

# Outlook di inizio anno: focus su scenario top down sui diversi mercati internazionali

19 Gennaio 2017



# Rendimenti Principali Asset Class

AZIONARIO		OBBLIGAZIONARIO/LIQUIDITA'		COMMODITIES/ALTERNATIVI/ALTRO	
America (S&P 500 - \$)	+9.5%	Governativi USA (\$)	+1.1%	Oro (\$)	+8.6%
Europa (Stoxx 600)	-1.2%	Governativi Europei	+3.1%	Petrolio (Brent) - \$	+52.4%
Italia (FTSE MIB)	-10.2%	BTP italiani	+2.5%	Agricoltura (Grains) - \$	-9.3%
Giappone (TOPIX - ¥)	-1.9%	Corporate Inv. Gr. Globali	+7.8%	Commodities (CRB) - \$	+9.3%
Cina (MSCI G.D. - \$)	+2.5%	US High Yield (\$)	+17.4%	Commodities (Food) - \$	+1.1%
MSCI World (\$)	+5.3%	EU High Yield	+8.6%	Valute (DXY)	+3.6%
MSCI Emerging (\$)	+8.6%	Liquidità	-0.3%	Euro/Dollaro	-3.2%

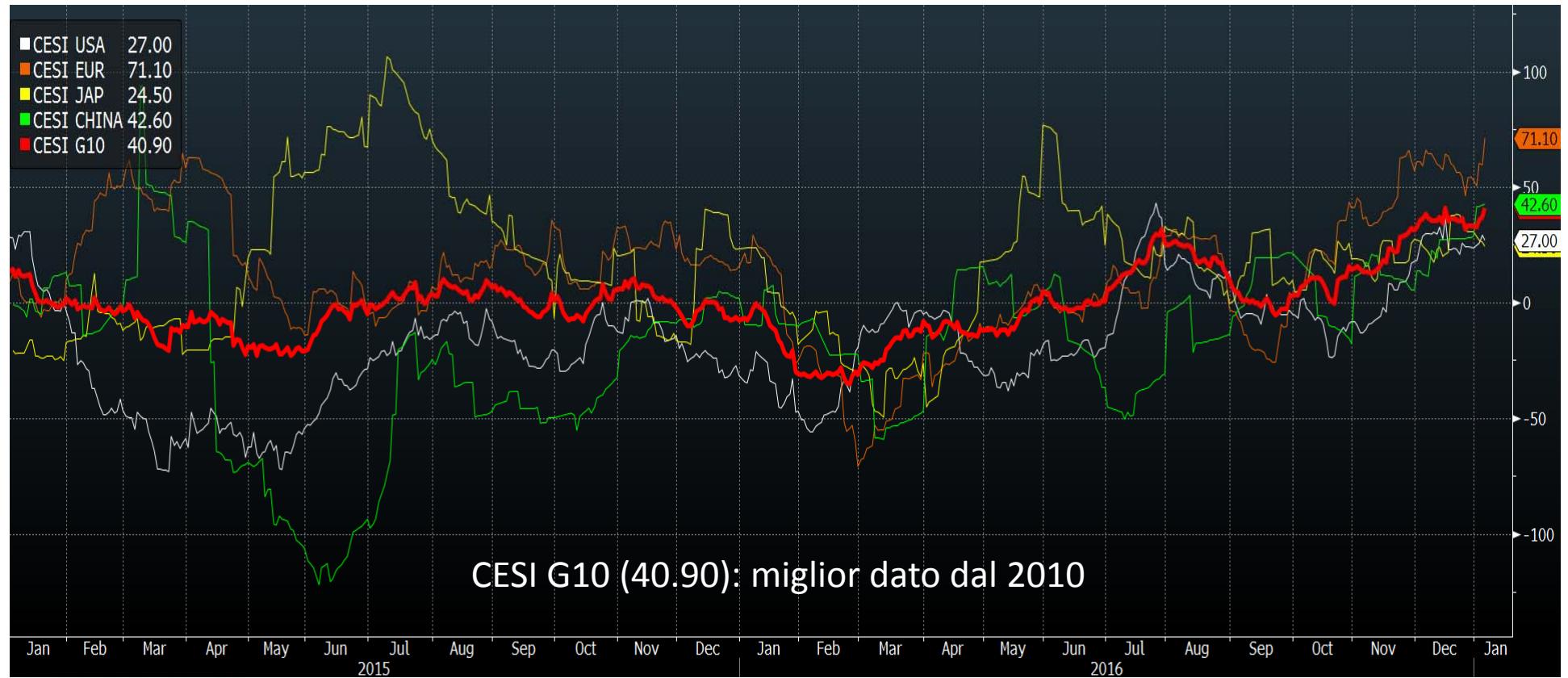
# Strategist 2016

	BofA – ML	Morgan Stanley	UBS	Goldman Sachs	2016
Global GDP	3.4%	3.3%	-	3.5%	<b>3.1%</b>
US/EU 10Y	2.65/0.80%	2.70/1.20%	-	3.00/0.80%	<b>2.44/0.21%</b>
S&P 500	2200	2175	2275	2100	<b>2238</b>
Brent	55	59	-	54	<b>57</b>
EUR/USD	0.95	1.00	1.16	0.95	<b>1.05</b>

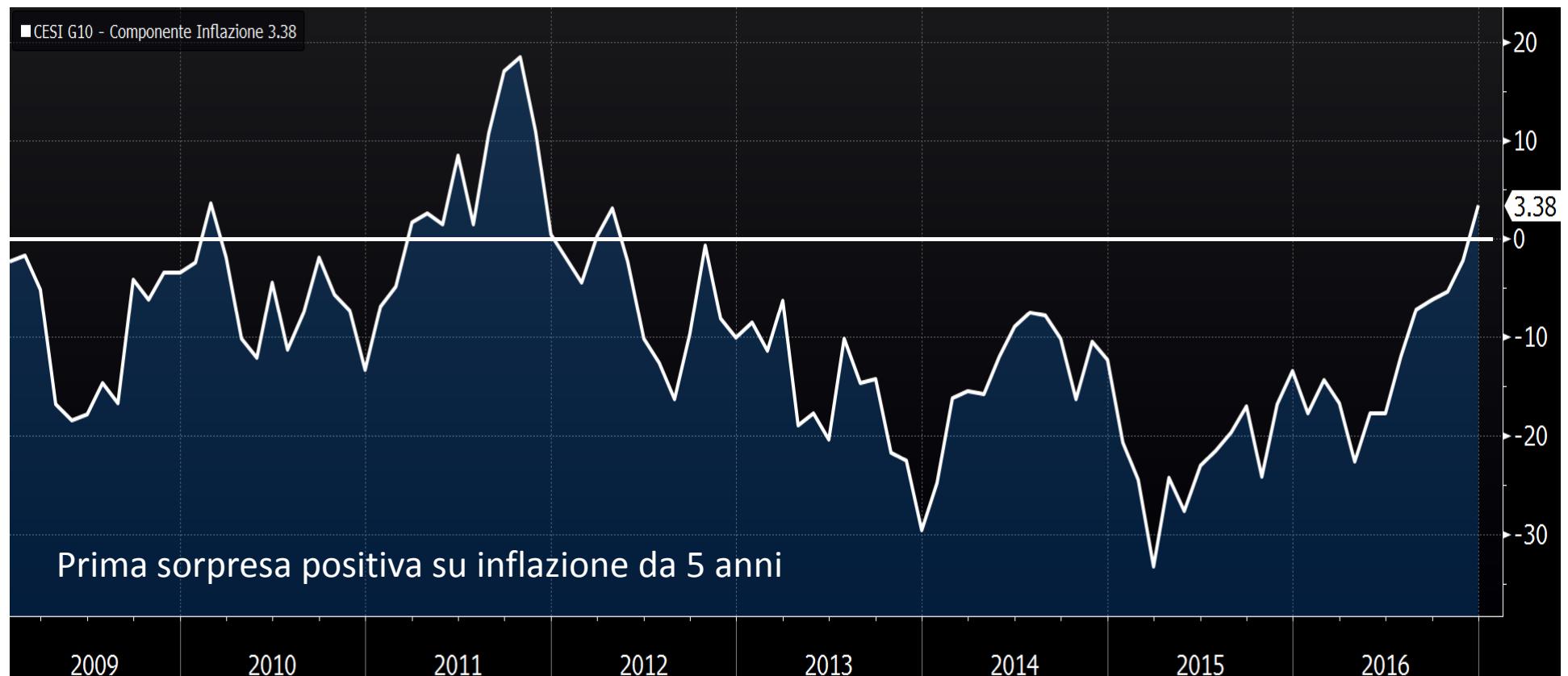
# Strategist 2017

	BofA – ML	Morgan Stanley	UBS	Goldman Sachs	A oggi
Global GDP	3.8%	3.4%	3.5%	3.5%	<b>3.2%</b>
US/EU 10Y	2.50/0.75%	2.50/0.90%	2.25/0.90%	2.75/0.80%	<b>2.43/0.38%</b>
S&P 500	2300	2300	2300	2300	<b>2272</b>
Brent	64	55	60	55	<b>55</b>
EUR/USD	1.05	0.97	1.13	1.00	<b>1.06</b>

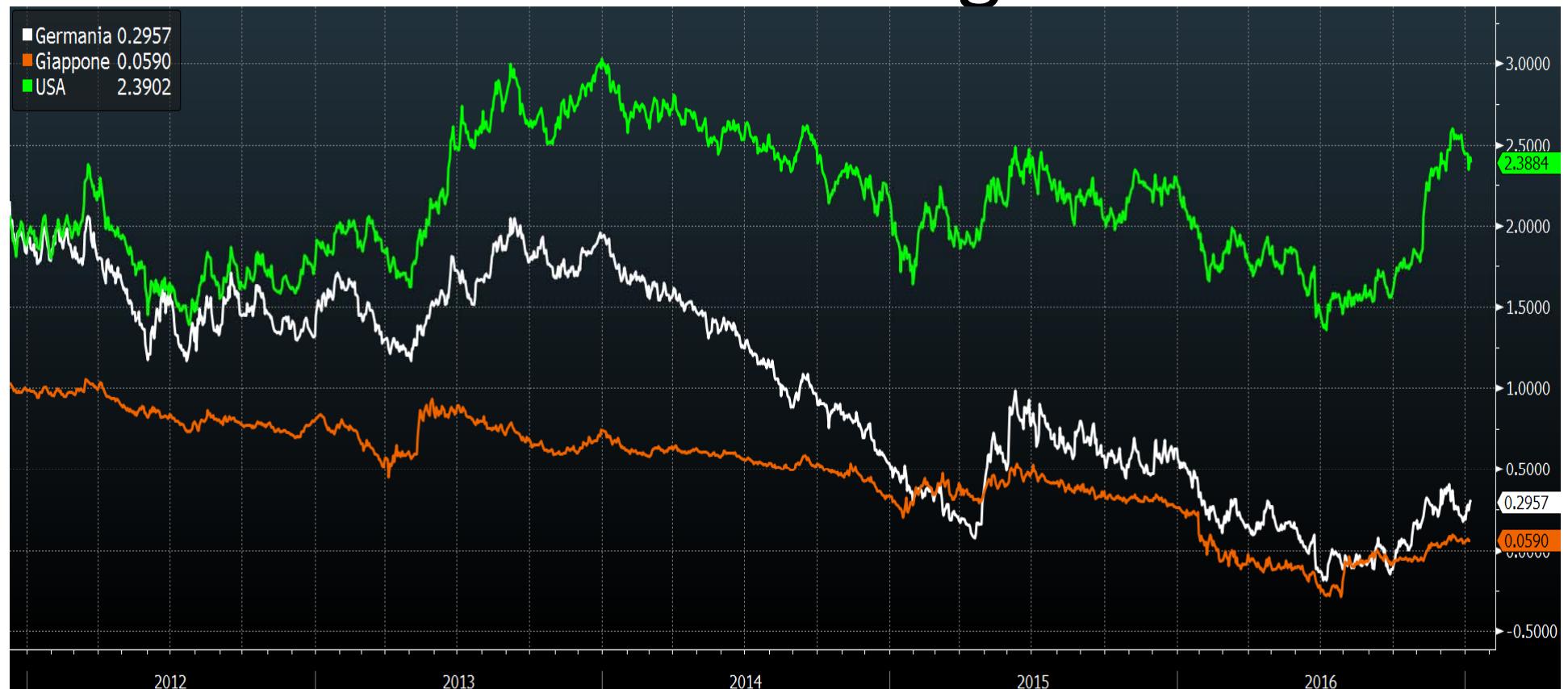
# CESI (Economic Surprise Index)



# CESI – Componente Inflazione



# Tassi decennali globali



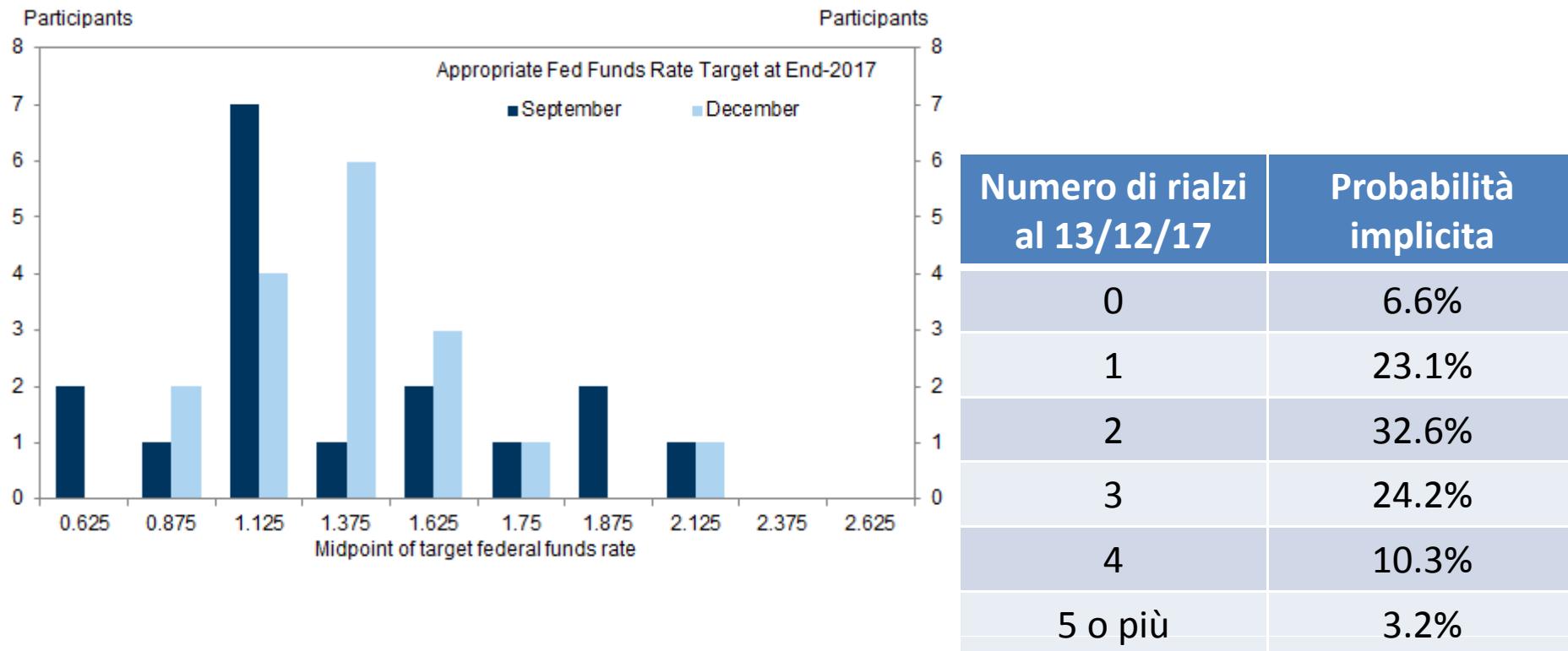
# Inflazione forward



# Tassi reali



# Incertezza sui rialzi in USA



# EUR/USD vs Spread bond 2 anni



# EUR/USD vs Commodities



# USA

- Dopo il primo effetto ora bisogna ridimensionare le proposte di Trump:
  - Il piano infrastrutturale e la riforma fiscale costano quasi il 20% del GDP USA e vanno finanziati a debito
  - Il Presidente non ha molti poteri sui trattati commerciali
  - La tassazione sull'S&P500 è circa il 25%, il taglio proposto, considerando le detrazioni, vale un 4% di aumento dell'utile

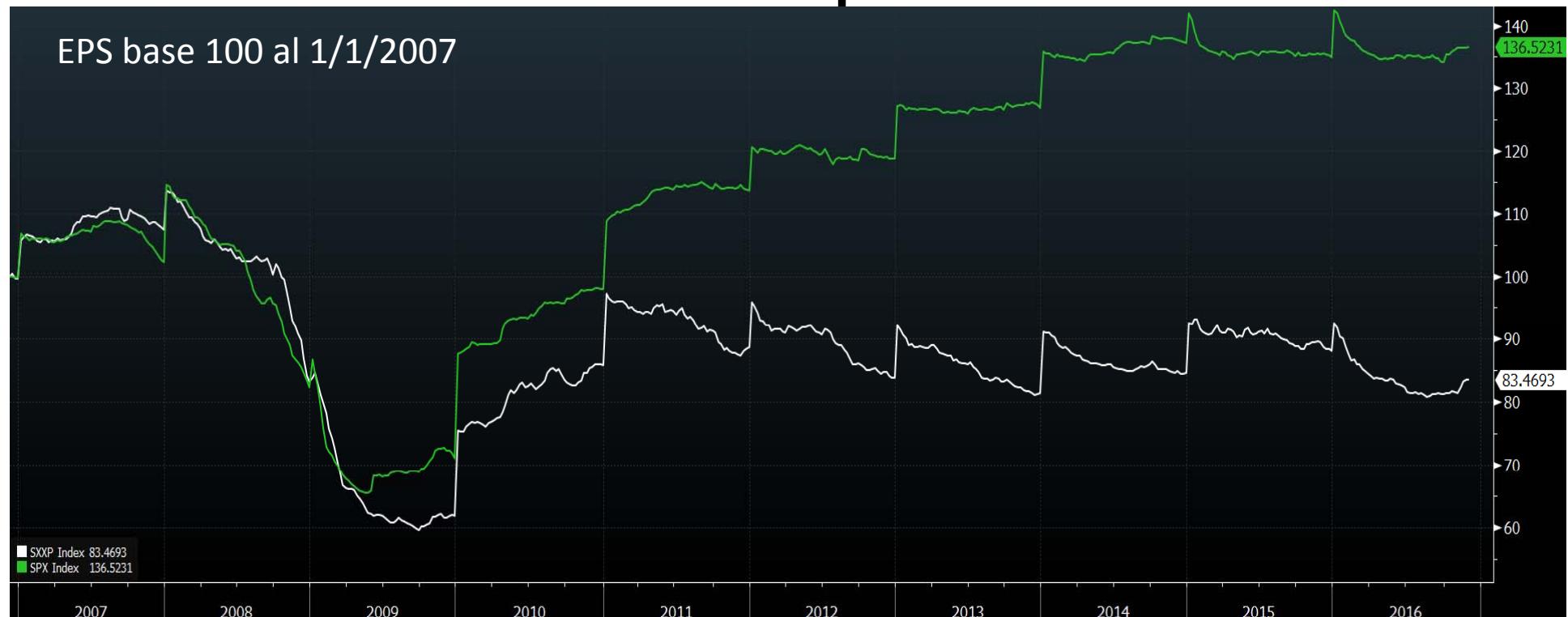
# USA

- Nel frattempo le pressioni inflazionistiche in USA aumentano
  - Aumento dei salari dei dipendenti con stipendio inferiore a 150.000\$ è il 4% (media ultimi 3 mesi)
- La FED alzerà i tassi
- Il dollaro forte limita la crescita degli utili



Difficile vedere upside per l'S&P500

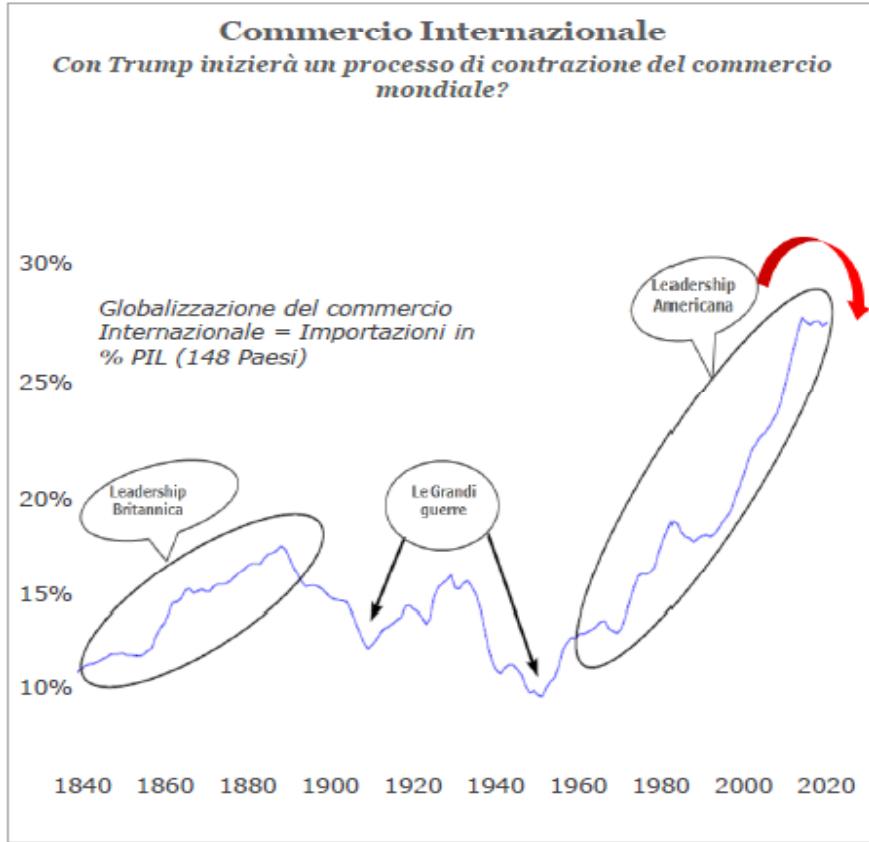
# Europa



Il gap tra utili american ed europei è ai massimi; con il dollaro forte e la stabilizzazione del petrolio è lecito attendersi una crescita degli utili migliore in Europa

15

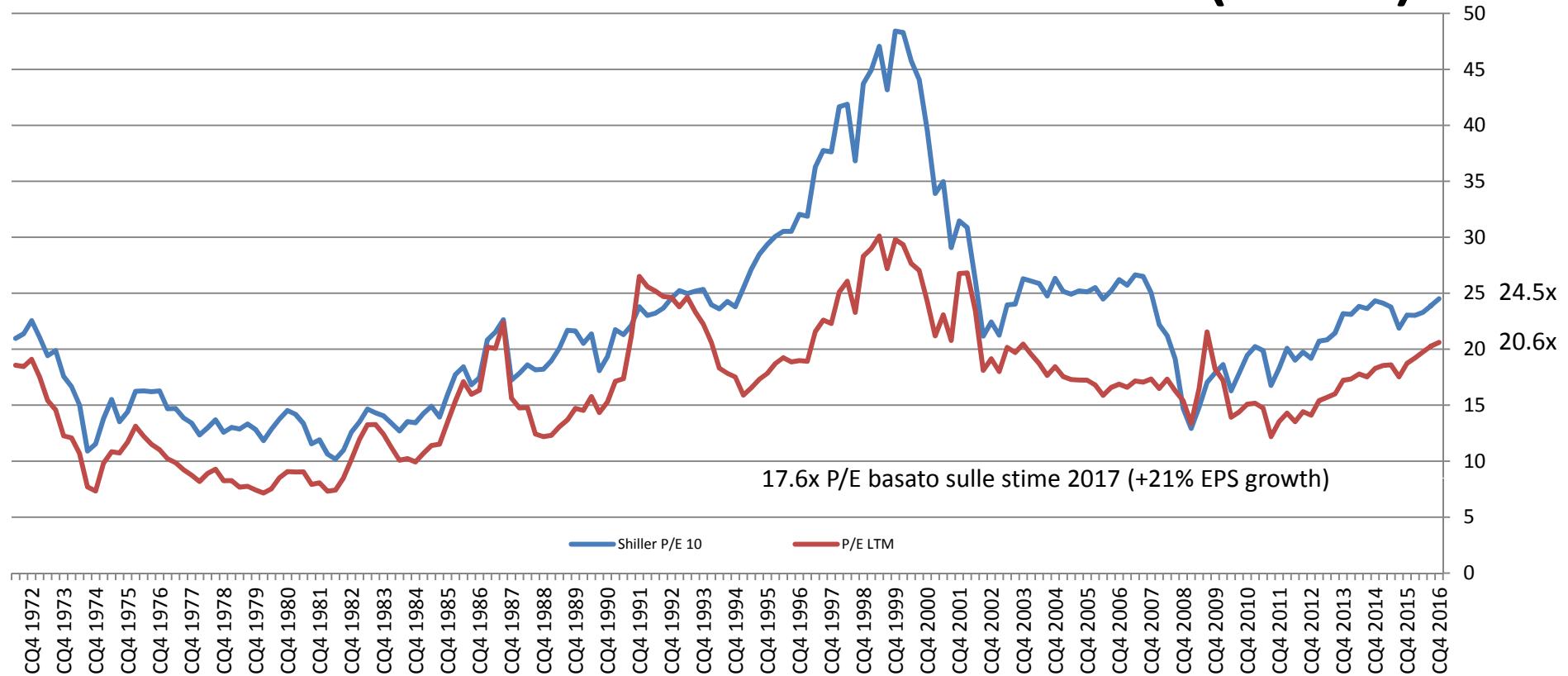
# Rischi: Commercio mondiale



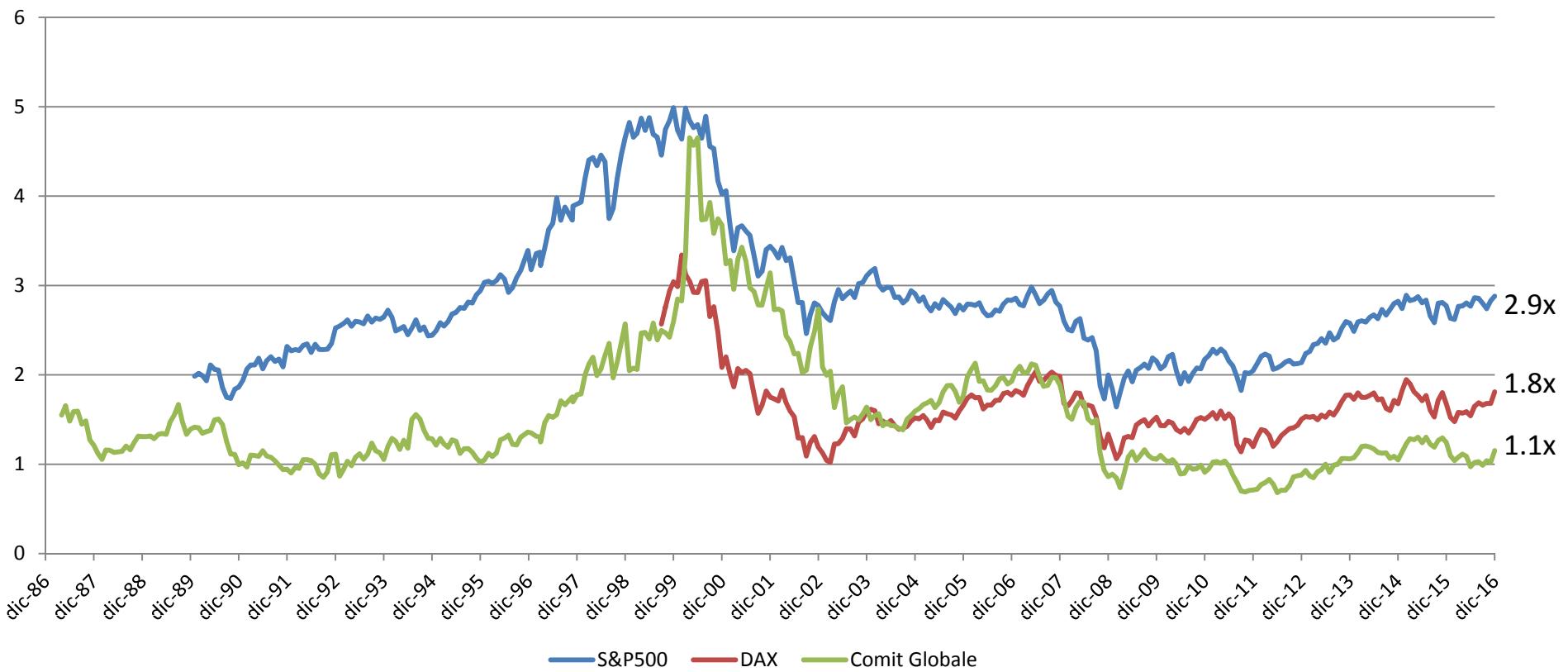
Il commercio mondiale è sempre più importante; l'introduzione di dazi e tariffe all'importazione rischia di creare un rallentamento della crescita globale.

Le asset class più a rischio sono localizzati nei mercati emergenti (valute ed equity) oltre ai titoli di multinazionali globali

# Rischi: Valutazione mercati (USA)



# P/BV relativo



# Performance titoli italiani dal 01/12/16

		Italy	International		
TRADITIONAL BANKS	 INTESA SANPAOLO	<ul style="list-style-type: none"> <li>P/TB 0.8x</li> <li>ROTE 2016E 6.5%</li> <li>Dividend Yield 8.75%</li> <li>CET 1 12.8%</li> </ul>	 Deutsche Bank	<ul style="list-style-type: none"> <li>P/TB 0.7x</li> <li>ROTE 2016E 2.7%</li> <li>Dividend Yield 0%</li> <li>CET1 Ratio 11.0%</li> </ul>	+16% vs +15%
ONLINE BANKS	 FINECO THE NEW BANK	<ul style="list-style-type: none"> <li>2016 P/E 14.5x</li> <li>Dividend Yield 5.5%</li> <li>Market leader in IT online bank/trading</li> </ul>	 charles SCHWAB	<ul style="list-style-type: none"> <li>2016 P/E 29.3x</li> <li>Dividend Yield 0.7%</li> <li>Market leader in US online trading/savings</li> </ul>	+10% vs +2%
INTERNET RETAIL	 ePRICE	<ul style="list-style-type: none"> <li>Market share in Online MDA/Tech retailer 24% (Amazon 30%)</li> <li>EV/SALES 2016 0.4x</li> <li>Sales growing at a 20% CAGR</li> </ul>	 ao.com	<ul style="list-style-type: none"> <li>Market share in MDA/Online Tech retailer 26% (Amazon 18%, Curry's 11%)</li> <li>EV/SALES 2016 0.9x</li> <li>Sales growing at 20% CAGR</li> </ul>	+29% vs +6%
MEDIA	 MONDADORI	<ul style="list-style-type: none"> <li>Free Cash Flow Yield 14% adjusted for M&amp;A</li> <li>Net Debt/EBITDA 2016 &lt; 1.5x</li> <li>9.5x P/E, 9x EV/EBIT (2016)</li> </ul>	 axel springer	<ul style="list-style-type: none"> <li>Free Cash Flow Yield 6%</li> <li>Net Debt/EBITDA 2016 ~ 2.0x</li> <li>17.7x P/E, 13x EV/EBIT (2016)</li> </ul>	+28% vs +14%
INDUSTRIAL GASES	 SOL SOLGROUP	<ul style="list-style-type: none"> <li>Number one in Europe in Healthcare Gas</li> <li>Sales growth 2000-2016E: 3.5x (7% CAGR)</li> <li>16x P/E, 12x EV/EBIT (2016)</li> </ul>	 AIR LIQUIDE	<ul style="list-style-type: none"> <li>Number one in Europe in Gases</li> <li>Sales growth 2000-2016E: 2.3x (5% CAGR)</li> <li>18x P/E, 18x EV/EBIT (2016)</li> </ul>	+ 9% vs +9%
REITS	 igd SPAZI DA VIVERE	<ul style="list-style-type: none"> <li>NAV Discount 49%</li> <li>Dividend Yield 6.7%</li> <li>Vacancy rate 2.6%</li> </ul>	 KLEPIERRE	<ul style="list-style-type: none"> <li>NAV Discount 3%</li> <li>Dividend Yield 5.2%</li> <li>Vacancy rate 6.4%</li> </ul>	+14% vs +6%

# Banche Italiane

- Con l'aumento di capitale Unicredit, nazionalizzazione del Monte Paschi e aumento di capitale di Veneto/Vicenza il livello di patrimonializzazione del sistema italiano è adeguato
- Ora il focus si sposta sul taglio dei costi e sulla riduzione dello stock di NPL

# Conclusioni

- Bull market secolare sui bond terminato?
  - Duration breve / Floater
  - Bond Picking su High Yield
- Azioni: indici globali abbastanza cari ma con ampi gap valutativi tra settori e trend di crescita GDP mondiale positivo
  - Rischi maggiori: guerra commerciale USA/Cina e forte aumento tassi reali per aumento del Debito/GDP globale
- Italia??? Ancora cheap nonostante il rialzo, ma con rischi significativi
- Valute
  - Dollaro nel breve atteso stabile
  - Sterlina da comprare verso 0.90 contro Euro
  - Yen da evitare
- Materie prime: trend leggermente rialzista