

07 / 15

Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Luglio 2015



Anthilia^{sgr}
Capital Partners



Analisi di scenario

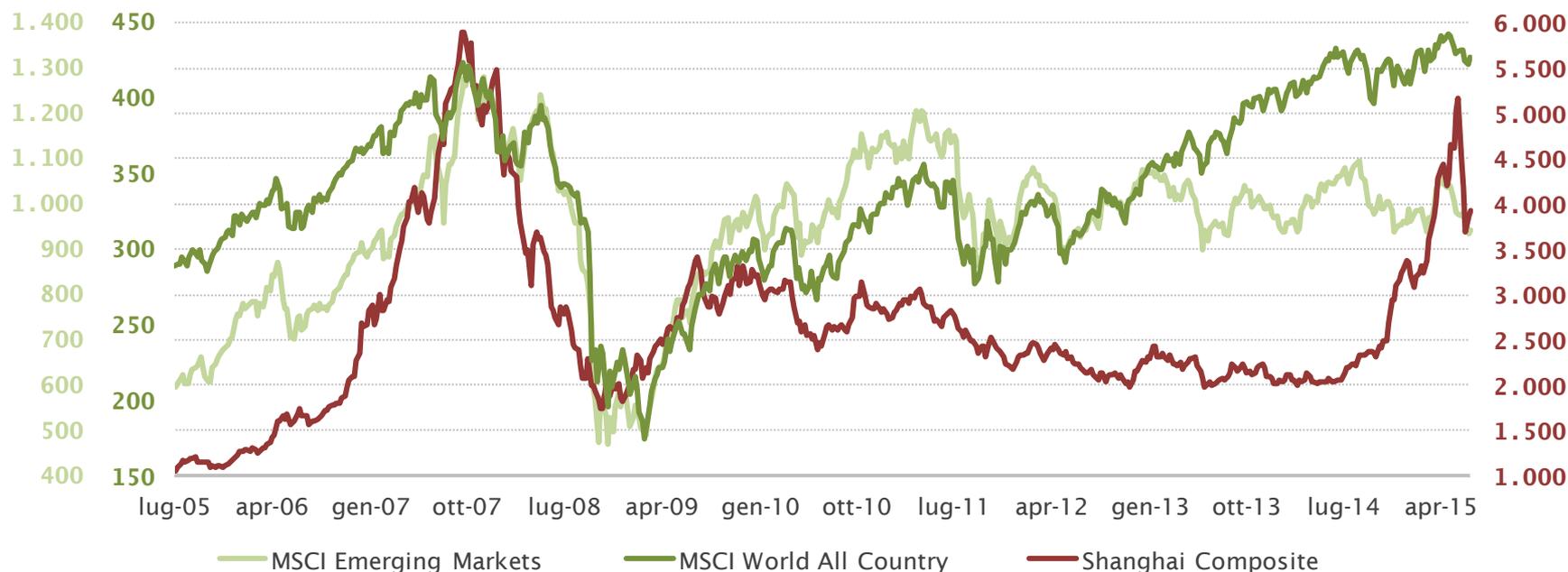


Mercati



Azionario cinese: fu vera bolla?

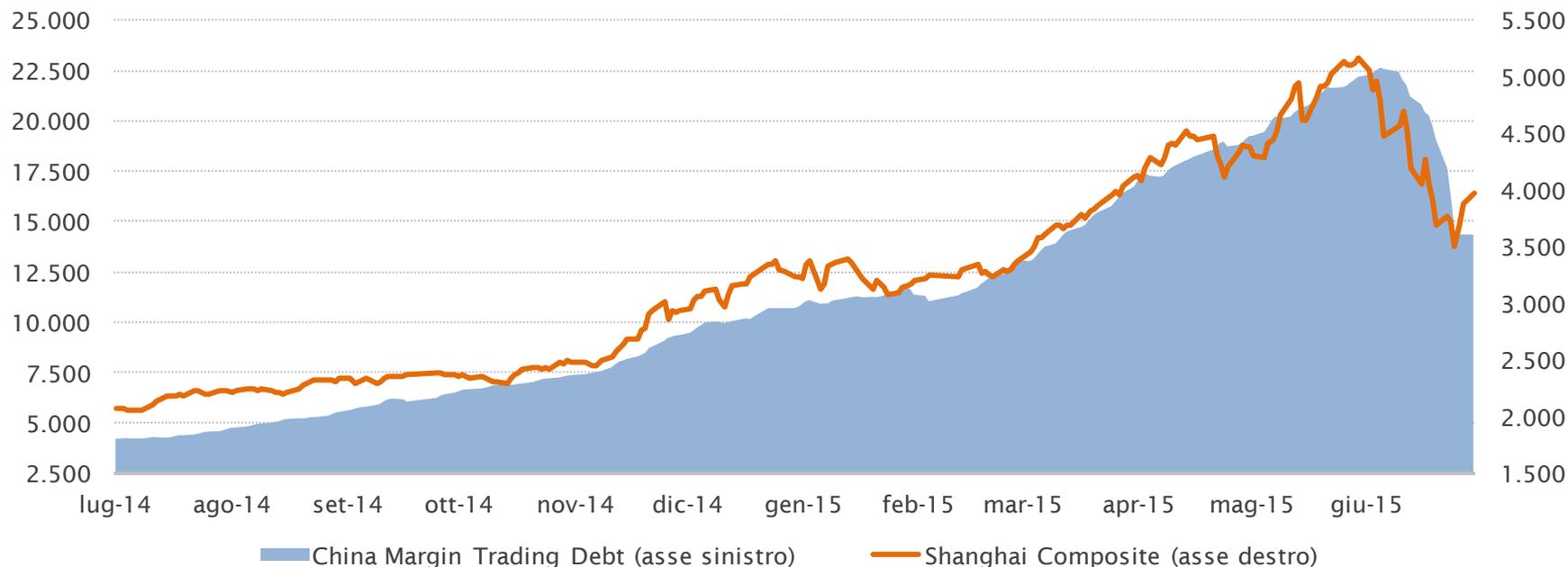
- Il violento rally degli indici locali cinesi osservato nell'ultimo anno (Shanghai +150% nei 12 mesi precedenti giugno 2015) è stato il prodotto di un'enorme ondata di euforia degli investitori retail locali. A riprova, il ritmo di apertura di trading account è stato doppio rispetto al precedente bull market del 2006-2007
- Allargando l'orizzonte temporale, il movimento cinese appare più come un "catch up" del rally osservato sull'azionario globale negli ultimi 6 anni e in linea con la performance dei mercati emergenti nel medesimo periodo. Su queste basi sembra più sensato parlare di eccesso speculativo di breve che non di bolla vera e propria





Il bull market, una creatura delle autorità

- L'euforia verso l'azionario cinese degli ultimi mesi è stata favorita in vari modi dalle autorità (easing monetario, link con le borse di Hong Kong, apertura agli investitori internazionali)
- Peraltro, è stato il regulator stesso a porre i presupposti per la correzione, quando in primavera ha varato diverse misure per ostacolare la speculazione (aumento dei margini per il trading a leva, sospensione delle aperture di trading account e riduzione della liquidità immessa nel sistema, mediante il mancato rinnovo di alcune facility)
- Per effetto della correzione il Margin Debt è sceso del 35%, una riduzione significativa in un periodo limitato





Il regulator in soccorso dell'investitore retail

- Nelle ultime 2 settimane le autorità hanno varato un gran numero di misure volte a sostenere le quotazioni (in concomitanza con l'incremento dei buyback da parte di diverse aziende)
- Non c'è da stupirsi che il crollo si sia arrestato. Le misure mostrano chiaramente la determinazione del governo nell'evitare che fiammate di volatilità diventino un rischio per l'economia

People's Bank of China

- Taglio di 25 bps dei tassi e taglio della riserva obbligatoria bancaria
- Iniezioni di capitale e finanziamenti alla China Securities Finance Corp per sostenere i mercati

China Securities Regulatory Commission

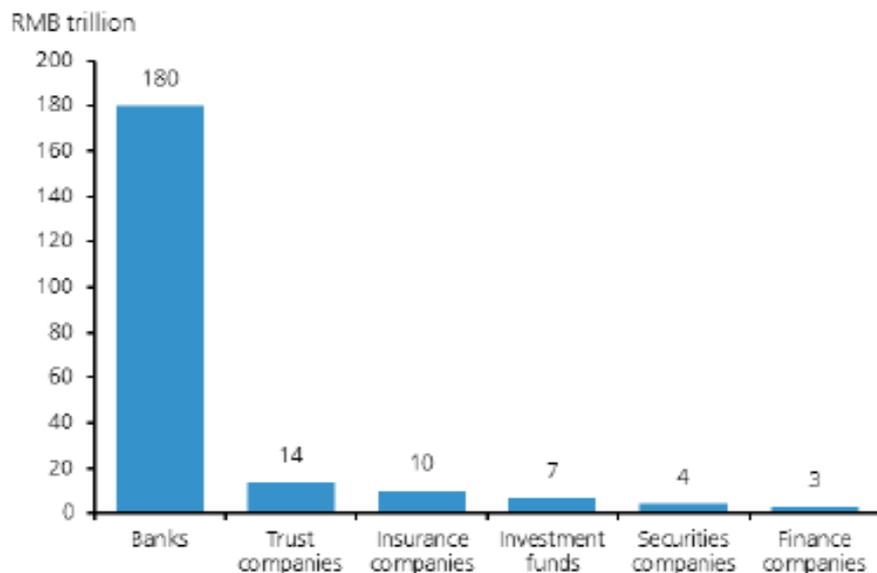
- Rilassamento dei margini per il trading e innalzamento di quelli per lo scoperto sui future
- Stop a 28 IPO e riduzione dell'ammontare in arrivo
- Taglio dei bolli del 30%
- Acquisti di ETF da parte di Central Huijin, l'ente che gestisce le partecipazioni statali, e altri 21 enti
- Divieto di vendere per chi detiene più del 5% di un'azienda quotata



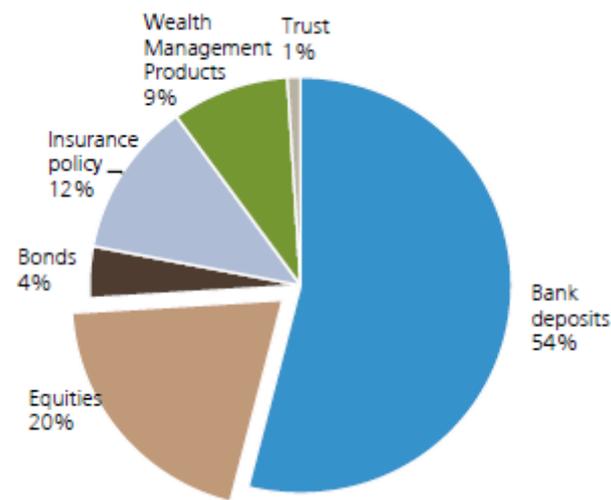
Impatto sull'economia? Limitato

- La correzione è stata violenta, ma Shanghai è ancora in guadagno del 20% da inizio anno, e del 90% a 12 mesi
- L'esposizione del sistema finanziario cinese all'azionario è ridotta, con i broker che rappresentano appena il 4% dello stesso e le banche, che ne costituiscono oltre l'80%, esposte solo per un 1-2%
- Il movimento è stato troppo rapido per impattare significativamente sulle abitudini di spesa dei consumatori
- Inoltre la loro esposizione all'azionario, pur cresciuta, resta limitata al 20% dei loro asset, 13% se si considera l'immobiliare

Attività del sistema finanziario cinese



Ricchezza finanziaria delle famiglie cinesi



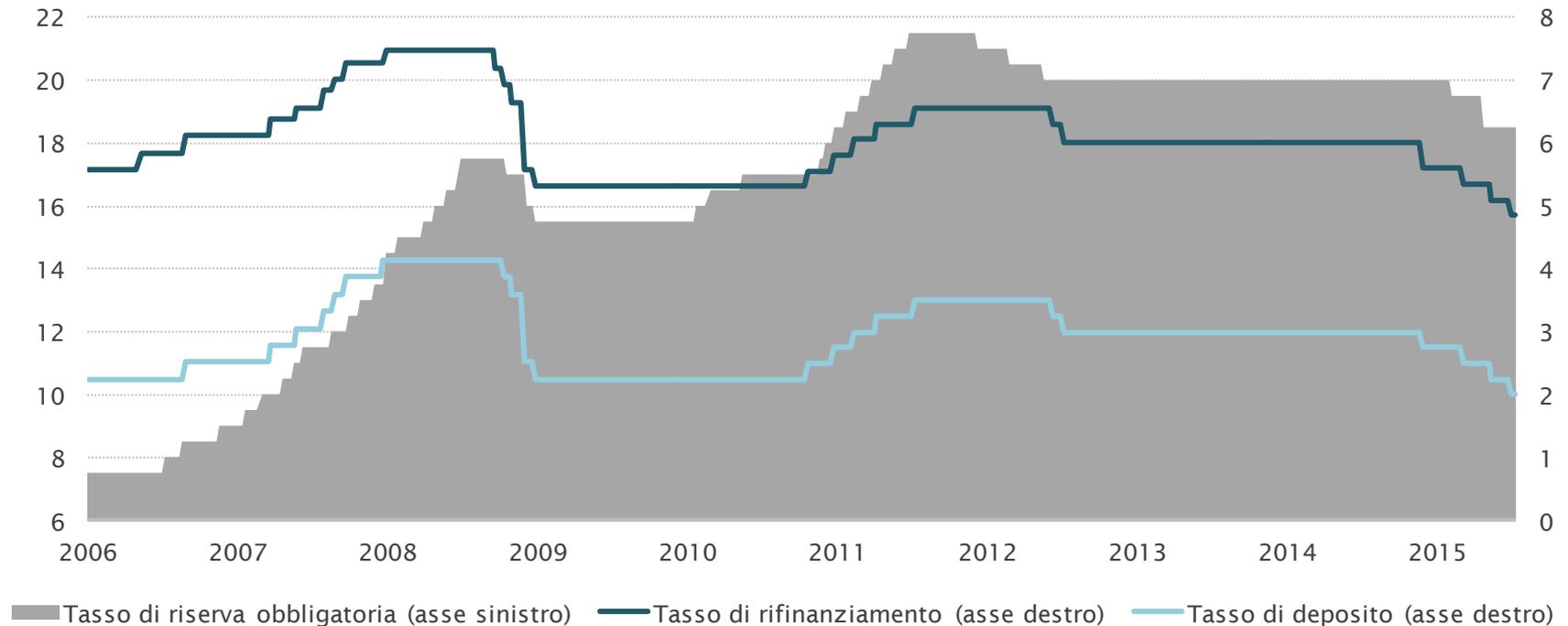
Fonte: PBC, CEIC, Wind, UBS



Ampio spazio per ulteriore stimolo

- Eventuali ricadute macro della volatilità sul'azionario (secondo alcune stime, 0,5% sul PIL del secondo semestre 2015) possono essere controbilanciate da un ulteriore ricorso allo stimolo monetario e fiscale

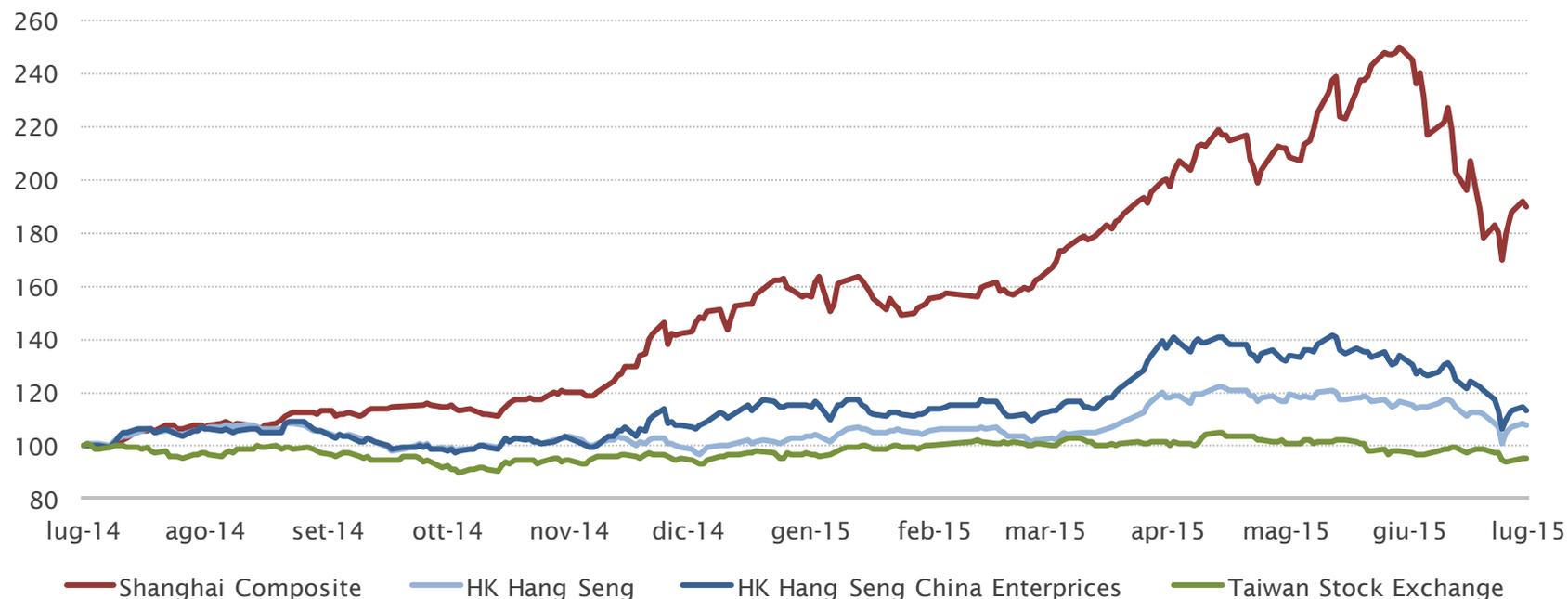
Politica monetaria in Cina





Asia ex Japan: un'occasione d'acquisto?

- La fiammata di volatilità ha finito col contagiare gli indici dell'area, in particolare quelli dei Paesi più legati all'economia cinese
- Il fenomeno si è particolarmente accentuato negli ultimi giorni, quando l'elevato numero di sospensioni sui listini locali ha costretto gli investitori a liquidare posizioni laddove possibile
- Gli altri mercati avevano corso assai di meno delle A-share e il recente storno ha riportato i multipli su livelli attraenti (forward P/E intorno a 10-11 per HSCEI contro 15 per Shanghai e 30 per CSI)



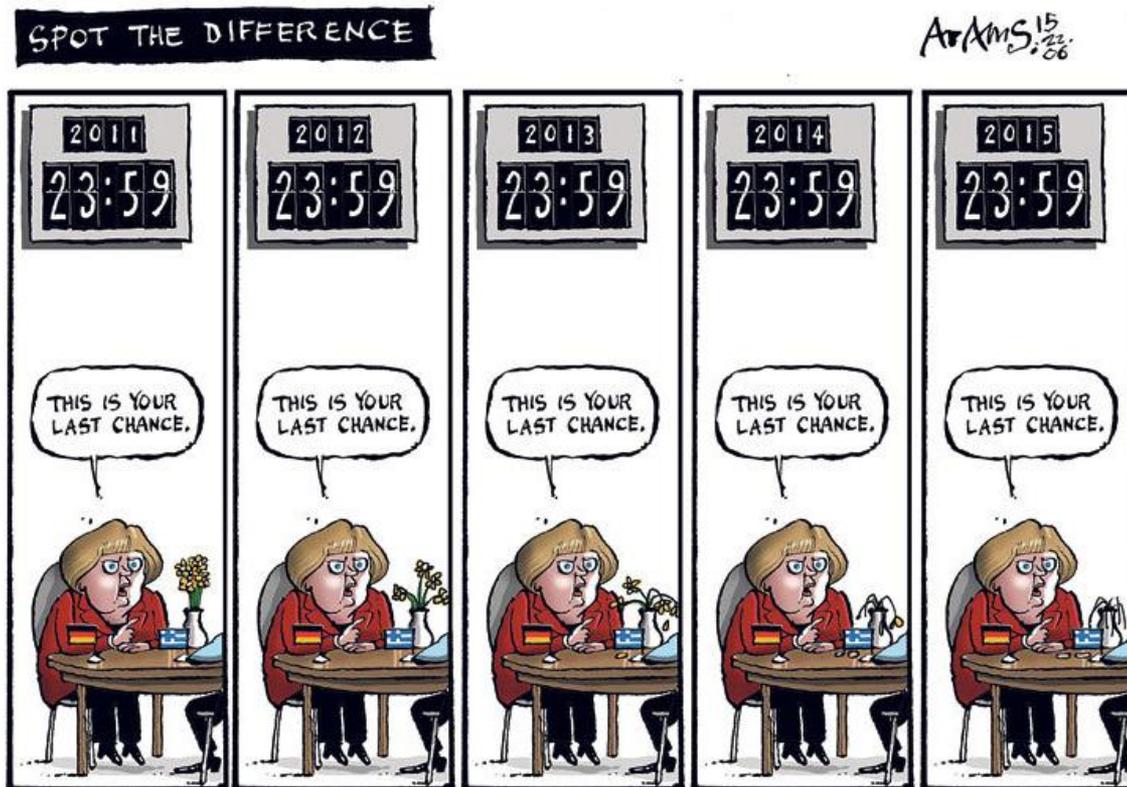
Grecia: e accordo fu

- L'accordo firmato da Tsipras viola praticamente tutte le "red lines" della sua piattaforma elettorale: prevede maggiore austerità, stretto monitoraggio per autorizzare gli esborsi, privatizzazioni e partecipazione dell'IMF
- Lo scontro con Bruxelles durante gli ultimi mesi impone un dazio importante per l'economia greca (contrazione del 2-4% secondo la Commissione Europea). Il rischio è che il rallentamento renda irraggiungibili i target fiscali previsti dal piano
- Unico aspetto positivo è l'ammontare di riforme e liberalizzazioni che il "tutoraggio" di Bruxelles impone alla Grecia, la cui implementazione dovrebbe, a medio termine, aumentare il potenziale di crescita





Grecia: in cerca della sostenibilità



- Alla luce del deterioramento macro osservato negli ultimi mesi e della nuova stretta sui conti pubblici, l'apertura di un tavolo di discussione sul debt relief è inevitabile
- La sostenibilità del debito è richiesta a gran voce dall'IMF ed è un postulato per l'ammissione al programma ESM
- Lo statement dell'ultimo summit fa riferimento alla concessione di debt relief, ma solo sotto forma di estensione delle scadenze e rinvio del pagamento di interessi. Tagli al debito nominale sono esplicitamente esclusi
- L'apertura delle discussioni è subordinata alla conclusione, con esito positivo, della prima revisione del programma ESM



Giudizi sintetici

Azionario

US	■
Europa	▲
Giappone	▲
Emergenti	■

Obbligazionario governativo

US	▼	Downgrade
Europa core	■	
Europa periferia	■	
Emergenti	▼	Downgrade

Obbligazionario corporate

US	■
Europa	■

Valute

EUR/USD	▼	Downgrade
USD/JPY	▲	
EUR/GBP	■	

Materie prime

Energetiche	▼	Downgrade
Industriali	▼	Downgrade
Agricole	■	Downgrade
Metalli preziosi	■	

▲ = Overweight ■ = Neutral ▼ = Underweight



Quadro azionario

Azionario US	
Valuations 	Macro 
Sentiment 	Technicals 

Azionario Europa	
Valuations 	Macro 
Sentiment 	Technicals 

Azionario Giappone	
Valuations 	Macro 
Sentiment 	Technicals 

Azionario Emergenti	
Valuations 	Macro 
Sentiment 	Technicals 



Quadro obbligazionario

Obbligazionario governativo				
	US	Europa core	Europa periferia	Emergenti
Macro				
Technicals				



Analisi di scenario



Mercati

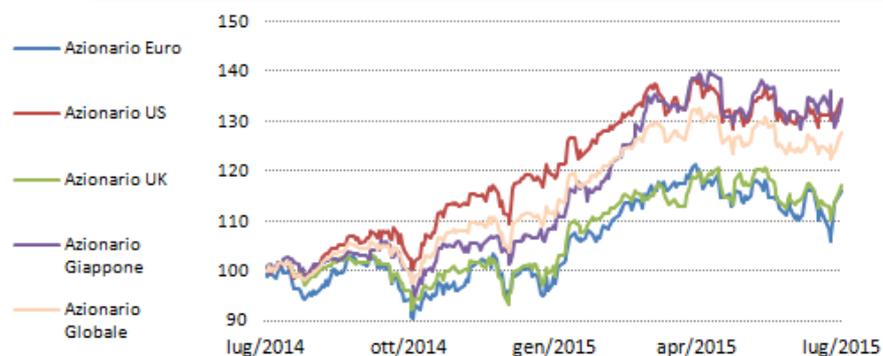


Mercati azionari sviluppati

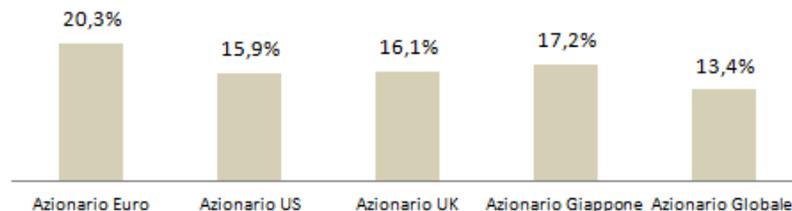
	Rendimenti*				
	dati al: 14/07/2015				
	YTD	1M	3M	6M	12M
Azionario Euro	16,9%	3,1%	-3,2%	19,0%	16,2%
Azionario US	13,8%	3,3%	-2,1%	13,4%	34,6%
Azionario UK	15,4%	2,2%	-1,7%	18,3%	17,1%
Azionario Giappone	25,7%	1,7%	-3,4%	23,8%	34,3%
Azionario Globale	15,1%	2,5%	-2,8%	15,1%	27,8%

	Volatilità*				
	dati al: 14/07/2015				
	YTD	1M	3M	6M	12M
Azionario Euro	20,8%	30,5%	23,7%	19,6%	20,3%
Azionario US	16,3%	19,0%	17,8%	16,2%	15,9%
Azionario UK	16,2%	18,2%	17,4%	15,5%	16,1%
Azionario Giappone	18,4%	24,9%	20,1%	18,6%	17,2%
Azionario Globale	14,1%	17,1%	15,7%	14,0%	13,4%

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR

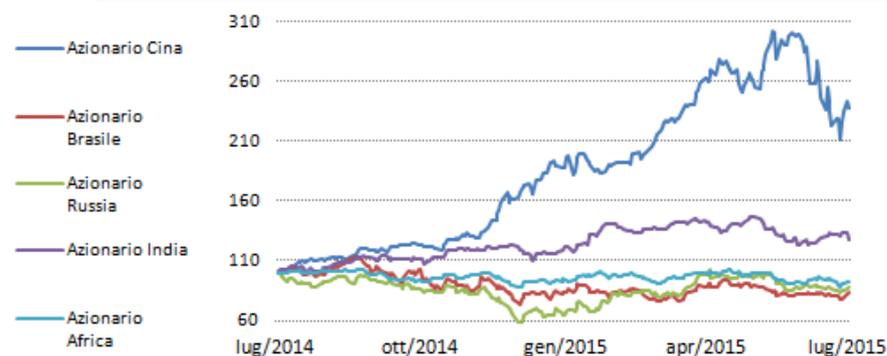


Mercati azionari emergenti

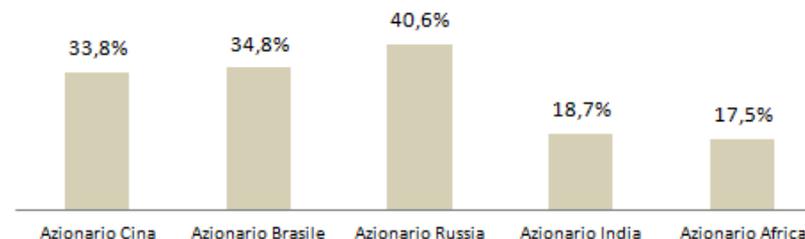
	Rendimenti*				
	dati al: 14/07/2015				
	YTD	1M	3M	6M	12M
Azionario Cina	29,4%	-20,4%	-9,2%	27,0%	138,4%
Azionario Brasile	-0,3%	1,9%	-5,8%	0,2%	-16,3%
Azionario Russia	38,9%	1,4%	-10,2%	34,6%	-11,7%
Azionario India	8,2%	3,9%	-10,9%	5,1%	27,9%
Azionario Africa	-1,7%	0,6%	-7,2%	-1,2%	-6,8%

	Volatilità*				
	dati al: 14/07/2015				
	YTD	1M	3M	6M	12M
Azionario Cina	41,4%	71,1%	51,6%	42,4%	33,8%
Azionario Brasile	29,0%	27,3%	26,0%	28,4%	34,8%
Azionario Russia	35,3%	20,7%	26,7%	33,6%	40,6%
Azionario India	20,6%	26,3%	23,6%	21,1%	18,7%
Azionario Africa	18,5%	23,4%	19,2%	18,1%	17,5%

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR

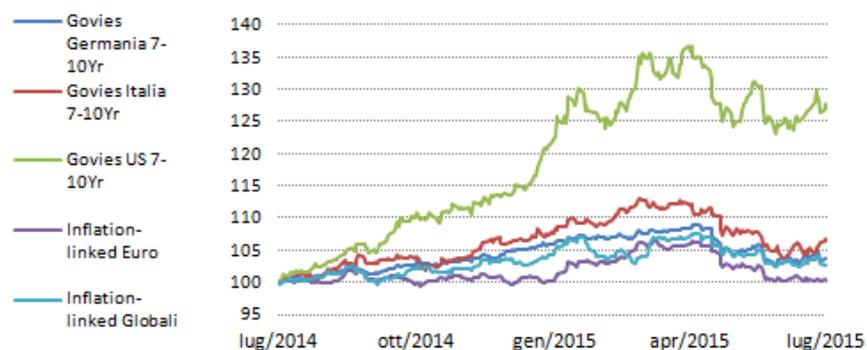


Mercati obbligazionari governativi

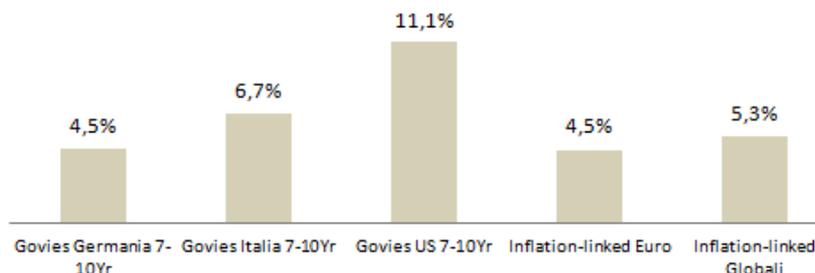
	Rendimenti*					dati al: 14/07/2015
	YTD	1M	3M	6M	12M	
Govies Germania 7-10Yr	-1,5%	0,2%	-4,3%	-2,3%	3,9%	
Govies Italia 7-10Yr	-0,3%	1,8%	-4,7%	-1,5%	6,8%	
Govies US 7-10Yr	9,7%	2,7%	-6,1%	4,2%	27,8%	
Inflation-linked Euro	-0,2%	-0,2%	-5,3%	-0,4%	0,5%	
Inflation-linked Globali	-0,6%	-0,4%	-4,3%	-2,3%	2,7%	

	Volatilità*					dati al: 14/07/2015
	YTD	1M	3M	6M	12M	
Govies Germania 7-10Yr	5,4%	7,7%	6,9%	5,6%	4,5%	
Govies Italia 7-10Yr	7,7%	10,0%	9,4%	7,6%	6,7%	
Govies US 7-10Yr	13,8%	12,3%	13,5%	14,0%	11,1%	
Inflation-linked Euro	5,2%	4,6%	5,6%	5,3%	4,5%	
Inflation-linked Globali	6,3%	6,7%	6,7%	6,4%	5,3%	

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



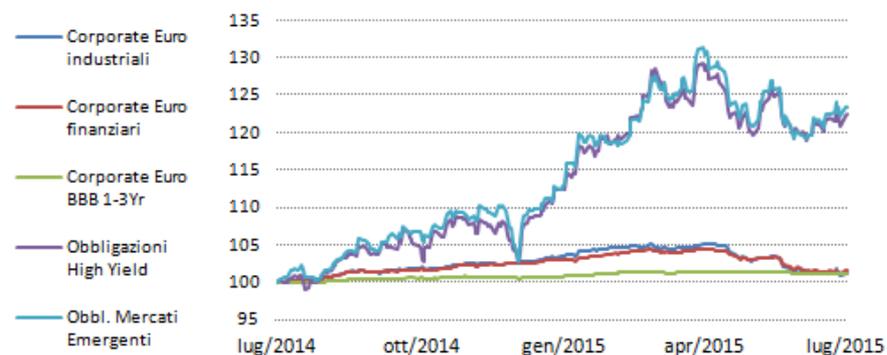
* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR



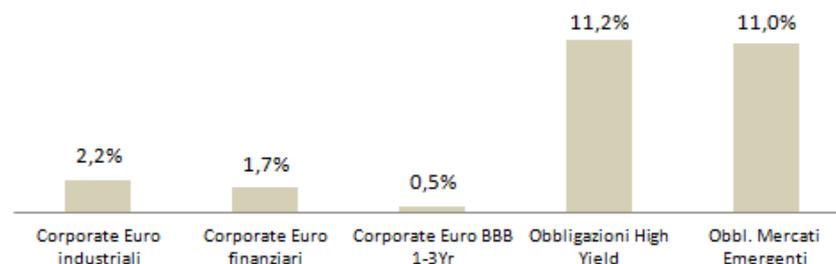
Mercati obbligazionari corporate, High Yield ed emergenti

	Rendimenti*					Volatilità*				
	YTD	1M	3M	6M	12M	YTD	1M	3M	6M	12M
Corporate Euro industriali	-1,7%	-0,4%	-3,6%	-2,2%	1,4%	2,6%	3,3%	3,4%	2,7%	2,2%
Corporate Euro finanziari	-1,2%	-0,4%	-2,7%	-1,4%	1,7%	2,0%	2,3%	2,5%	2,0%	1,7%
Corporate Euro BBB 1-3Yr	0,4%	-0,1%	-0,3%	0,4%	1,3%	0,4%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%
Obbligazioni High Yield	11,9%	1,9%	-4,5%	9,0%	22,6%	12,3%	11,7%	12,5%	12,6%	11,2%
Obbl. Mercati Emergenti	11,7%	2,8%	-5,5%	9,0%	23,5%	12,2%	11,4%	12,7%	12,5%	11,0%

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



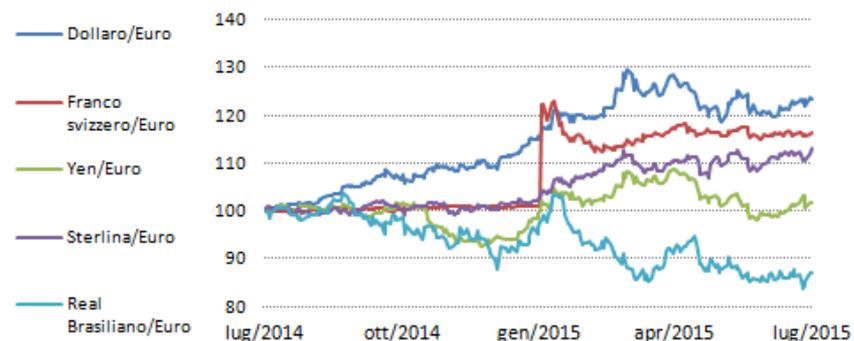
* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR



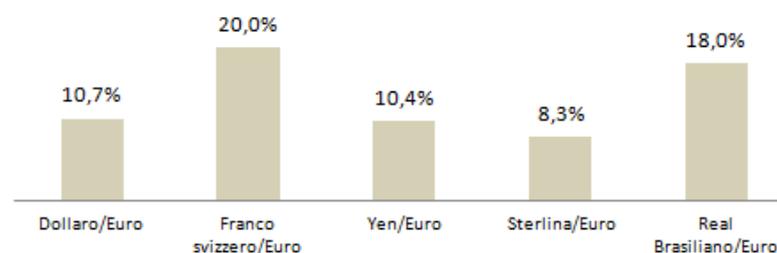
Mercati valutari

	Rendimenti*					Volatilità*				
	YTD	1M	3M	6M	12M	YTD	1M	3M	6M	12M
Dollaro/Euro	9,9%	2,4%	-3,2%	7,1%	23,7%	12,9%	10,3%	11,9%	13,3%	10,7%
Franco svizzero/Euro	15,5%	0,6%	-0,4%	15,4%	16,8%	27,4%	5,2%	6,8%	28,4%	20,0%
Yen/Euro	6,5%	2,4%	-6,4%	1,8%	1,8%	12,1%	11,3%	10,2%	12,1%	10,4%
Sterlina/Euro	10,3%	2,8%	2,4%	9,9%	13,2%	9,7%	9,7%	10,7%	10,0%	8,3%
Real Brasiliano/Euro	-7,0%	1,7%	-5,6%	-10,9%	-12,9%	19,0%	18,2%	18,1%	19,2%	18,0%

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



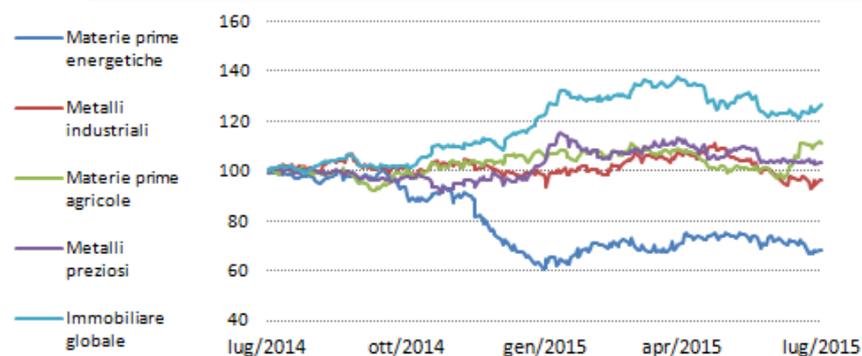
* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR



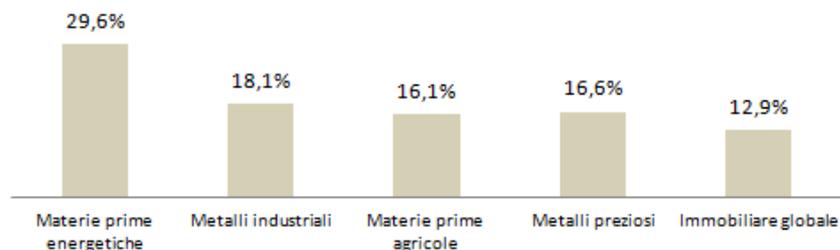
Mercati materie prime e immobiliare

	Rendimenti*					Volatilità*				
	YTD	1M	3M	6M	12M	YTD	1M	3M	6M	12M
Materie prime energetiche	4,3%	-5,2%	-4,1%	5,9%	-31,4%	33,0%	29,7%	27,0%	32,1%	29,6%
Metalli industriali	-2,6%	-2,8%	-9,6%	2,9%	-3,5%	19,6%	23,8%	19,1%	19,5%	18,1%
Materie prime agricole	7,1%	13,2%	3,2%	6,0%	11,6%	16,5%	25,1%	18,3%	16,2%	16,1%
Metalli preziosi	6,7%	-0,2%	-7,1%	-1,3%	3,5%	17,5%	10,8%	15,1%	17,4%	16,6%
Immobiliare globale	9,8%	2,8%	-7,4%	2,6%	26,7%	14,7%	16,1%	16,4%	14,8%	12,9%

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR

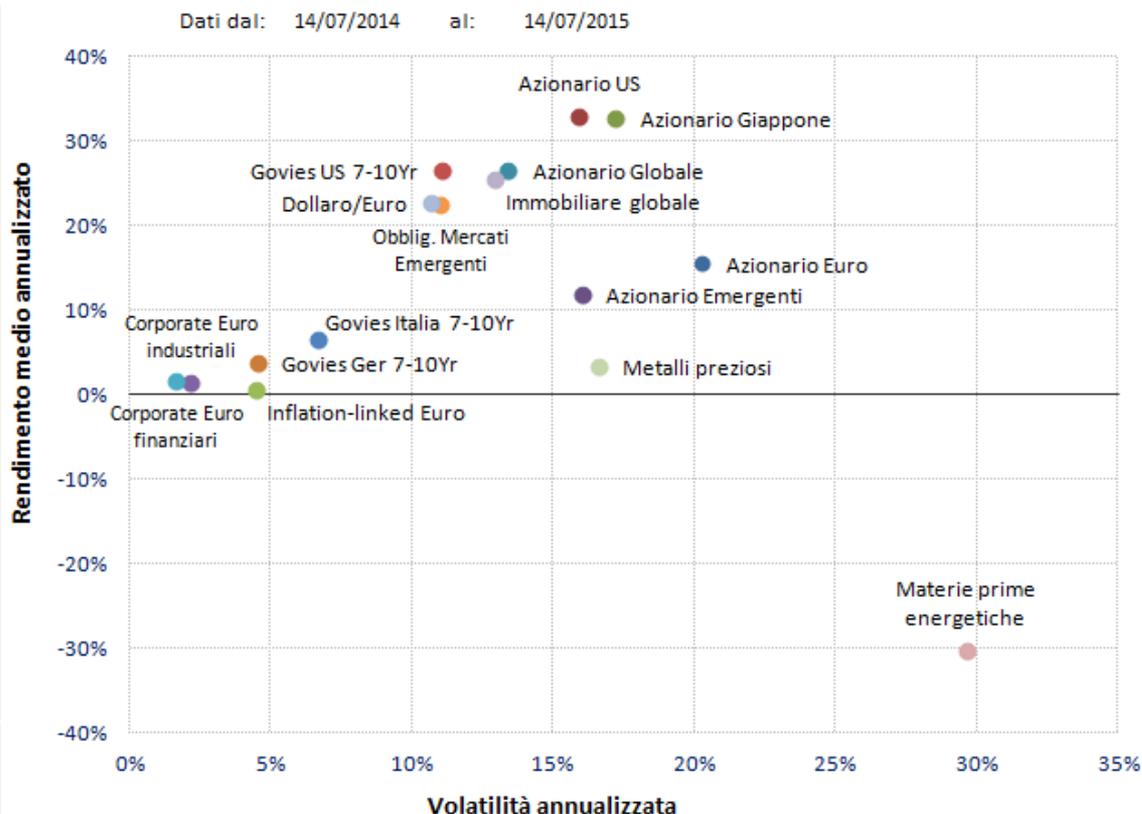


Rapporti rendimento-rischio a 1 anno (Sharpe ratio)

	Ret% MA*	Vol% MA*	SR
Azionario Euro	15,43%	20,27%	0,76
Azionario US	32,92%	15,89%	2,08
Azionario Giappone	32,67%	17,19%	1,90
Azionario Emergenti	11,77%	16,00%	0,74
Azionario Globale	26,51%	13,40%	1,98
Govies Germania 7-10Yr	3,75%	4,54%	0,83
Govies Italia 7-10Yr	6,54%	6,69%	0,98
Govies US 7-10Yr	26,52%	11,05%	2,40
Inflation-linked Euro	0,48%	4,49%	0,11
Corporate Euro industriali	1,34%	2,18%	0,63
Corporate Euro finanziari	1,61%	1,67%	0,99
Obblig. Mercati Emergenti	22,37%	11,01%	2,04
Dollaro/Euro	22,61%	10,66%	2,12
Materie prime energetiche	-30,29%	29,60%	-1,02
Metalli preziosi	3,31%	16,62%	0,20
Immobiliare globale	25,48%	12,94%	1,97

Legenda

Ret% MA*	Rendimento medio annualizzato
Vol% MA*	Volatilità annualizzata
SR (Sharpe ratio)	Rapporto tra extra-rendimento e volatilità



* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR



Rendimenti annuali

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Media
Azionario Euro	18,0%	9,6%	-42,4%	25,6%	-2,8%	-14,1%	18,1%	21,5%	4,0%	16,9%	3,2%
Azionario US	3,9%	-4,6%	-34,2%	23,1%	23,4%	5,3%	13,9%	26,7%	29,6%	13,8%	8,3%
Azionario Giappone	-8,4%	-15,9%	-22,7%	3,6%	23,4%	-9,8%	6,0%	21,2%	10,1%	25,7%	2,0%
Azionario Emergenti	18,9%	26,5%	-51,1%	74,3%	27,8%	-15,6%	16,5%	-6,5%	11,9%	9,9%	6,4%
Azionario Globale	7,4%	-1,7%	-37,6%	25,9%	19,5%	-2,4%	14,0%	21,2%	19,5%	15,1%	6,3%
Govies Germania 7-10Yr	-1,0%	1,9%	14,8%	1,8%	6,8%	12,8%	6,8%	-1,7%	13,4%	-1,5%	5,2%
Govies Italia 7-10Yr	-0,8%	2,2%	7,3%	9,2%	-0,7%	-7,5%	24,6%	8,6%	19,1%	-0,3%	5,8%
Govies US 7-10Yr	-7,8%	-0,2%	23,6%	-8,6%	17,3%	18,9%	2,1%	-10,0%	24,0%	9,7%	6,1%
Inflation-linked Euro	-1,7%	1,9%	3,8%	8,1%	1,0%	-0,9%	11,0%	-3,9%	5,3%	-0,2%	2,3%
Corporate Euro industriali	0,5%	0,8%	0,9%	16,2%	5,1%	3,9%	10,5%	1,7%	8,7%	-1,7%	4,5%
Corporate Euro finanziari	0,3%	-1,1%	-7,9%	16,8%	4,3%	-0,5%	17,3%	2,9%	7,6%	-1,2%	3,6%
Obblig. Mercati Emergenti	-1,1%	-4,2%	-7,7%	25,4%	20,3%	11,4%	16,5%	-10,5%	22,6%	11,7%	7,7%
Dollaro/Euro	-10,2%	-9,5%	4,4%	-2,5%	7,1%	3,3%	-1,7%	-4,0%	13,6%	9,9%	0,7%
Materie prime energetiche	-47,4%	9,1%	-45,0%	-7,8%	-4,1%	-13,3%	-11,0%	0,7%	-30,9%	4,3%	-16,9%
Metalli preziosi	14,0%	13,9%	0,3%	25,8%	53,0%	7,8%	4,4%	-33,8%	6,3%	6,7%	7,8%
Immobiliare globale	27,7%	-15,9%	-45,4%	34,6%	29,1%	-2,9%	26,3%	-0,1%	32,1%	9,8%	6,1%
Liquidità	2,9%	4,0%	4,0%	0,7%	0,4%	0,9%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	1,3%

* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR



Rapporti rendimento-rischio annuali (Sharpe ratio)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Media
Azionario Euro	0,98	0,33	-1,12	0,86	-0,13	-0,51	0,83	1,27	0,22	1,56	0,43
Azionario US	0,07	-0,49	-0,84	0,86	1,35	0,22	1,14	2,10	2,08	1,61	0,81
Azionario Giappone	-0,54	-0,98	-0,70	0,11	1,19	-0,43	0,36	0,96	0,55	2,78	0,33
Azionario Emergenti	0,86	1,08	-1,39	2,94	1,65	-0,82	1,26	-0,45	0,88	1,08	0,71
Azionario Globale	0,42	-0,43	-1,27	1,24	1,34	-0,19	1,35	2,07	1,70	2,05	0,83
Govies Germania 7-10Yr	-1,05	-0,52	1,54	0,17	1,19	1,52	1,07	-0,38	3,81	-0,49	0,69
Govies Italia 7-10Yr	-0,99	-0,49	0,50	1,71	-0,19	-0,58	1,95	1,08	3,43	-0,05	0,64
Govies US 7-10Yr	-1,38	-0,49	1,09	-0,56	1,21	1,09	0,16	-1,16	3,51	1,32	0,48
Inflation-linked Euro	-1,05	-0,51	-0,02	1,26	0,12	-0,22	1,82	-0,90	1,56	-0,07	0,20
Corporate Euro industriali	-0,98	-1,27	-0,66	4,58	1,78	0,81	4,21	0,64	5,22	-1,15	1,32
Corporate Euro finanziari	-1,05	-2,04	-2,38	3,95	1,33	-0,33	6,76	1,25	5,33	-1,05	1,18
Obblig. Mercati Emergenti	-0,50	-1,19	-0,67	2,12	2,12	1,02	1,97	-1,14	2,79	1,81	0,83
Dollaro/Euro	-1,64	-2,04	0,03	-0,26	0,54	0,19	-0,23	-0,54	2,10	1,44	-0,04
Materie prime energetiche	-1,66	0,18	-1,17	-0,23	-0,22	-0,61	-0,50	0,04	-1,43	0,24	-0,54
Metalli preziosi	0,41	0,59	-0,13	1,02	2,66	0,27	0,24	-1,46	0,40	0,72	0,47
Immobiliare globale	2,08	-1,06	-1,22	1,07	1,87	-0,21	2,52	-0,01	3,27	1,25	0,95

* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR

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.