



Anthilia Capital Partners Sgr

Maggio 2016

Punti di Colore
di Gianni Piazzoli





Area Euro: un rallentamento, non un crollo (1/2)

Stime di crescita 2016 e 2017

	UE 2016	UE 2017	Revis. 2016	Revis. 2017	FMI 2016	FMI 2017	Revis. 2016	Revis. 2017	PIL (\$Tn)
PIL mondiale	3,1	3,4	-0,2	-0,1	3,2	3,5	-0,2	-0,1	73,5
USA	2,3	2,2	-0,4	-0,4	2,4	2,5	-0,2	-0,1	18,1
Area Euro	1,6	1,8	-0,1	-0,1	1,5	1,6	-0,2	-0,1	12,3
- Germania	1,6	1,6	-0,2	-0,2	1,5	1,6	-0,2	-0,1	3,2
- Francia	1,3	1,7	=	=	1,1	1,3	-0,2	-0,2	2,4
- Italia	1,1	1,3	-0,3	=	1,0	1,1	-0,3	-0,1	1,8
- Spagna	2,6	2,5	-0,2	=	2,6	2,3	-0,1	=	1,1
UK	1,8	1,9	-0,3	-0,2	1,9	2,2	-0,3	=	2,8
Russia					-1,8	0,8	-0,8	-0,2	1,2
Cina					6,5	6,2	0,2	0,2	11,2
Brasile					-3,8	0,0	-0,3	=	1,9



Area Euro: un rallentamento, non un crollo (2/2)

Crescita Consumi 2016 e 2017

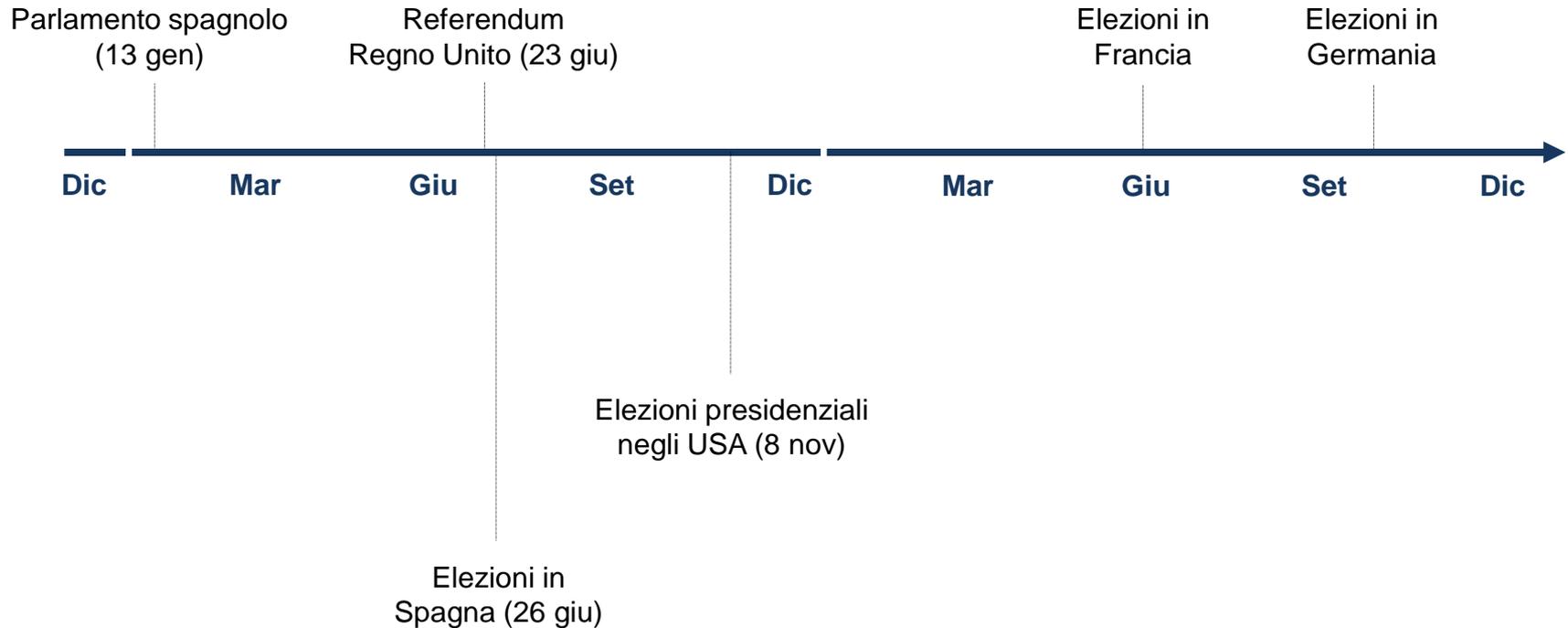
	UE 2016	UE 2017	Revis. 2016	Revis. 2017	FMI 2016	FMI 2017
USA	2,9	2,4			2,9	2,7
Area Euro	1,8	1,5	=	=	1,6	1,6
- Germania	2,0	1,4	=	-0,3	1,6	1,7
- Francia	1,5	1,4	0,2	0,1	1,5	1,5
- Italia	1,5	1,1	=	0,5	1,0	1,1
- Spagna	3,0	2,3	-0,4	=	3,0	2,3
UK	2,4	2,1	-0,2	-0,2	2,4	2,3



Agenda politica internazionale

2016

2017





Rischio Brexit il 23 giugno

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

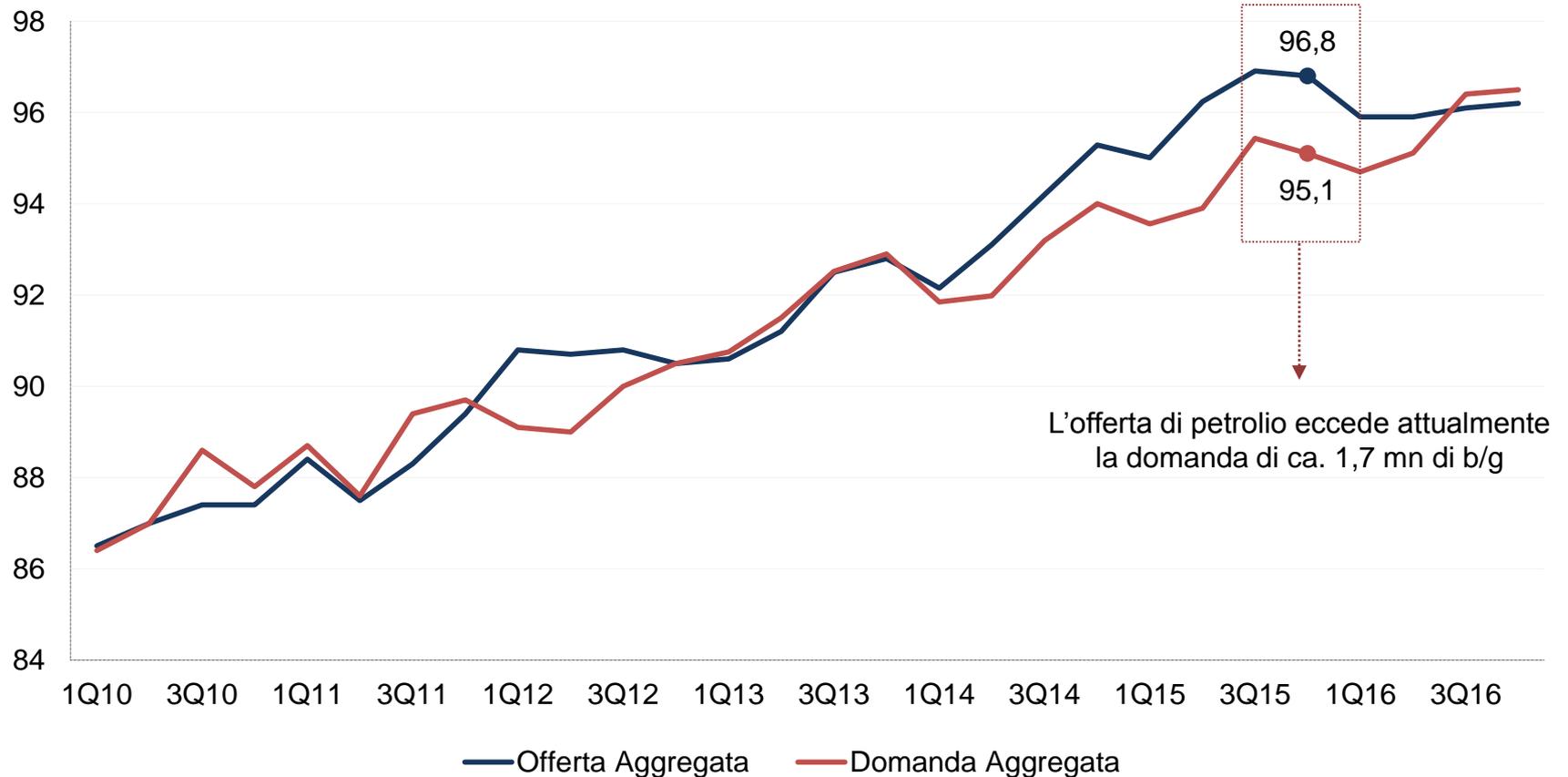
Cosa succede se vince il voto “leave”?

- 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



Scenario incerto: l'eccesso di offerta di petrolio

Domanda e offerta di petrolio mondiale (mln barili/giorno)



L'offerta di petrolio eccede attualmente la domanda di ca. 1,7 mn di b/g



Impatti deflazionistici

Asset delle banche centrali

	Dic 2014 (\$tn)	Mag 2016 (\$tn)	Delta (\$tn)	% su PIL	PIL (\$tn)
BCE	2,64	3,30	0,66	5,4%	12,3
FED	4,49	4,49	0,00	0,0%	17,6
BoJ	2,75	3,59	0,83	16,1%	5,2

Effetto QE → **+1,49**

Minori entrate da calo del prezzo del petrolio

	Dic 2014 (\$tn)	Mag 2016 (\$tn)	Delta (\$tn)	% su PIL	PIL (\$tn)
Entrate globali da petrolio	3,53	1,60	-1,93	-2,6%	73,5 PIL mondiale

Effetto riduzione prezzo del petrolio → **-1,93**

- Effetto petrolio pari al 2,6% del PIL mondiale
- Più che controbilancia l'effetto dei QE globali (a gennaio 2016 l'effetto era doppio)
- Il petrolio a quota 50\$ ⁽¹⁾ comportava un calo di 1,8 \$tn nel valore degli scambi commerciali
- A quota 30\$, sottrae altri 0,7 \$tn agli scambi
- L'effetto complessivo è di -2,47 \$tn in 18 mesi

(1) Ultima analisi BCE, novembre 2016



Gli effetti redistributivi dal calo del prezzo del petrolio

Spesa e Risparmio dei principali Paesi: scenari

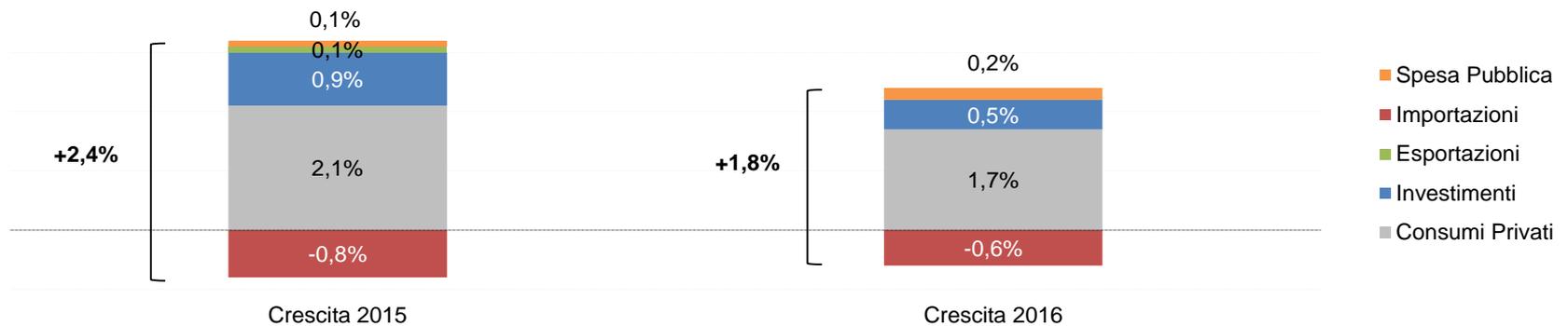
Prezzo per barile	Spesa netta		Risparmio	% su PIL
	100\$	50\$	50\$	
Stati Uniti	-237	-119	119	0,7%
Giappone	-142	-71	71	1,4%
Germania	-88	-44	44	1,4%
Italia	-47	-24	24	1,3%
Francia	-58	-29	29	1,3%
Regno Unito	-22	-11	11	0,4%
Canada	77	38	-38	-2,1%
Cina	-256	-128	128	1,3%
Russia	274	137	-137	-9,0%

- Effetto redistribuzione del potere d'acquisto: dai Paesi produttori ai consumatori
- Effetto disinflazionistico del petrolio: necessario un altro passo di allentamento delle politiche monetarie
- Maggiore potere d'acquisto delle economie Area Euro: ~1,4% del PIL
- Rischio di «*second round effects*» nella formazione dei prezzi



L'effetto del calo del petrolio riflesso in minor crescita USA (worst case)

PIL Usa: contributi alla crescita



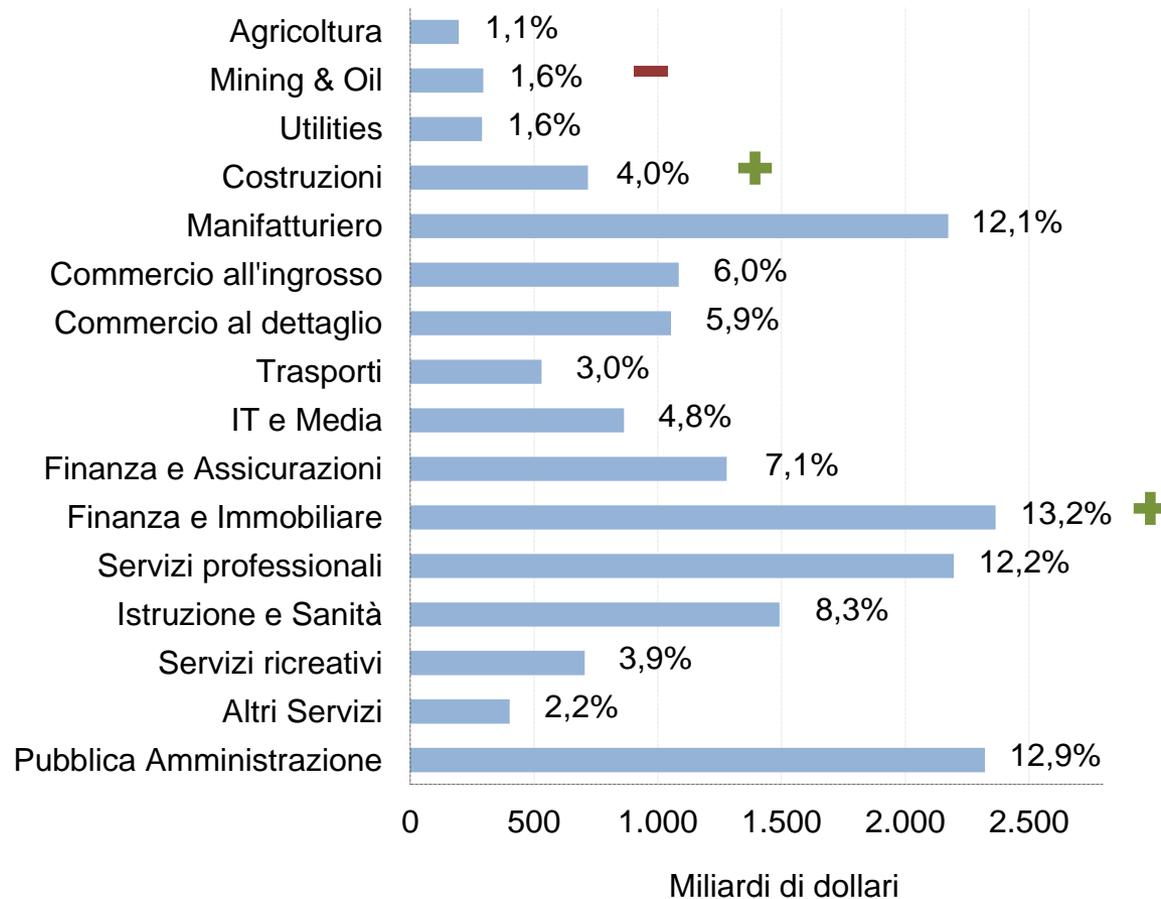
PIL Usa: crescita vs anno precedente

	\$ tn	2015 (Δ vs 2014)	2016 (Δ vs 2015)
PIL Totale	16,3	+2,4%	+1,8%
Consumi Privati	11,2	+3,1%	+2,5%
Investimenti	2,9	+4,9%	+3,0%
Esportazioni	2,1	+1,1%	0,0%
Importazioni	2,7	+4,9%	-4,0%
Spesa Pubblica	2,9	+0,7%	+1,0%



Possibile rallentamento USA? Di quale entità?

PIL USA per settori

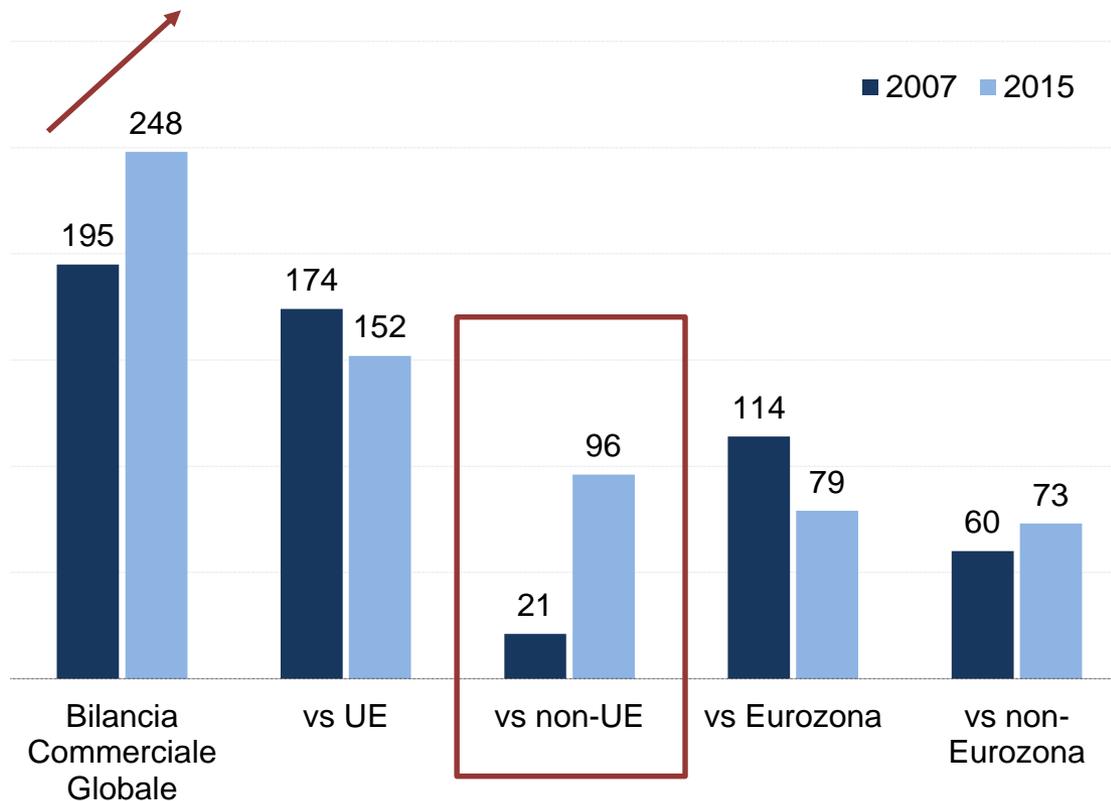


- Settore Oil americano: peso modesto sul PIL USA (1,6%)
- Il suo valore aggiunto sta calando del 40% all'anno
- Possibile rallentamento anche per il Manifatturiero e per una serie di servizi
- Altri settori potrebbero controbilanciare (es. Costruzioni, Finanza per Immobiliare)



Dove esporta la Germania?

Bilancia Commerciale tedesca



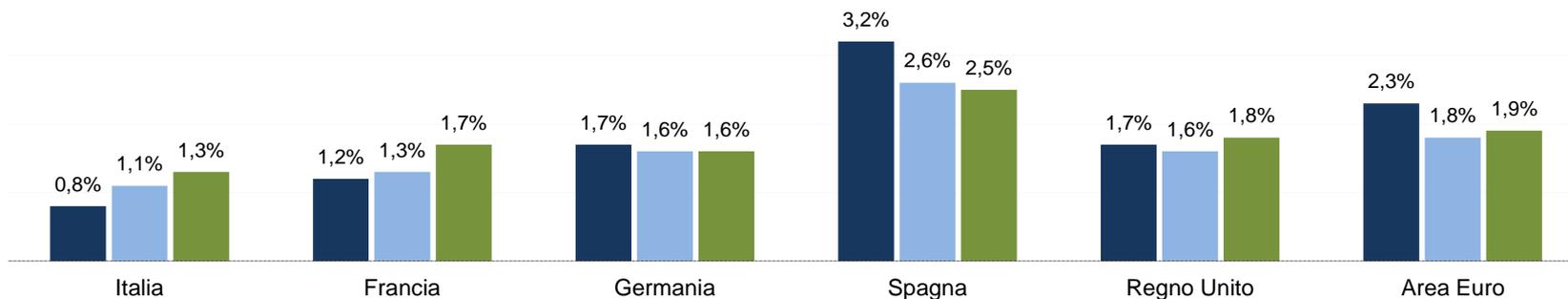
- La Bilancia Commerciale tedesca aveva un saldo attivo di 195 €mld nel 2007
- Il saldo è salito a 248 €mld nel 2015
- La maggior parte della crescita la si deve ai Paesi non-UE (da 21 a 96 €mld)



Stime di crescita nell'Eurozona: funzione degli investimenti

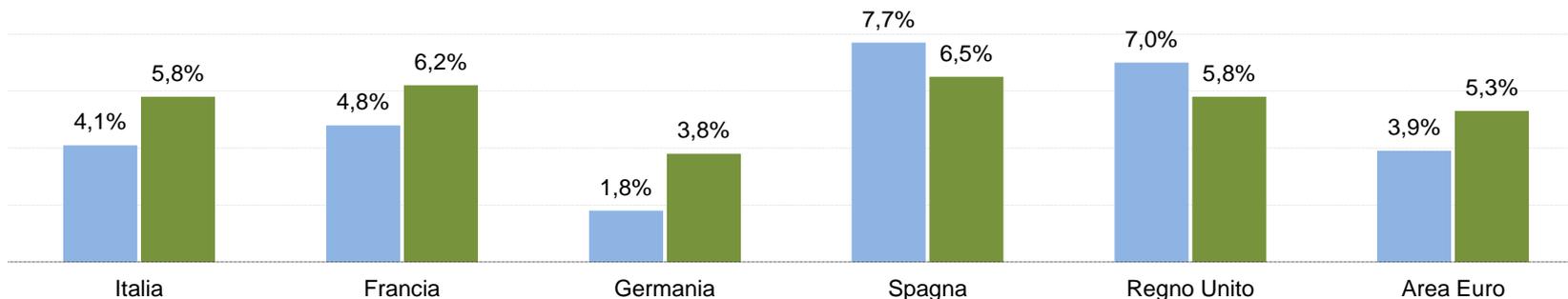
Crescita PIL Europa - Stime 2016-2017

■ 2015 ■ 2016 ■ 2017



Investimenti - Stime 2016-2017

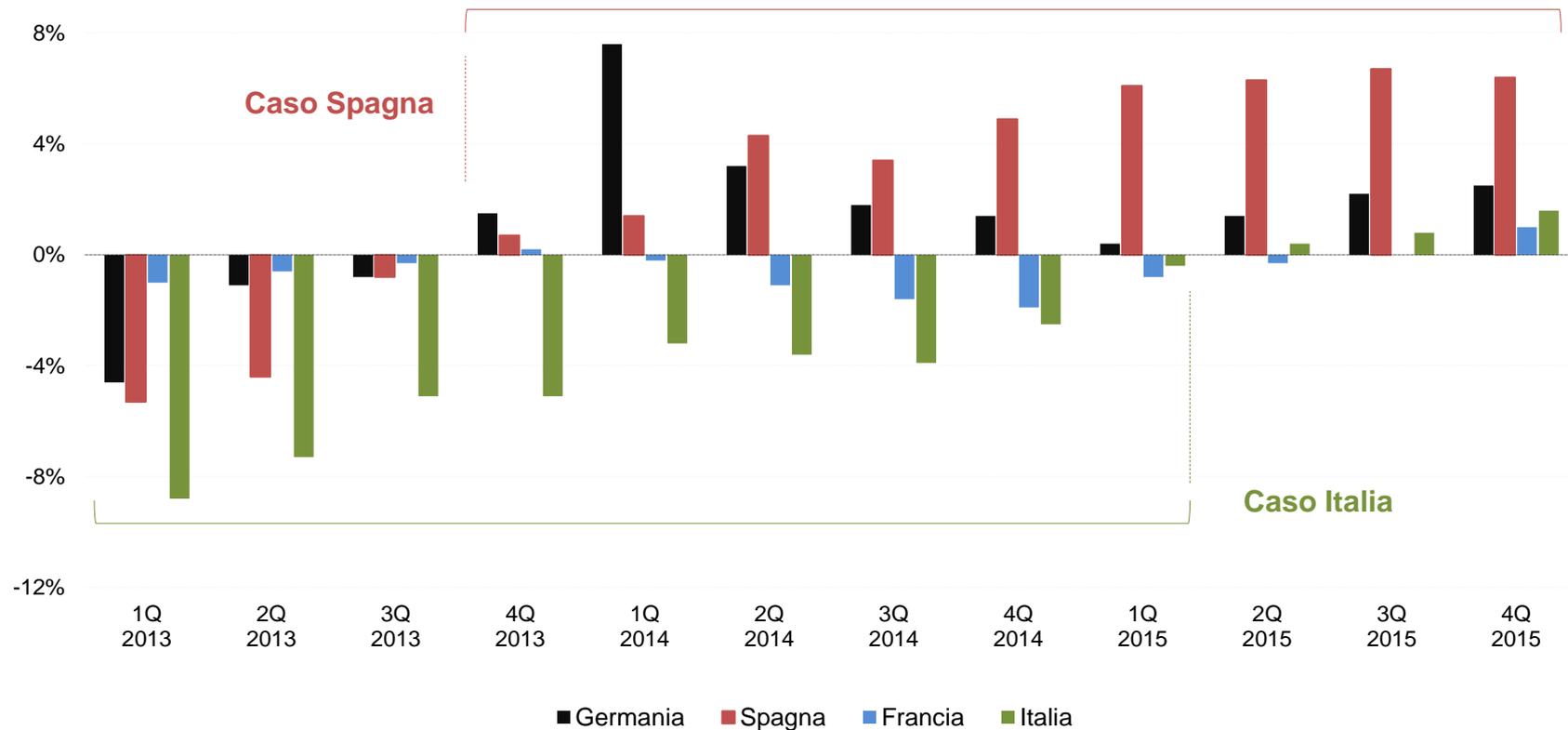
■ 2016 ■ 2017





Gli investimenti sono determinanti della crescita di medio termine

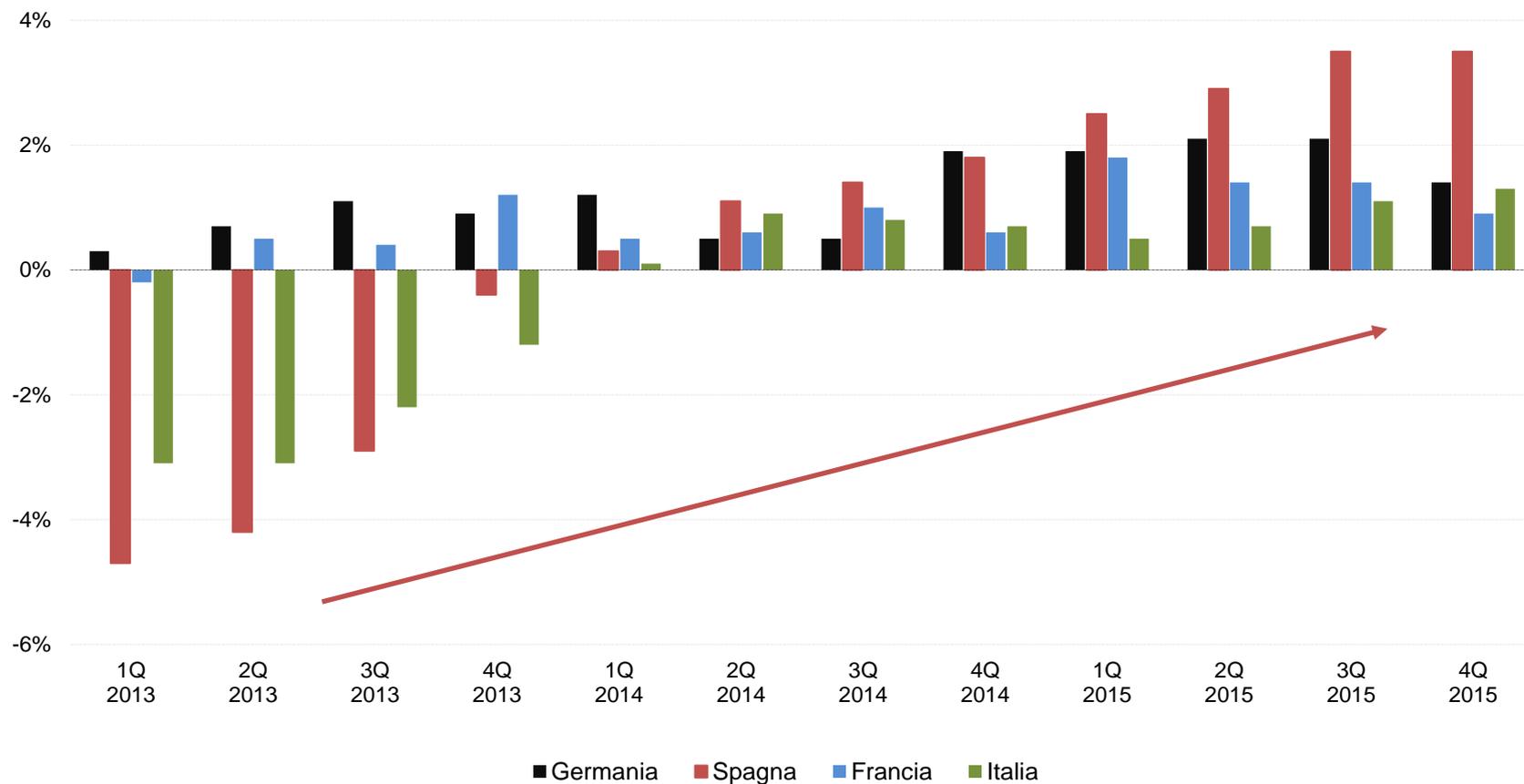
Investimenti in Europa - variazioni % YoY





La crescita dei consumi nelle principali quattro nazioni dell'Eurozona

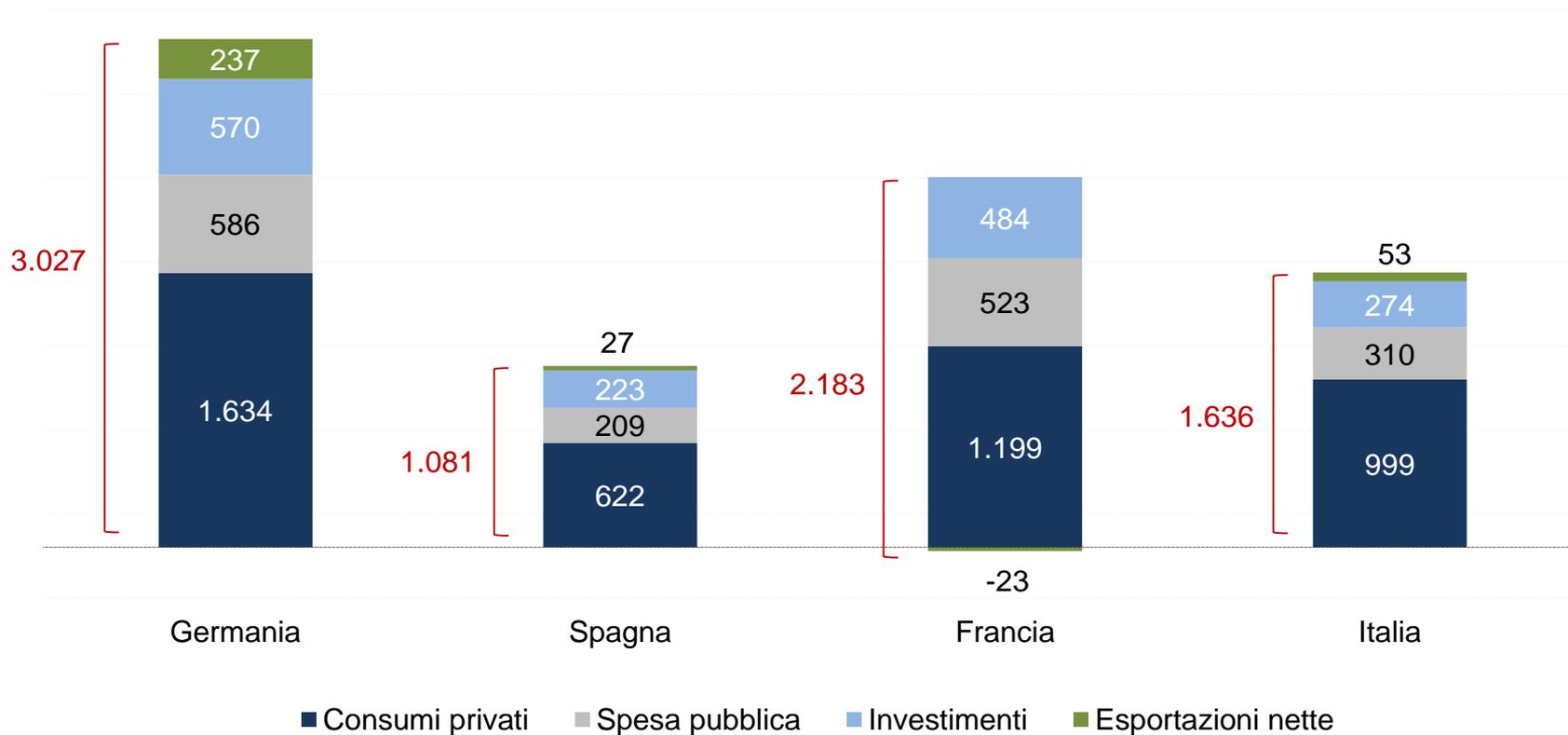
Consumi in Europa - variazioni % YoY





Area Euro: il PIL dal lato della domanda aggregata

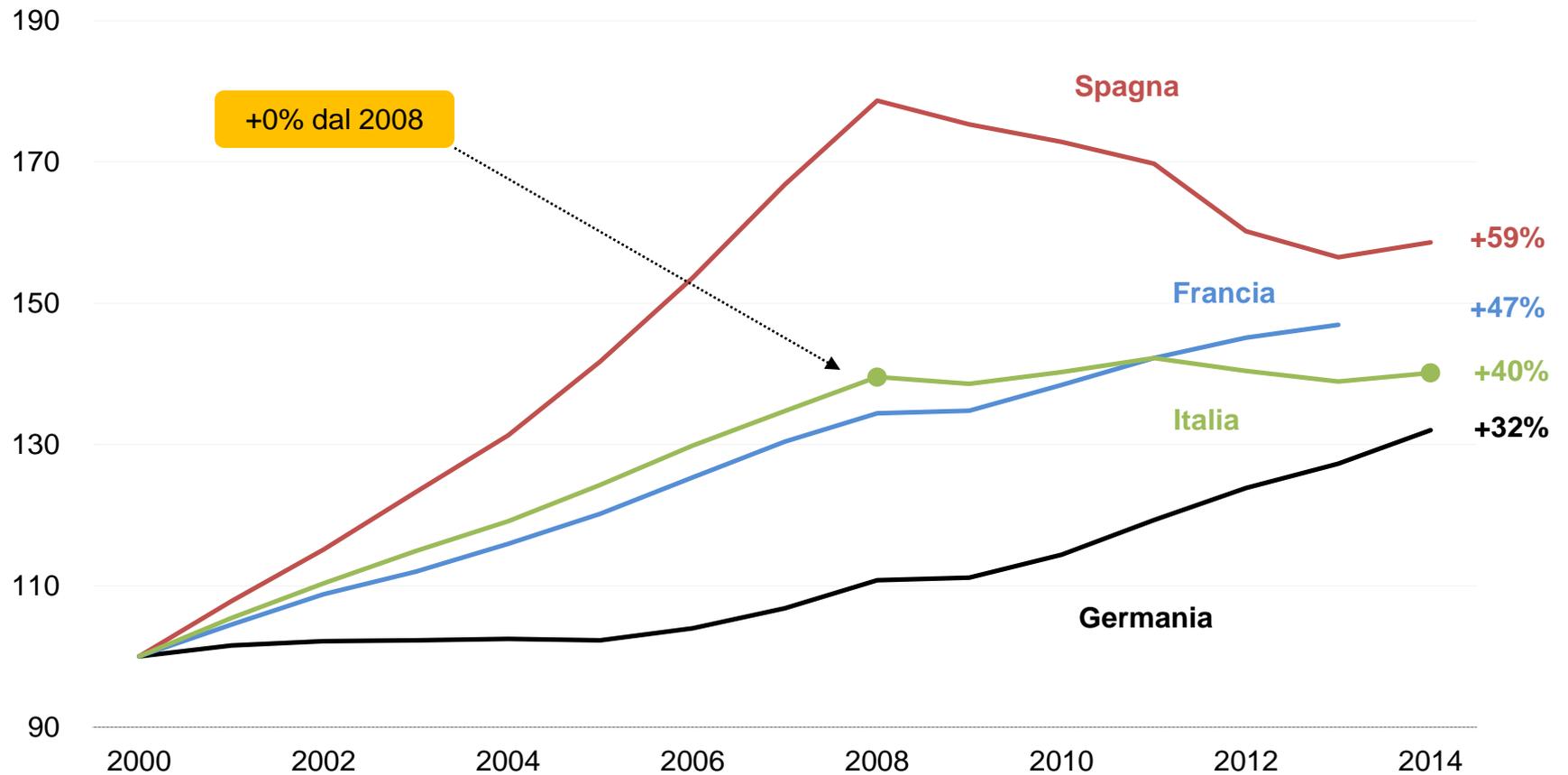
PIL nei principali Paesi europei: *composizione domanda aggregata 2015* (dati in €bln)





Maggiore potere d'acquisto dai tagli fiscali del governo Renzi

Totale remunerazioni / Salari (base 100 = gen 2000)





Perché i consumi italiani crescono meno? Effetto QE maggiore in Spagna

A Effetto del QE sui principali Paesi dell'Area euro (€mld)

Dati macro	PIL	Debito Pubblico	Rinnovo annuo	Tassi medi (2012) 2014	Risparmio annuo (mld)	% su PIL
Italia	1.619	2.140	340	(4%) 1%	10,2	0,6%
Francia	2.114	2.019	297	(2%) 0,8%	3,6	0,2%
Spagna	1.049	1.029	177	(4%) 1%	5,3	0,5%

B Impatto del QE sulle famiglie (€mld)

Bilanci familiari	Attività	di cui Bond	di cui Assicurazioni	Passività	di cui Mutui	Impatto su redditi da attività finanz.	% su PIL
Italia	4.103	16%	19%	966	39%	-12,0	-0,7%
Francia	4.443	1,4%	37%	1.587	60%	6,0	0,3%
Spagna	2.295	1,1%	16%	1.028	71%	7,0	0,7%

A + B + C

Effetto complessivo

	0,5%
	1,3%
	2,2%

C Impatto del QE sulle imprese (€mld)

Ipotesi: minor costo funding = 0,8%	Totale prestiti	Effetto risparmio	% su PIL
Italia	1.314	9,9	0,6%
Francia	2.171	16,3	0,8%
Spagna	1.349	10,1	1,0%

- Risparmio dello Stato Italiano per minori interessi (10,2 €mld)
- Famiglie italiane maggiormente penalizzate, per maggiori attività finanziarie nette detenute rispetto a quelle francesi e spagnole (che hanno invece maggiori passività finanziarie)
- Minori benefici anche per le imprese italiane

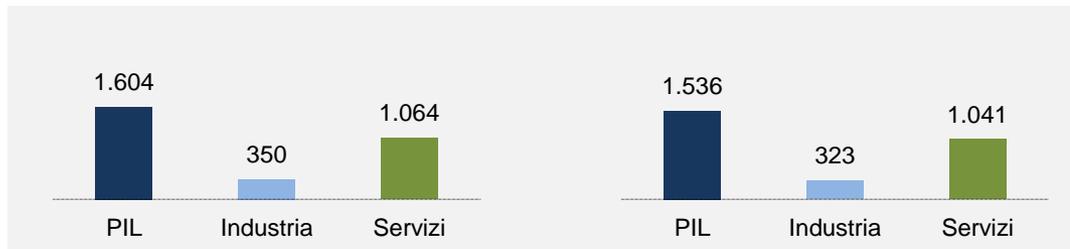


Effetto redistributivo della recessione dell'Eurozona

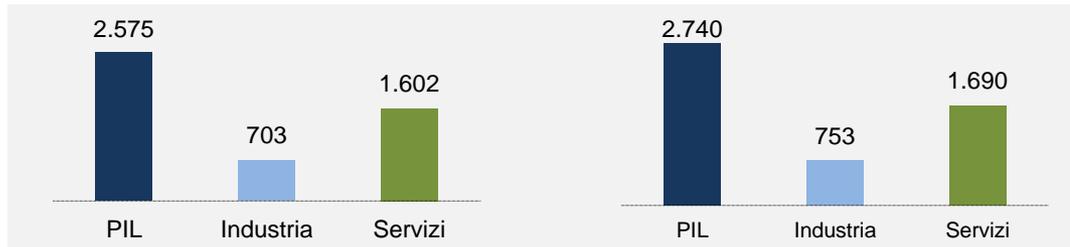
Evoluzione PIL, Industria e Servizi (€mld)

2010

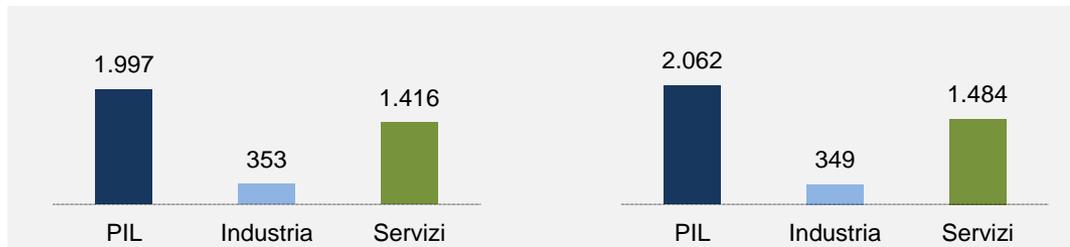
2014



- Italia: **PIL -4%** in 4 anni (-68 €mld di cui -23 €mld per la componente servizi)



- Germania: **PIL +6%** in 4 anni (+166 €mld di cui +88 €mld per la componente servizi)

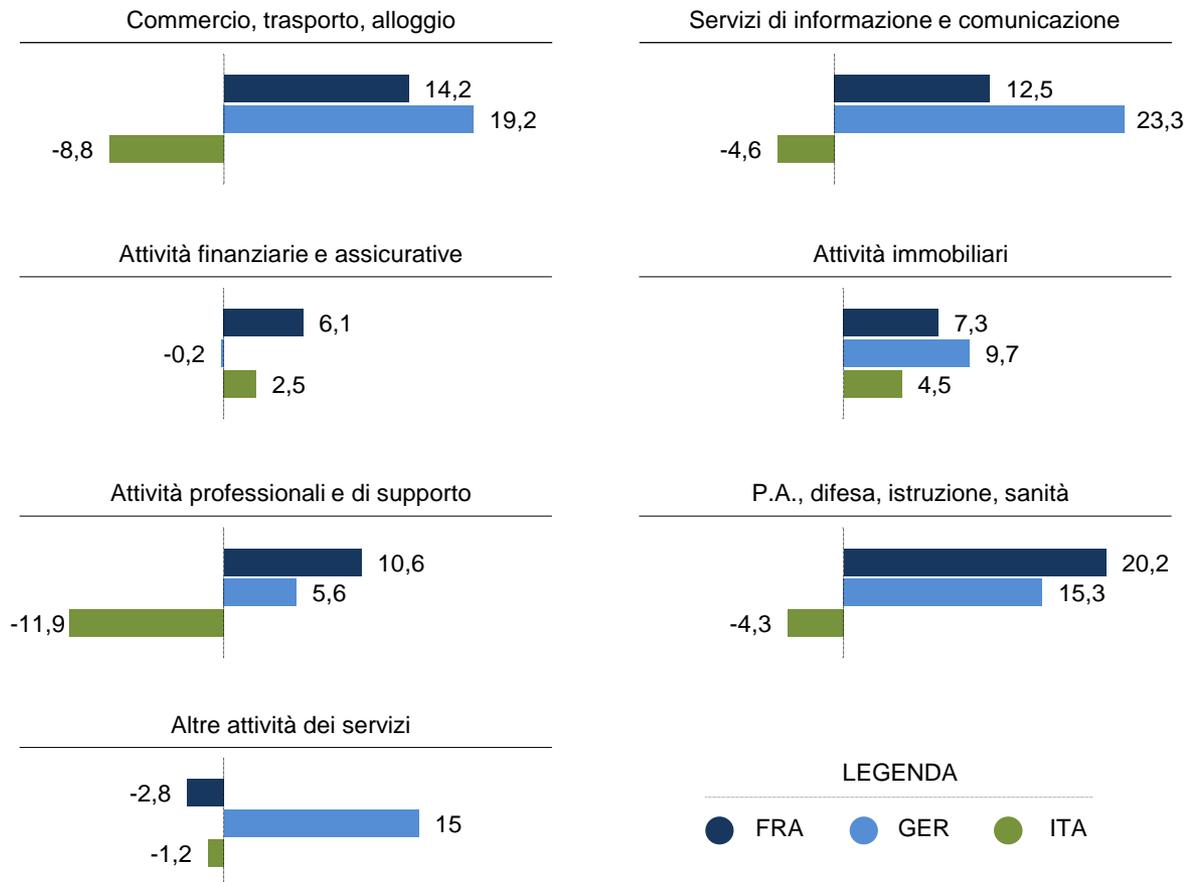


- Francia: **PIL +3%** in 4 anni (+65 €mld con un +68 €mld per la componente servizi)



Il PIL visto dal lato dell'offerta

Servizi per tipologia: variazioni 2010-2014



- 27 €mld di calo dei servizi italiani concentrati in 3 settori se si esclude la Pubblica Amministrazione
- Il calo di 9 €mld dei servizi di trasporto e alloggio potrebbe essere recuperato con la ripresa economica
- Il calo di 12 €mld delle attività professionali include il calo di spese legali e di *head office*
- I servizi immobiliari sono per metà «affitti figurati»
- La crescita tedesca nei servizi di comunicazione riguarda attività di IT
- La crescita francese riguarda essenzialmente attività di telecomunicazione



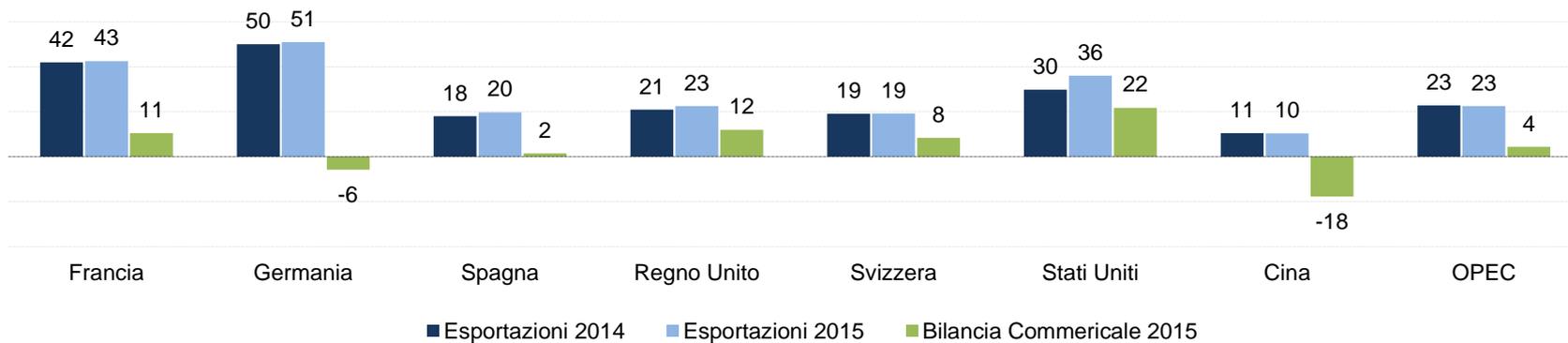
Italia 2016: maggiori consumi e investimenti, ottimismo sull'onda di dati 2015

	ISTAT			Banca d'Italia		Governato	
	2010	2014	2015	2015	2016	2015	2016
▶ PIL	1.604	1.536	1.547 (+0,8%)	+0,7%	+1,5%	+0,9%	+1,6%
Consumi	980	920	931 (+0,9%)	+0,9%	+1,6%	+0,8%	+1,5%
Spesa Pubblica	328	314	311 (-0,7%)	+0,4%	+0,6%	-0,2%	+0,8%
Investimenti	320	257	259 (+0,8%)	258 (+0,5%)	265 (+2,7%)	+1,2%	+2,6%
Macchinari	132	116	118 (+0,9%)	115 (-1,0%)	121 (+3,6%)	+3,4%	+3,8%
Trasporti	18	11	13 (+19,6%)	14 (+35,2%)	16 (+9,7%)		
Costruzioni	169	131	129 (-1,8%)	129 (-1,1%)	129 (-0,2%)	-1,1%	+1,4%
Scorte	9	-3	1	2	2		
Esportazioni	402	452	471 (+4,2%)	470 (+3,8%)	487 (+3,9%)	+4,1%	+3,9%
Importazioni	434	404	430 (+6,0%)	426 (+5,5%)	446 (+4,7%)	+5,3%	+4,3%

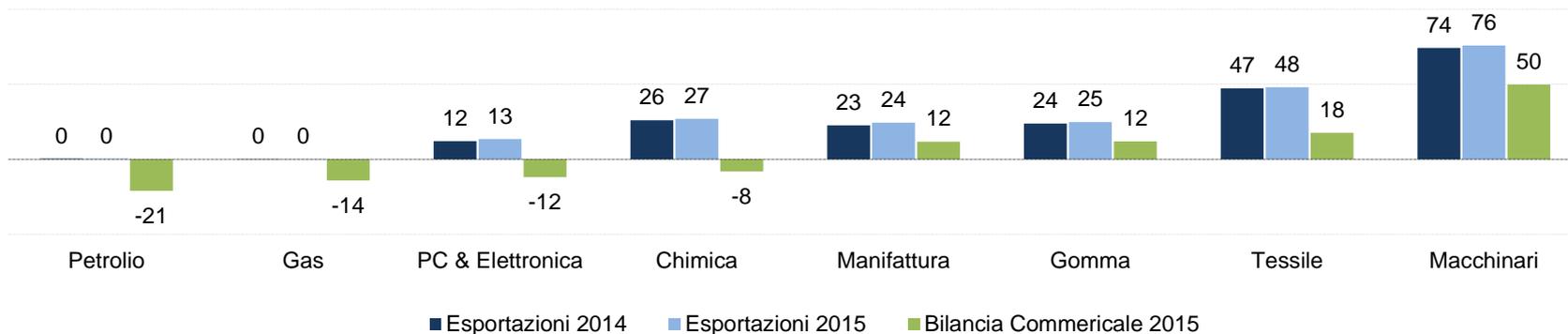


Italia 2016: esportazioni e bilancia commerciale italiana 2015 + 47 €mld

Esportazioni lorde e nette per Paese (€ mld)



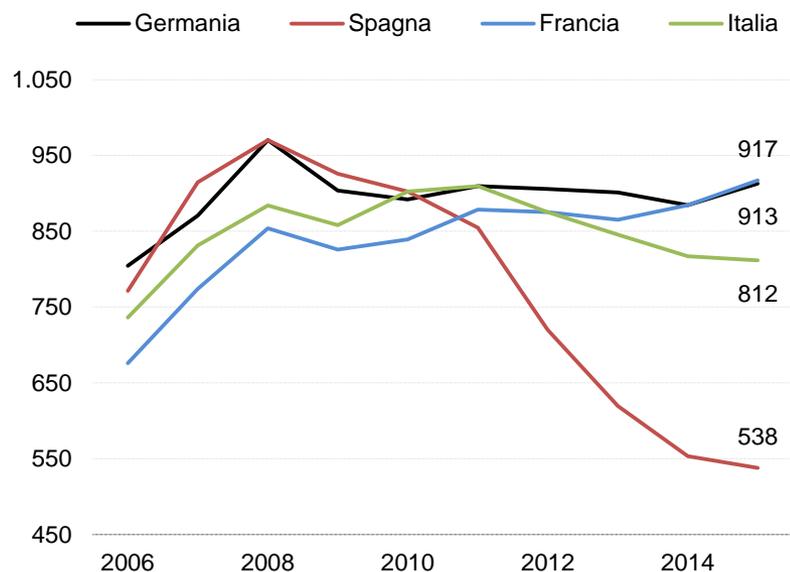
Esportazioni lorde e nette per Settore (€ mld)



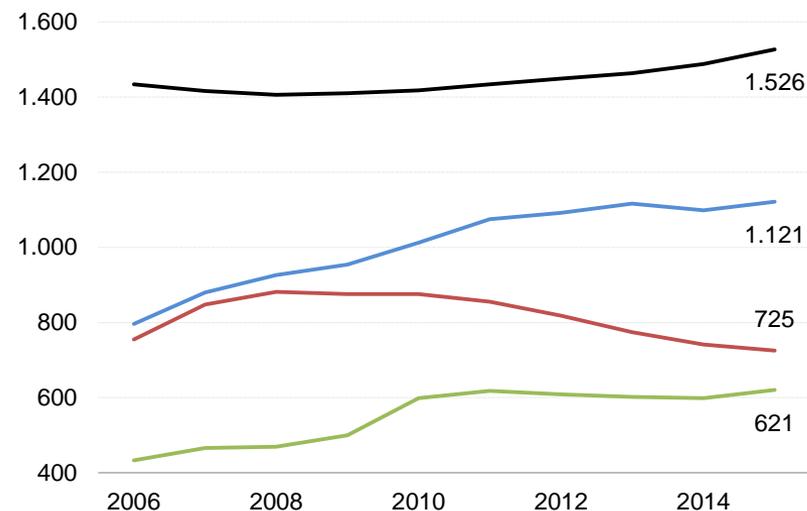


L'attività bancaria europea tra prestiti alle società e prestiti alle famiglie

Prestiti alle società (€ mld)



Prestiti alle famiglie (€ mld)



- Rapporto banca-impresa molto bancocentrico in Italia
- Per diversi anni, prestiti alle imprese in Italia pari a quelli tedeschi (con un PIL pari al 60%) e superiori a quelli francesi (con un PIL pari al 75%)

- Pre-crisi: prestiti alle famiglie in Italia la metà rispetto a Francia e Spagna, un terzo rispetto alla Germania
- Tra i motivi, il differente tasso di proprietari di prime case



Liquidità aggiuntiva da parte della BCE

Quantitative Easing

	ABS	Corporate Bonds	Governativi	Totale
QE – fine marzo 2016	19	166	648	833
acquisti di aprile 2016	0,05	7	78	85
QE – fine aprile 2016	19	172	727	918
QE – fine marzo 2017				1.800
da giugno – TLTRO II (durata 4 anni)				> 1.000

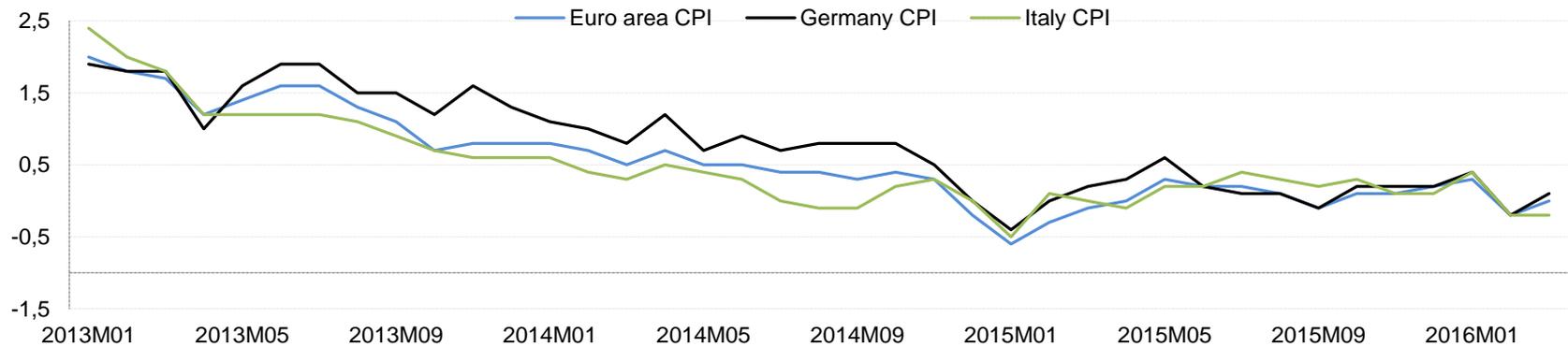
TLTRO 2: maggiori prestiti o maggiore funding per le banche

	Area Euro	Germania	Spagna	Francia	Italia
Prestiti a società non finanziarie	4.308	913	538	917	812
Prestiti alle famiglie	5.317	1.526	725	1.121	621
Esclusione mutui famiglie	-3.947	-1.083	-557	-882	-362
Base calcolo TLTRO 2	5.678	3.522	1.820	2.921	1.794
TLTRO 2 potenziale (30%)	1.703	1.057	546	876	538
Obbligazioni emesse	3.900	1.075	234	1.029	625
Hp 30% scadenza 2016-2017	1.170	323	70	309	188

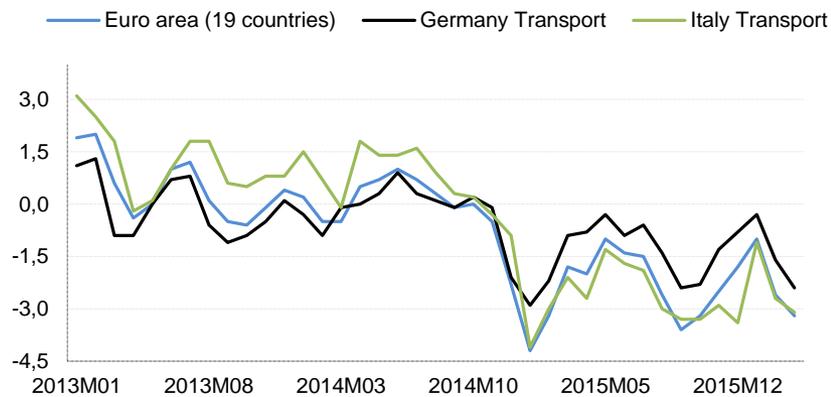


Inflazione da calo del petrolio: i servizi evidenziano forti divergenze

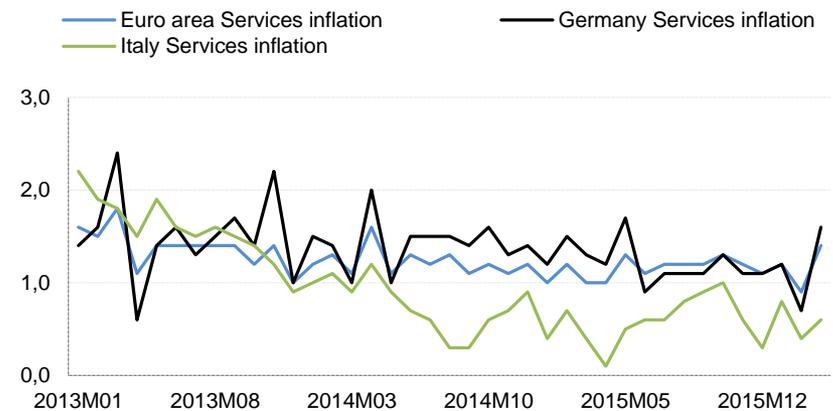
Indice CPI - YoY%



Inflazione Trasporti - YoY%



Inflazione Servizi - YoY%

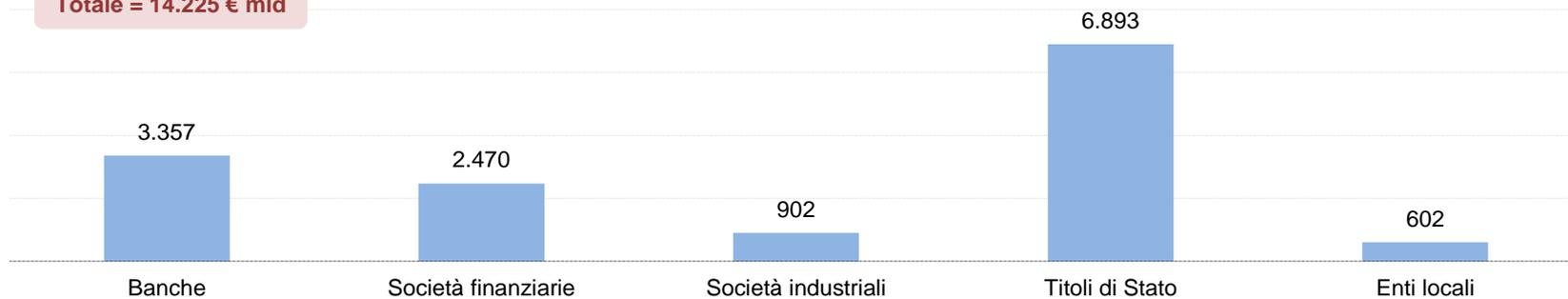




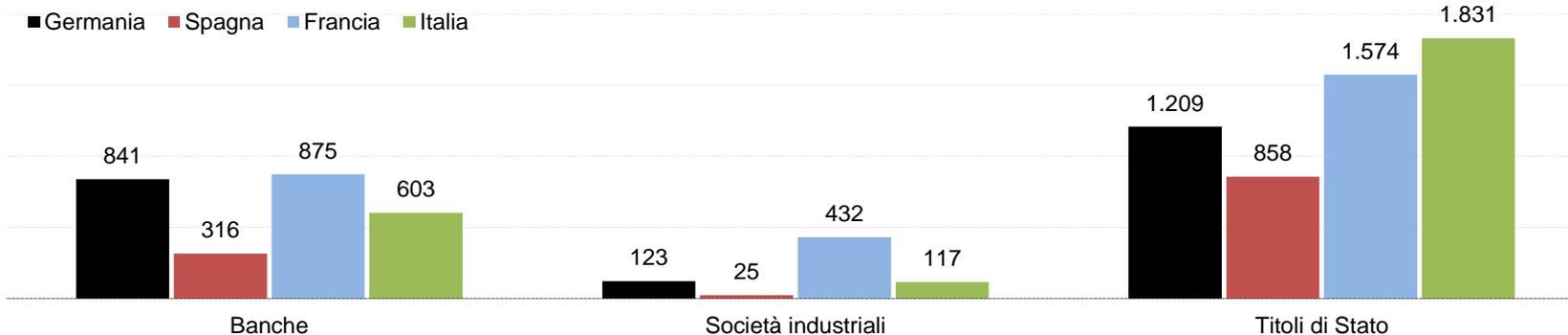
La BCE dovrebbe decidere per un ampliamento del QE di 10-15 mld al mese

Emissioni obbligazionarie Area Euro (€ mld)

Totale = 14.225 € mld



Emittenti per area geografica (€ mld)





QE e riforme Renzi: 28 €mld di minori interessi per lo Stato italiano

Previsione di spesa per interessi nei vari DEF (€ mld)

<i>dati in € mln</i>	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
DEF 2012	78,0	84,2	88,5	93,8			
DEF 2013		86,7	83,9	90,4	97,5		
DEF 2014			83,9	86,1	88,8	91,9	
DEF 2015				75,2	69,4	71,2	69,3

2014

Risparmio da interessi = 18,6 mld €

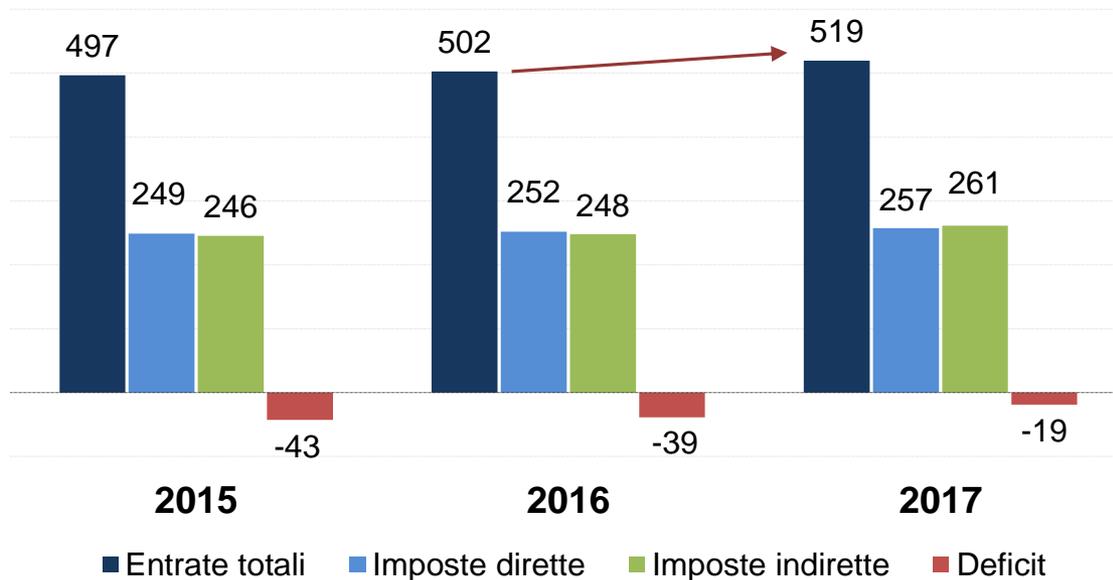
2015

Risparmio da interessi = 28,1 mld €



Italia: deficit e debito per il triennio 2015-2017

Entrate fiscali (€ mld)



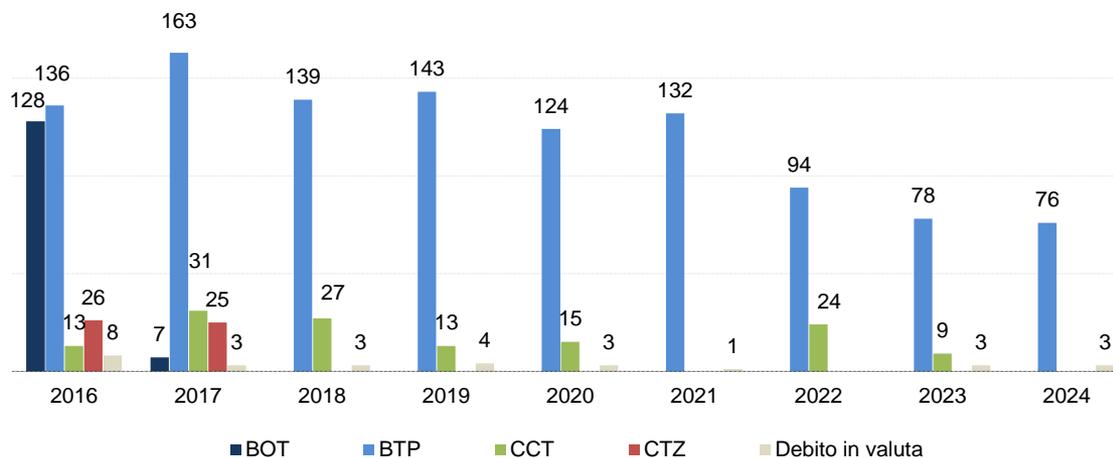
- Maggiori entrate fiscali 2017: 15,1 €mld previsti dalle clausole di salvaguardia (aumento IVA e accise)
- Debito/PIL in diminuzione, ma meno delle attese (130% anziché 129%)

	2015	2016	2017
Deficit / PIL	2,6%	2,3%	1,1%
Debito / PIL	132,6%	132,0%	130,0%



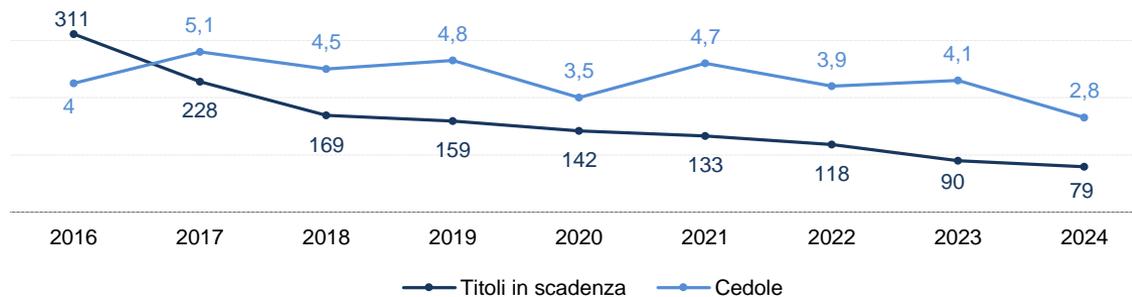
Italia: debito pubblico di 2.170 €mld, risparmio di interessi per 3 €mld annui

Dettaglio titoli di stato (€ mld)



- Totale debito pubblico italiano = 2.170 €mld
 - 1.840 €mld sono titoli di stato
 - 330 €mld sono debiti bancari
- Nel 2016, su 1.840 titoli di stato in circolazione si pagheranno interessi per 55 €mld

Titoli in scadenza e cedole (€ mld)

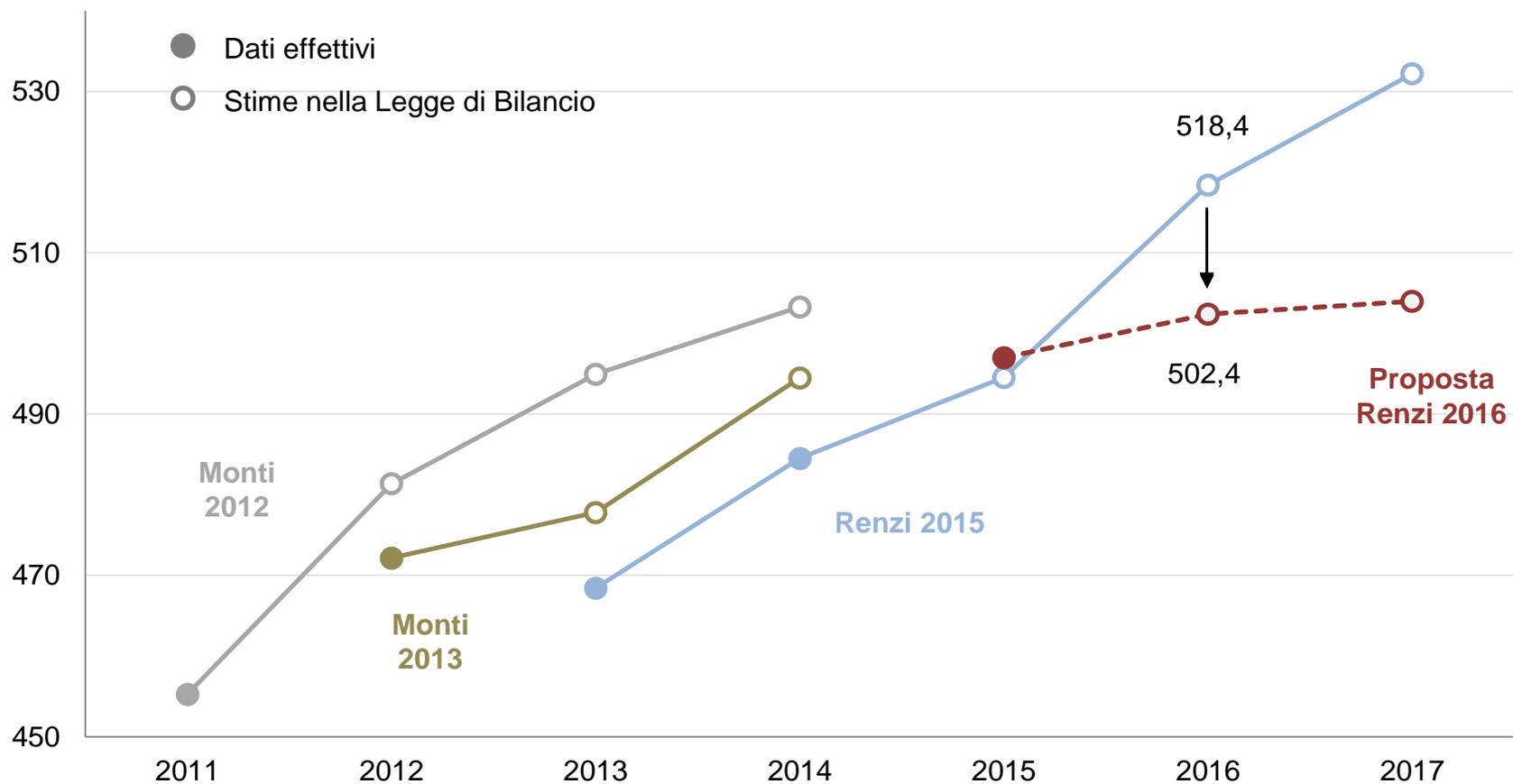


- Grazie al QE si potranno risparmiare 3/4 €mld all'anno di interessi



Taglio fiscale di Renzi (dal 44% al 42%): proiezione fattibile delle entrate

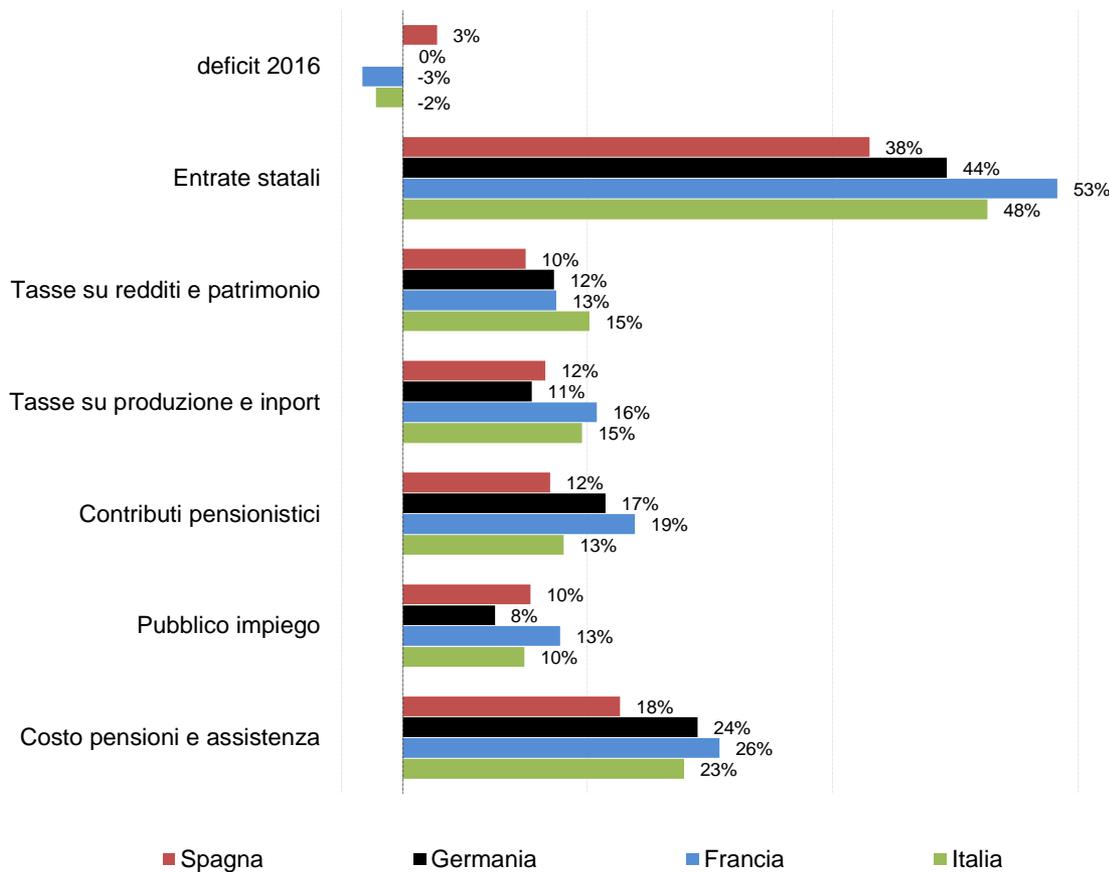
Cambio della pressione fiscale per gli italiani





Lo Stato un player importante, i Bilanci Pubblici riflettono dei gap?

Bilanci pubblici in Europa – anno 2016 (% PIL)

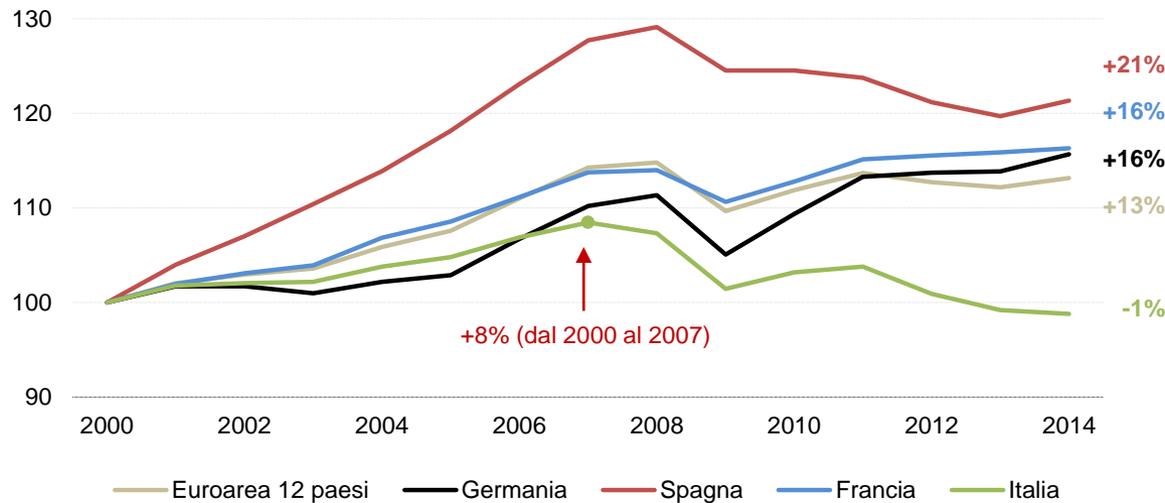


- Francia e Italia: maggiore imposizione fiscale su redditi e patrimonio rispetto a Germania e Spagna
- Sistema pensionistico italiano: costo in linea con Francia e Germania
- Deficit pensionistico enormemente superiore dato il livello di contributi pensionistici



A chi è andato il dividendo di +13% di crescita PIL dell'Area Euro?

PIL Area Euro - andamento 2000-2014



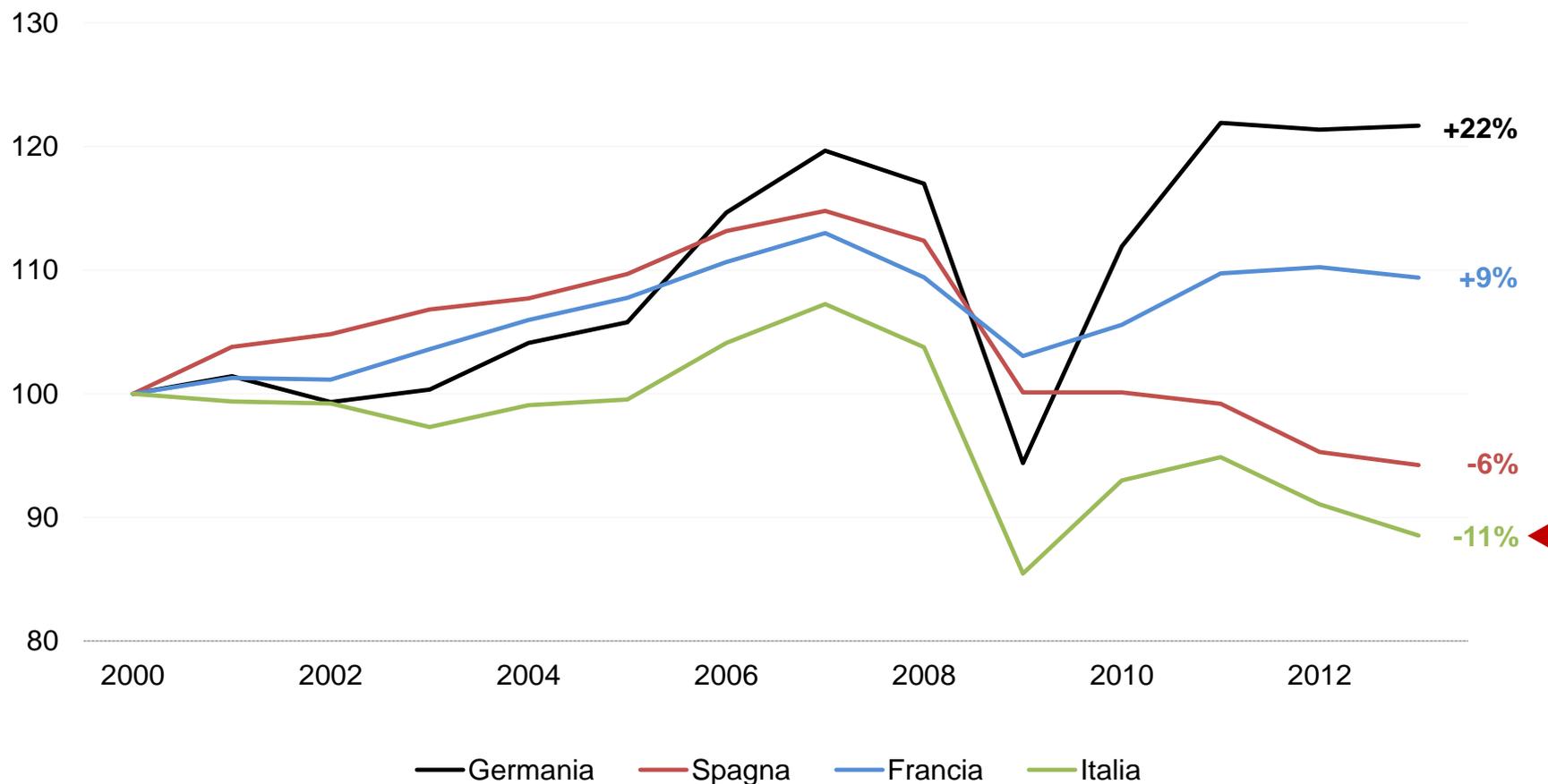
- L'Italia ha raccolto ben poco da 15 anni di Euro
- I consumi 2014 al livello del 2000 sono il frutto di scarsi investimenti (sia costruzioni sia attrezzature)

<i>dati in €mld</i>	PIL 2014	Δ PIL (2014-2000)	Δ Consumi (2014-2000)	Δ Investim. (2014-2000)	Δ Espo. Nette (2014-2000)
Area Euro (12)	9.456	+1.099	+499	-11 (-1%)	+342
Germania	2.725	+369	+138	+33 (+6%)	+173
Spagna	1.053	+185	+81	-7 (-3%)	+43
Francia	2.060	+289	+192	+48 (+12%)	-44
Italia	1.537	-19	-15	-58 (-18%)	+43



Il manifatturiero italiano ha ancora molto da recuperare

Settore manifatturiero - andamento 2000-2014



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.
