



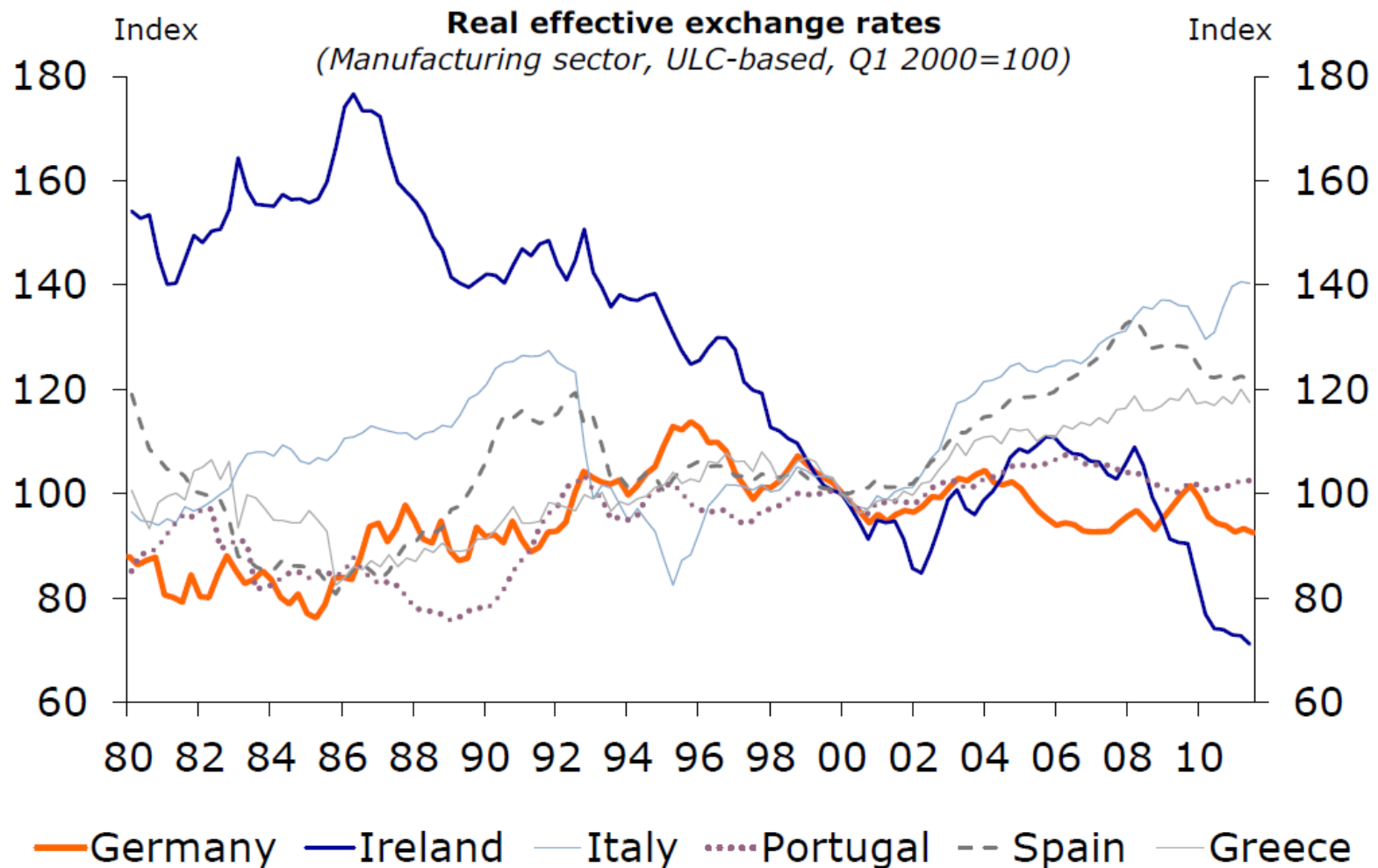
L'EUROPA TRA CRISI DEL DEBITO E TENSIONI GEOPOLITICHE

QUALI PROSPETTIVE PER L'ECONOMIA ED I MERCATI

ISTAO 18/05/2012

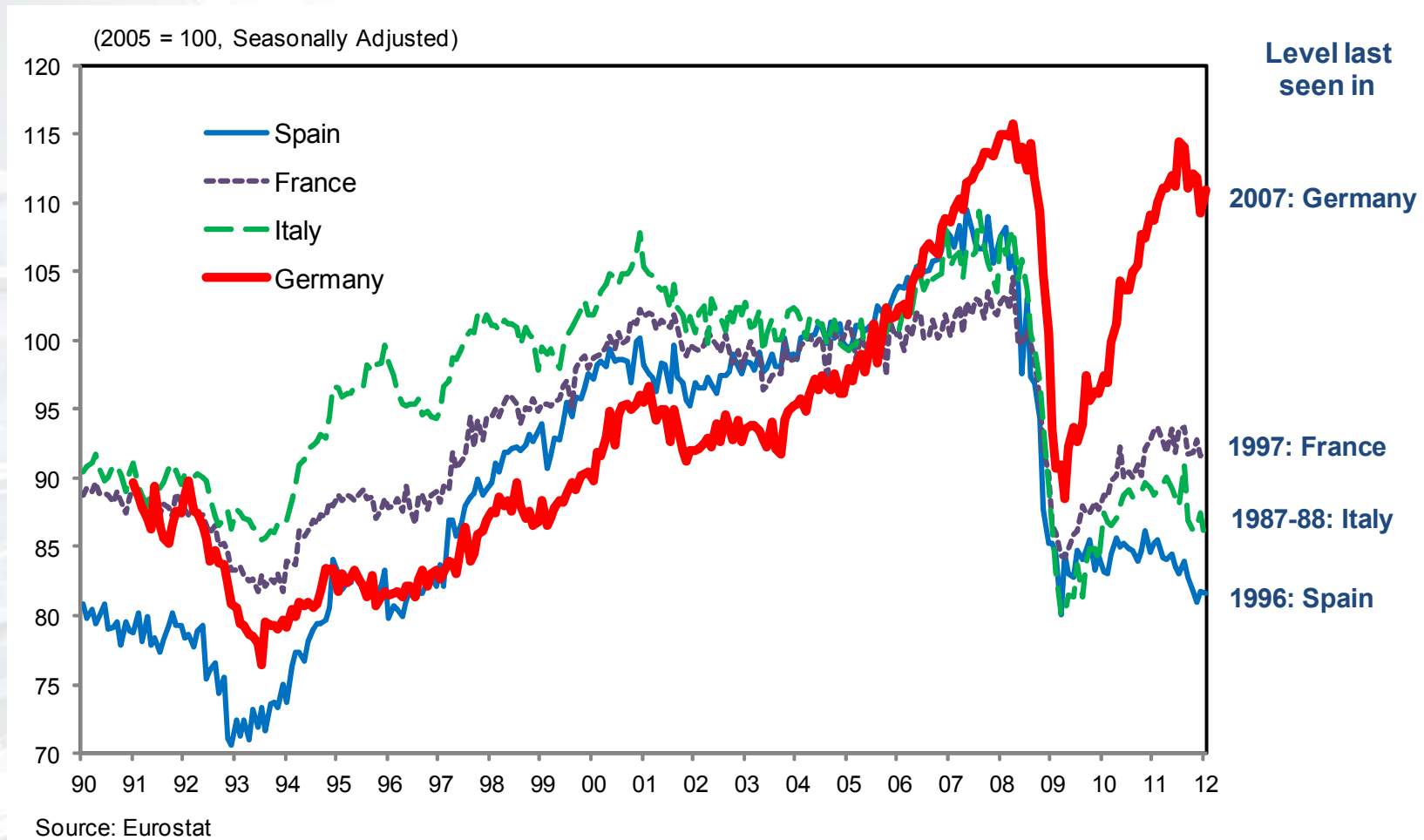
FinLABO_{sim}
RESEARCH&ADVICE

Le ragioni della crisi: un'Europa a più velocità



Fonte: IMF, Reuters EcoWin, Rabobank

....dalla produzione industriale

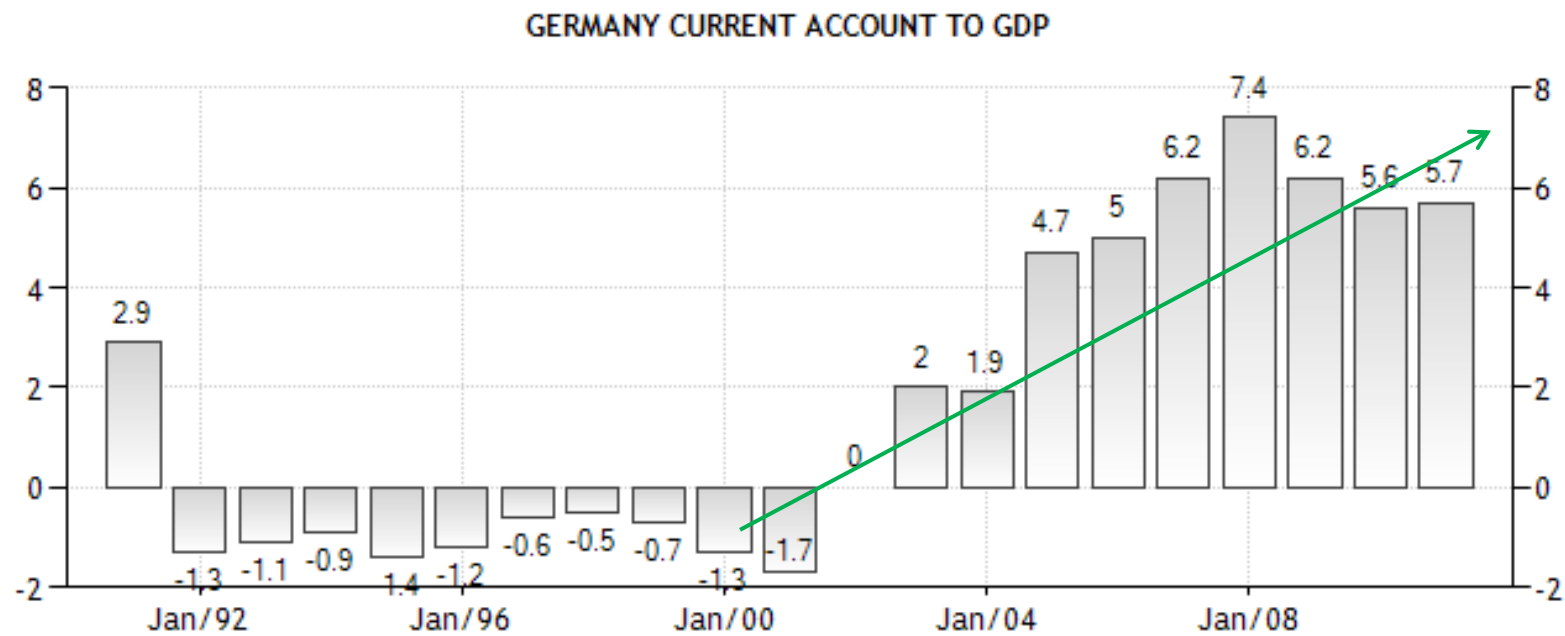


....alla bilancia delle partite correnti (ITALIA)



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM

....alla bilancia delle partite correnti (GERMANIA)



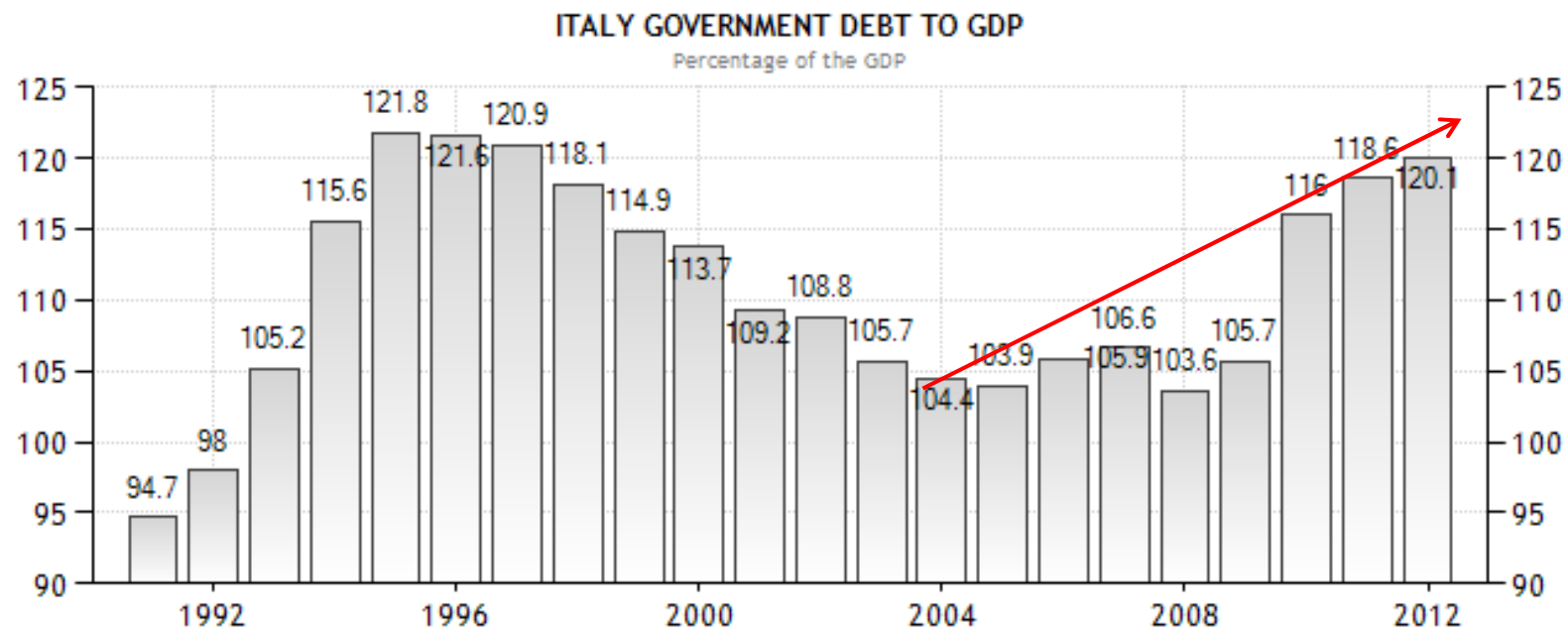
SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM

Il deficit delle partite correnti si riflette nel deficit pubblico



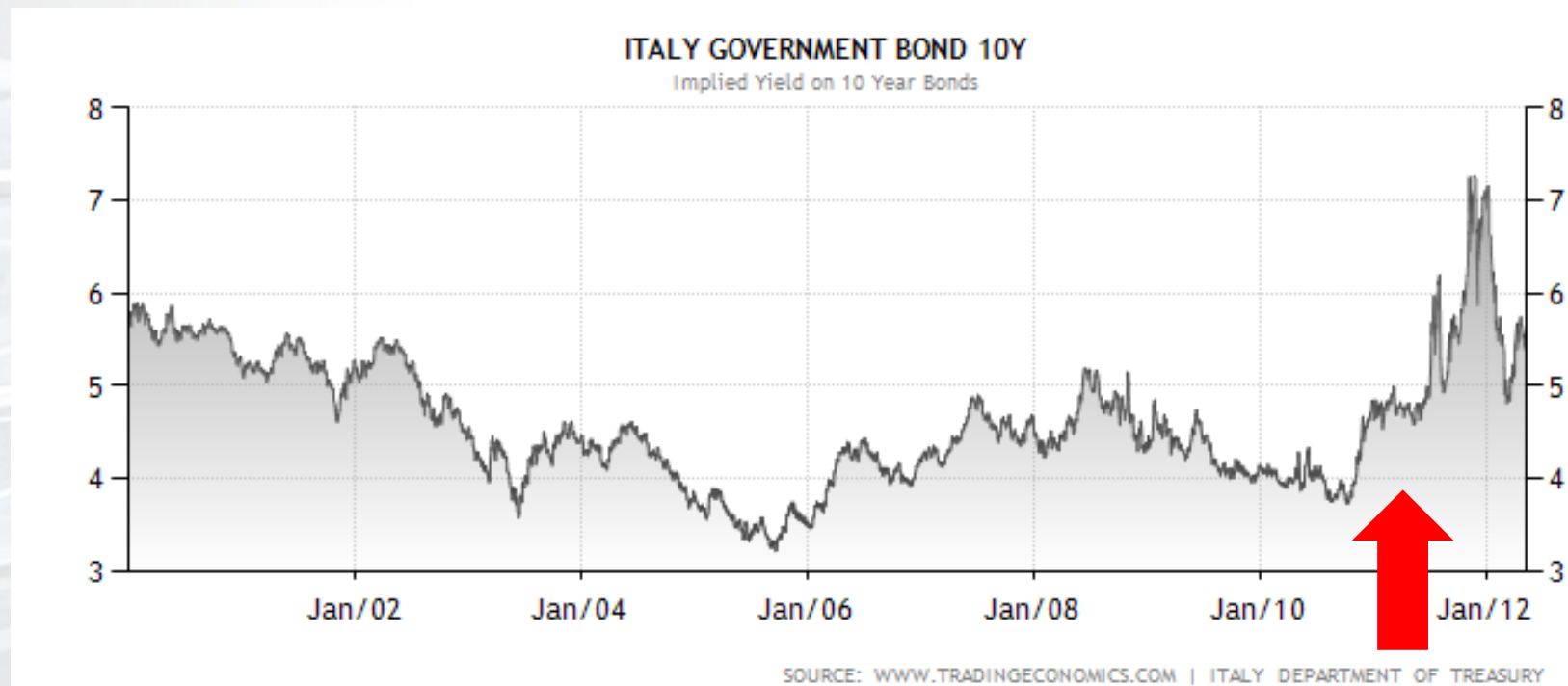
SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | EUROSTAT

...e va ad incrementare lo stock di debito



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | EUROSTAT

...finché il mercato perde la fiducia della sua sostenibilità



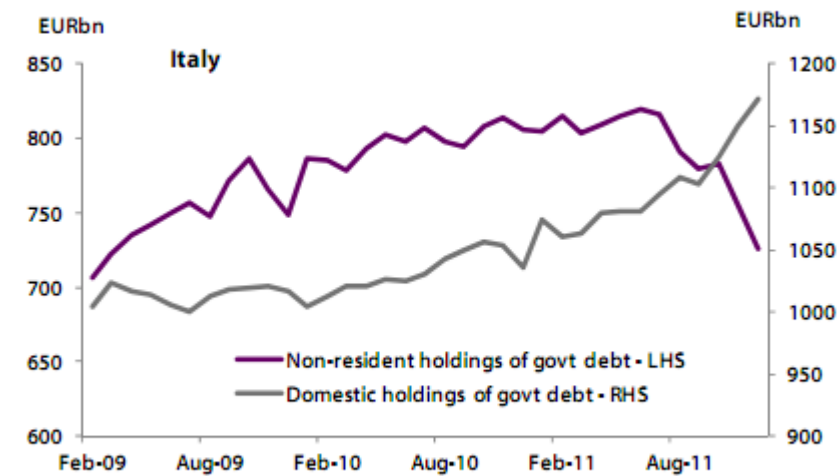
La BCE ha dato una boccata di ossigeno...



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | ITALY DEPARTMENT OF TREASURY

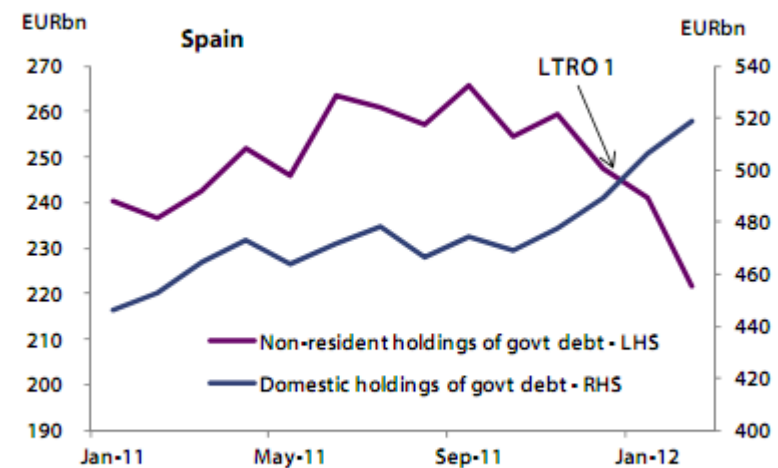
Ma l'esodo da parte degli investitori stranieri non si è fermato

Figure 1: A foreign exodus from the periphery...



Source: Bank of Italy, Rabobank

Figure 2: ...has accelerated post LTRO 1



Source: Spanish Treasury, Rabobank

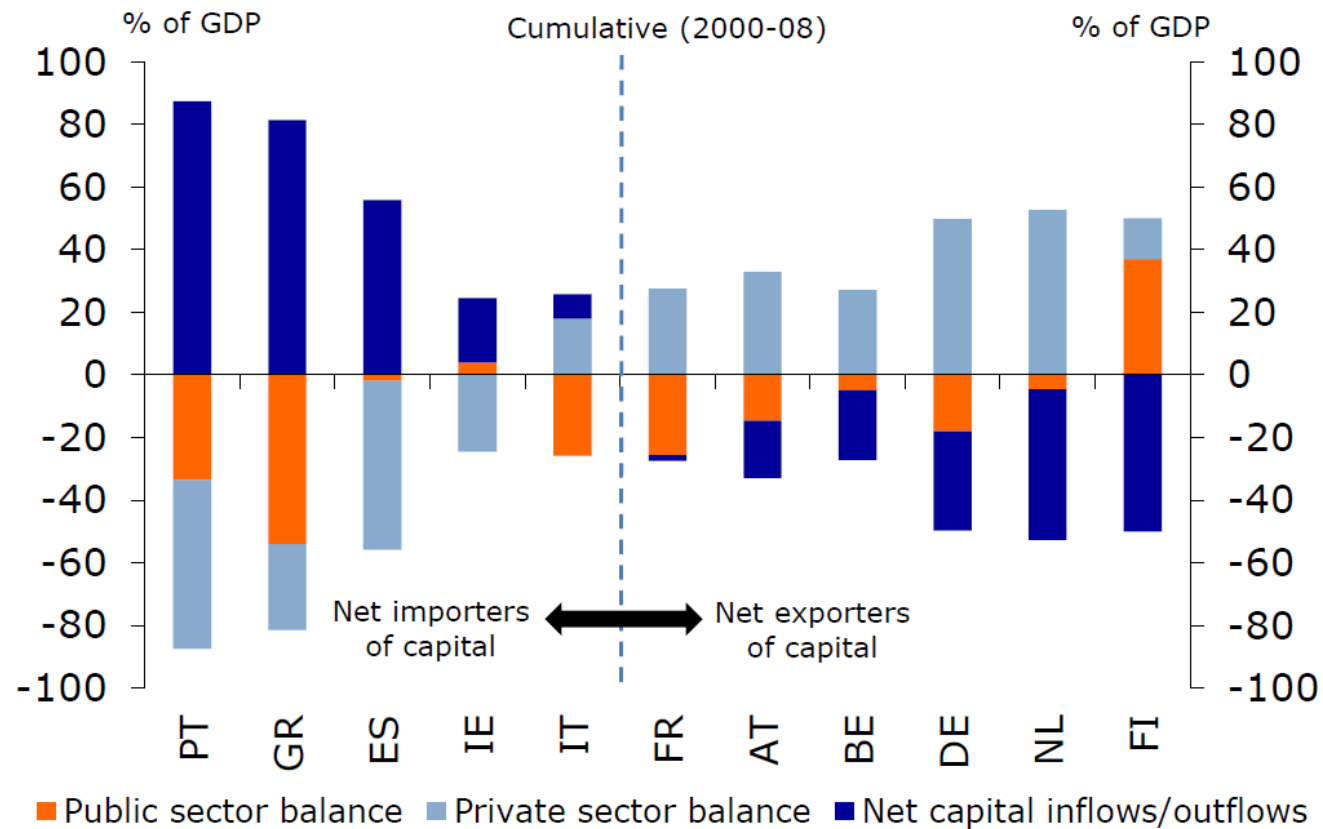
Quale è stata la reazione dell'Europa e dell'Italia di fronte alla crisi ?

- Firewall: EFSF, ESM
- Fiscal Compact
- Manovre di correzione dei conti pubblici
- Riforme strutturali (taglio spesa pubblica, riforma mercato del lavoro, liberalizzazione servizi ,.....) ???

Le criticità di questo piano

Il deficit di un paese è il surplus di un altro

Figure 1: Sectoral financial balances



Le criticità di questo piano

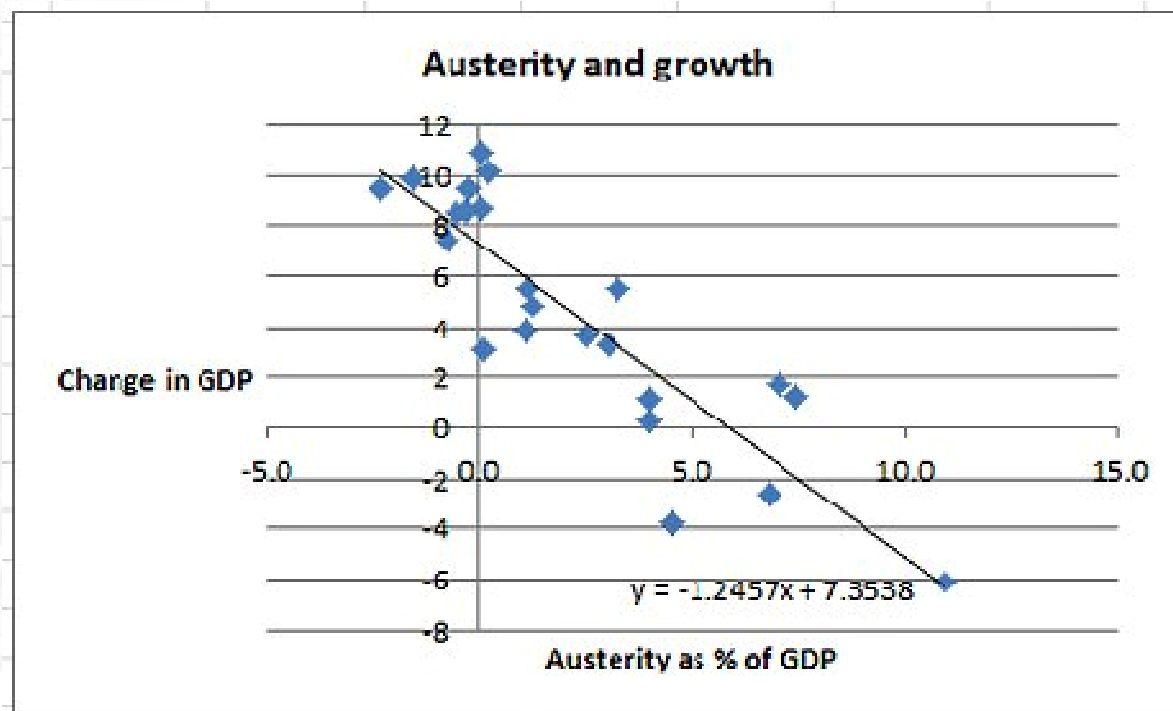
La via della deflazione interna può aggravare la situazione del debito fino a renderlo insostenibile



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | EUROSTAT

Le criticità di questo piano

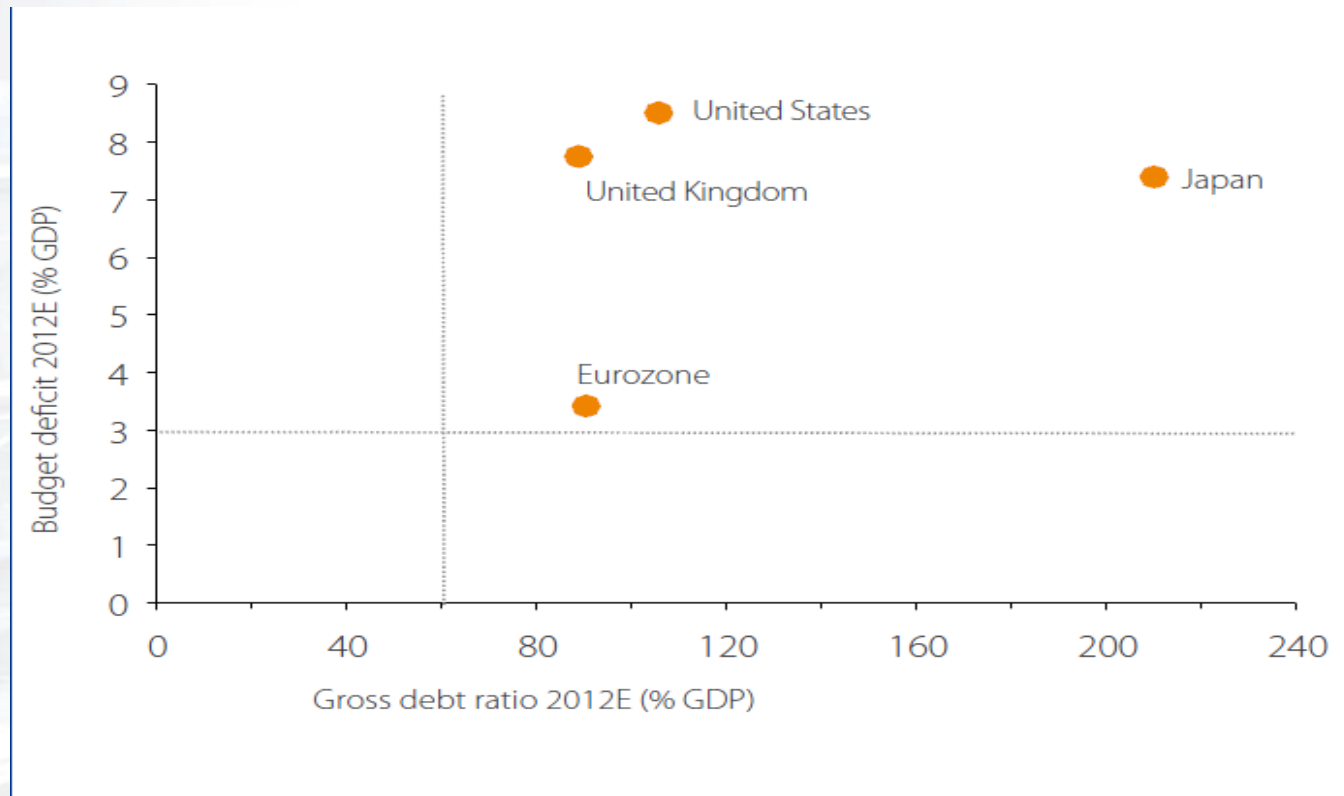
L'austerità deprime ulteriormente l'economia (soprattutto se attuata con l'aumento della tassazione)



Relazione tra austerità e crescita del PIL (2009-2011): Fonte Paul Krugman

Le criticità di questo piano

Il piano attuato non tiene conto del fatto che l'economia Europea è nel suo complesso in recessione



Source: European Commission

Le criticità di questo piano

La sostenibilità del debito dipende più dalla crescita che non dal deficit

Tasso di crescita nominale del PIL

Deficit	0%	1%	2%	3%	4%
0%	120,0%	98,3%	80,8%	66,4%	54,8%
1%	140,0%	116,4%	97,1%	81,3%	68,4%
2%	160,0%	134,4%	113,5%	96,2%	81,9%
3%	180,0%	152,5%	129,8%	111,1%	95,5%

Proiezioni a 20 anni del rapporto Debito/PIL Italiano
(Fonte: Ufficio Studi Finlabo)

Esiste uno scenario alternativo ?

La storia dimostra che le unioni monetarie hanno retto solo in presenza di elementi che ad oggi in Europa mancano :

- Unione Politica
- Trasferimenti fiscali tra stati
- Banca centrale con mandato anche alla crescita e alla stabilità finanziaria
- Fondo di garanzia dei depositi a livello europeo e authority bancaria europea

	Political union	Fiscal transfers between states	Hard budget constraints of member states	Centralized control of money supply by CB	Financial stability function of CB	Regime type	Outcome
Gold Standard	No	No	No	No	No		Disorderly dissolution
Ruble Zone	Yes	Yes	No	No	N/A	National monetary union	Disorderly dissolution
Argentina	Mixed	No	No	No	No	Peg	Disorderly dissolution
EMU	No	No	No	Yes (mostly)	Yes	Sui generis	

Se non si va in questa direzione la dissoluzione dell'Euro potrebbe giungere rapidamente

...e non è detto che sia lo scenario peggiore !



L'Argentina si sgancia dal dollaro

Scenari per gli investimenti: scenario negativo

**Scenario negativo:
Dissoluzione
dell'Euro**

Scenario base:
Fiscal compact +
riforme strutturali

Scenario positivo:
Eurobond + patto per
la crescita

Investimenti da fare

- Azioni di società non cicliche orientate all'export
- Oro
- Bond di paesi Tripla A
- Bond di società multinazionali di qualità

Investimenti da evitare

- Azioni di società cicliche e finanziarie
- Obbligazioni di paesi periferici
- Obbligazioni di banche e società cicliche

Probabilità dello scenario: 5-10% (potrebbe aumentare in caso di uscita della Grecia dall'Euro)

Scenari per gli investimenti: scenario base

Scenario negativo:
Dissoluzione
dell'Euro

**Scenario base:
Fiscal compact +
riforme strutturali**

Scenario positivo:
Eurobond + patto per
la crescita

Investimenti da fare

- Azioni di società orientate all'export o al mercato tedesco
- Bond di paesi Doppia A e Tripla A
- Bond di società multinazionali di qualità e di banche ben capitalizzate

Investimenti da evitare

- Azioni di banche dei paesi periferici
- Azioni di società immobiliari dei paesi periferici
- Obbligazioni di paesi periferici maggiormente in crisi
- Prudenza anche sui BTP e BONOS

Probabilità dello scenario: 40-50%

Scenari per gli investimenti: scenario positivo

Scenario negativo:
Dissoluzione
dell'Euro

Scenario base:
Fiscal compact +
riforme strutturali

**Scenario positivo:
Eurobond + patto
per la crescita**

Investimenti da fare

- Azioni (comprese società cicliche e finanziarie)
- Bond di paesi Periferici
- Bond di società finanziarie
- Bond high yield

Investimenti da evitare

- Obbligazioni di paesi tripla A
- Oro

Probabilità dello scenario: 40-50% (potrebbe aumentare in caso di alleanza Francia-Italia)

Sia nello scenario 1 che nello scenario 3 le azioni possono avere performance molto positive !

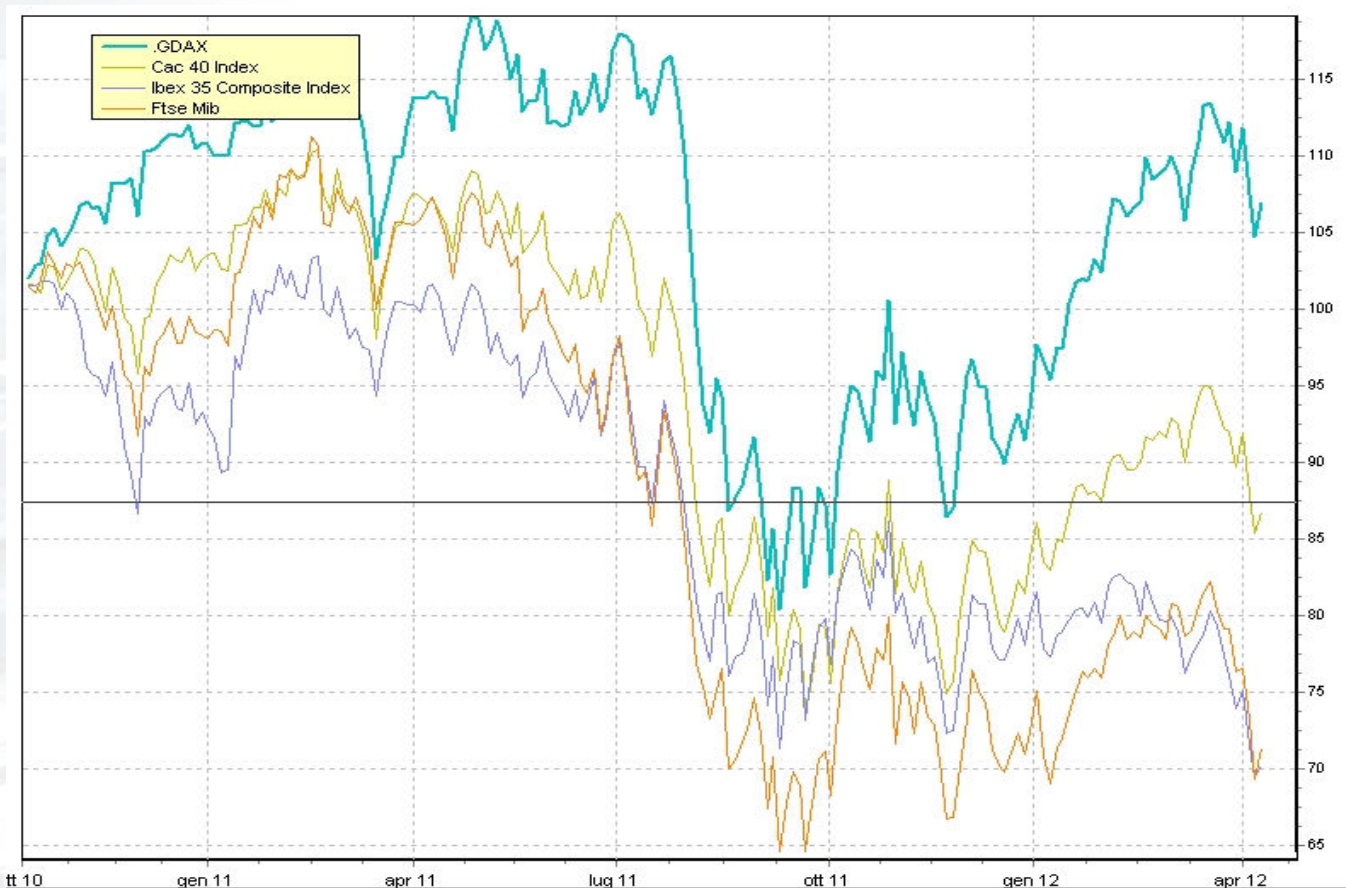


Fonte: Blackrock, Oriel Securities.

Come posizionarsi sui mercati azionari europei

I mercati da preferire sono ancora quelli dei paesi core (Germania in primis e Francia)

A livello settoriale preferiamo in generale società growth, poco cicliche, esportatrici e con forte esposizione alle aree a maggior crescita mondiale (mercati emergenti e USA)



Alcuni esempi di società consigliate: Adidas

	31 dic 14	31 dic 13	31 dic 12	31 dic 11	31 dic 10	31 dic 09
Fonte dati				Reuters	Reuters	Reuters
Tipo	1_Consensus	1_Consensus	1_Consensus	5_Annuale	5_Annuale	5_Annuale
Valuta (di emissione)	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
Valuta (di visualizzazione)	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
Controllo						Si
Indici di struttura						
-Debiti totali/Patrimonio netto				1,01	1,15	1,19
-Debiti finanziari/Patrimonio netto				0,24	0,35	0,47
-Copertura impieghi con fonti durevoli				1,3	1,28	1,23
-Posizione fin netta/Ebitda	-0,51	-0,38	-0,21	-0,18	0,03	0,99
-Posizione fin netta/Patrimonio netto	-0,13	-0,09	-0,05	-0,04	0,01	0,2
Indici di disponibilità						
-Indice di liquidità				0,61	0,72	0,78
-Indice di disponibilità				1,19	1,26	1,3
Indici di efficienza						
-Rotazione del capitale investito				1,17	1,13	1,17
-Rotazione CCN				14,29	18,14	12,39
-Rotazione rimanenze				5,38	5,66	7,06
-Rotazione crediti				7,82	7,19	7,26
Indici di redditività						
-ROI				8,9%	8,2%	5,7%
-RONA	16,7%	16,2%	14,8%	14,7%	13,6%	8,6%
-ROE	14,6%	13,7%	13,1%	12,6%	12,3%	6,5%
-ROE Adjusted	14,4%	13,9%	13,1%	12,6%	11,9%	7,0%
-ROE Adjusted (PNG Medio)	15,3%	14,6%	13,9%	13,4%	13,1%	7,4%
-Ebitda %	11,4%	10,6%	10,0%	9,5%	9,3%	7,4%
-Ebit %	9,5%	8,7%	8,0%	7,6%	7,3%	4,9%
-Payout %				31,1%	29,5%	29,8%
Indici di crescita						
-Crescita ricavi	5,9%	6,4%	8,4%	11,3%	15,5%	-3,9%
-Crescita mol	14,0%	12,8%	15,2%	12,9%	45,6%	-40,2%
-Crescita utile adj	16,8%	17,9%	16,3%	21,5%	108,4%	-58,9%
Indici per cash flow						
-Cash flow operativo/Ebitda	0,74	0,74	0,72	0,63	0,8	1,56
-Free cash flow/Utile netto adjusted	0,84	0,82	0,79	0,34	1,03	3,92



- Large cap tedesca del settore abbigliamento
- Capitalizzazione: 12 bln EUR
- Fatturato: 14 bln EUR
- Est. CAGR fatturato 2011-2013: +7,5%
- Est. CAGR utile netto 2011-2013: +17%
- Oltre il 70% dei ricavi fuori dall'Europa occidentale

Alcuni esempi di società consigliate: BIC

	31 dic 14	31 dic 13	31 dic 12	31 dic 11	31 dic 10	31 dic 09
Fonte dati						
Tipo	1_Consensus	1_Consensus	1_Consensus	Reuters	Reuters	Reuters
Valuta (di emissione)	EUR	EUR	EUR	5_Annuale	5_Annuale	5_Annuale
Valuta (di visualizzazione)	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
Controllo						
Indici di struttura						
-Debiti totali/Patrimonio netto				0,23	0,24	0,39
-Debiti finanziari/Patrimonio netto				0,01	0,01	0,16
-Copertura impieghi con fonti durevoli				1,68	1,72	1,79
-Posizione fin netta/Ebitda	-1,13	-1,07	-0,8	-0,78	-0,59	-0,55
-Posizione fin netta/Patrimonio netto	-0,29	-0,28	-0,22	-0,22	-0,15	-0,12
Indici di disponibilità						
-Indice di liquidità				2,16	1,69	1,91
-Indice di disponibilità				3,4	2,71	2,76
Indici di efficienza						
-Rotazione del capitale investito				0,88	0,9	0,77
-Rotazione CCN				3,35	4,13	4,02
-Rotazione rimanenze				4,44	5,32	5,19
-Rotazione crediti				4,38	4,89	4,54
Indici di redditività						
-ROI				16,9%	14,7%	10,2%
-RONA	22,0%	20,9%	19,4%	20,8%	16,1%	11,8%
-ROE	16,3%	15,8%	16,9%	16,2%	14,4%	11,6%
-ROE Adjusted	16,5%	16,5%	16,9%	17,8%	15,1%	13,2%
-ROE Adjusted (PNG Medio)	16,9%	17,2%	17,5%	17,9%	15,8%	13,9%
-Ebitda %	24,1%	24,6%	24,3%	23,1%	20,5%	18,0%
-Ebit %	19,6%	19,9%	19,6%	19,3%	16,2%	13,2%
-Payout %				79,2%	44,2%	76,8%
Indici di crescita						
-Crescita ricavi	6,3%	3,1%	4,0%	-0,4%	17,2%	10,0%
-Crescita mol	4,0%	4,5%	2,3%	12,6%	33,2%	0,0%
-Crescita utile adj	5,7%	6,5%	0,9%	19,7%	27,0%	14,8%
Indici per cash flow						
-Cash flow operativo/Ebitda	0,76	0,76	0,78	0,48	0,69	1,22
-Free cash flow/Utile netto adjusted	0,98	0,97	0,99	0,42	1,02	0,74



- Mid cap francese attiva in produzioni di largo consumo
- Capitalizzazione: 3,6 bln EUR
- Fatturato: 1,9 bln EUR
- Est. CAGR fatturato 2011-2013: +3,5%
- Est. CAGR utile netto 2011-2013: +3,5%
- Oltre il 70% dei ricavi fuori dall'Europa occidentale

Come posizionarsi sui mercati obbligazionari

Preferenza per le obbligazioni societarie di buona qualità che offrono buoni rendimenti con un livello di rischio accettabile

Su titoli di stato Italiani consigliamo di posizionarsi su scadenze a breve

E' bene anche avere una quota in titoli doppia e tripla A che possono fare da "assicurazione" contro gli scenari maggiormente negativi

Sulle banche consigliamo di stare su titoli senior