



Anthilia Capital Partners Sgr

Settembre 2016

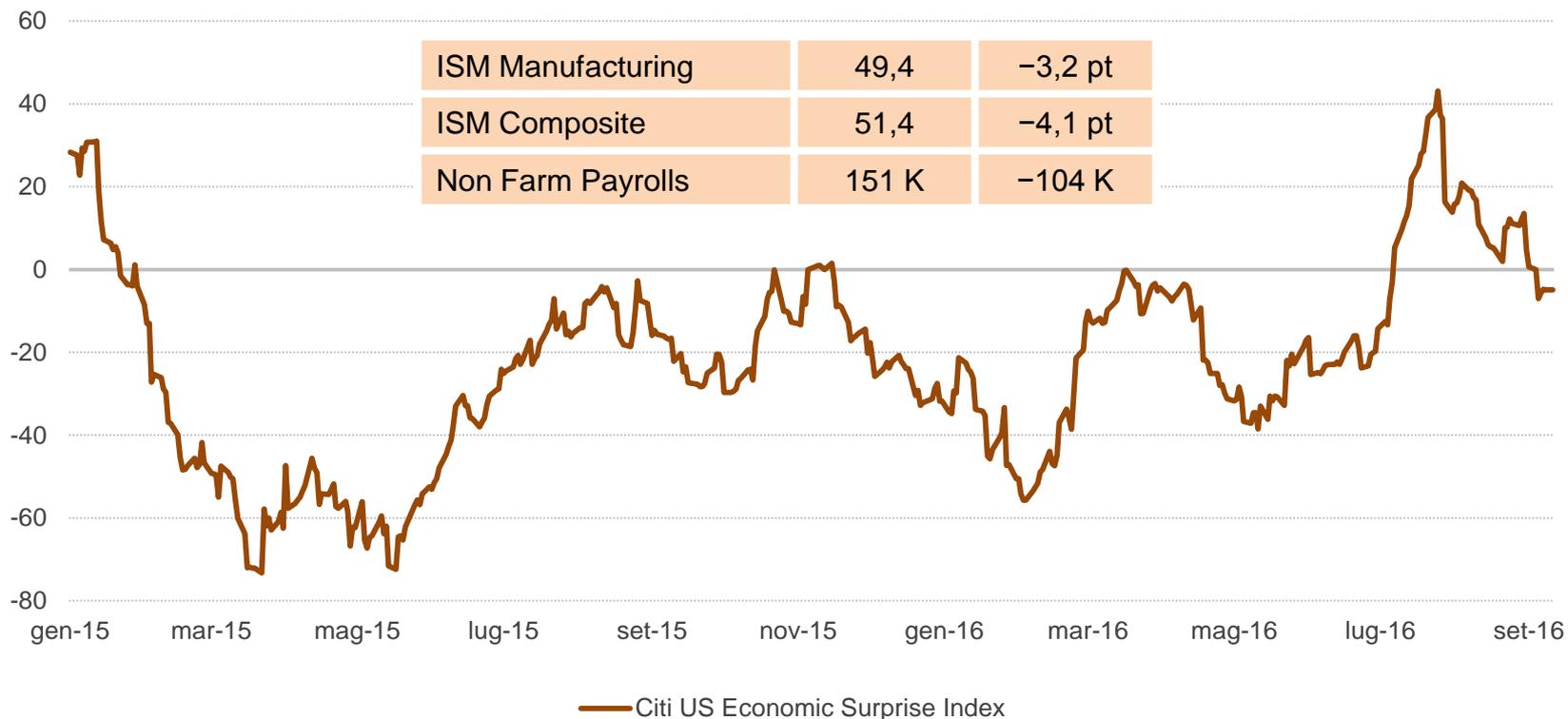
Analisi di Scenario





Segnali di perdita di momentum nel ciclo americano (1/3)

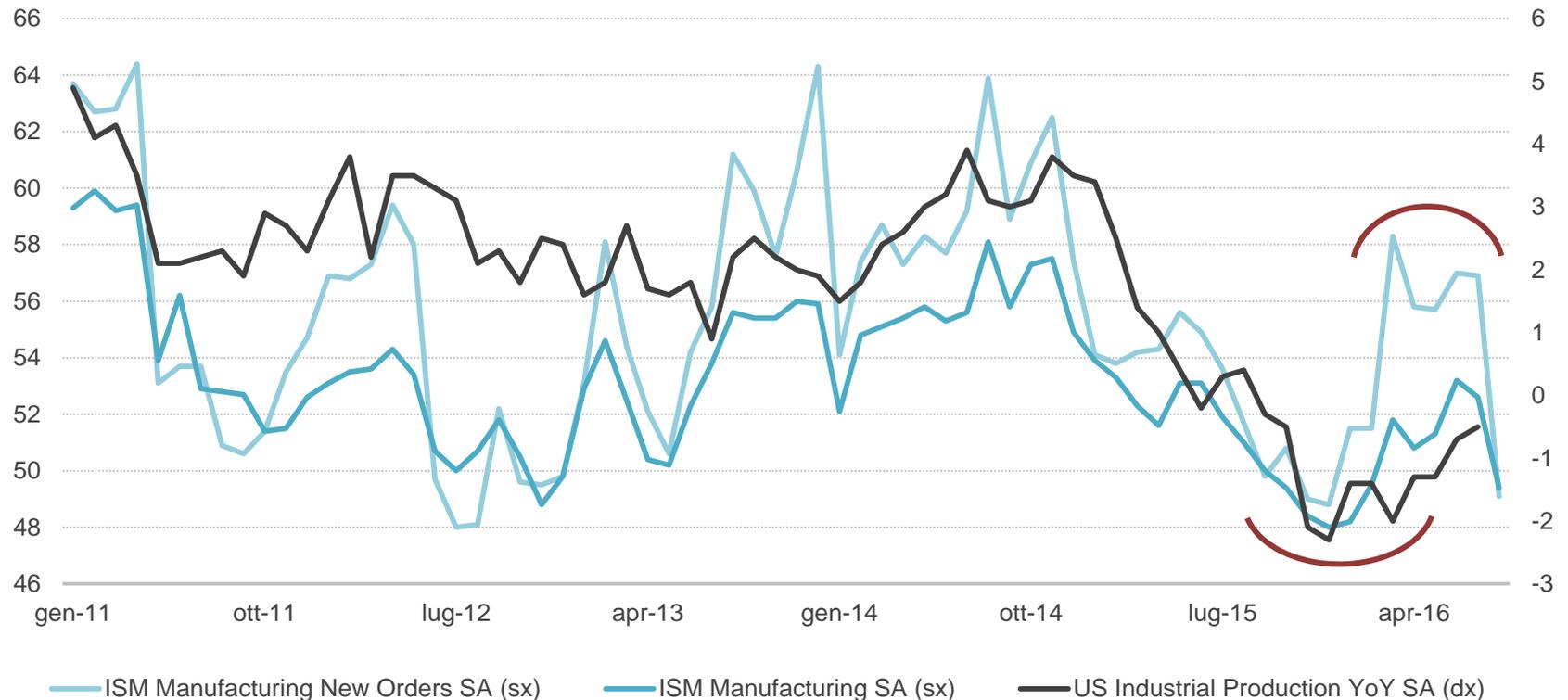
- Dopo l'impennata di luglio, abbiamo assistito negli USA ad un'inversione di tendenza sui dati macro
- Se il crollo del Citi Economic Surprise Index è in parte attribuibile ad un consenso degli analisti reso euforico dalle sorprese di luglio, è innegabile che il deterioramento è ben visibile nelle principali serie





Segnali di perdita di momentum nel ciclo americano (2/3)

- Dopo una primavera promettente, il settore manifatturiero sembra tornato in stallo, con implicazioni intuibili per le prospettive della produzione industriale
- Il ritorno in contrazione dell'ISM è preoccupante perché, a differenza di quello del 2015, è avvenuto in assenza di motivi evidenti





Segnali di perdita di momentum nel ciclo americano (3/3)

- Alla pausa del manifatturiero si è associato anche un calo della survey sui servizi, ai minimi da inizio 2010
- Costituendo i servizi oltre l'80% dell'economia americana, non sorprende la presenza di una solida correlazione tra l'ISM non manufacturing e la crescita del PIL

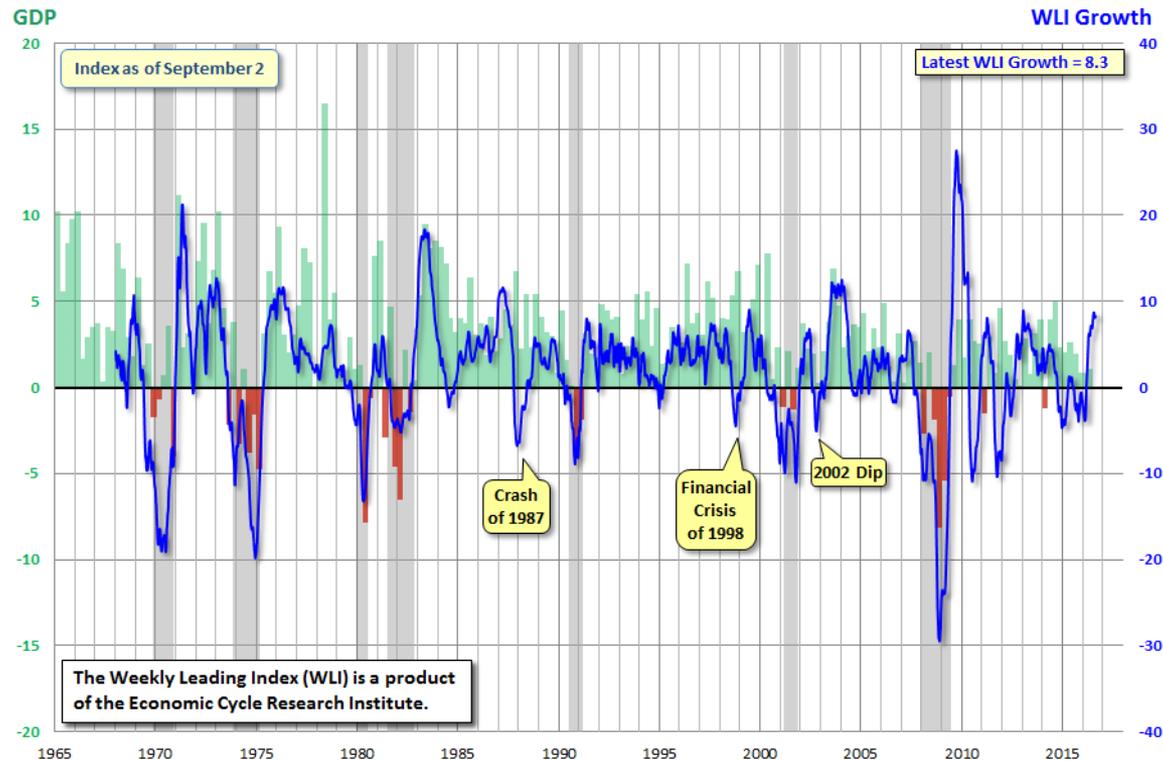




Quanto cambia il quadro americano a medio termine?

- Il quadro promettente illustrato 3 mesi fa non è ancora invalidato, ma le recenti evoluzioni meritano attenzione (*“When facts change, I change my opinion” – J.M. Keynes*)

ECRI Weekly Leading Index (WLI) e PIL



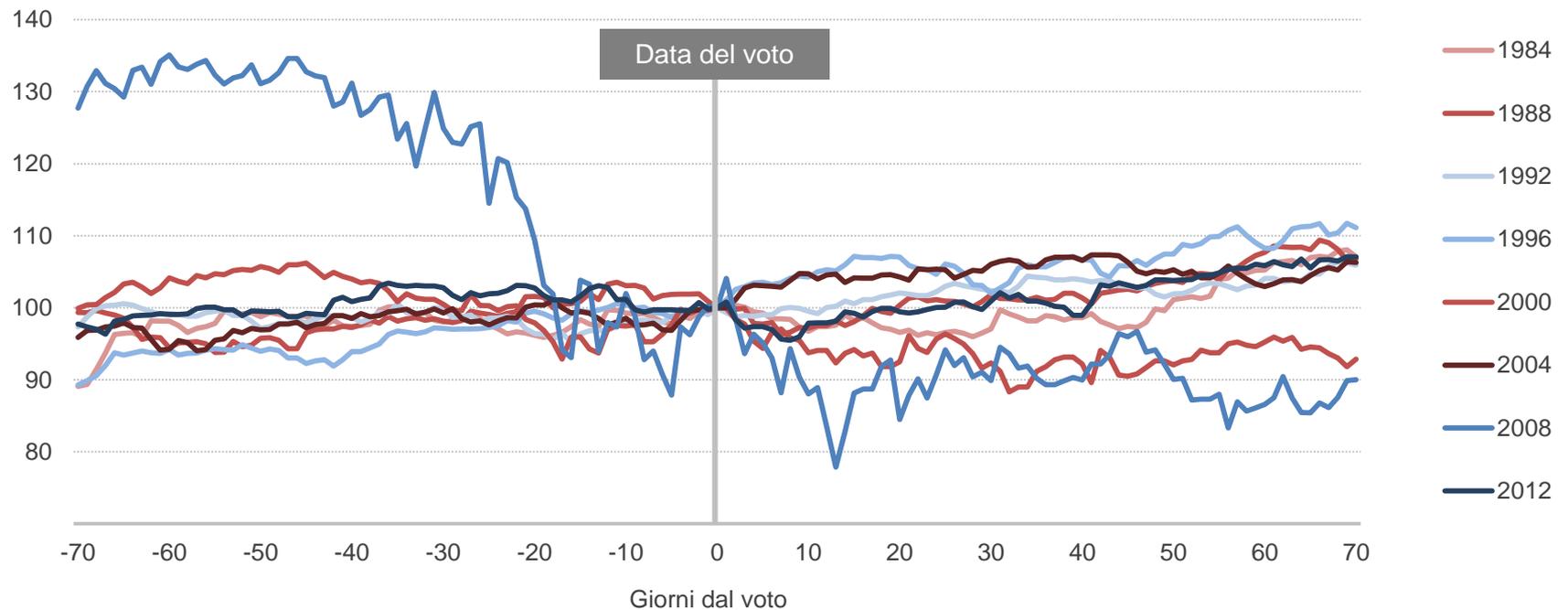
Fonte: dshort.com



Le elezioni sono un fattore di incertezza

- Storicamente, nell'ultima fase del run up verso le presidenziali americane, l'incertezza contiene la performance del mercato
- Le elezioni del 2016 presentano incognite più rilevanti del solito

Impatto delle elezioni presidenziali sull'S&P 500





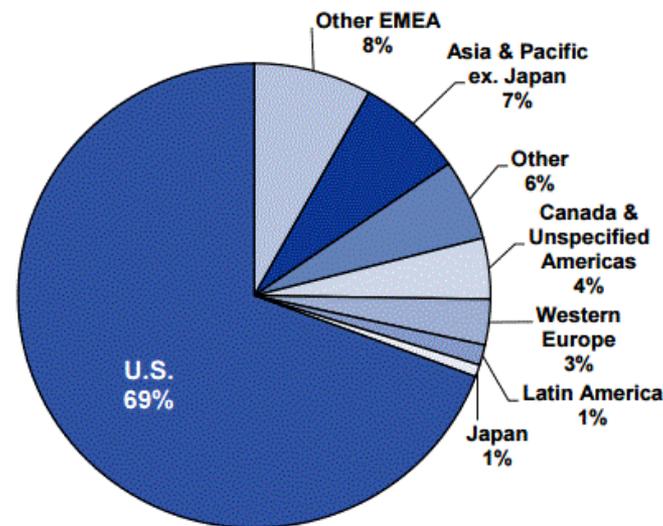
Stime di EPS ambiziose in caso di rallentamento

- Il consenso degli analisti si attende un rimbalzo della crescita degli utili nel quarto trimestre del 2016
- Un rallentamento ciclico condurrebbe ad un'inevitabile revisione al ribasso delle stime

Crescita nelle stime degli EPS attesi

	2016E Earnings Per Share Growth				Annual	
	1QA	2QE	3QE	4QE	2016E	2017E
Materials	(13)%	(7)%	5 %	24 %	0 %	15 %
Utilities	(2)	9	7	15	7	2
Financials	(10)	(0)	6	14	2	12
S&P 500 ex. Energy	0	4	3	8	4	9
Consumer Staples	(1)	(0)	2	8	2	9
S&P 500	(5)	(1)	(0)	8	0	12
Health Care	11	7	6	8	8	5
Consumer Discretionary	18	12	(0)	7	8	11
Information Technology	(4)	3	4	5	2	9
Telecom Services	18	7	(2)	4	7	(2)
Industrials	(6)	4	(4)	2	(1)	8
Energy	(106)	(85)	(61)	1	(73)	279

Distribuzione degli utili S&P 500 per regione



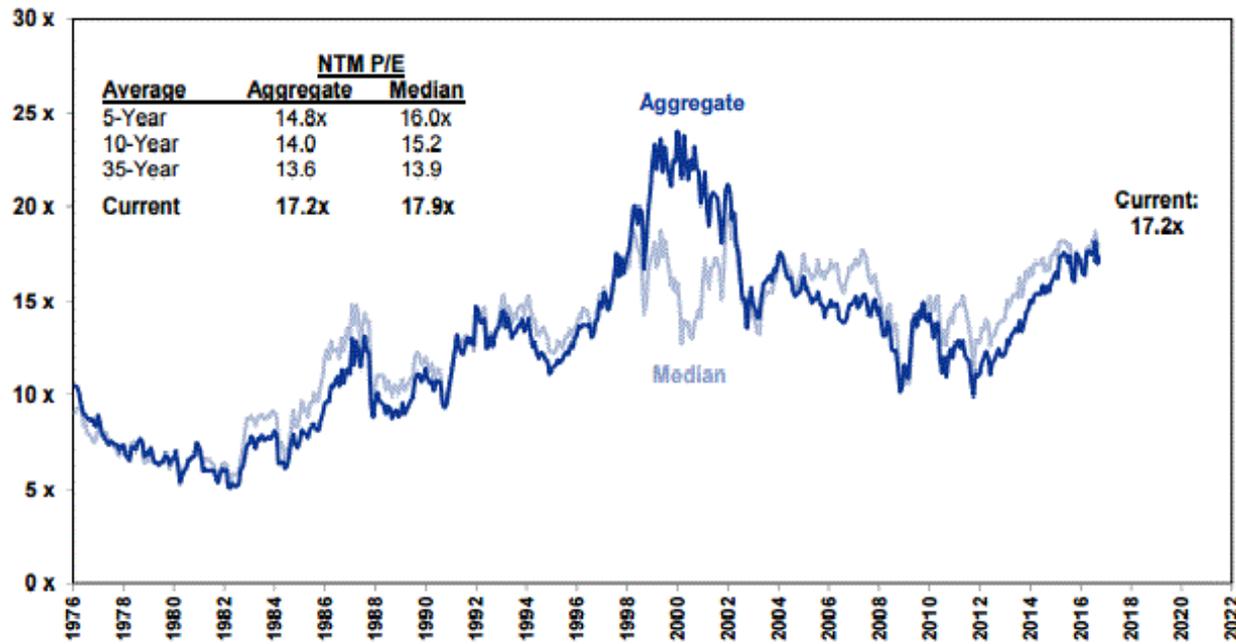
Fonte: Goldman Sachs



Wall Street è tornata cara

- Il recente rally ha portato l'S&P 500 a trattare su multipli storicamente elevati (forward PE 17,2 – CAPE 23,3 – EV/Sales 2,1)
- Solo il dividend yield (2,1%) resta in linea con la media storica, grazie anche ad un payout ratio in crescita

S&P 500 forward PE



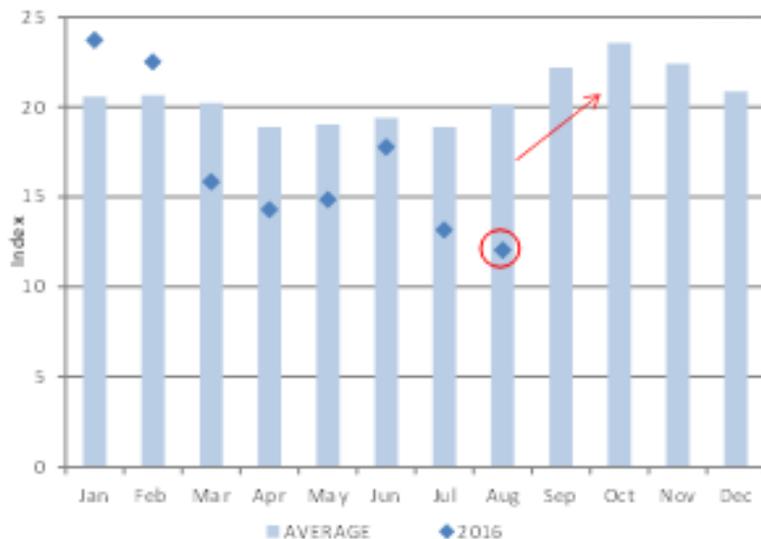
Fonte: Goldman Sachs



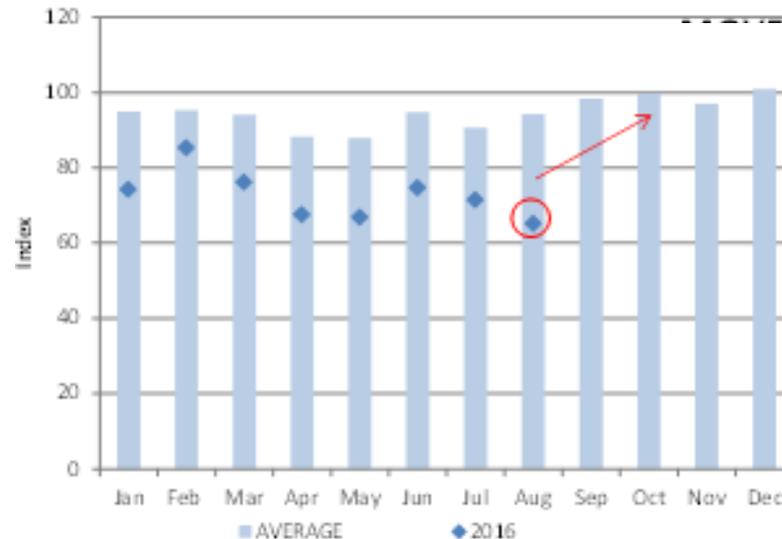
La stagionalità sui mercati non è favorevole

- L'autunno è un periodo stagionalmente ostico per i mercati
- Quest'anno poi, veniamo da un'estate particolarmente tranquilla

VIX vs media mensile dal 2000



Merrill Lynch Option Volatility Estimate (MOVE)* vs media mensile dal 2000



* Volatilità implicita nelle opzioni a 1 mese sui Treasury a 2, 5, 10 e 30 anni

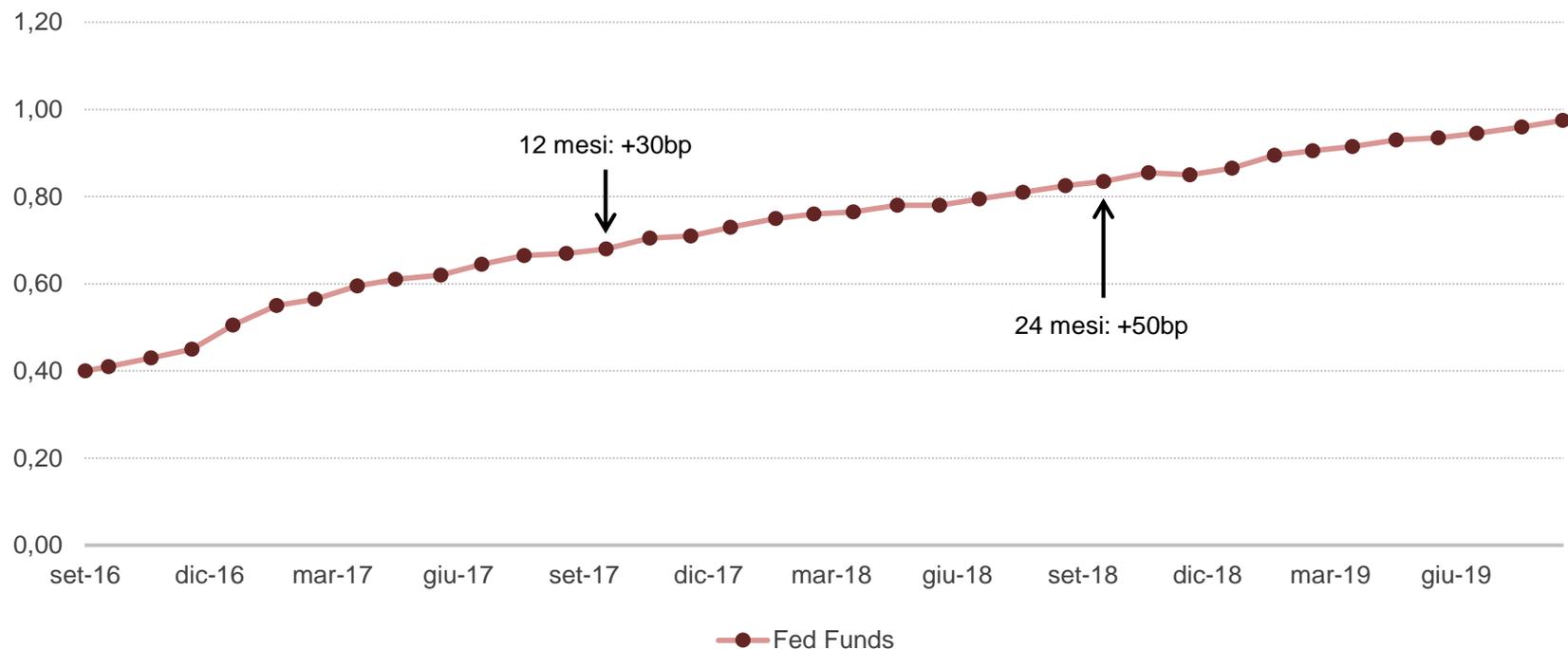
Fonte: CitiFX, Bloomberg



Fed e ciclo: un equilibrio difficile

- Il mercato continua a prezzare una normalizzazione estremamente lenta dei tassi
- Un'eventuale riaccelerazione del ciclo deve necessariamente tradursi in un pricing più aggressivo, con le inevitabili conseguenze sui tassi

Tassi forward impliciti nelle quotazioni dei future sui Fed Funds

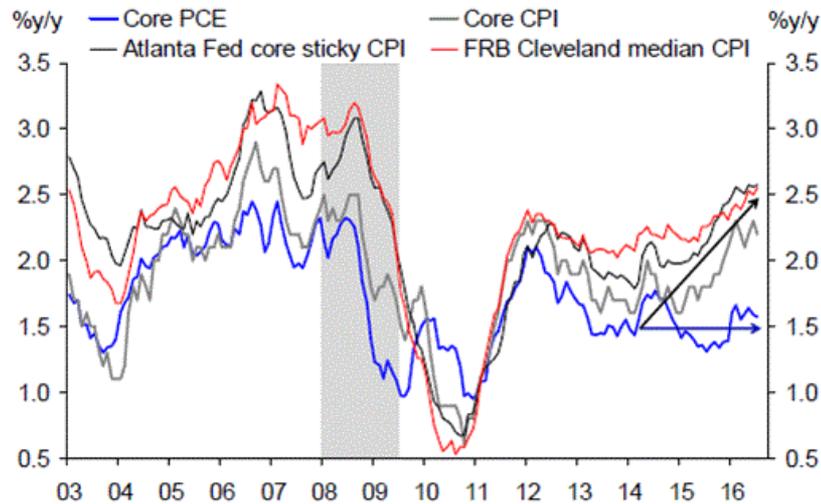




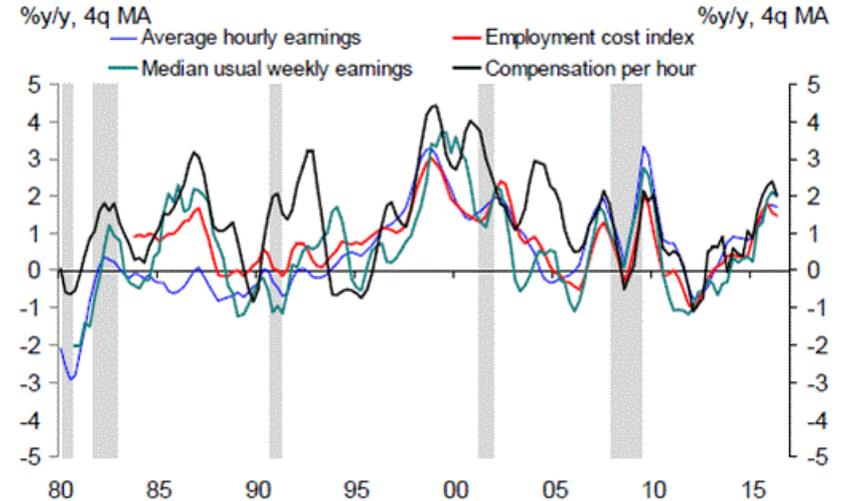
Segnali di pressione sui prezzi?

- Tra gli indici dei prezzi, il PCE usato dalla Fed è l'unico rimasto sotto target. E le pressioni sui salari avanzano
- Ormai un quadro macro stabile è l'unico tassello che manca per una ripresa della normalizzazione

Prezzi



Salari



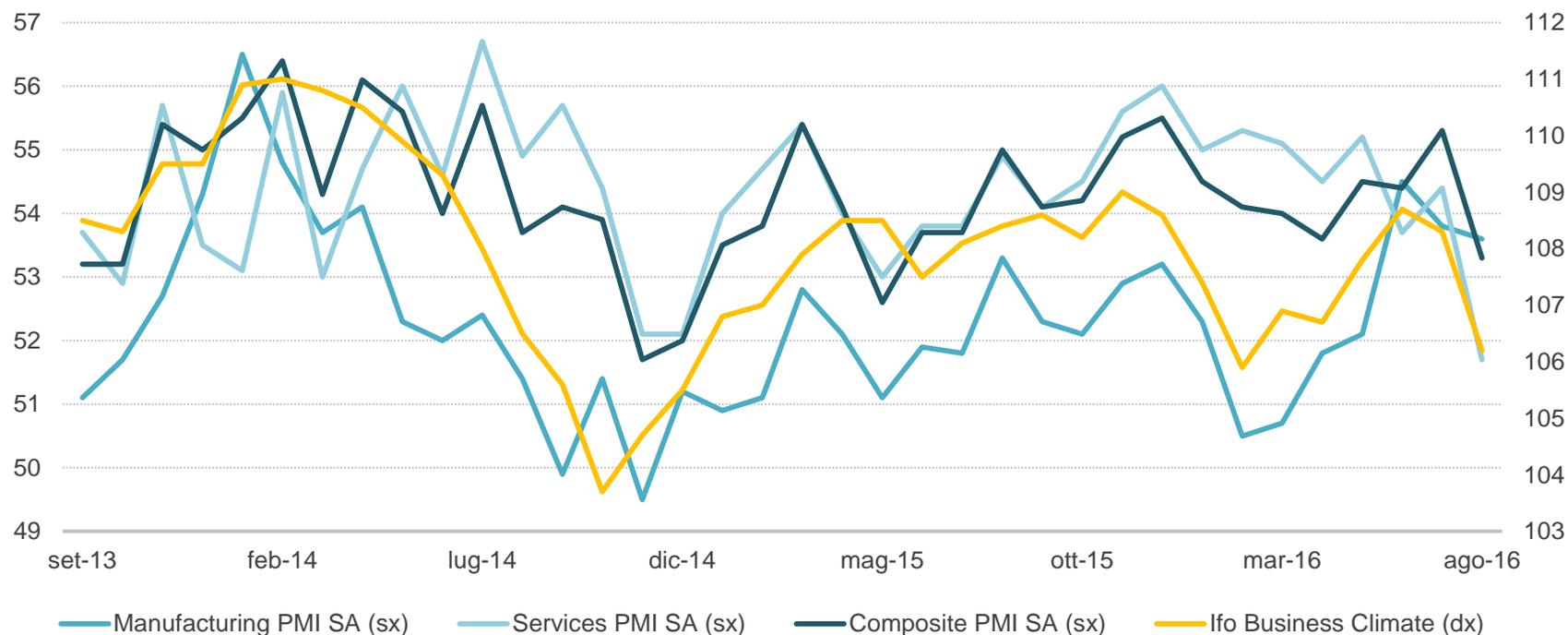
Fonte: DB Global Markets Research



Nemmeno la Germania è in gran forma

- Nell'ultimo mese, anche le principali survey sull'economia tedesca hanno preso una brutta piega
- Il fenomeno desta preoccupazioni per il tipo di segnale che fornisce sullo stato del ciclo globale, e per le eventuali ricadute che può avere sull'economia europea

Survey sull'economia tedesca

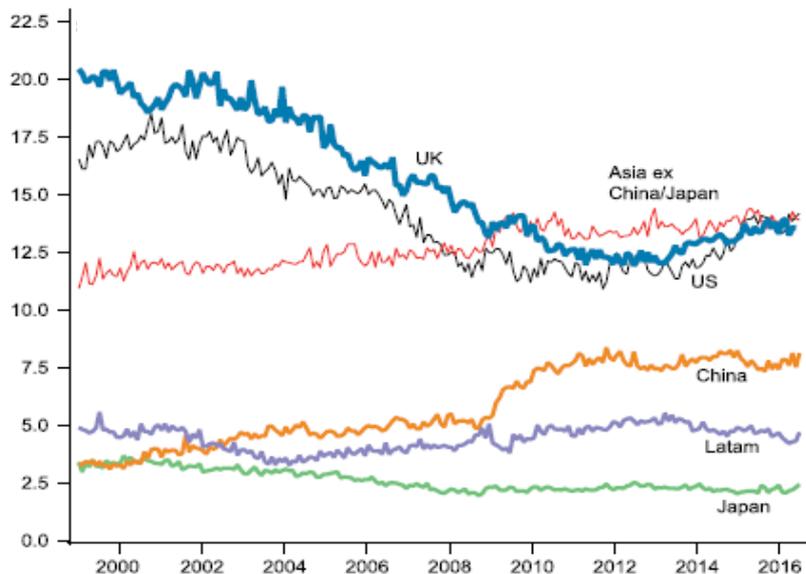




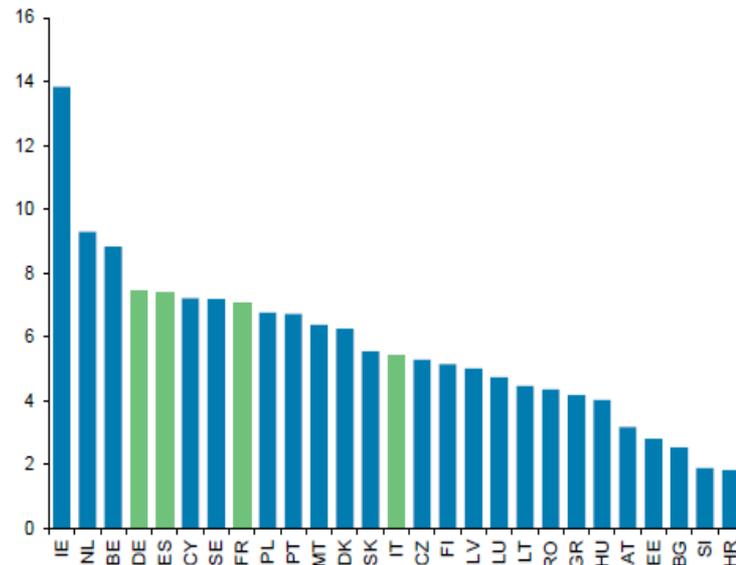
Brexit: non un cataclisma, ma nemmeno una passeggiata

- La stabilizzazione del ciclo UK è avvenuta grazie a una robusta svalutazione della Sterlina, e comunque gli indicatori di medio termine (intenzioni di investimento, ecc.) restano pessimisti
- Le esportazioni EU verso il Regno Unito ammontano al 14% del totale

Esportazioni manifatturiere extra-Area Euro (in percentuale al totale)



Esportazioni manifatturiere verso UK (in percentuale alle esportazioni manifatturiere)



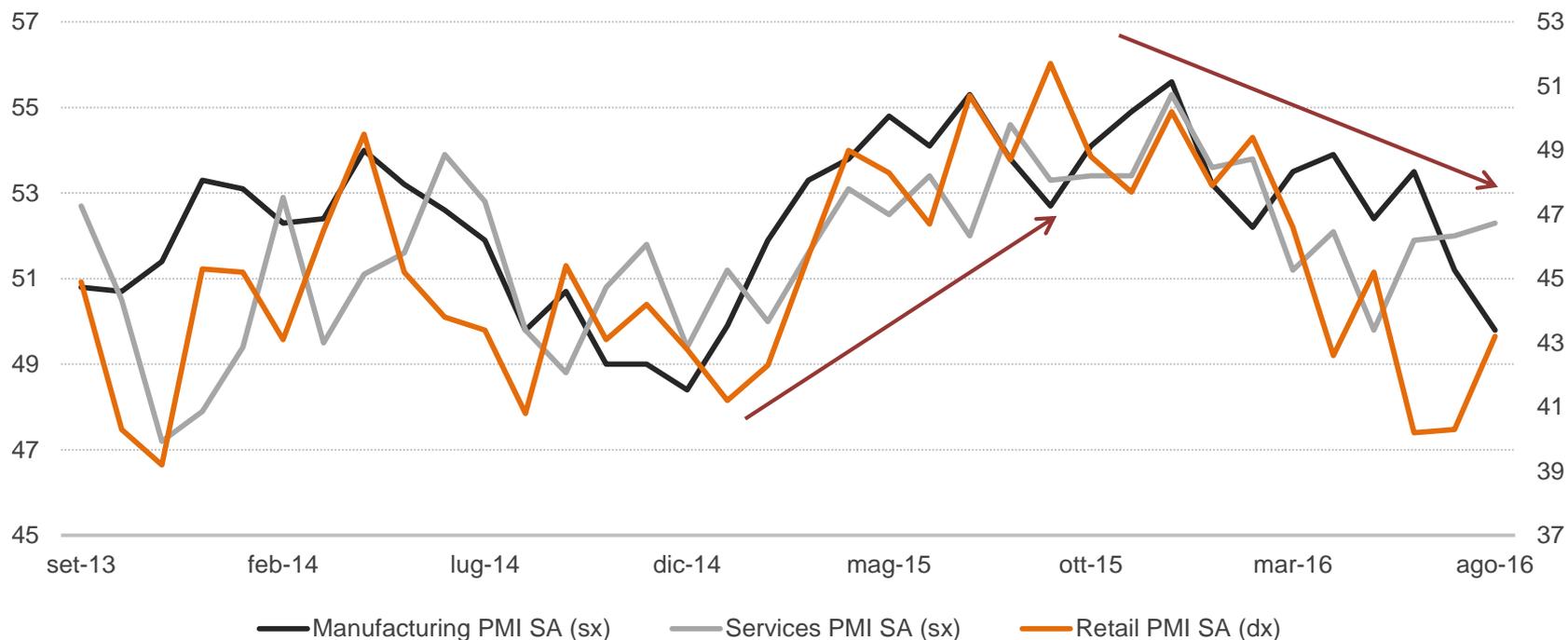
Fonte: BNP Paribas



Italia: l'“offensiva di primavera” si sta affievolendo

- La perdita di momentum è evidente nelle survey PMI
- Gli ordini all'industria son tornati in stagnazione
- Il retail PMI segnala un nuovo rallentamento nei consumi

Survey sull'economia italiana

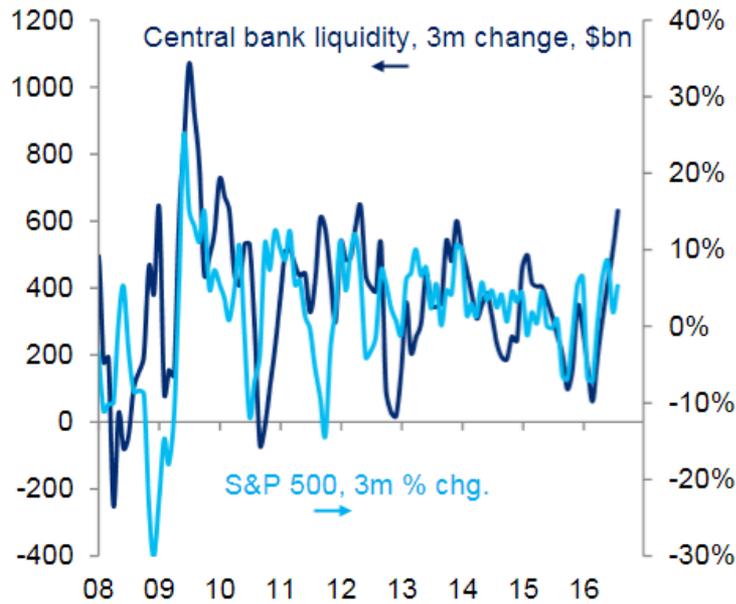




Banche centrali: dubbi crescenti?

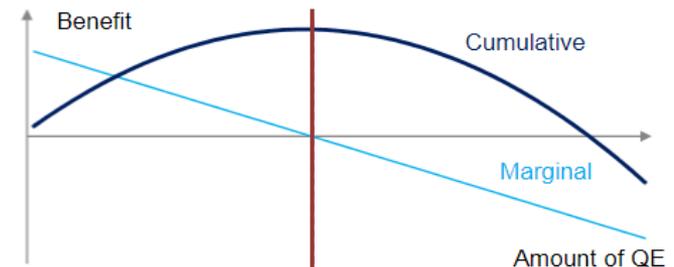
- L'iniezione di liquidità da parte delle banche centrali resta un rilevante fattore a supporto degli asset
- Peraltro, il crescente dibattito sugli effetti negativi del QE sta alimentando dubbi tra i banchieri centrali sull'opportunità di perseverare nelle attuali politiche
- Il mercato percepisce quest'incertezza e si domanda se la politica fiscale sarà lesta a raccogliere il testimone

QE e S&P 500



Fonte: Citi Reserach

Benefici decrescenti, effetti negativi crescenti



- Eliminazione del “premio di incertezza”
- Riduzione dei tassi reali di interesse
- Effetto ricchezza sui consumi
- Distorsioni nell’allocazione dei capitali
- Distorsione degli incentivi
- Aumento dei deficit pensionistici
- Maggiore ineguaglianza
- Preoccupazioni sulla profittabilità delle banche



Giudizi sintetici

Azionario

US		Downgrade
Europa		Downgrade
Giappone		
Emergenti		Downgrade

Obbligazionario governativo

US		
Europa core		
Europa periferia		
Emergenti		

Obbligazionario corporate

US		
Europa		Downgrade

Valute

EUR/USD		
USD/JPY		
EUR/GBP		

Materie prime

Energetiche		Upgrade
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.