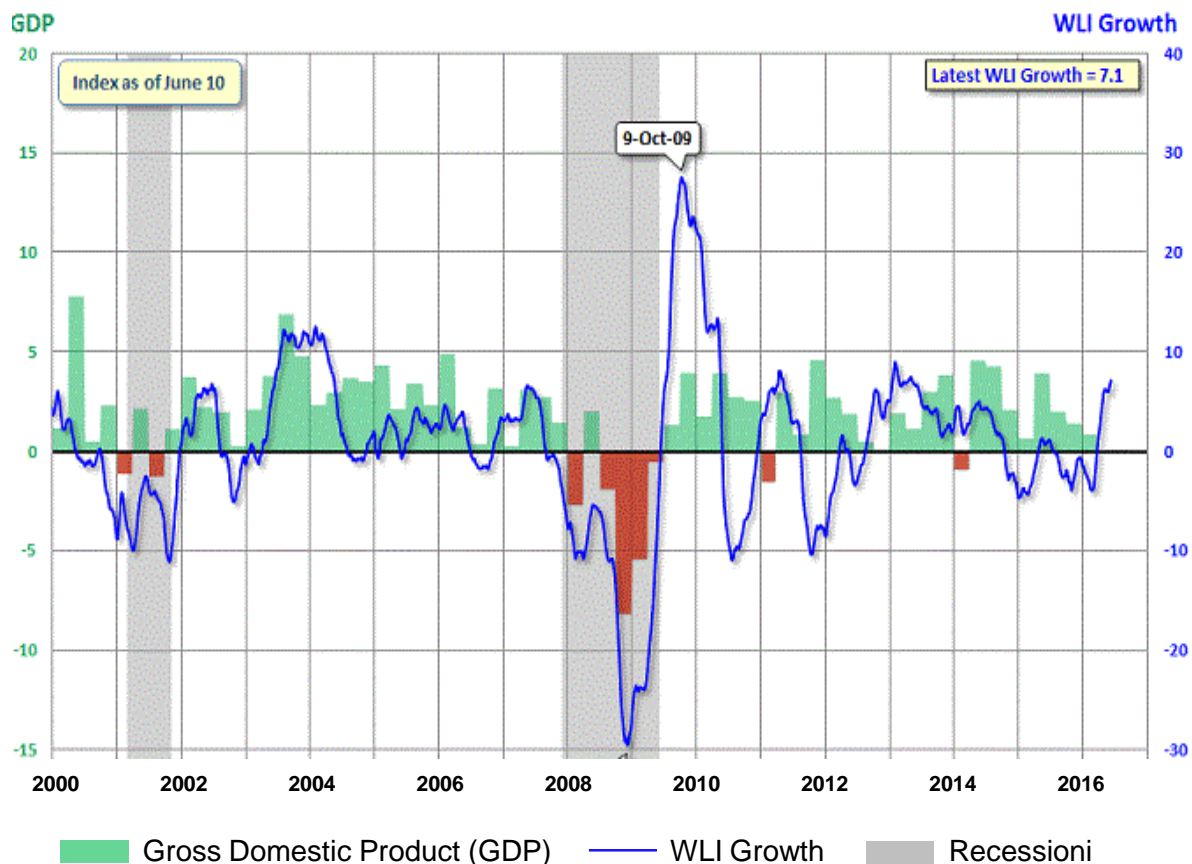


- Dopo un il rallentamento macro osservato negli ultimi 2 trimestri, i dati macro US sembrano segnalare una nuova fase di accelerazione
- Sia il modello della Fed di Atlanta che quello più recente della Fed di New York mostrano una crescita superiore al 2% nel secondo trimestre
- Anche il *Macro Surprise Index* di Citi ha recuperato circa 20 punti negli ultimi 40 giorni



I principali modelli proiettano un rimbalzo della crescita US - 2/2

ECRI Weekly Leading Index (WLI) Growth Since 2000

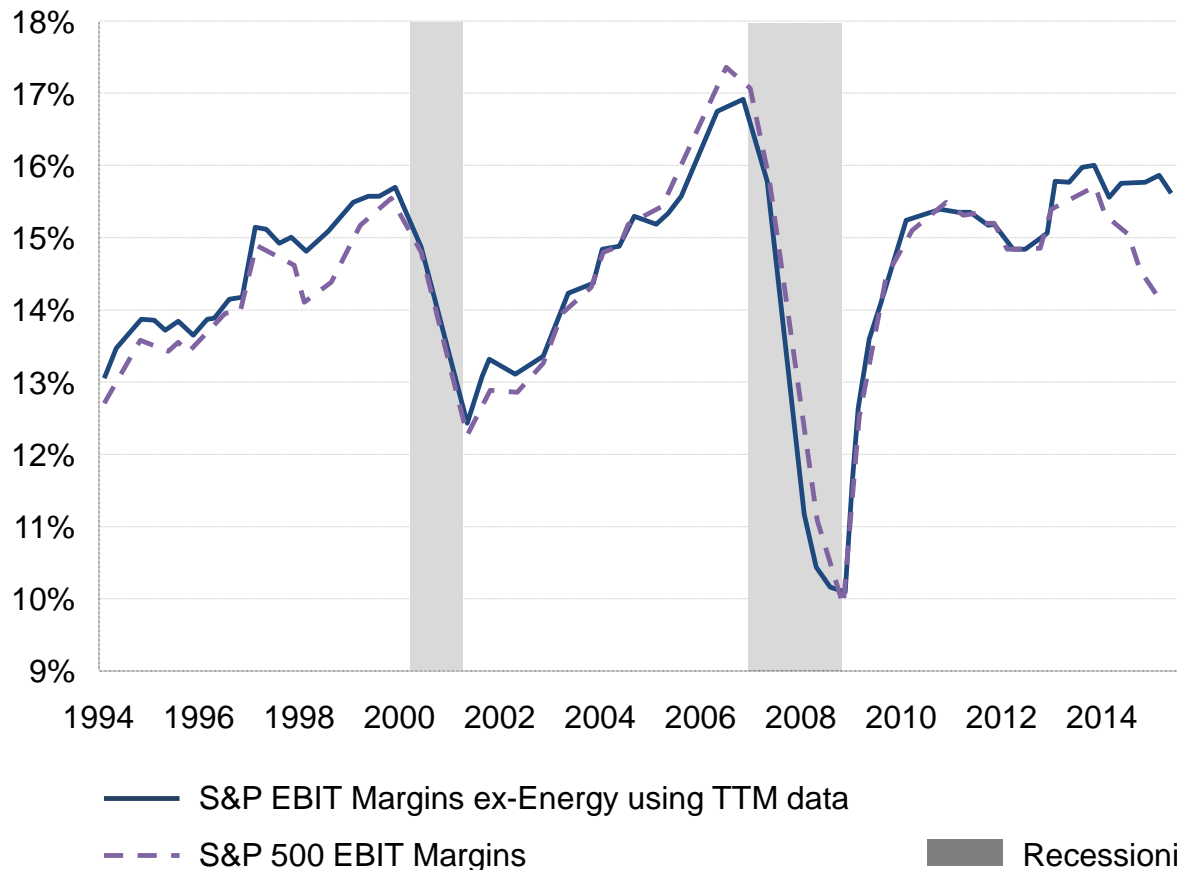


- Il popolare indice *ECRI Weekly Leading Index annualized growth indicator* – ora a 7,1 – si trova ai massimi da maggio 2013
- Il *Weekly Leading Index* ha superato il recente massimo ciclico (2014) e si trova ai massimi dal 2004
- Solo in una occasione (1981) l'economia US è tornata in recessione senza che il WLI avesse fatto massimi assoluti



Margini di corporate America: stabili ex-oil

S&P 500 EBIT Margins vs S&P EBIT Margins ex-Energy

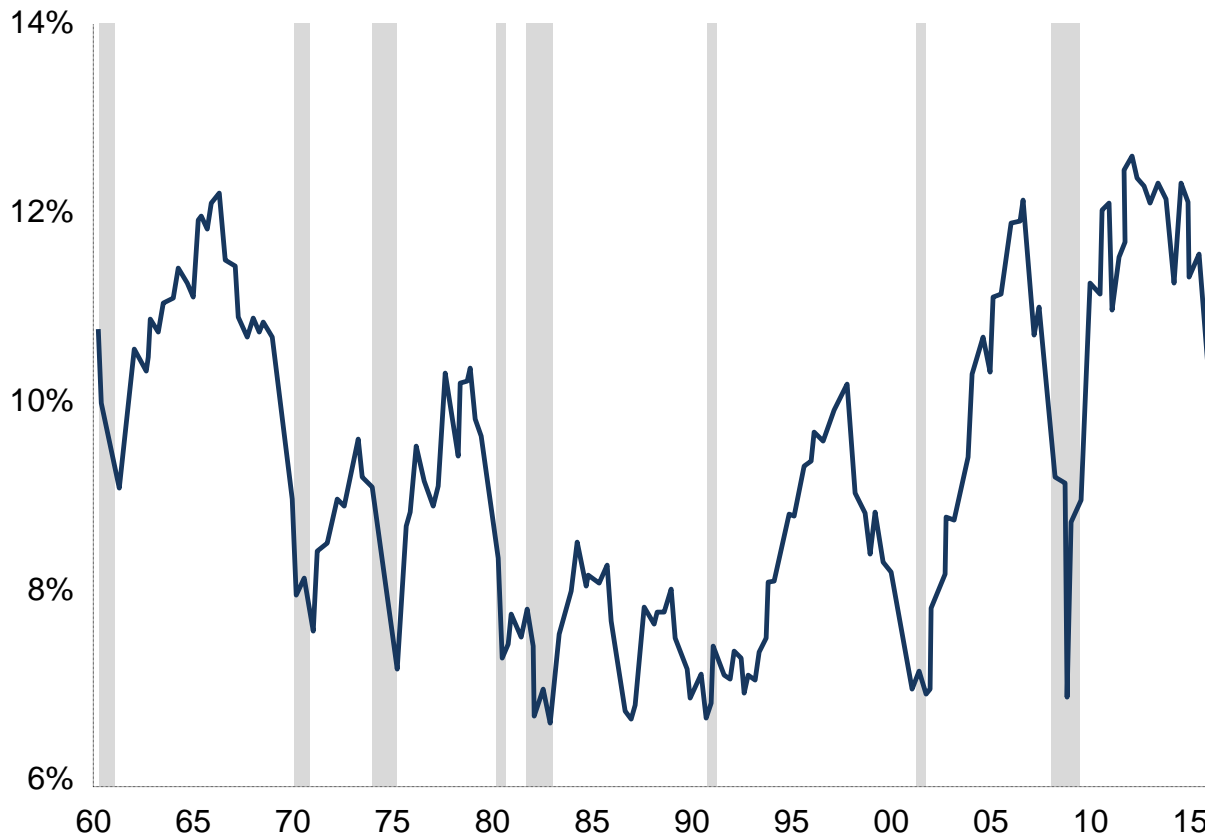


- Depurati dal comparto energy, gli *EBIT margins* delle aziende US risultano stabili, nonostante dollaro forte e moderazione della crescita globale



Margini di corporate America: storicamente elevati

Profit Margin

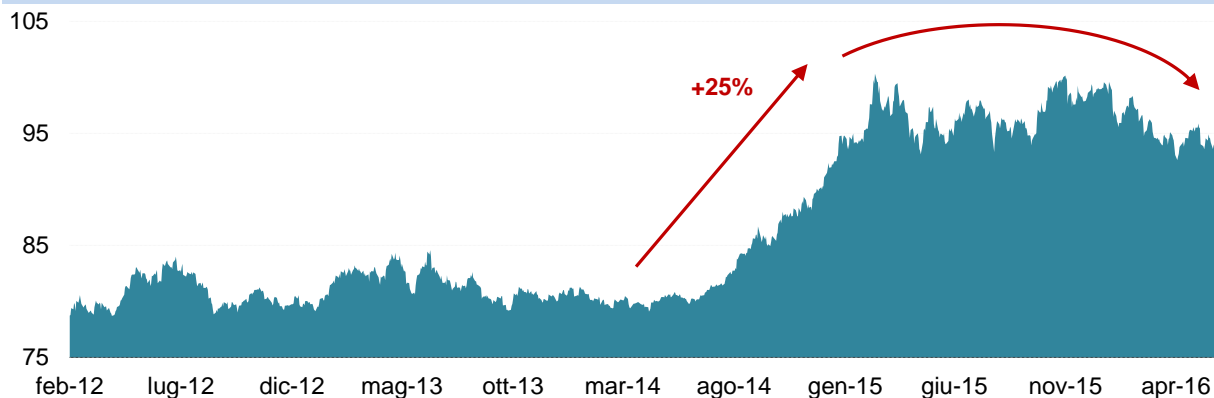


- Nonostante la recente discesa, i margini restano su livelli storicamente generosi
- Tali livelli non richiedono tagli agli investimenti e all'occupazione
- Un rimbalzo del settore energy potrebbe interrompere la discesa
- In ogni caso, il picco dei margini solitamente precede le recessioni di qualche anno

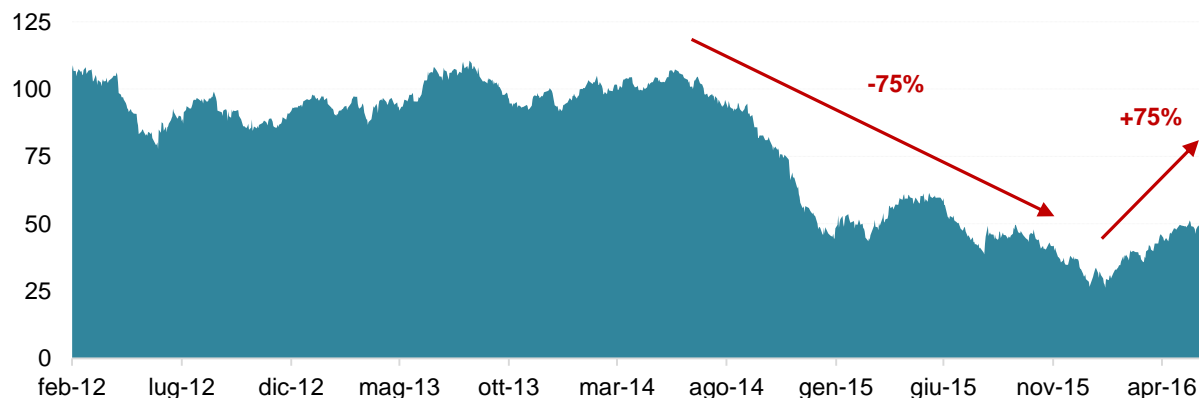


Oil e \$ stanno allentando la presa sul manifatturiero

Dollar Index – ultimi 4 anni



Petrolio – ultimi 4 anni

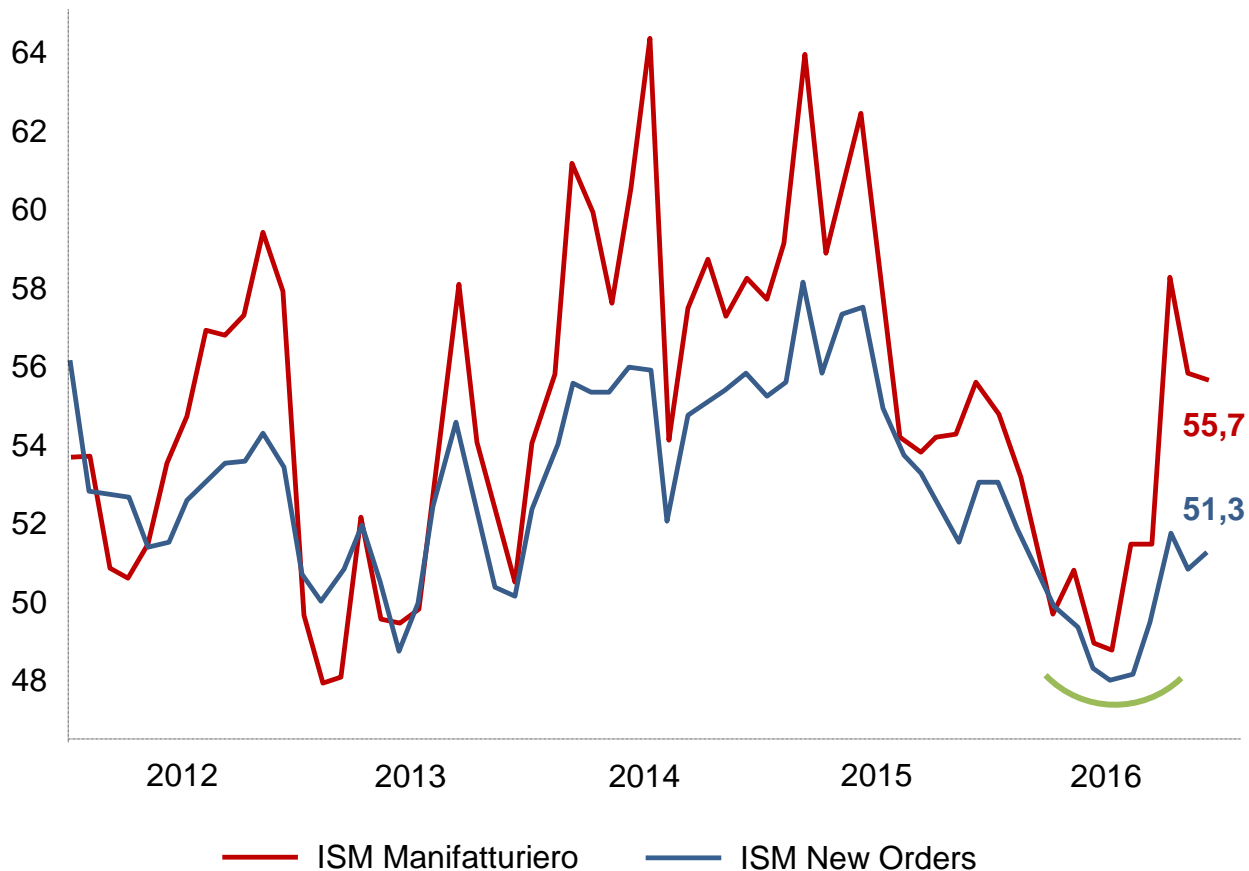


- Il 25% di rally del dollaro in appena 3 trimestri ha sicuramente giocato un ruolo nelle difficoltà del manifatturiero USA
- Stesso discorso per il crollo del petrolio
- Nell'ultimo semestre la pressione da questi due elementi si è attenuata
- Ovviamente, perché si trasformino in fattori a supporto degli utili, i livelli attuali devono essere mantenuti nel tempo



Il settore sta già reagendo alla cura

ISM Manifatturiero e ISM New Orders

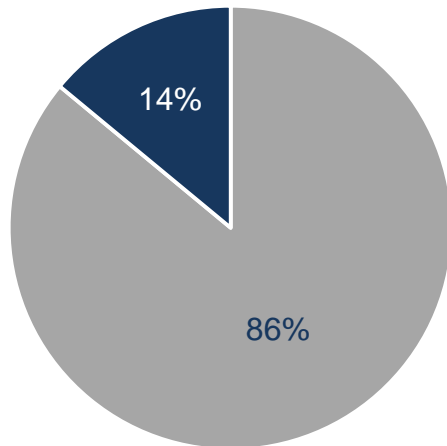


- L'ISM manufacturing sta dando chiari segnali di stabilizzazione, in risposta alle correzioni dei movimenti su cambio e petrolio
- Il sottoindice *New orders*, che mostra buone capacità anticipatorie sulla produzione industriale, indica che il trend potrebbe proseguire

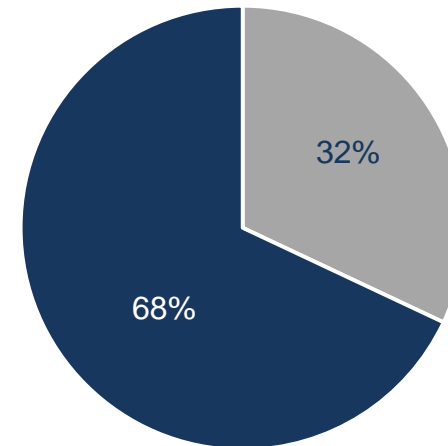


Una ripresa del manifatturiero leverebbe pressione a Wall Street

Occupazione negli USA



Utili dell' S&P 500



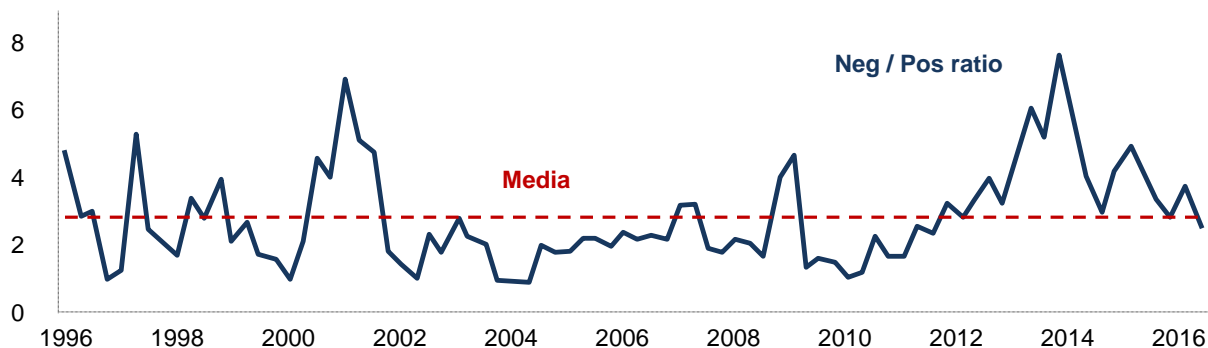
■ Servizi
■ Manifatturiero

Il settore manifatturiero è assai più rilevante sul fronte utili aziendali, il che contribuisce a spiegare il recente stallo dei profitti di Wall Street



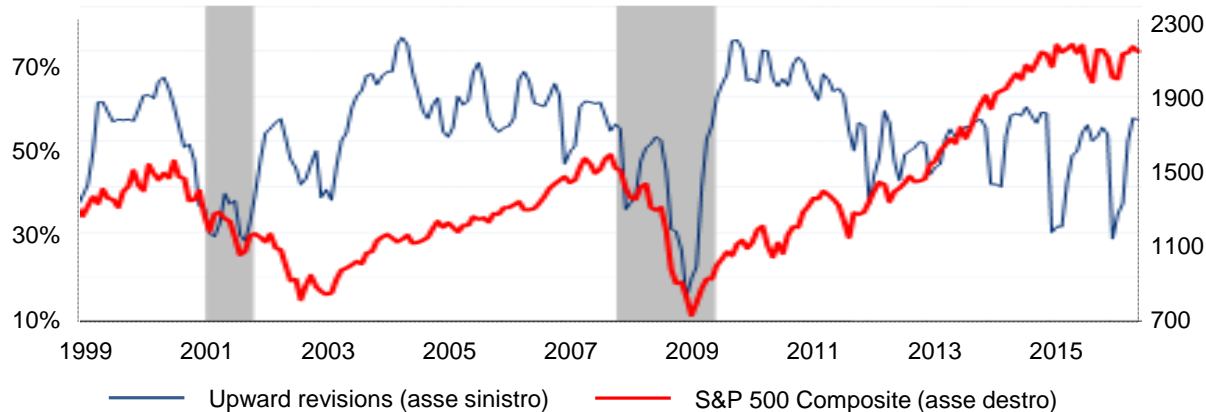
L'incombente earning season si annuncia più tranquilla della precedente

S&P 500 Negative to Positive Pre-announcements ratio



- Il rapporto tra preannunci positivi e *profit warning* è tornato sotto la media di lungo periodo
- È un segnale che le aziende sono tranquille sul consenso per gli utili del secondo semestre

S&P 500 Upward revisions (% sul totale)

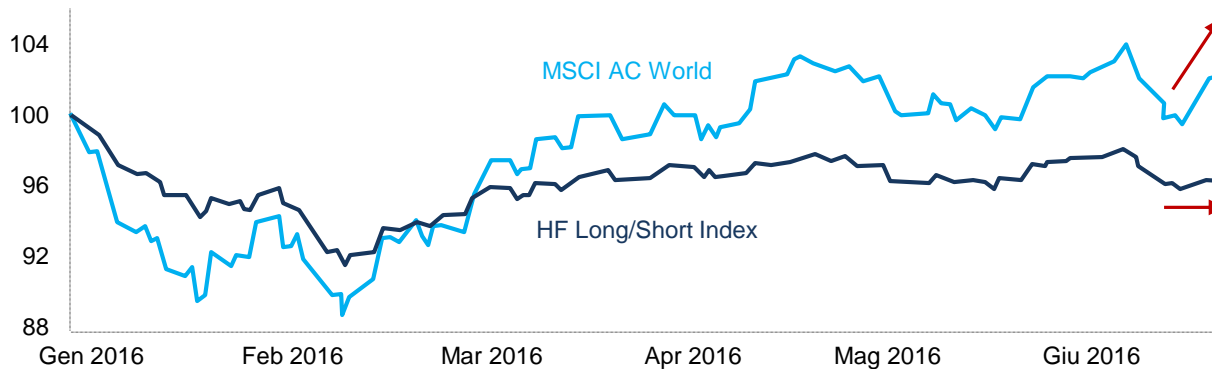


- Dopo il crollo del primo trimestre, le revisioni al rialzo degli utili si sono riportate sopra il 50% del totale



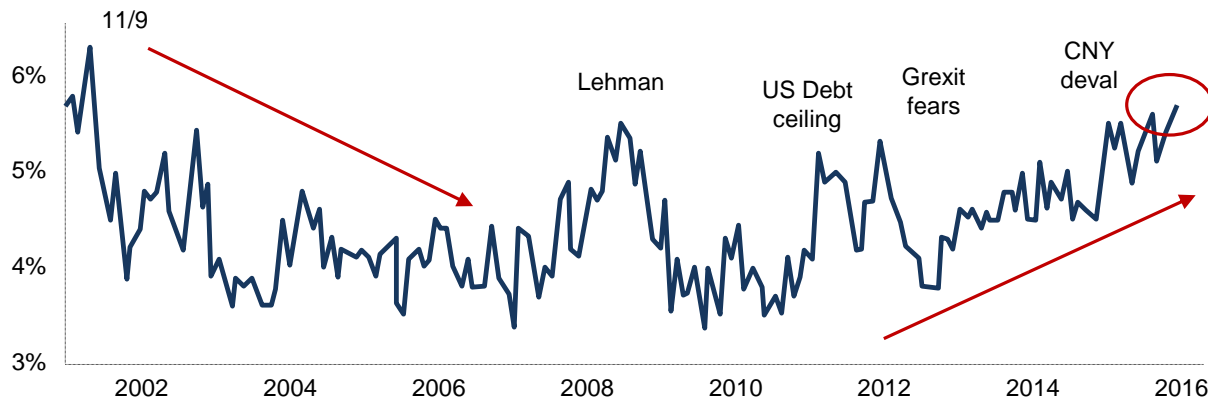
I livelli di investito nei portafogli in generale appaiono ridotti

HF Long/Short Index vs MSCI AC World



- L'incombere del referendum UK ha sicuramente indotto gli investitori a mantenersi liquidi
- Anche la divergenza tra la performance dell'equity e quella degli investitori levereggiati indica un posizionamento difensivo

Global FMS average cash balance





Giudizi sintetici

Azionario

US	■	
Europa	■	Downgrade
Giappone	■	Downgrade
Emergenti	■	

Obbligazionario governativo

US	▼	
Europa core	▼	
Europa periferia	▼	
Emergenti	■	

Obbligazionario corporate

US	■	
Europa	▲	

Valute

EUR/USD	▼	
USD/JPY	▲	
EUR/GBP	■	

Materie prime

Energetiche	■	
Industriali	■	Downgrade
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.