Spera per il meglio; preparati al peggio

"Sfide in un contesto a bassi tassi "

Alessandra Pasquoni

Head of Investments, WTW Italy

Ottobre 2016

© 2016 Willis Towers Watson. All rights reserved.

Willis Towers Watson

Spera per il meglio; preparati al peggio

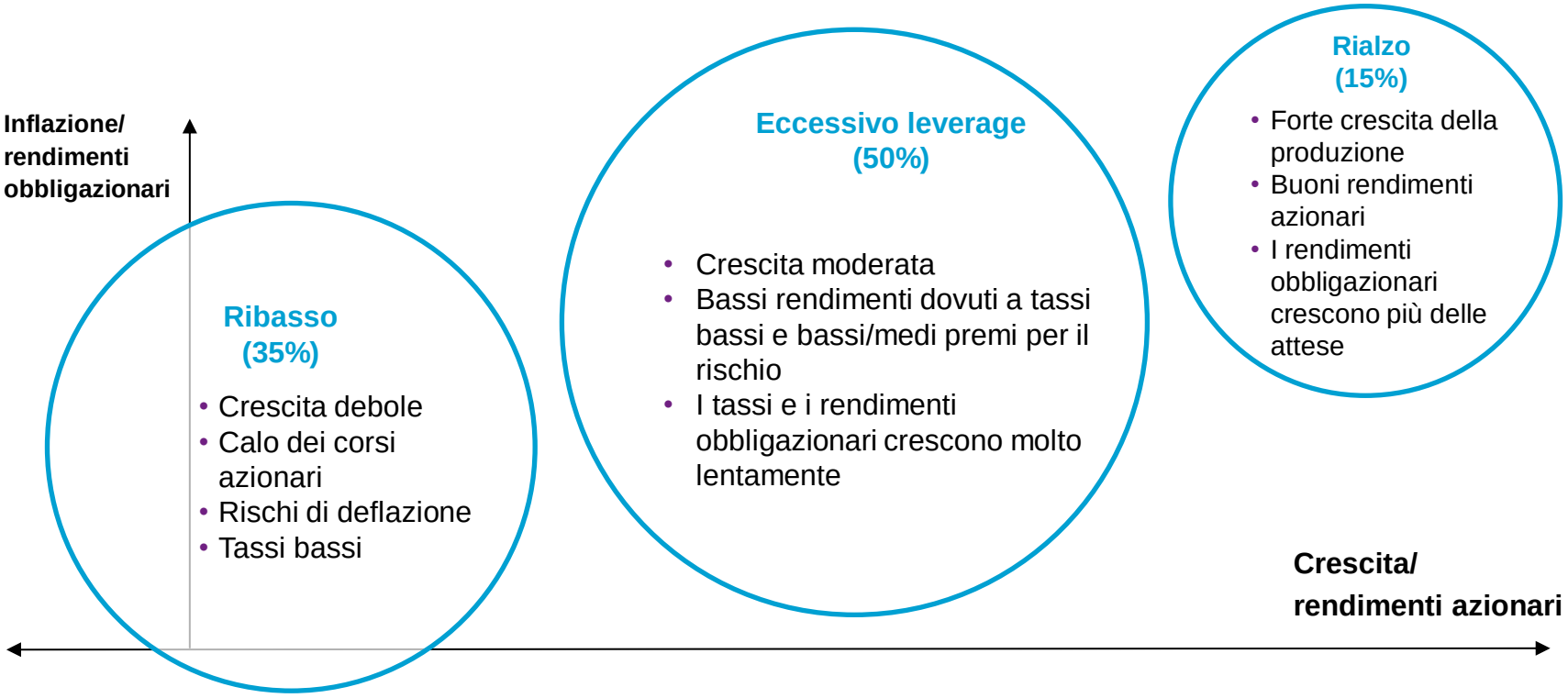
Agenda

- Background
- Aggiornamento sul nostro outlook
- Rendimenti attesi
- Implicazioni per gli investitori

© 2016 Willis Towers Watson. All rights reserved. Proprietary and Confidential. For Willis Towers Watson and Willis Towers Watson client use only.

La nostra visione del mondo

Come abbiamo visto il mondo nel 2015



© 2016 Willis Towers Watson. All rights reserved. Proprietary and Confidential. For Willis Towers Watson and Willis Towers Watson client use only.

Il contesto economico

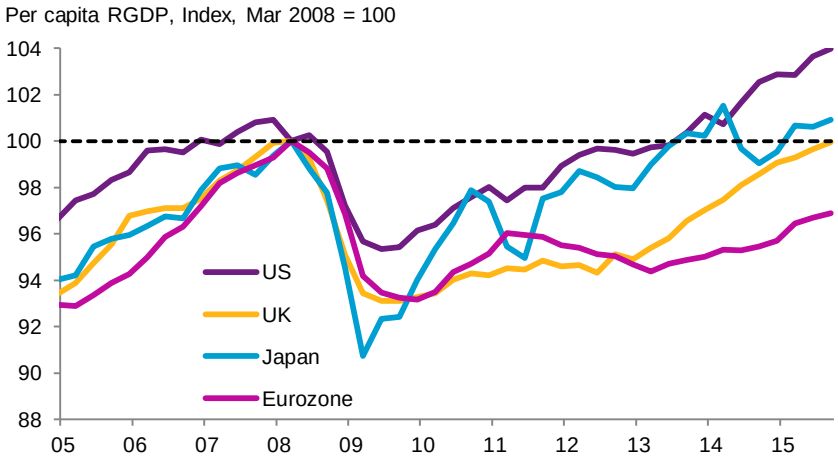
Il rapporto output produttivo inespresso e debiti è alto, la crescita è lenta e la politica monetaria è stimolante

I debiti sono alti

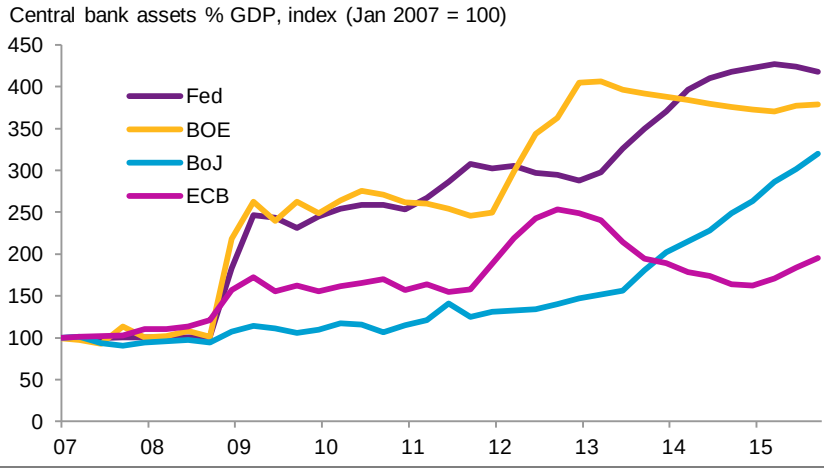
	Famiglie		Società non finanziarie		Totale private non-fin		Governi		Debito totale	
	Jun '15 level (% GDP)	Δ since '08 (%pts)	Jun '15 level (% GDP)	Δ since '08 (%pts)	Jun '15 level (% GDP)	Δ since '08 (%pts)	Jun '15 level (% GDP)	Δ since '08 (%pts)	Jun '15 level (% GDP)	Δ since '08 (%pts)
Economie sviluppate*	***76.1***	***-3.0***	***86.5***	***-2.9***	***162.6***	***-5.7***	***98.0***	***26.1***	***260.5***	***20.4***
Area Euro*	60.6	-0.4	104.8	4.2	165.4	3.8	92.2	23.6	257.6	27.4
UK	85.9	-11.3	70.4	-26.3	156.3	-37.6	88.7	37.0	245.0	-0.6
US	79.1	-16.1	70.6	-2.0	149.8	-18.0	94.5	29.0	244.3	11.0
Economie emergenti*	***29.8***	***12.7***	***104.7***	***48.3***	***134.5***	***61.0***	***43.8***	***7.7***	***178.3***	***68.7***
China	37.9	19.8	163.1	64.5	201.0	84.3	42.7	11.1	243.7	95.4
Mondo*	**60.2**	**-3.2**	**92.7**	**11.6**	**153.0**	**8.6**	**79.4**	**16.6**	**232.4**	**25.2**

* Weighted by GDP in USD, all economies covered by BIS credit statistics

La crescita è lenta



La politica monetaria è accomodante, anche se meno negli USA



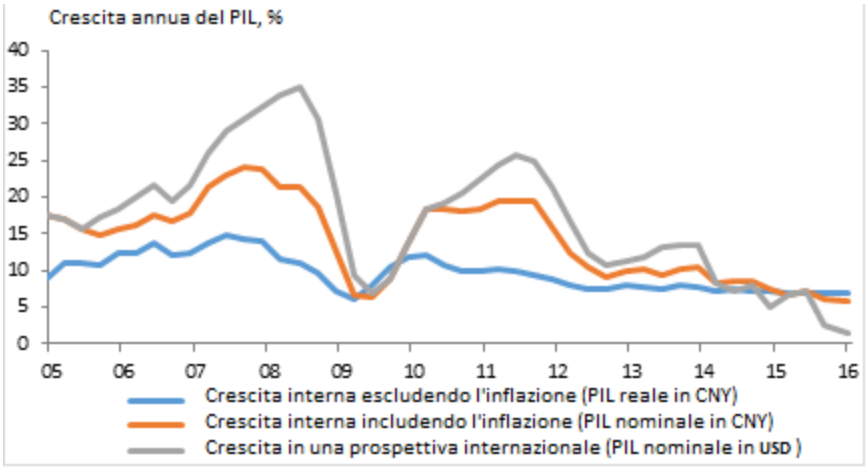
© 2016 Willis Towers Watson. All rights reserved. Proprietary and Confidential. For Willis Towers Watson and Willis Towers Watson client use only.

Sources: Thomson, Bank of International Settlements, Willis Towers Watson

L'influenza della Cina

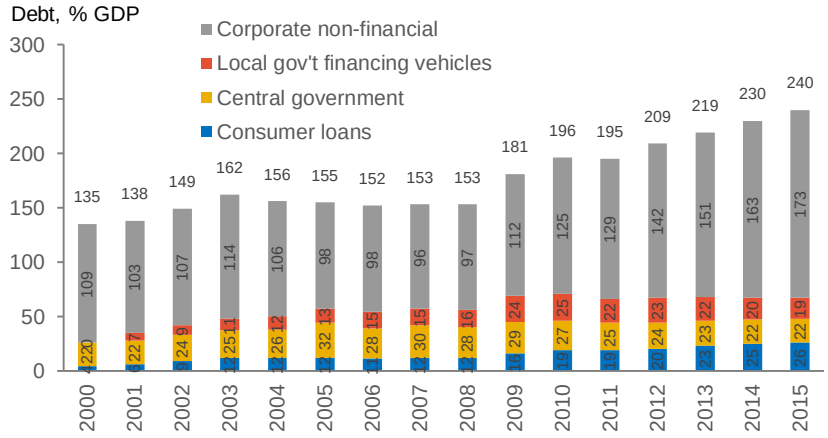
É in corso un ciclo di ribassi, la politica deve affrontare grandi sfide

Il rallentamento dell'economia cinese è significativo e deflazionistico



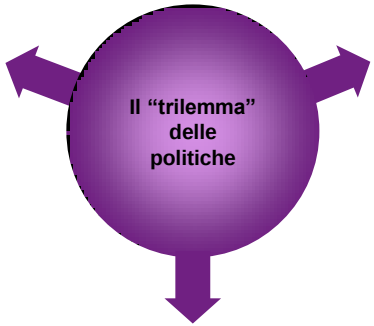
- La crescita reale interna è scesa dal 10% al 7% annuo. Ci attendiamo che questo trend prosegua al 6% annuo per i prossimi 5 anni
- Inflazione in calo (ora definitivamente in deflazione) ha prodotto un rallentamento ancora più accentuato della crescita nominale interna: passata dal 20% al 6% annuo.
- Le condizioni di crescita delle imprese a livello internazionale (crescita nominale in USD) sono rallentate ancora di più a causa del deprezzamento della valuta.
- Questo mostra come la potente forza deflazionistica della Cina stia producendo effetti in tutto il mondo

I Policymakers devono gestire la rapida crescita del credito…



…mentre simultaneamente liberalizzano e riformano l'economia

1. Un conto capitale aperto
Necessario per l'internazionalizzazione del RMB , l'inclusione dello SDR (special drawing rights) e la riforma dell'equity



2. Controlli sui tassi di cambio
- Una parte fondamentale per le politiche commerciali
- Auspicabile in ottica di stabilità tra SDR e in ottica di internazionalizzazione

3. Controllo sulle politiche monetarie interne
- L'importanza della crescita del credito lo richiede

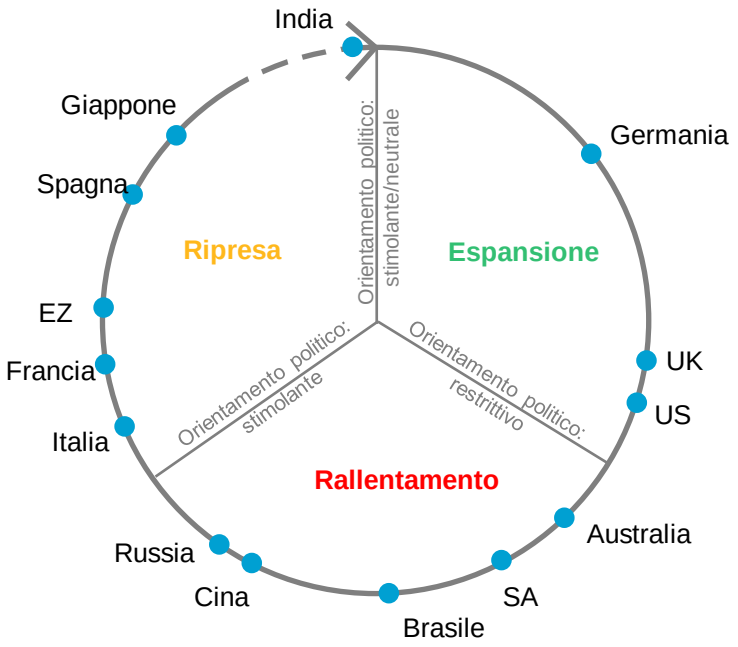
© 2016 Willis Towers Watson. All rights reserved. Proprietary and Confidential. For Willis Towers Watson and Willis Towers Watson client use only.

Sources: Gavekal, Bank of International Settlements, Willis Towers Watson

Gli impatti di secondo ordine

- Il numero dei rischi al ribasso non è necessariamente elevato (anche se ce ne sono molti)
- L'impatto di questi rischi è forte a causa della difficoltà nel creare una risposta politica significativa (i tassi di interesse sono piatti)
- Gli impatti del secondo ordine ed i feed-back loops sono importanti, per esempio:
  - **Le economie emergenti** devono assimilare: condizioni interne deboli; ridotti flussi di capitale; rallentamento della Cina; bassi prezzi delle commodities.
  - La forte **economia statunitense** deve affrontare: inasprimento delle condizioni finanziarie; bassi prezzi del petrolio; domanda esterna indebolita; le forze deflazionistiche globali che impediscono la crescita del salari.

Sommario delle posizioni cicliche nel ciclo di business



Note:

- **Espansione**: equilibrio della capacità produttiva, crescita positiva, le politiche passano da stimolanti a neutrali
- **Rallentamento**: bassa capacità produttiva, crescita lenta/negativa, politica restrittiva
- **Ripresa**: elevate capacità di risparmio, forte crescita, politiche stimolanti

© 2016 Willis Towers Watson. All rights reserved. Proprietary and Confidential. For Willis Towers Watson and Willis Towers Watson client use only.

Inserendo questo outlook nei nostri tre scenari

Come vediamo il mondo nel 2017

- La capacità di risparmio globale e gli alti livelli di debito sono un importante limite e un driver per la domanda e leve fiscali e monetarie.
- Molte parti del mondo sono in fragile equilibrio.
- Eccezioni: Cina, mercati delle commodities, economie emergenti fortemente indebitate. Tutto ciò rappresenta una minaccia per il ciclo economico e dei mercati.
- Questo si riflette con un forte peso dello scenario downside.

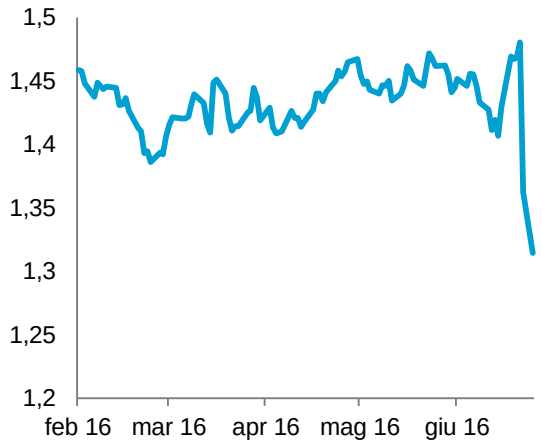
Scenario	Probabilità	
	2017	2015
Downside risks	40%	35%
Debt overhang	50%	50%
Upside: a better world	10%	15%

© 2016 Willis Towers Watson. All rights reserved. Proprietary and Confidential. For Willis Towers Watson and Willis Towers Watson client use only.

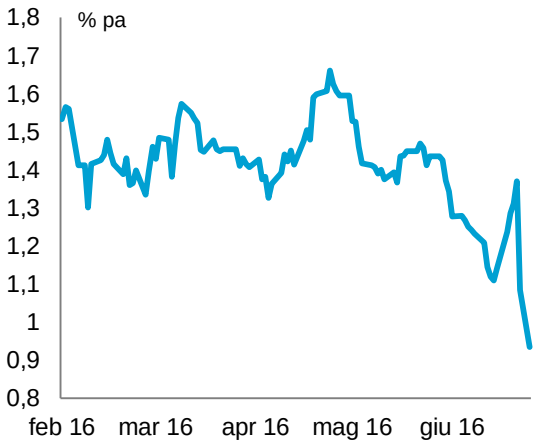
Le reazioni di mercato alla Brexit sono state relativamente razionali

Anche se è presto per trarre delle conclusioni definitive, le reazioni di mercato sono state sostanzialmente in linea con le nostre aspettative

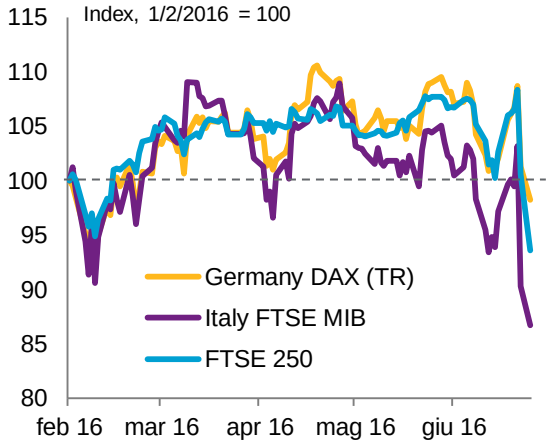
GBP vs. USD



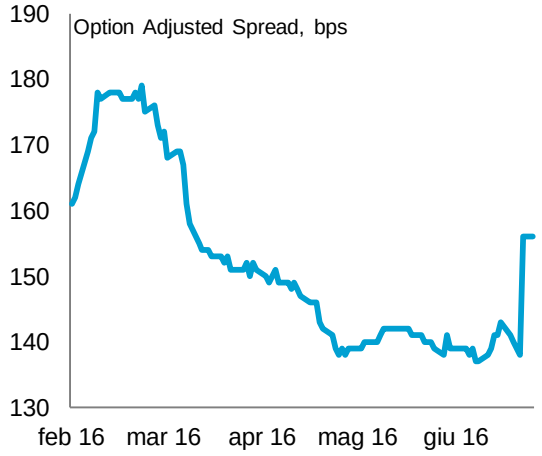
UK bond yields (UKT 10 year benchmark)



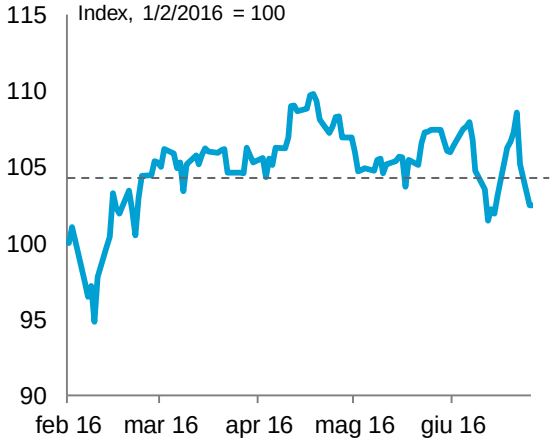
UK mid cap and EZ equities



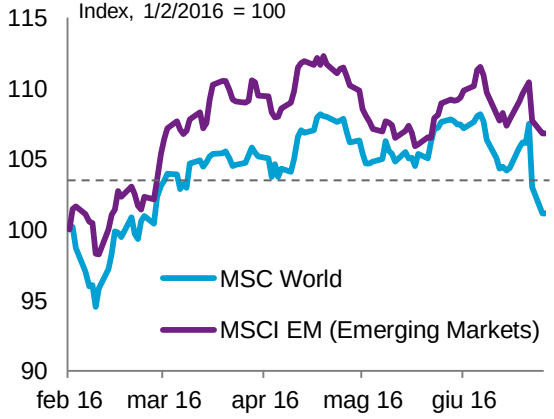
UK corporate credit spreads



UK large cap equities (FTSE 100)



Global and Emerging equities

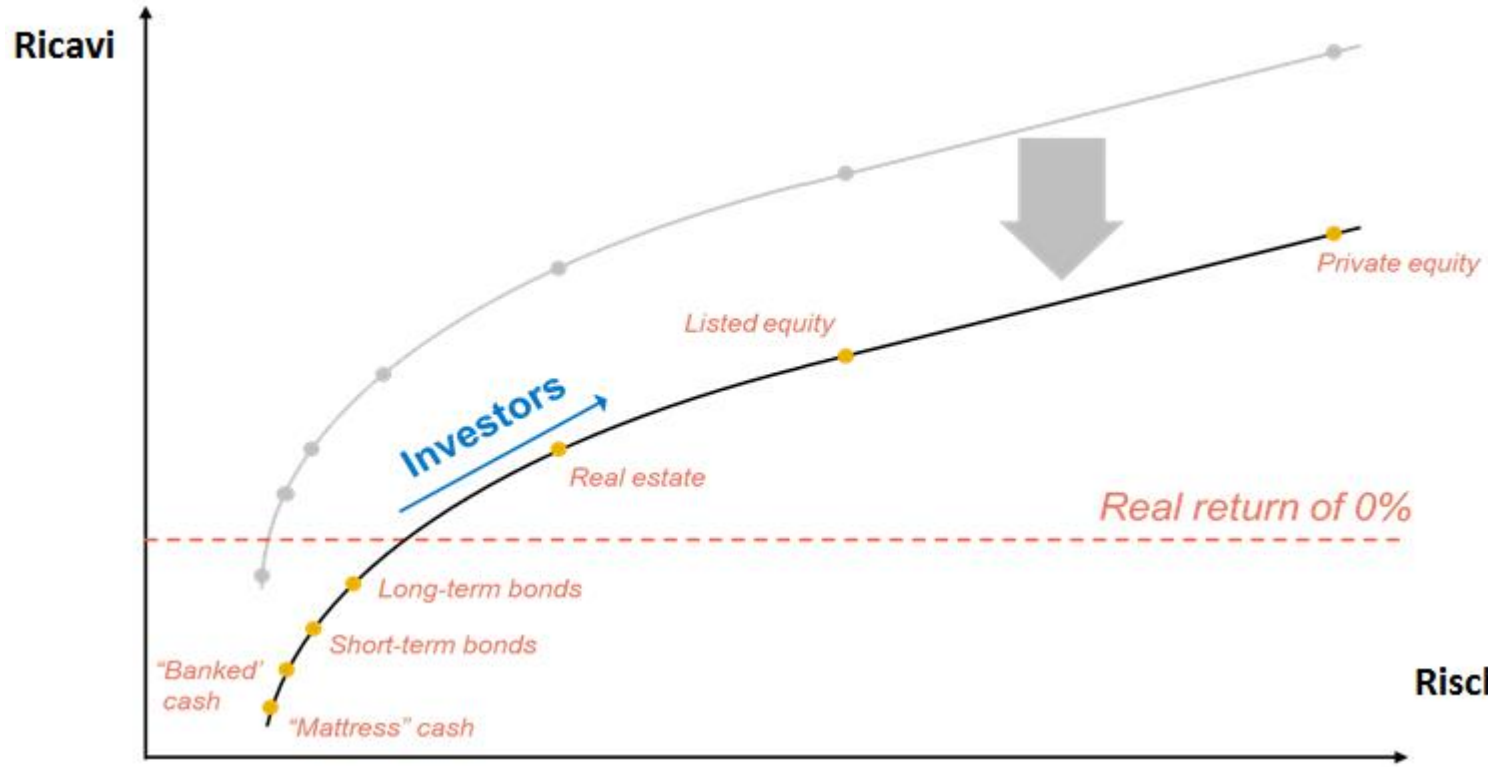


© 2016 Willis Towers Watson. All rights reserved. Proprietary and Confidential. For Willis Towers Watson and Willis Towers Watson client use only.

Sources: Factset, Willis Towers Watson – data to close of business Monday 27th June.

La sfida per tutti gli investitori

È difficile sfuggire agli effetti dei tassi bassi



Ritorni di cassa attesi	+	Premio per il asset atteso	=	Ricavi degli asset attesi
↓		↓		↓
Bassi		Medi o bassi		Bassi relativamente ai dati storici

© 2016 Willis Towers Watson. All rights reserved. Proprietary and Confidential. For Willis Towers Watson and Willis Towers Watson client use only.

Contrastando il nostro outlook con i prezzi di mercato

I rendimenti attesi per i prossimi cinque anni

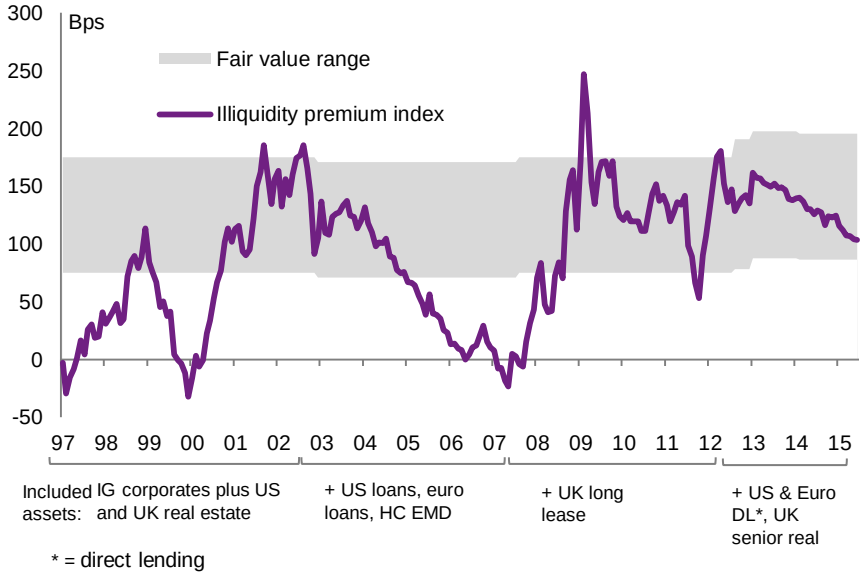
I rendimenti attesi per i prossimi 5 anni, nominali e in local currency (EM in USD)

Asset class	Median nominal return expectation (% pa)	Plausible move in downside
Equities		
Paesi sviluppati	3.2	-20%
Mercati Emergenti	2.9	-30%
Globale	3.2	-22%
Crediti corporate e governativi		
US investment grade	1.0	-10%
US high yield	2.6	-18%
EMD hard currency	1.1	-10%
Debito governativo interno		
US 10 year nominal	1.8	+10%
German 10 year nominal	-0.1	+3%
UK 10 year nominal	1.6	+8%
EMD local currency	2.8	-15%
60% equity/40% bond portfolio	*2.6*	*-9%*
Cash (US$)	*1.2*	-
US CPI	*1.7*	-

- I rendimenti attesi per le attività rischiose sono bassi, i drawdowns sono ancora significativi
- I rendimenti obbligazionari sono bassi, ma accettabili dato il downside risk
- I credit assets sono diventati più marginali

- Gli assets illiquidi non hanno subìto un repricing come gli asset liquidi
- L'attrattività degli assets illiquidi sta diventando più scarsa, mentre la flessibilità degli assets liquidi sta diventando più attrattiva

Una misura dell'illiquidity risk premium



© 2016 Willis Towers Watson. All rights reserved. Proprietary and Confidential. For Willis Towers Watson and Willis Towers Watson client use only.

Sources: Willis Towers Watson

Implicazioni per gli investitori

Implicazioni per gli investitori (I)

Overview

Strategia		Che cosa intendiamo?	Perché farlo?
Riduci il rischio	**Diversificazione**	• High Yield Bonds • Senior Secured Loans • Crediti strutturati • Crediti illiquidi • Assets Reali • Migliore equity	• Diversificazione, è la nostra migliore risposta
	Protezione dai ribassi	• Options strategies • Risk-free bonds • Income-driven strategies • Targeted hedges	• Proteggere il capitale dai ribassi
	Dinamismo	• ...dell'asset allocation (controllo del beta) • ...della stock-selection (più alpha, meno beta)	• Se sei path dependent non hai scelta, anche se è difficile
	Copertura	• Se rilevante, fai un hedging del rischio di tasso	• I bond non sono costosi • Potrebbe esserci una lunga attesa per i rendimenti "normali"
Incrementa il rendimento delle tue assets	**Eliminare i "dead" assets**	• Assets che richiedono un elevato capitale ma che rendono poco • Alternative credit	• Tutti gli assets devono essere ripesati in un contest a bassi tassi
	Valore del denaro	• Alternativi liquidi • Attenzione ai costi	• Il costo non è tutto, è necessario considerare I rendimenti per unità di costo

© 2016 Willis Towers Watson. All rights reserved. Proprietary and Confidential. For Willis Towers Watson and Willis Towers Watson client use only.

Implicazioni per gli investitori (II)

1. Evitare troppa esposizione al **credit risk** per ottenere maggiori rendimenti

2. Mantenere un'esposizione sufficiente sui **bond investment-grade liquidi**, ma effettuando una diversificazione a livello globale

3. Nel credito, cercare strategie che possono generare valore aggiunto oltre il costo. Scegliere gestori in grado di estrapolare valore dallo stock picking nei loro settori specifici o attraverso un **posizionamento su diversi mercati fixed-income** (IG, HY, EMD, Loans, ABS)

4. Focalizzarsi su **assets meno liquidi che generano un flusso di cassa stabile.**

5. **Tagliare il «dead capital»** – per ridurre la complessità non necessaria ed i costi. In particolare, evita soprapposizioni con strategie poco performanti. Rinegozia le commissioni alla luce della riduzione dell'alpha potenziale.

© 2016 Willis Towers Watson. All rights reserved. Proprietary and Confidential. For Willis Towers Watson and Willis Towers Watson client use only.

Disclaimer

Willis Towers Watson ha preparato questo documento al solo scopo informativo. Il documento non deve essere considerato sostitutivo di una consulenza professionale specifica. In particolare, il suo contenuto non è inteso da Willis Towers Watson come una base su cui formulare raccomandazioni di investimento, legali, contabili, fiscali o altro tipo di consulenza professionale o raccomandazioni di qualsiasi tipo, o per costituire una base decisionale di qualsiasi tipo (la quale implichi delle azioni da intraprendere o meno). Come tale, questo materiale informativo non dovrebbe essere utilizzato per intraprendere decisioni in tema di investimento o altre decisioni finanziarie e nessuna di tali decisioni dovrebbe essere presa sulla base del contenuto di questo documento in assenza di una consulenza specifica.

Questo documento è stato redatto sulla base di informazioni a disposizione di Willis Towers Watson alla data di redazione del documento stesso e non tiene conto dei successivi sviluppi intervenuti in seguito a tale data. In aggiunta le precedenti performance non sono indicative per i risultati futuri. Per la predisposizione di questo documento, pertanto, abbiamo assunto la validità e la correttezza dei dati che ci sono stati forniti da terzi.

Questo materiale non può essere riprodotto o distribuito a terzi, in tutto o in parte, senza previa autorizzazione scritta di Willis Towers Watson, ad eccezione di quanto stabilito dalla legge. In assenza del nostro accordo scritto, Willis Towers Watson, le sue consociate ed i rispettivi amministratori, funzionari e dipendenti non si assumono alcuna responsabilità e non saranno responsabili per eventuali conseguenze in qualunque modo derivanti dall'utilizzo o affidamento di terze parti su questo documento o sulle opinioni in esso contenute.

Copyright © 2016 Willis Towers Watson. All rights reserved.