

12 / 14

Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Dicembre 2014



Anthilia^{sgr}
Capital Partners



Analisi di scenario



Mercati



2015: dov'è il valore?

USA	
P/E 2014	18,0
P/E 2015	16,4
Price/Book	2,8
Dividend Yield	1,9%
Shiller P/E	26,4
EPS growth YoY	9,7%

Europa (ex UK)	
P/E 2014	16,4
P/E 2015	14,4
Price/Book	1,7
Dividend Yield	3,3%
Shiller P/E	16,9
EPS growth YoY	13,9%

Giappone	
P/E 2014	16,0
P/E 2015	14,5
Price/Book	1,4
Dividend Yield	1,8%
Shiller P/E	25,5
EPS growth YoY	10,2%

Paesi emergenti	
P/E 2014	12,5
P/E 2015	11,2
Price/Book	1,6
Dividend Yield	2,8%
Shiller P/E	16,4
EPS growth YoY	7,3%

- Il ranking vede i Paesi emergenti al primo posto, in termini di valutazioni (P/E 2014 e 2015)
- Seguono Giappone ed Area Euro, che si collocano su livelli simili
- Wall Street, la più cara in relativo, presenta a prima vista valutazioni accettabili e non troppo distanti dagli altri mercati
- Gli Shiller P/E* di USA e Giappone risultano storicamente alti

* Gli Shiller P/E o Cyclically Adjusted P/E sono calcolati come rapporto tra i prezzi e la media mobile dei profitti reali degli ultimi 10 anni

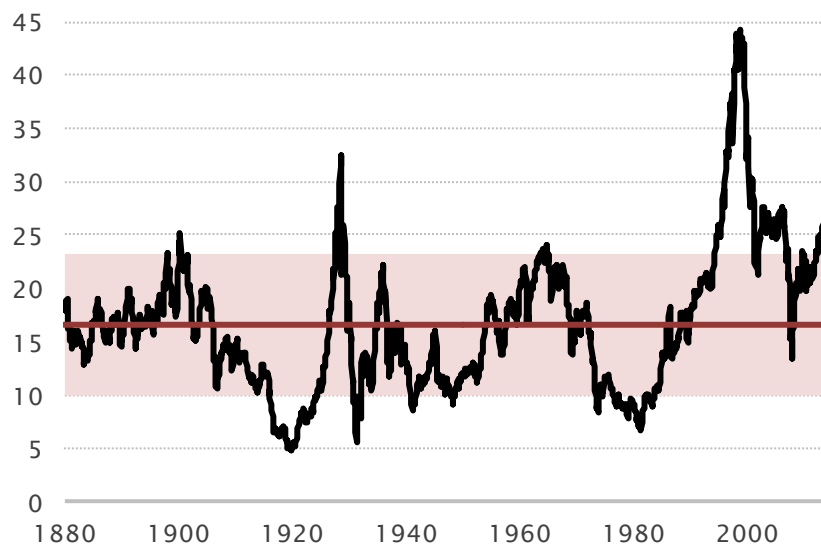
Fonte: Citi



USA: “fairly priced”, ma il trend dei profitti è sostenibile?

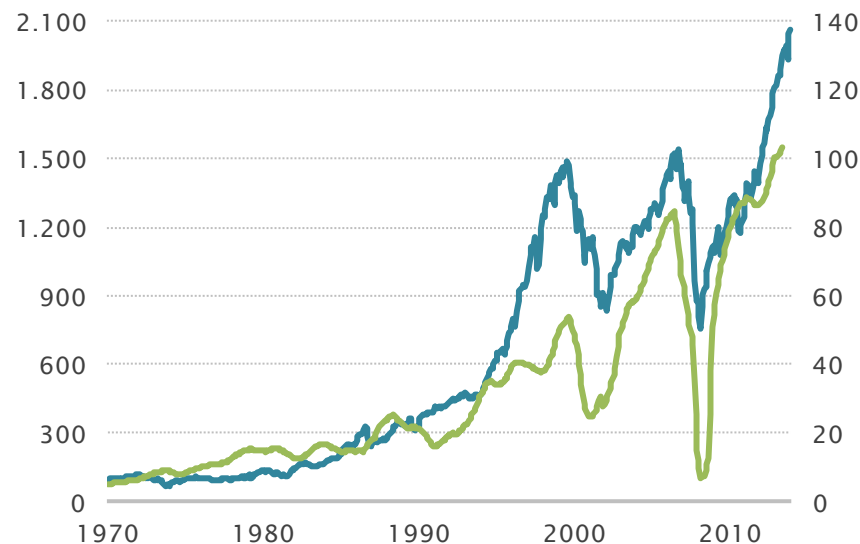
- Gli Shiller P/E americani si trovano su livelli assai elevati (oltre una deviazione standard dalla media di lungo periodo), toccati in passato solo in occasione di bolle
- Merito dei profitti americani, che dalla crisi in poi hanno continuato a salire a ritmi elevati, con la complicità di una politica monetaria estremamente espansiva e una divisa stabile

S&P 500 Shiller P/E



± 1 deviazione standard Media

S&P 500 ed EPS



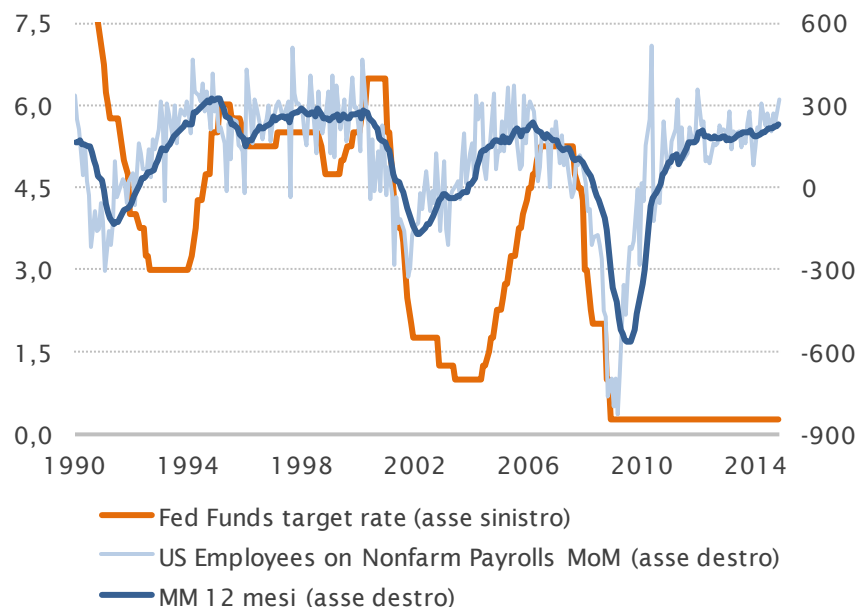
S&P 500 (asse sinistro) EPS (asse destro)



USA: fine di un ciclo di politica monetaria

- Nonostante il margine di manovra offerto dall'outlook inflattivo, la FED sembra sempre più ansiosa di dare inizio alla normalizzazione della politica monetaria e il mercato del lavoro sembra offrirne l'occasione
- Il crescente divario tra la politica monetaria degli USA e quella degli altri blocchi (Area Euro, Giappone e Cina in primis) sta creando i presupposti per un nuovo ciclo di rialzo del dollaro
- Nonostante il recente rally, il biglietto verde conserva ampi spazi di rivalutazione, guardando agli ultimi 40 anni

US Payrolls e Fed Funds



Dollar Index

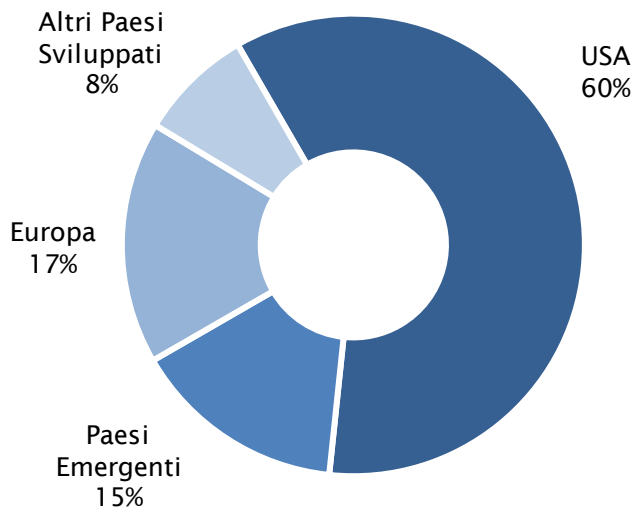




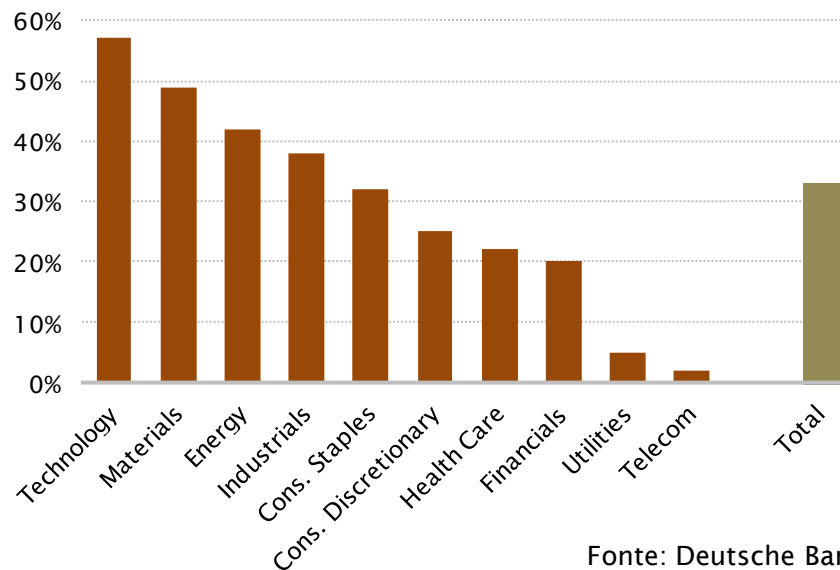
Dollaro forte: tightening monetario e impatto sugli utili aziendali

- Il Dollar Index ha recuperato il 10% da giugno scorso ed è ai massimi da 3 anni
- JP Morgan stima che una rivalutazione del 10% del dollaro ha un impatto di 0,9% sulla crescita attraverso il canale estero (-0,6% da minori esportazioni e -0,3% da maggiori importazioni)
- Deutsche Bank stima che circa un terzo del fatturato e il 40% degli utili di Wall Street provenga dall'estero. Il 25% dei profitti sarebbe in divisa locale. Ne consegue che ogni aumento del 10% del valore del dollaro riduce gli EPS del 2%

Utili S&P 500 per area geografica



Fatturato estero S&P 500 per settore



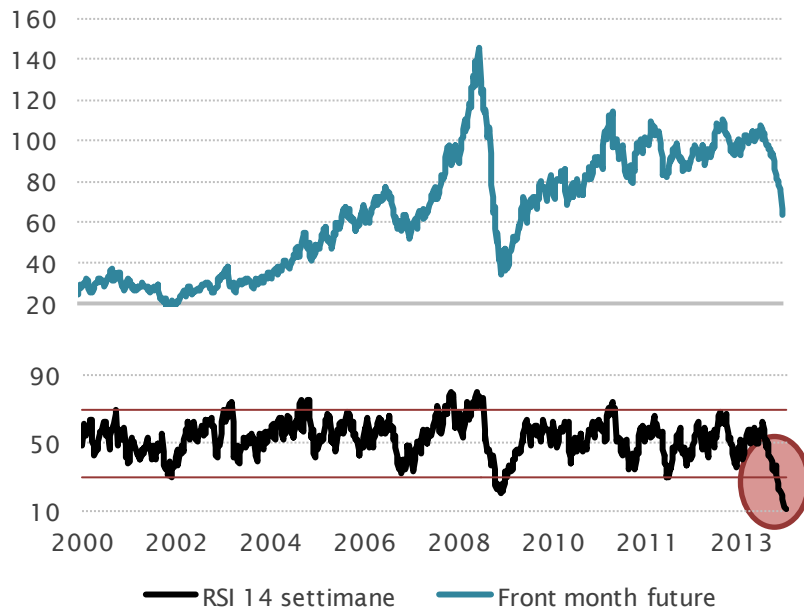
Fonte: Deutsche Bank



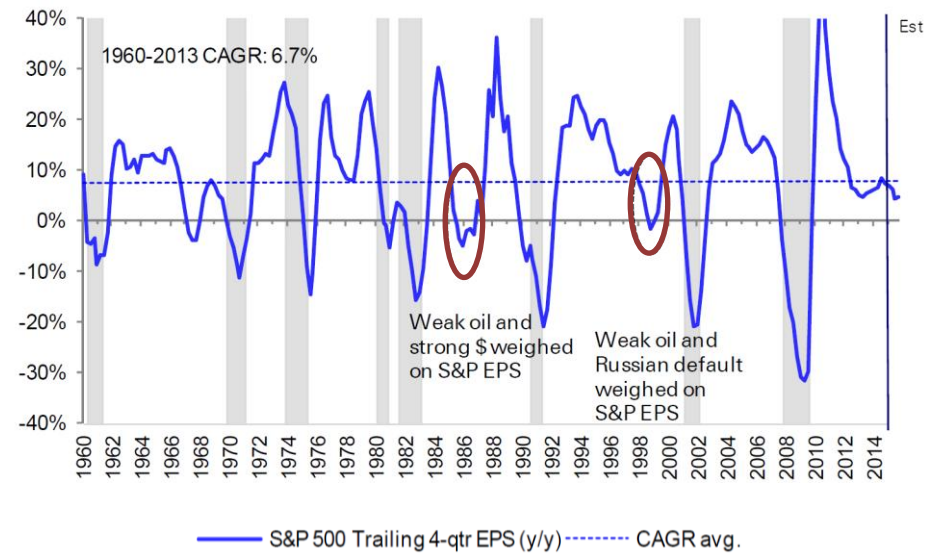
USA: il consumatore è corto petrolio, ma Wall Street è lunga

- Secondo Deutsche Bank, ogni calo di 5\$ del prezzo del petrolio sottrae, coeteris paribus, 5-10% agli utili del settore, e 0,5-1% a quelli aggregati dell'S&P 500
- Si attende un moderato effetto positivo sugli utili del settore dei consumi
- Dei tre cali dei profitti anno su anno avvenuti senza una recessione, due sono stati causati da un calo del prezzo del petrolio comparabile con quello di quest'anno. Nel 1985-86 vi fu anche il rafforzamento del dollaro, e nel 1998 il default della Russia

Petrolio



Crescita EPS S&P 500 YoY



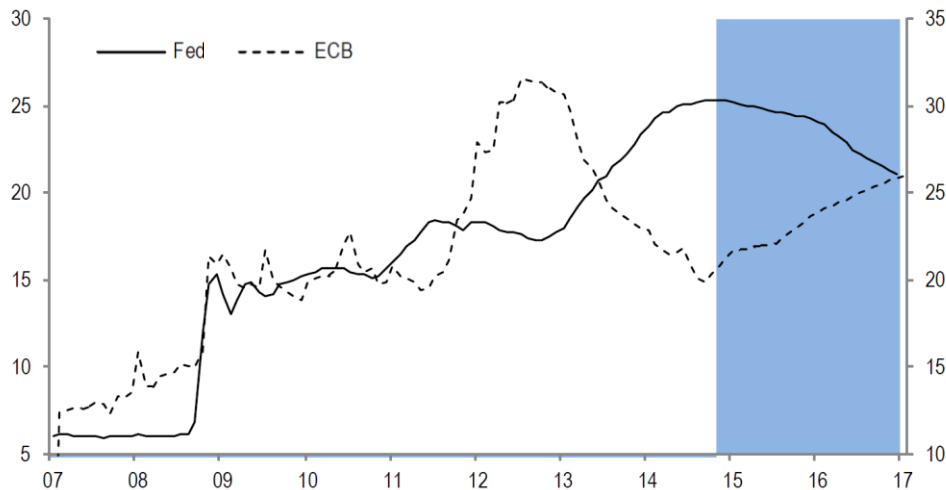
Fonte: S&P, IBES, Deutsche Bank



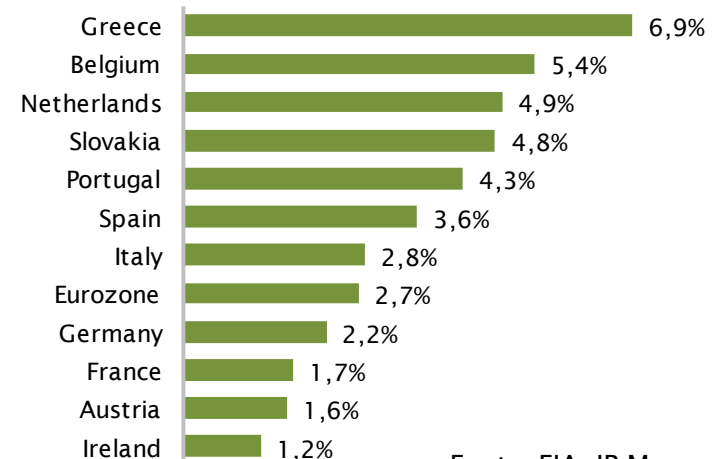
Europa: in attesa dell'effetto divisa

- Le due principali differenze tra Europa e USA sono la direzione della politica monetaria e il connesso effetto sulla valuta. La determinazione della BCE nel combattere la deflazione avrà i consueti effetti collaterali di asset inflation e financial repression
- La svalutazione dell'euro iniziata a giugno dovrebbe cominciare a dare i frutti nel trimestre in corso. Si vedono già gli effetti a livello di bilancia commerciale e si vedranno anche quelli sugli utili
- Il calo del petrolio ha un effetto minore sui consumi, a causa di un prezzo più rigido e della svalutazione stessa, ma anche gli effetti sugli utili sono inferiori. Ad esempio, la quota del settore Energy nel comparto High Yield europeo è il 2%, contro un 16% in America

Totale attività a bilancio (in percentuale al PIL)



Importazioni nette di petrolio (in percentuale al PIL)

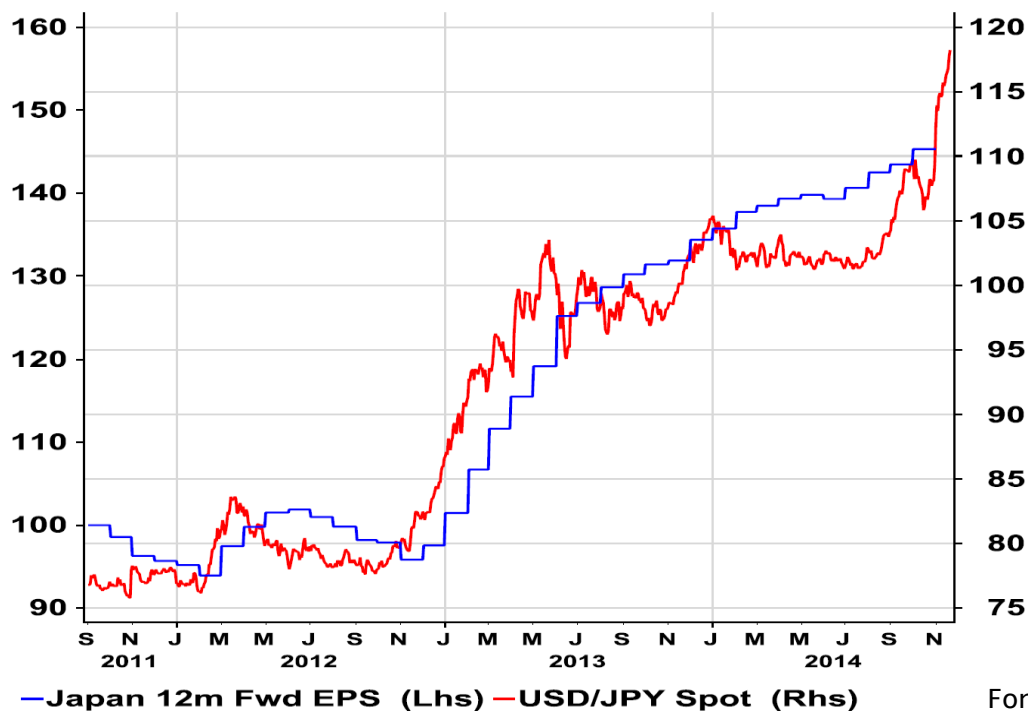


Fonte: EIA, JP Morgan



Giappone: “Europe on steroids”

- I profitti delle aziende giapponesi stanno già chiaramente beneficiando dello yen debole e il fenomeno proseguirà nel 2015
- Il rinvio del rialzo dell'IVA unisce easing fiscale al massiccio easing monetario
- Il calo del prezzo del petrolio alleggerisce la bolletta energetica, resa gravosa dalla tragedia di Fukushima e dalla svalutazione



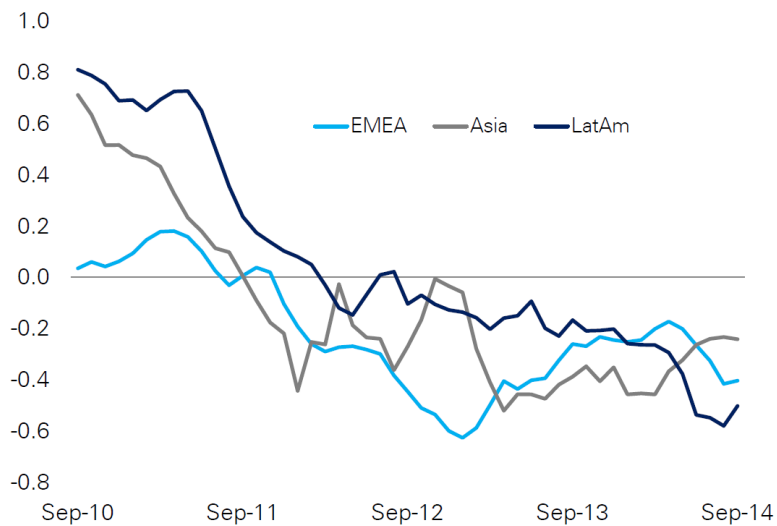
Fonte: Macrobond, Citi Research



Emergenti: dollaro forte e materie prime deboli restano un ostacolo

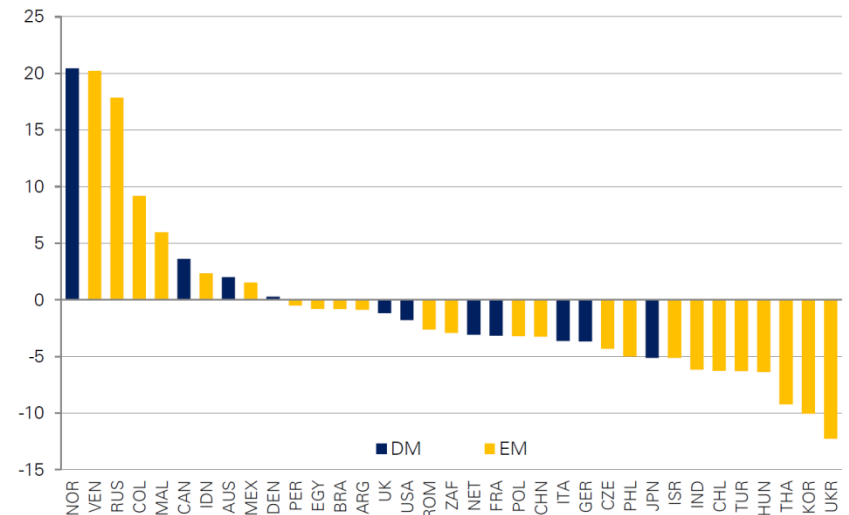
- Il dollaro forte con il corollario di calo delle materie prime va a impattare su un quadro di crescita sotto trend già da qualche tempo
- L'impatto del movimento del petrolio è positivo, con alcuni particolari beneficiari (India e Turchia) e con alcune notabili eccezioni (Russia, Venezuela e Messico)

DB Macroeconomic Momentum Index*



* Un valore pari a zero corrisponde approssimativamente a una crescita in trend

Esportazioni nette di materie prime energetiche (in percentuale al PIL, media 2011-2013)



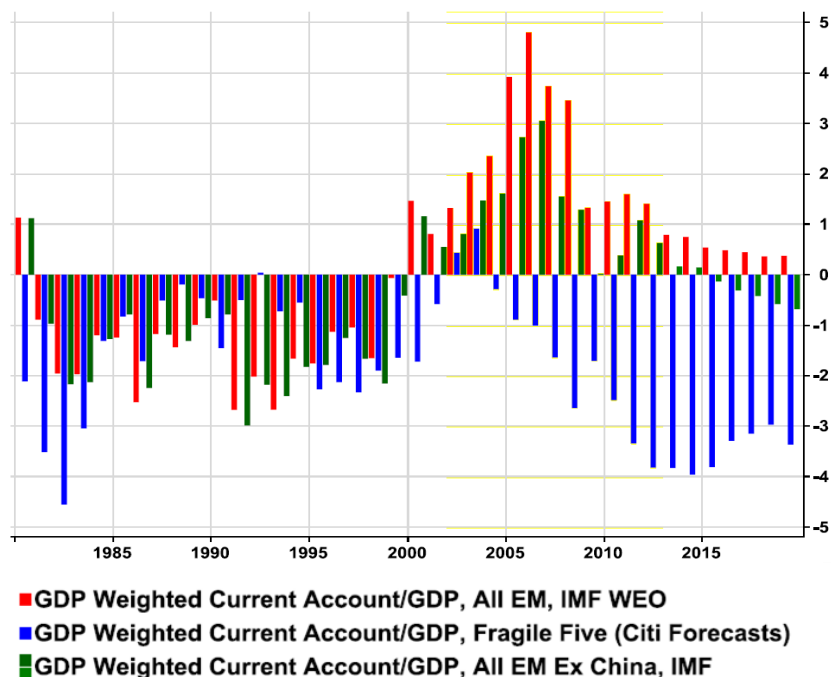
Fonte: Deutsche Bank



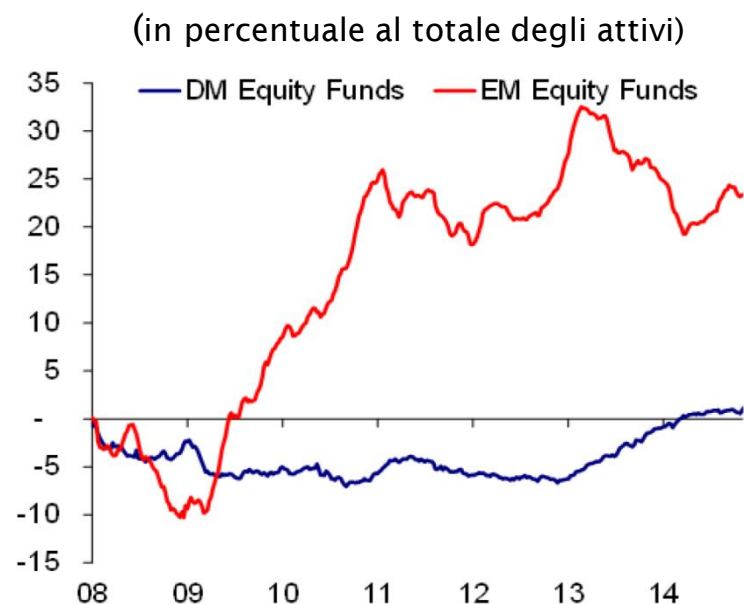
Emergenti: la liquidità in euro e yen non sostituisce quella in dollari

- La riduzione della liquidità in dollari US è particolarmente critica per i Paesi che devono finanziare un forte current account deficit (cosiddetti Fragile Five: Brasile, India, Indonesia, Sud Africa e Turchia). Eventuali rialzi dei rendimenti peggioreranno la situazione
- I risparmi in uscita da Giappone ed Europa sopperiranno solo parzialmente al ritiro dei capitali denominati in dollari. E il grosso del debito in divisa straniera (specie quello privato) è denominato in dollari

Current account Paesi emergenti



Flussi cumulati in fondi azionari



Fonte: Citi Research



Giudizi sintetici

Azionario

US	▼
Europa	▲
Giappone	▲
Emergenti	▼

Obbligazionario governativo

US	▼
Europa core	■
Europa periferia	■
Emergenti	▼

Obbligazionario corporate

US	▼
Europa	▲

Valute

EUR/USD	▼
USD/JPY	▲
EUR/GBP	▼

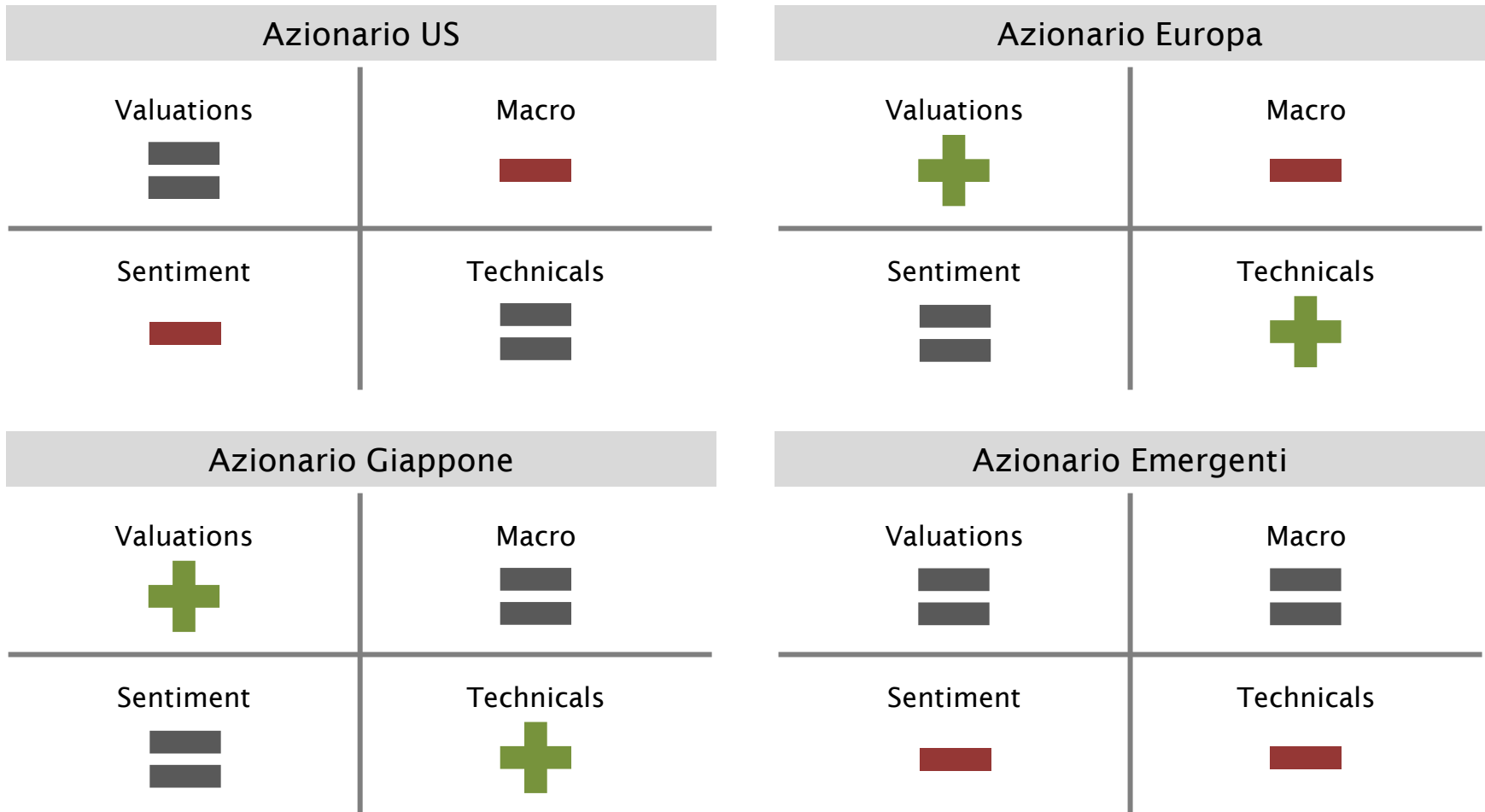
Materie prime

Energetiche	▲
Industriali	■
Agricole	▲
Metalli preziosi	■

▲ = Long ■ = Neutral ▼ = Short











Quadro azionario





Quadro obbligazionario

Obbligazionario governativo				
	US	Europa core	Europa periferia	Emergenti
Macro				
Technicals				



Analisi di scenario



Mercati

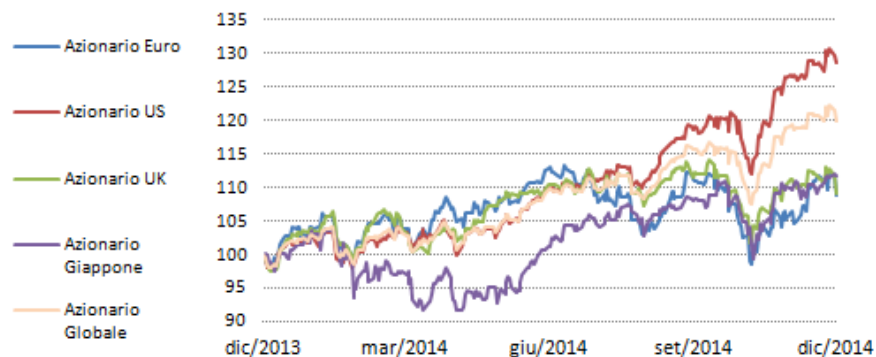


Mercati azionari sviluppati

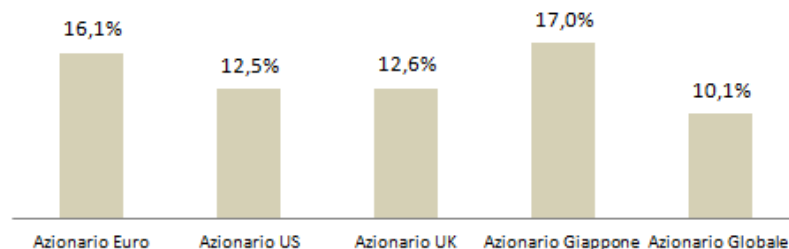
	Rendimenti*				
	dati al: 09/12/2014				
	YTD	1M	3M	6M	12M
Azionario Euro	4,5%	3,3%	-2,2%	-3,7%	8,7%
Azionario US	26,4%	1,9%	8,5%	16,9%	28,7%
Azionario UK	5,5%	-1,0%	-2,3%	-1,2%	9,1%
Azionario Giappone	10,2%	1,6%	3,5%	10,5%	11,8%
Azionario Globale	17,1%	0,9%	3,7%	9,4%	19,9%

	Volatilità*				
	dati al: 09/12/2014				
	YTD	1M	3M	6M	12M
Azionario Euro	16,1%	20,2%	20,8%	17,8%	16,1%
Azionario US	12,6%	11,5%	16,2%	13,0%	12,5%
Azionario UK	12,6%	15,1%	16,9%	13,9%	12,6%
Azionario Giappone	17,3%	12,2%	17,7%	14,6%	17,0%
Azionario Globale	10,2%	11,2%	13,2%	10,7%	10,1%

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR

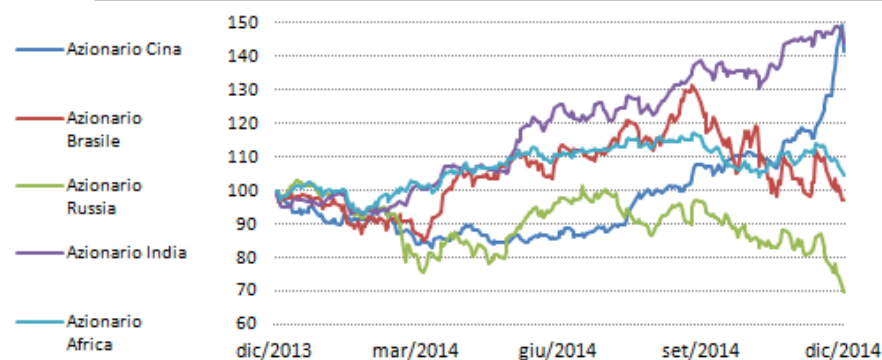


Mercati azionari emergenti

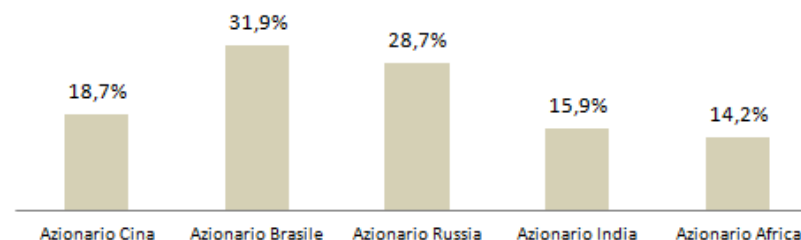
	Rendimenti*				
	dati al: 09/12/2014				
	YTD	1M	3M	6M	12M
Azionario Cina	49,1%	23,3%	31,4%	64,5%	41,6%
Azionario Brasile	-1,3%	-6,4%	-21,6%	-12,9%	-2,9%
Azionario Russia	-31,0%	-15,1%	-27,7%	-27,5%	-30,0%
Azionario India	48,5%	-0,7%	4,6%	14,7%	44,2%
Azionario Africa	2,3%	-2,8%	-8,5%	-5,1%	4,8%

	Volatilità*				
	dati al: 09/12/2014				
	YTD	1M	3M	6M	12M
Azionario Cina	18,7%	34,4%	23,9%	19,7%	18,7%
Azionario Brasile	32,5%	45,8%	48,5%	37,5%	31,9%
Azionario Russia	29,5%	39,4%	30,6%	27,6%	28,7%
Azionario India	15,9%	14,9%	16,5%	15,7%	15,9%
Azionario Africa	14,2%	17,3%	16,3%	13,7%	14,2%

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR

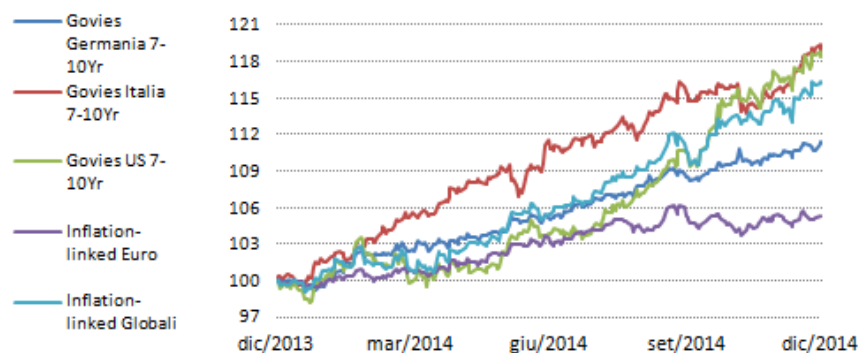


Mercati obbligazionari governativi

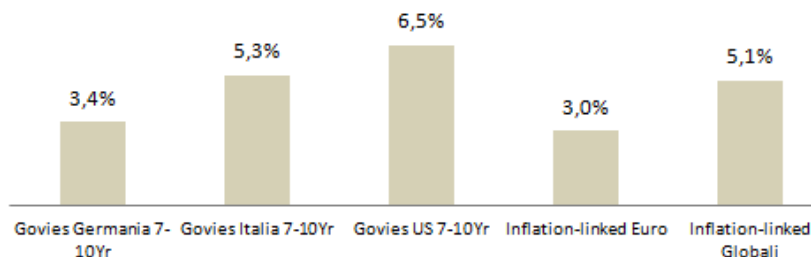
	Rendimenti*				
	YTD	1M	3M	6M	12M
Govies Germania 7-10Yr	12,2%	1,0%	2,7%	5,9%	11,4%
Govies Italia 7-10Yr	18,3%	2,7%	2,7%	6,2%	18,6%
Govies US 7-10Yr	20,7%	1,1%	7,1%	14,1%	18,5%
Inflation-linked Euro	5,7%	0,1%	0,0%	1,8%	5,4%
Inflation-linked Globali	17,1%	1,4%	5,1%	10,3%	16,4%

	Volatilità*				
	YTD	1M	3M	6M	12M
Govies Germania 7-10Yr	3,4%	3,2%	3,3%	3,2%	3,4%
Govies Italia 7-10Yr	5,3%	5,0%	5,6%	5,3%	5,3%
Govies US 7-10Yr	6,6%	8,3%	7,9%	6,5%	6,5%
Inflation-linked Euro	3,1%	3,3%	3,3%	3,3%	3,0%
Inflation-linked Globali	5,1%	7,3%	6,1%	5,2%	5,1%

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR

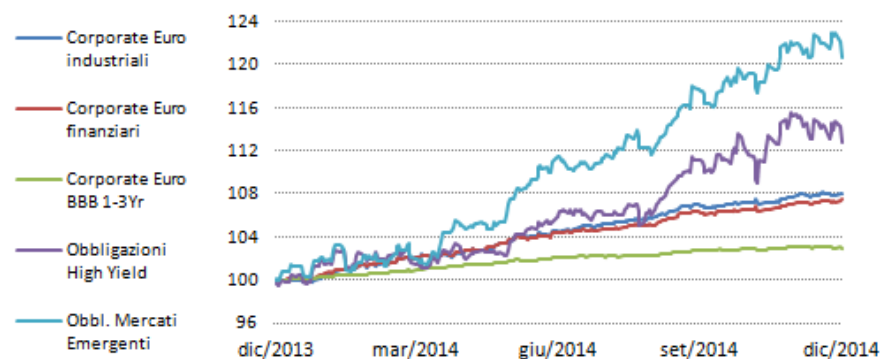


Mercati obbligazionari corporate, High Yield ed emergenti

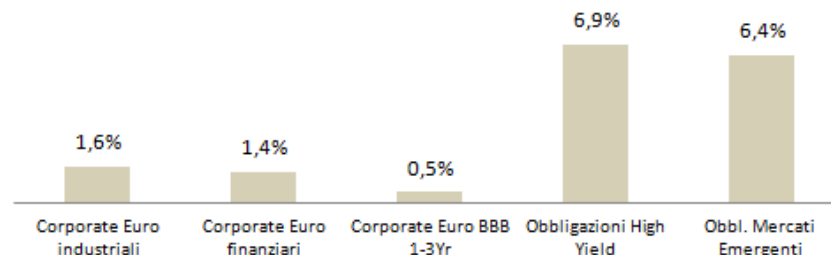
	Rendimenti*					dati al: 09/12/2014
	YTD	1M	3M	6M	12M	
Corporate Euro industriali	8,2%	0,3%	1,1%	3,4%	8,1%	
Corporate Euro finanziari	7,3%	0,3%	1,1%	2,9%	7,5%	
Corporate Euro BBB 1-3Yr	2,9%	-0,1%	0,2%	0,9%	3,1%	
Obbligazioni High Yield	12,9%	-2,1%	1,4%	6,4%	12,8%	
Obbl. Mercati Emergenti	20,2%	-0,9%	2,7%	8,3%	20,8%	

	Volatilità*					dati al: 09/12/2014
	YTD	1M	3M	6M	12M	
Corporate Euro industriali	1,6%	1,3%	1,6%	1,5%	1,6%	
Corporate Euro finanziari	1,4%	1,0%	1,3%	1,3%	1,4%	
Corporate Euro BBB 1-3Yr	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	
Obbligazioni High Yield	7,0%	10,3%	10,3%	8,1%	6,9%	
Obbl. Mercati Emergenti	6,5%	8,7%	8,0%	6,9%	6,4%	

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



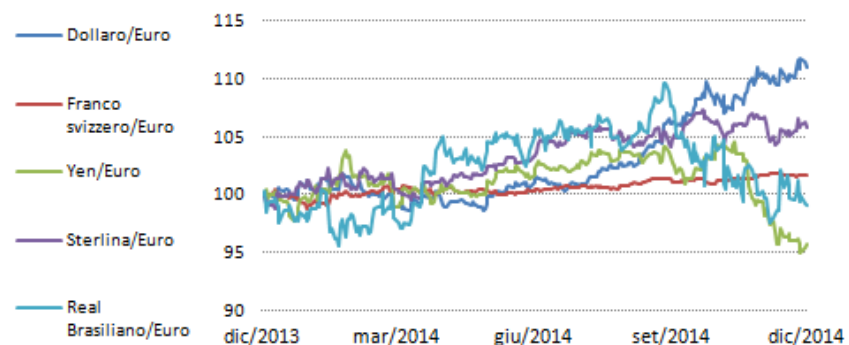
* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR



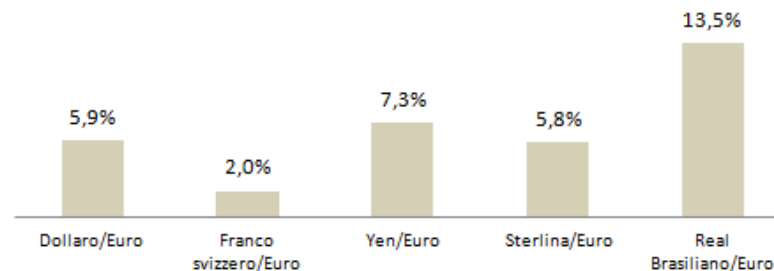
Mercati valutari

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

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



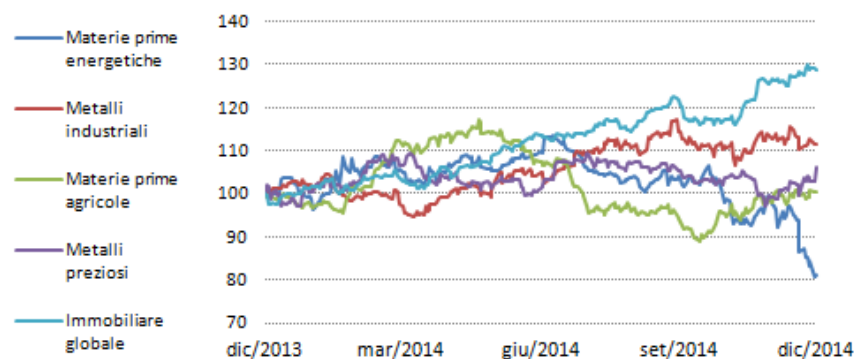
* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR



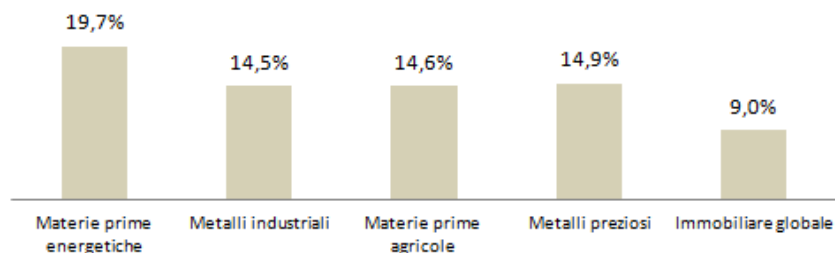
Mercati materie prime e immobiliare

	Rendimenti*					Volatilità*				
	YTD	1M	3M	6M	12M	YTD	1M	3M	6M	12M
Materie prime energetiche	-19,1%	-18,6%	-22,0%	-26,2%	-18,7%	19,9%	39,4%	28,6%	22,3%	19,7%
Metalli industriali	9,0%	-1,8%	-2,6%	6,1%	11,6%	14,9%	16,1%	17,4%	15,9%	14,5%
Materie prime agricole	3,4%	2,1%	6,2%	-6,6%	0,4%	14,9%	15,4%	17,1%	16,2%	14,6%
Metalli preziosi	9,4%	6,4%	0,6%	5,0%	6,3%	14,4%	21,9%	16,4%	14,7%	14,9%
Immobiliare globale	28,3%	2,6%	5,8%	13,2%	28,7%	8,9%	10,0%	11,4%	9,4%	9,0%

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR

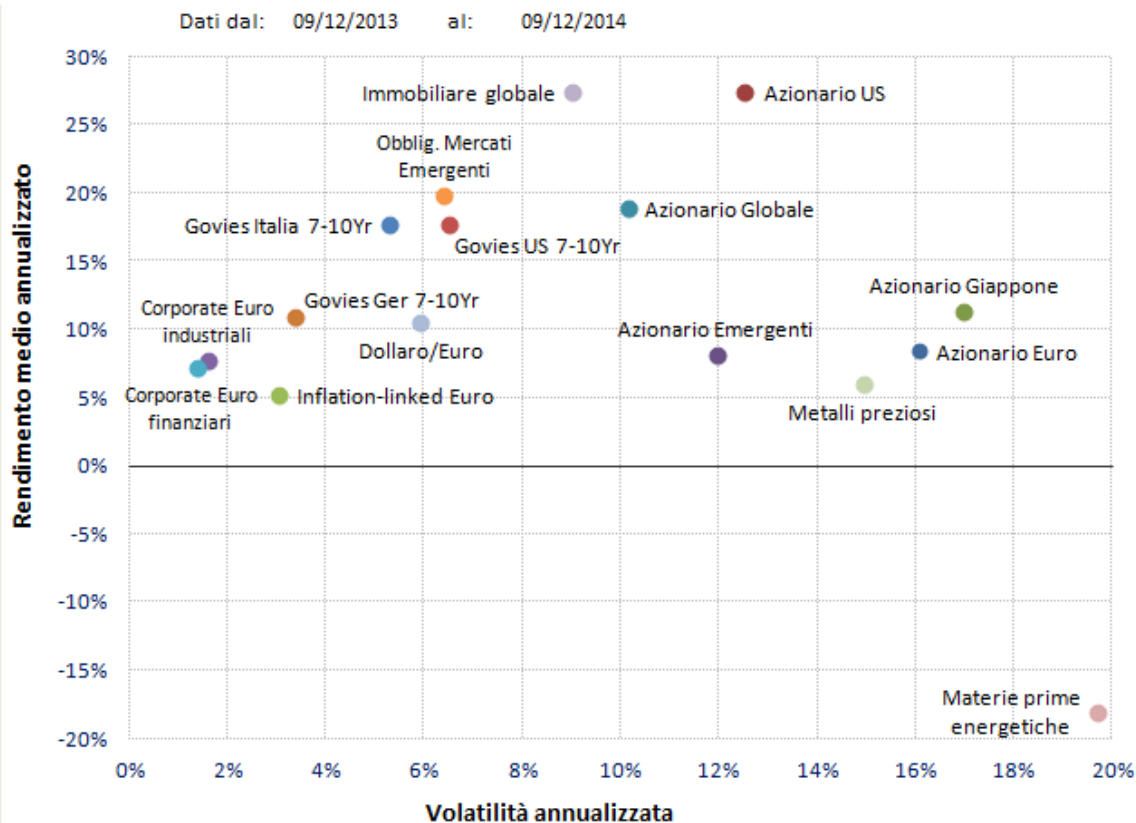


Rapporti rendimento-rischio a 1 anno (Sharpe ratio)

	Ret% MA*	Vol% MA*	SR
Azionario Euro	8,35%	16,07%	0,51
Azionario US	27,36%	12,51%	2,18
Azionario Giappone	11,29%	16,96%	0,66
Azionario Emergenti	8,10%	11,94%	0,67
Azionario Globale	18,94%	10,14%	1,86
Govies Germania 7-10Yr	10,93%	3,37%	3,21
Govies Italia 7-10Yr	17,74%	5,29%	3,33
Govies US 7-10Yr	17,67%	6,50%	2,70
Inflation-linked Euro	5,17%	3,05%	1,66
Corporate Euro industriali	7,77%	1,59%	4,83
Corporate Euro finanziari	7,16%	1,36%	5,17
Obblig. Mercati Emergenti	19,80%	6,40%	3,07
Dollaro/Euro	10,54%	5,91%	1,76
Materie prime energetiche	-18,03%	19,70%	-0,92
Metalli preziosi	5,99%	14,93%	0,39
Immobiliare globale	27,37%	9,02%	3,02

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

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Media
Azionario Euro	24,3%	18,0%	9,6%	-42,4%	25,6%	-2,8%	-14,1%	18,1%	21,5%	4,5%	3,8%
Azionario US	20,2%	3,9%	-4,6%	-34,2%	23,1%	23,4%	5,3%	13,9%	26,7%	26,4%	8,6%
Azionario Giappone	46,2%	-8,4%	-15,9%	-22,7%	3,6%	23,4%	-9,8%	6,0%	21,2%	10,2%	3,6%
Azionario Emergenti	54,1%	18,9%	26,5%	-51,1%	74,3%	27,8%	-15,6%	16,5%	-6,5%	10,0%	9,8%
Azionario Globale	26,2%	7,4%	-1,7%	-37,6%	25,9%	19,5%	-2,4%	14,0%	21,2%	17,1%	7,1%
Govies Germania 7-10Yr	5,9%	-1,0%	1,9%	14,8%	1,8%	6,8%	12,8%	6,8%	-1,7%	12,2%	5,9%
Govies Italia 7-10Yr	6,0%	-0,8%	2,2%	7,3%	9,2%	-0,7%	-7,5%	24,6%	8,6%	18,3%	6,3%
Govies US 7-10Yr	17,3%	-7,8%	-0,2%	23,6%	-8,6%	17,3%	18,9%	2,1%	-10,0%	20,7%	6,5%
Inflation-linked Euro	6,0%	-1,7%	1,9%	3,8%	8,1%	1,0%	-0,9%	11,0%	-3,9%	5,7%	3,0%
Corporate Euro industriali	3,5%	0,5%	0,8%	0,9%	16,2%	5,1%	3,9%	10,5%	1,7%	8,2%	5,0%
Corporate Euro finanziari	4,7%	0,3%	-1,1%	-7,9%	16,8%	4,3%	-0,5%	17,3%	2,9%	7,3%	4,1%
Obblig. Mercati Emergenti	26,9%	-1,1%	-4,2%	-7,7%	25,4%	20,3%	11,4%	16,5%	-10,5%	20,2%	8,9%
Dollaro/Euro	14,4%	-10,2%	-9,5%	4,4%	-2,5%	7,1%	3,3%	-1,7%	-4,0%	11,0%	0,9%
Materie prime energetiche	63,8%	-47,4%	9,1%	-45,0%	-7,8%	-4,1%	-13,3%	-11,0%	0,7%	-19,1%	-11,7%
Metalli preziosi	38,8%	14,0%	13,9%	0,3%	25,8%	53,0%	7,8%	4,4%	-33,8%	9,4%	11,0%
Immobiliare globale	32,1%	27,7%	-15,9%	-45,4%	34,6%	29,1%	-2,9%	26,3%	-0,1%	28,3%	7,8%
Liquidità	2,1%	2,9%	4,0%	4,0%	0,7%	0,4%	0,9%	0,2%	0,1%	0,1%	1,5%

* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR



Rapporti rendimento-rischio annuali (Sharpe ratio)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Media
Azionario Euro	1,92	0,98	0,33	-1,12	0,86	-0,13	-0,51	0,83	1,27	0,27	0,47
Azionario US	1,24	0,07	-0,49	-0,84	0,86	1,35	0,22	1,14	2,10	2,13	0,78
Azionario Giappone	2,74	-0,54	-0,98	-0,70	0,11	1,19	-0,43	0,36	0,96	0,60	0,33
Azionario Emergenti	3,72	0,86	1,08	-1,39	2,94	1,65	-0,82	1,26	-0,45	0,83	0,97
Azionario Globale	2,32	0,42	-0,43	-1,27	1,24	1,34	-0,19	1,35	2,07	1,70	0,86
Govies Germania 7-10Yr	1,02	-1,05	-0,52	1,54	0,17	1,19	1,52	1,07	-0,38	3,64	0,82
Govies Italia 7-10Yr	1,01	-0,99	-0,49	0,50	1,71	-0,19	-0,58	1,95	1,08	3,47	0,75
Govies US 7-10Yr	1,47	-1,38	-0,49	1,09	-0,56	1,21	1,09	0,16	-1,16	3,21	0,46
Inflation-linked Euro	0,83	-1,05	-0,51	-0,02	1,26	0,12	-0,22	1,82	-0,90	1,84	0,32
Corporate Euro industriali	0,53	-0,98	-1,27	-0,66	4,58	1,78	0,81	4,21	0,64	5,13	1,48
Corporate Euro finanziari	0,98	-1,05	-2,04	-2,38	3,95	1,33	-0,33	6,76	1,25	5,35	1,38
Obblig. Mercati Emergenti	2,40	-0,50	-1,19	-0,67	2,12	2,12	1,02	1,97	-1,14	3,17	0,93
Dollaro/Euro	1,30	-1,64	-2,04	0,03	-0,26	0,54	0,19	-0,23	-0,54	1,86	-0,08
Materie prime energetiche	1,68	-1,66	0,18	-1,17	-0,23	-0,22	-0,61	-0,50	0,04	-0,98	-0,35
Metalli preziosi	2,89	0,41	0,59	-0,13	1,02	2,66	0,27	0,24	-1,46	0,66	0,71
Immobiliare globale	2,47	2,08	-1,06	-1,22	1,07	1,87	-0,21	2,52	-0,01	3,22	1,07

* 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.