

03 / 14

Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Marzo 2014



Anthilia sgr
Capital Partners



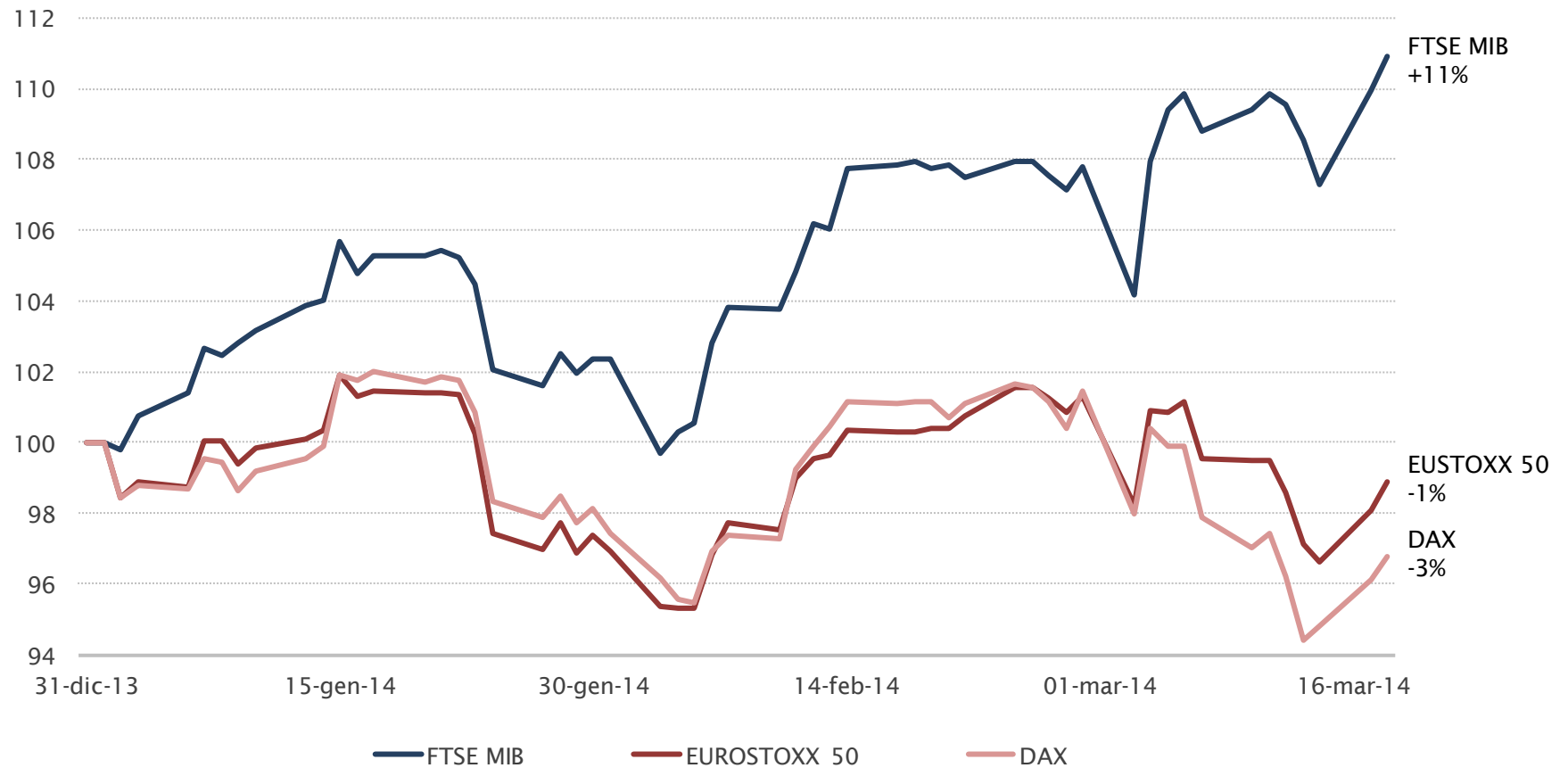
Analisi di scenario



Mercati

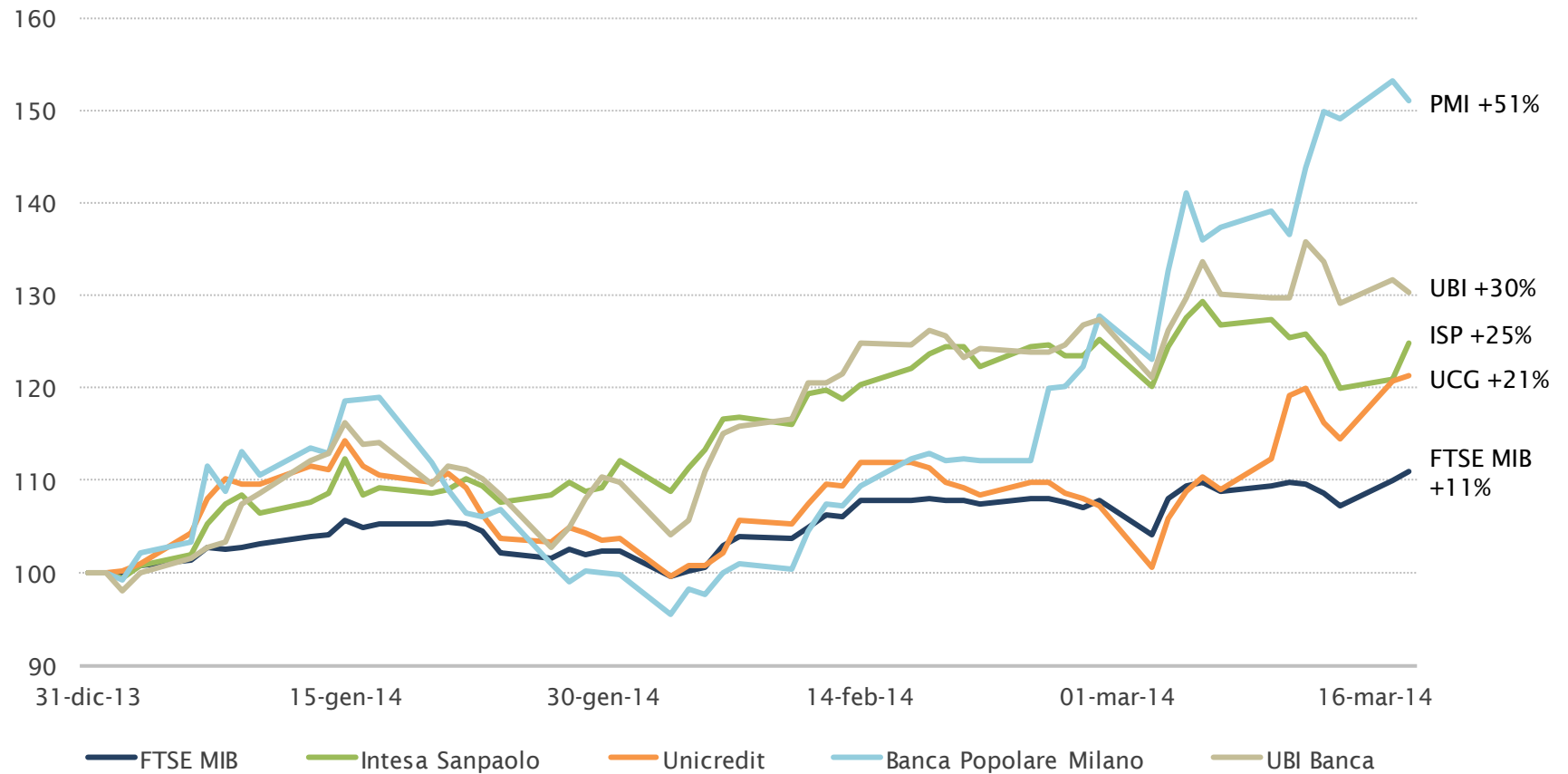


La sovraperformance del mercato italiano continua





In particolare si distingue il settore bancario

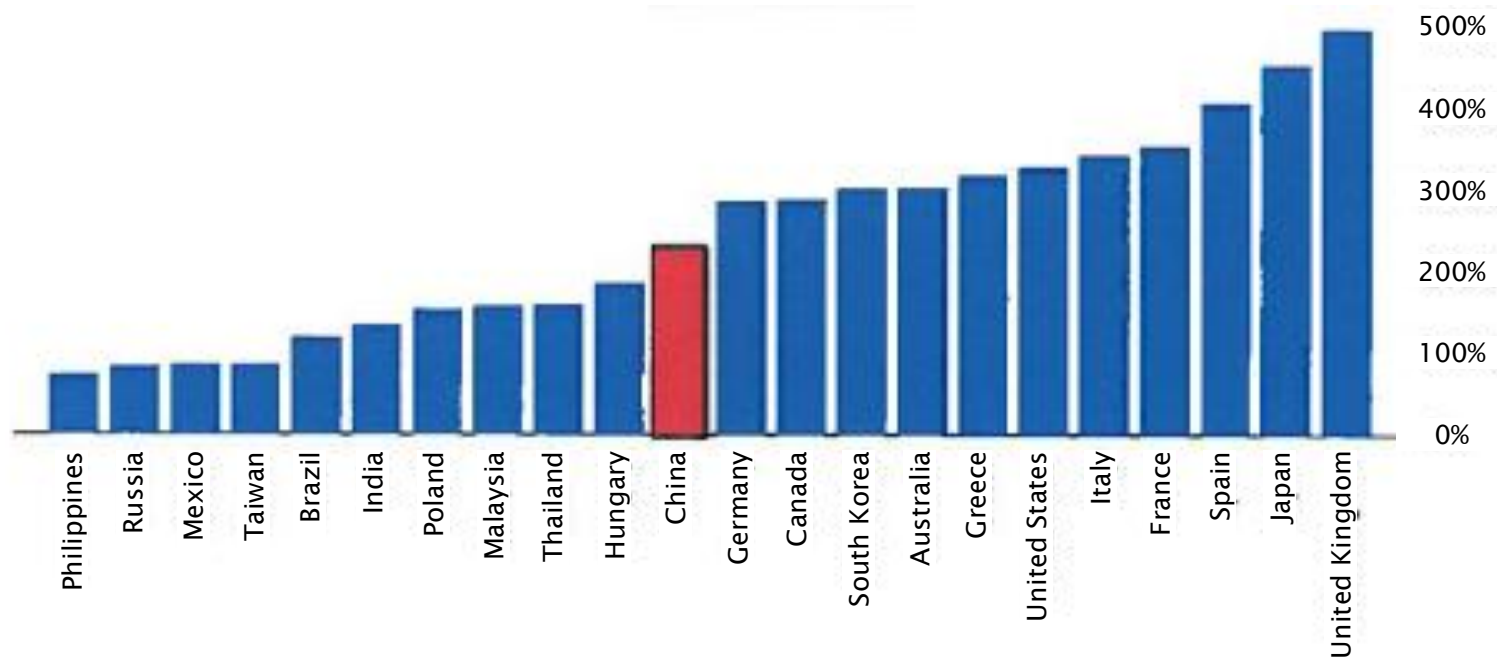




La Cina è una bolla? (1/5)

- A prima vista, non sembra che la Cina stia sperimentando una bolla di debito
- I principali Paesi industrializzati presentano livelli di debito significativamente superiori
- Tra i Paesi emergenti solo la Corea del Sud ha un debito maggiore

Debito totale su PIL



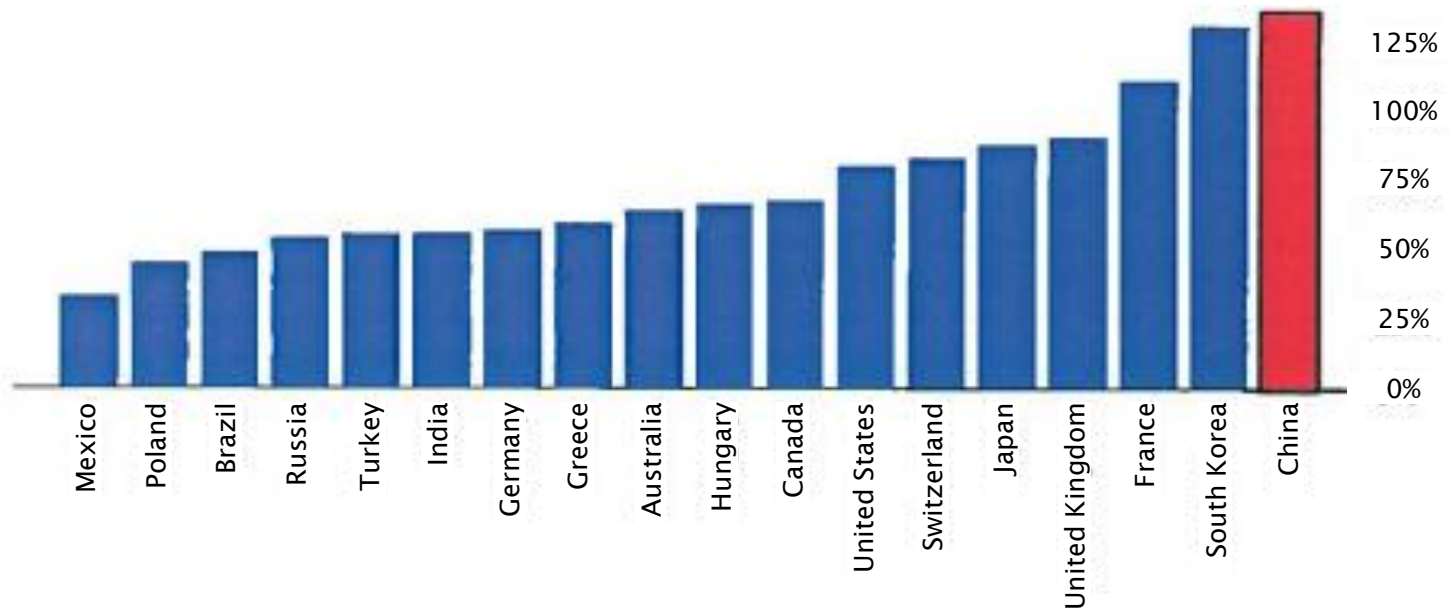
Fonte: Bridgewater Associates



La Cina è una bolla? (2/5)

- Prendendo in considerazione il debito delle imprese, la classifica cambia radicalmente aspetto
- Ma il primo posto in classifica, da solo, non basta a definire uno stato di bolla

Debito delle imprese su PIL



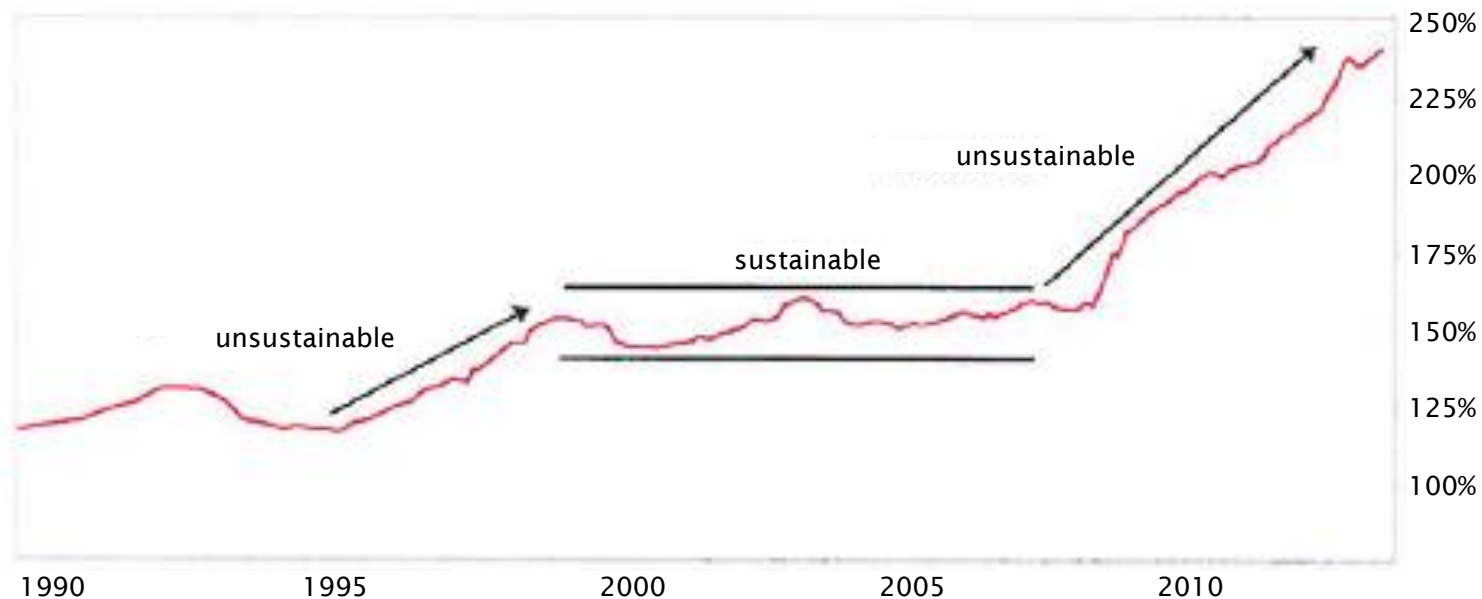
Fonte: Bridgewater Associates



La Cina è una bolla? (3/5)

- Più che lo stock di debito, è la recente dinamica che delinea un trend allarmante
- Dopo un lustro di forte espansione e una lunga fase di stabilizzazione, il debito totale ha ripreso a crescere rapidamente a seguito della crisi e grazie all'enorme espansione monetaria che l'ha seguita, passando dal 150% del PIL nel 2007 al 230% attuale

Debito totale cinese su PIL



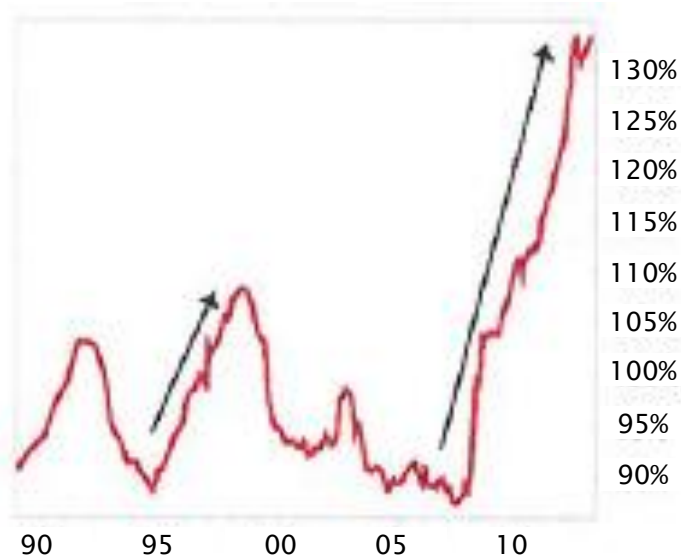
Fonte: Bridgewater Associates



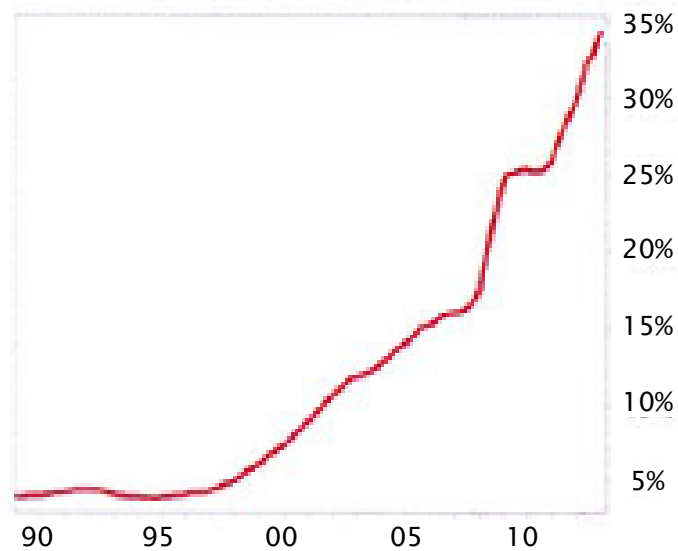
La Cina è una bolla? (4/5)

- L'accumulo di debito è avvenuto principalmente nel settore corporate e in quello delle amministrazioni locali
- Societe Generale stima un Debt Service Ratio del settore corporate cinese al 40% del PIL

Debito delle imprese non finanziarie cinesi su PIL



Debito del governo locale cinese su PIL



Fonte: Bridgewater Associates



La Cina è una bolla? (5/5)

- Definire una bolla l'intera economia cinese è eccessivo ma alcuni settori ne hanno tutte le caratteristiche
- Il settore immobiliare presenta una situazione debitoria meno estrema rispetto ad altri, ma più che sufficiente a creare un serio stress in caso di inversione della dinamica dei prezzi

Composizione del debito cinese

	Debt %Total	Debt %GDP	Debt %Income
Non financial corporations	55%	130%	475%
Large corporations	65%	84%	514%
SMEs	35%	46%	416%
Government	24%	57%	235%
Local	62%	35%	280%
Central	38%	22%	187%
Households	14%	32%	48%
Financial corporations	8%	18%	NA

Credit quality delle imprese non finanziarie cinesi

	Financial Expenses / EBITDA	Debt / EBITDA	Net debt / EBITDA *
Materials	24%	608%	522%
Industrials	15%	535%	222%
Utilities	29%	770%	514%
Real Estate	8%	201%	276%
Energy	9%	251%	122%
Consumer discretionary	5%	158%	180%
IT	0%	507%	-20%
Consumer staples	8%	162%	15%
Health care	0%	244%	25%
Total business	15%	439%	NA

* Listed companies

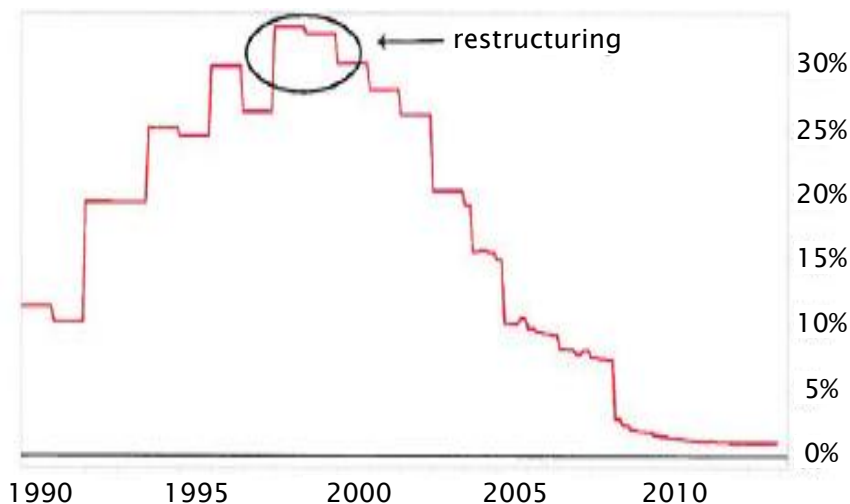
Fonte: Bridgewater Associates



L'easing ha preservato i bilanci bancari a costo di grandi squilibri economici

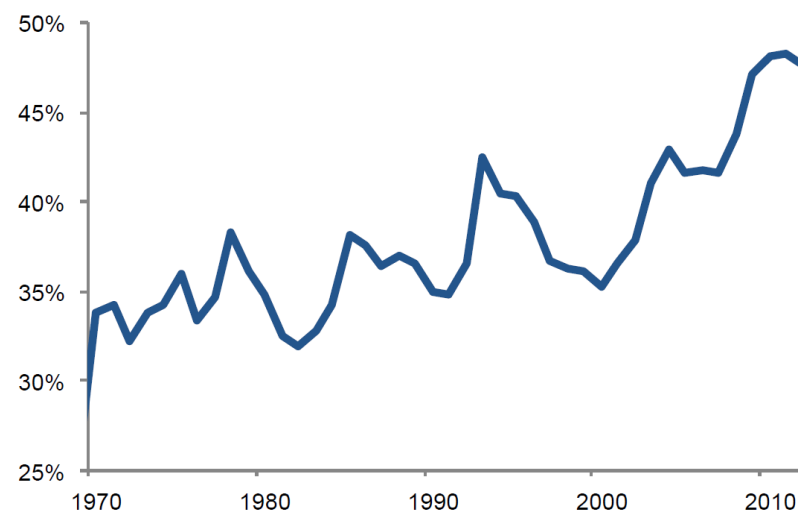
- Anni di espansione monetaria e creditizia hanno favorito un crollo degli NPL sui bilanci bancari, agevolando il rifinanziamento dei debiti corporate
- Ma l'economia è ancora troppo basata su investimenti in infrastrutture finanziate con debito: il Capex costituisce ancora quasi il 50% del PIL

Quota di NPL sul totale dei prestiti cinesi



Fonte: Bridgewater Associates

Capex cinese su PIL



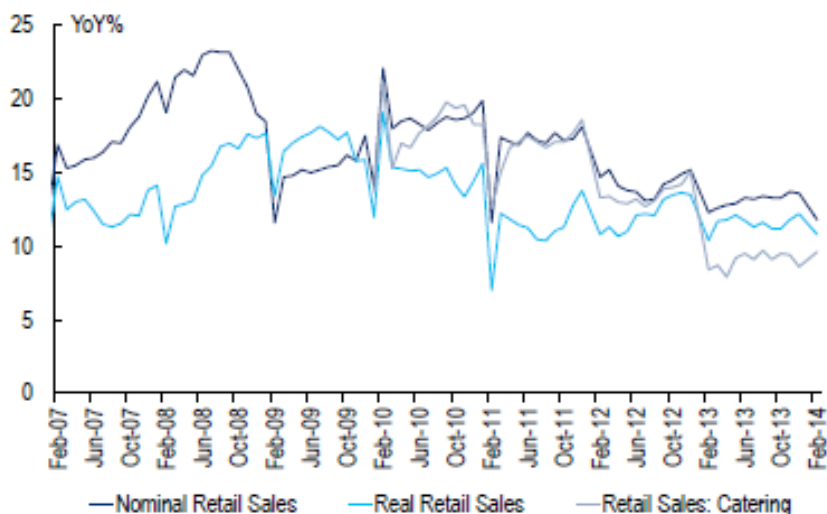
Fonte: SG



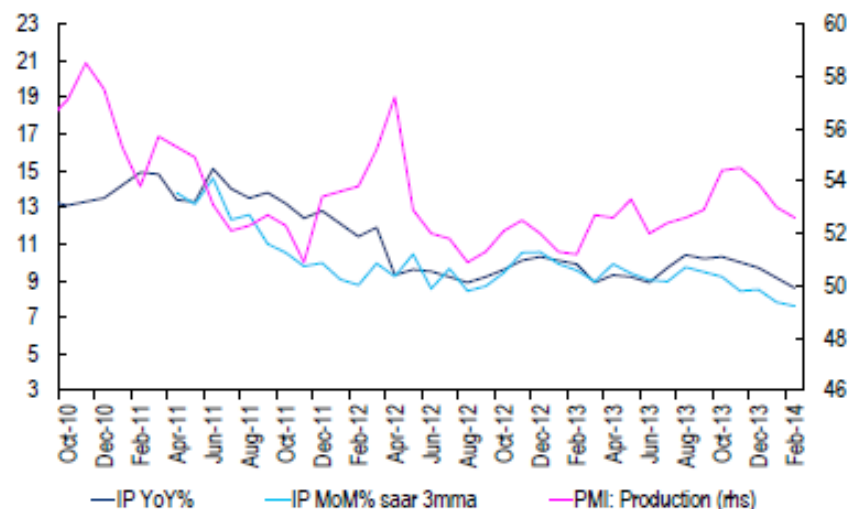
Soft patch o rallentamento strutturale? (1/2)

- Si moltiplicano i segnali di rallentamento dell'economia cinese negli ultimi trimestri
- I ritmi di crescita di retail sales e produzione industriale calano e le survey segnalano un ulteriore raffreddamento

Retail sales cinesi



Produzione industriale e PMI cinesi



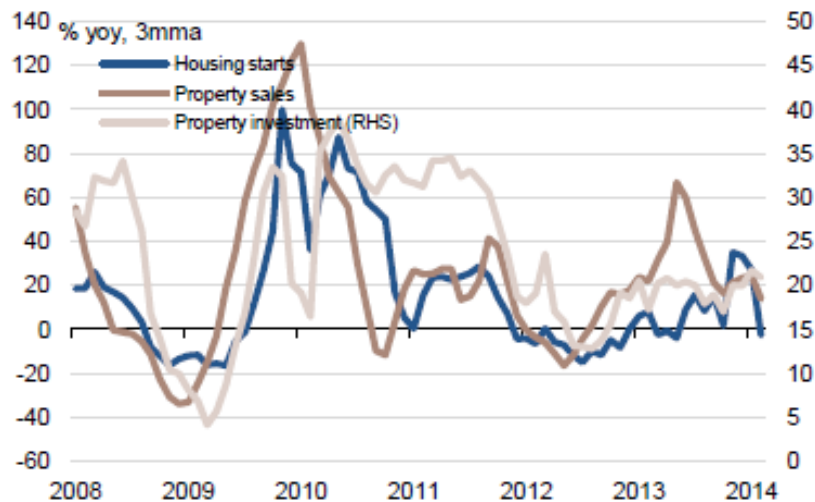
Fonte: CEIC, Citi Research



Soft patch o rallentamento strutturale? (2/2)

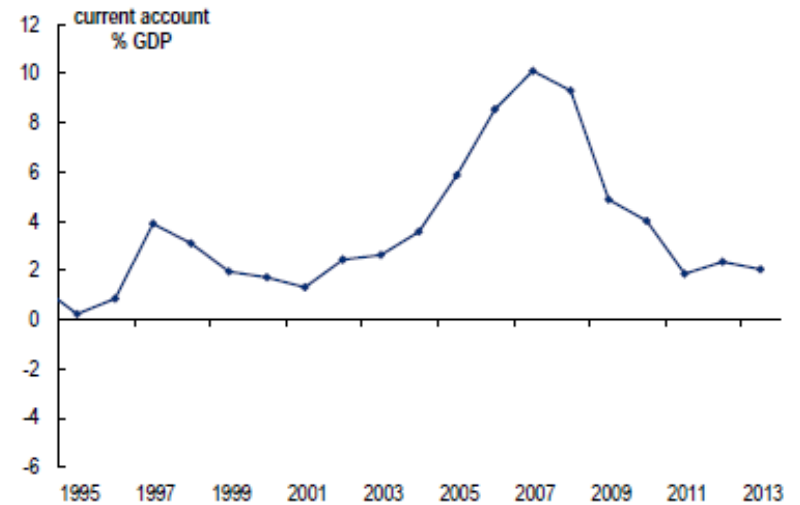
- Le ripetute misure contro la speculazione immobiliare stanno ottenendo gli effetti sperati
- La costante rivalutazione dello Yuan negli ultimi anni ha prodotto un riequilibrio della bilancia commerciale

Mercato immobiliare in Cina



Fonte: SG

Current account cinese su PIL

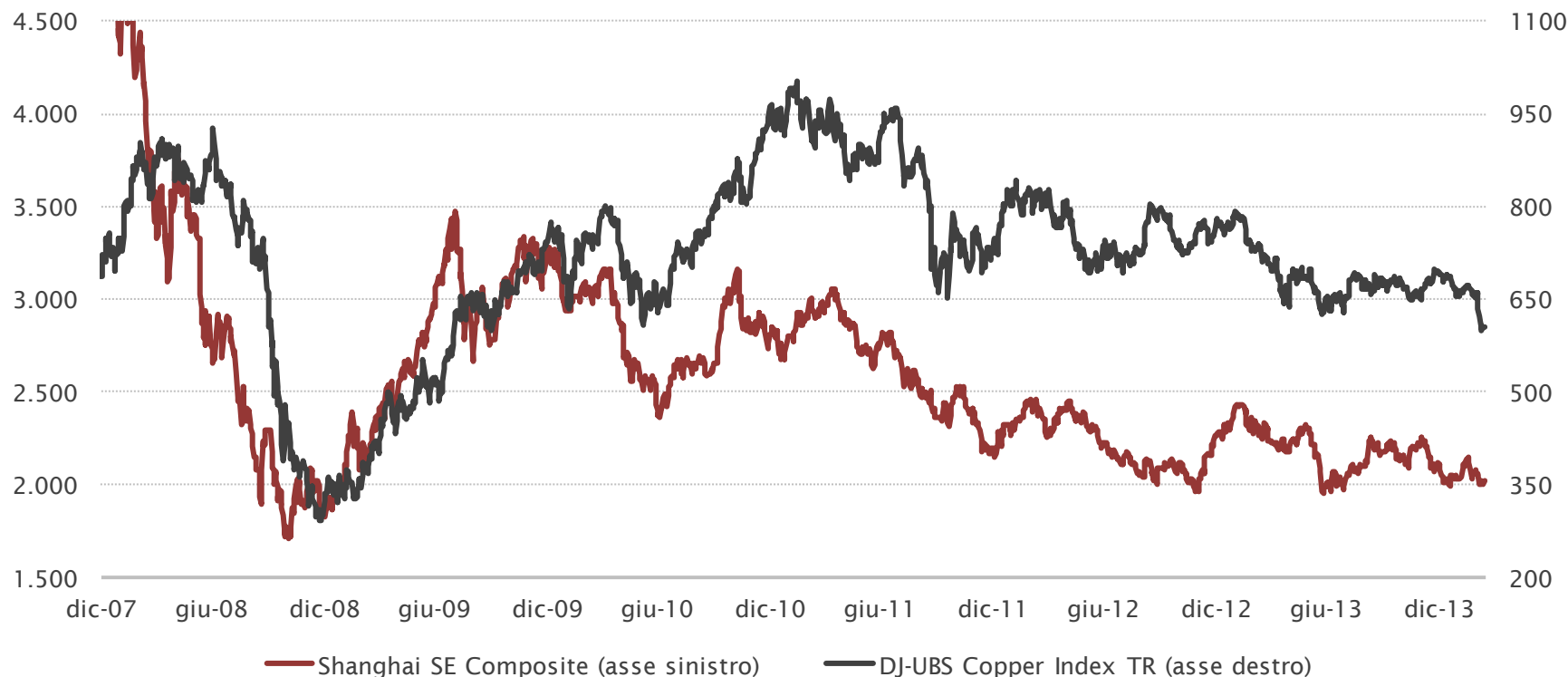


Fonte: CEIC, Citi Research



Segnali dagli asset

- La borsa cinese staziona sui livelli di gennaio 2009, appena il 15% sopra i minimi dell'ottobre 2008
- Il prezzo del rame si trova ai minimi dal 2010, con la Cina che rappresenta circa il 40% della domanda globale





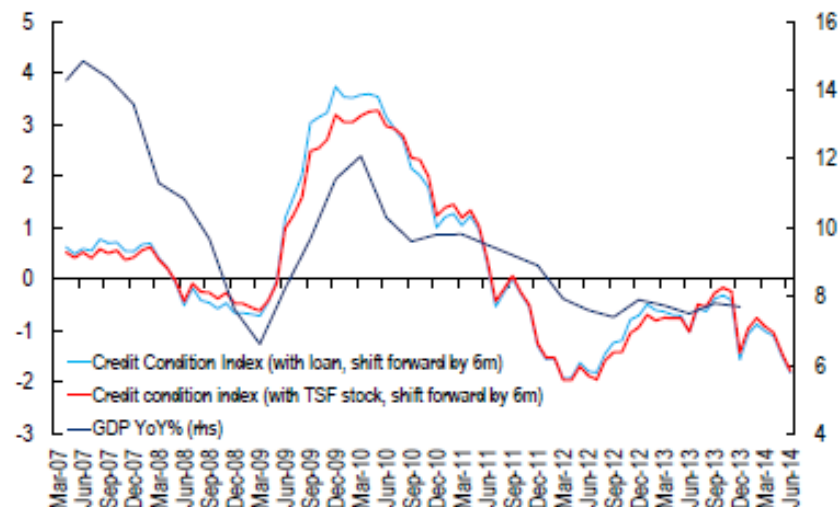
Questa volta si fa sul serio (1/2)

- Il Citi Surprise Index è crollato in poco tempo ai minimi dall'inizio della crisi
- Le condizioni finanziarie sembrano indicare un ulteriore rallentamento nei prossimi mesi
- Oltre alle loro implicazioni per il ciclo, entrambi i fenomeni indicano che le autorità sono determinate nel sopportare i costi della riforma del sistema

Citigroup Economic Surprise Index China



Condizioni del mercato del credito in Cina



Fonte: WIND, CEIC, Citi Research



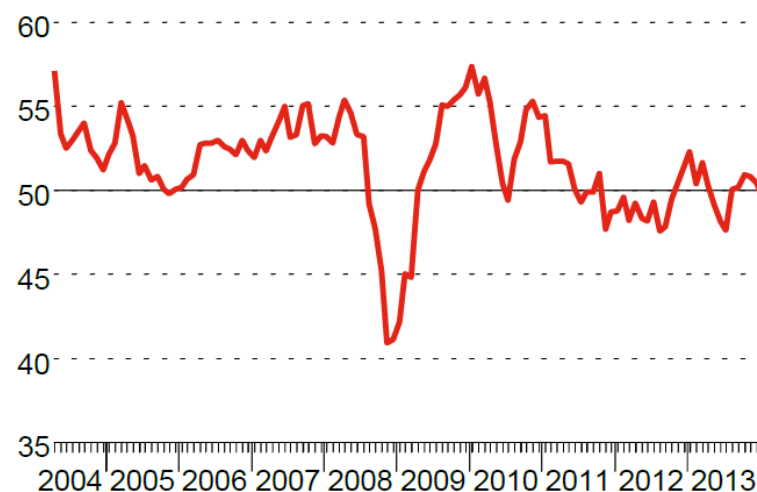
Questa volta si fa sul serio (2/2)

- È stato confermato il target di crescita per il 2014, indicando l'“area 7,5%” ma ammonendo il mercato che un 7% - 7,2% non deve essere motivo di panico
- La PBOC ha ingaggiato una lotta contro lo Shadow Banking System, a colpi di squeeze di liquidità e svalutazione, fino ad allargare la banda di oscillazione della divisa
- Due settimane fa si è registrato il primo default corporate da 15 anni: ne seguiranno altri
- È partita una lotta alla corruzione e all'evasione che sta imponendo un dazio sull'attività economica

Dollaro US/Yuan



HSBC China Manufacturing PMI



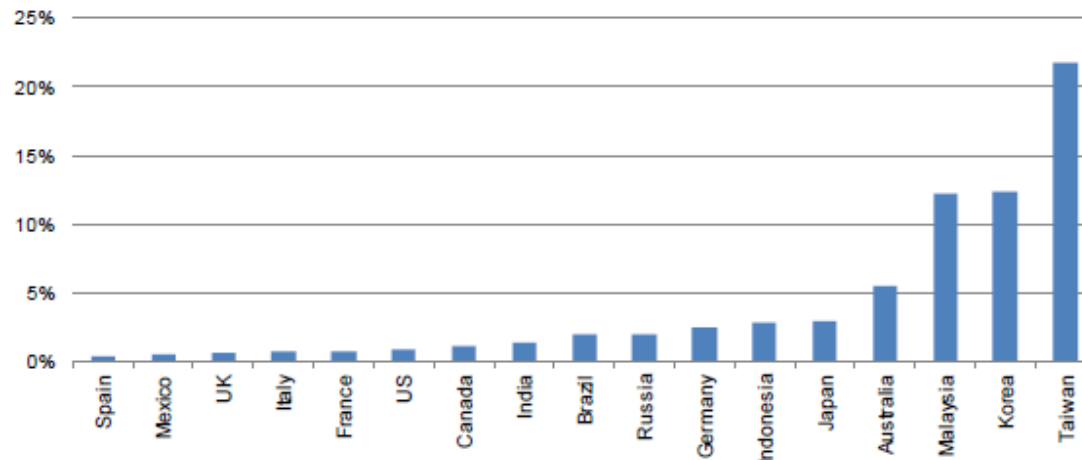
Fonte: Markit, HSBC



Conclusioni

- Posta di fronte alla necessità di modificare un modello di sviluppo insostenibile nel lungo periodo, la nuova dirigenza cinese ha promosso una serie di riforme e misure volte a riequilibrare l'economia
- I leader sono consci che il processo si tradurrà in un rallentamento macroeconomico ma interverranno solo nel caso in cui la situazione degeneri
- Il governo dispone di enormi risorse e di un forte grip sulla congiuntura: i rischi di un hard landing esistono ma sono ridotti
- Nondimeno, un rallentamento con contestuale transizione da un modello di crescita Capex-driven a uno basato sui consumi interni è destinato a pesare sul ciclo globale, in particolare su area asiatica, industrial commodity exporter ed Emergenti in generale

Esportazioni verso Cina su PIL



Fonte: IMF, OECD, SG



Analisi di scenario



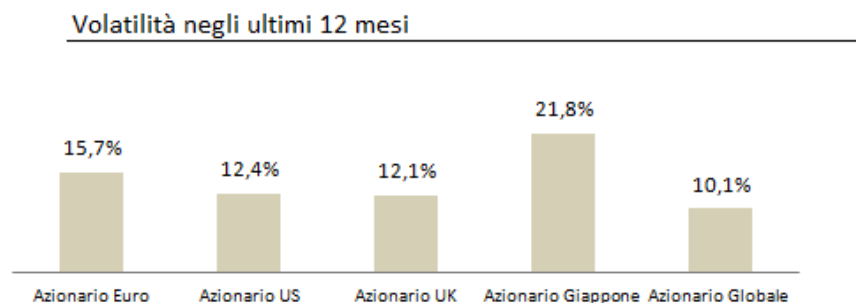
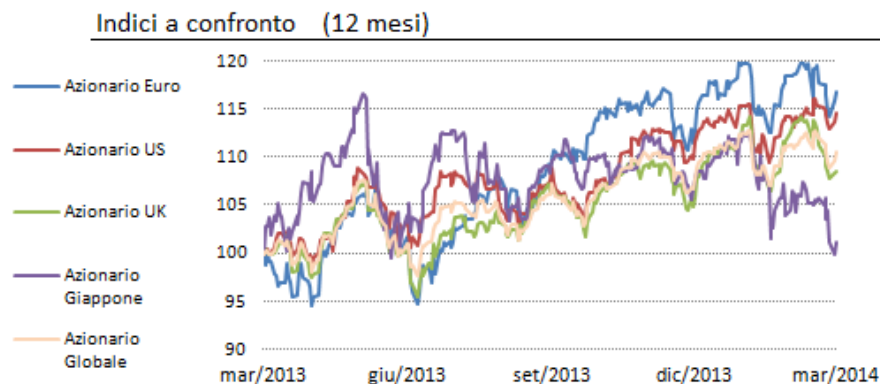
Mercati



Mercati azionari sviluppati

Rendimenti*		dati al: 18/03/2014				
	YTD	1M	3M	6M	12M	
Azionario Euro	-0,9%	-1,4%	3,6%	6,4%	16,9%	
Azionario US	0,8%	0,7%	2,7%	5,2%	14,7%	
Azionario UK	-2,1%	-4,0%	2,7%	1,9%	8,6%	
Azionario Giappone	-8,0%	-5,0%	-6,2%	-7,7%	1,2%	
Azionario Globale	-0,3%	-0,7%	2,5%	3,2%	10,6%	

Volatilità*		dati al: 18/03/2014				
	YTD	1M	3M	6M	12M	
Azionario Euro	16,0%	18,6%	15,6%	14,0%	15,7%	
Azionario US	12,9%	10,2%	12,2%	11,9%	12,4%	
Azionario UK	12,6%	11,8%	12,8%	11,1%	12,1%	
Azionario Giappone	23,9%	19,2%	22,5%	18,2%	21,8%	
Azionario Globale	10,9%	10,1%	10,4%	9,4%	10,1%	



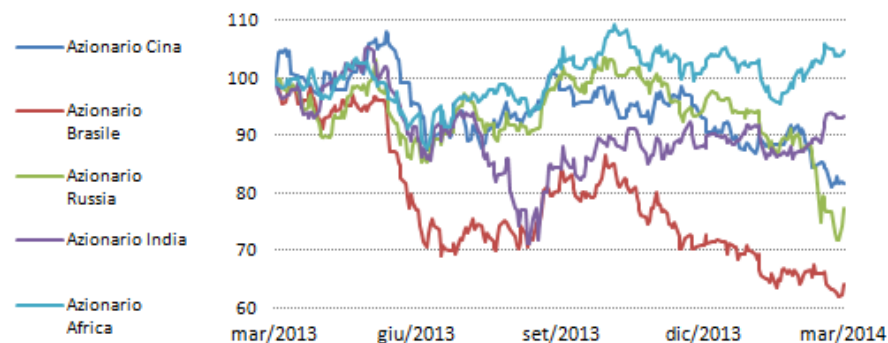
* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR



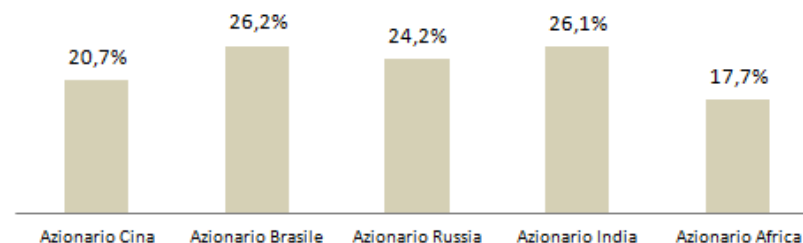
Mercati azionari emergenti

	Rendimenti*					Volatilità*				
	YTD	1M	3M	6M	12M	YTD	1M	3M	6M	12M
Azionario Cina	-11,2%	-9,3%	-12,1%	-16,6%	-18,2%	18,6%	21,5%	18,7%	17,6%	20,7%
Azionario Brasile	-10,4%	-0,1%	-9,7%	-24,0%	-35,9%	25,6%	24,1%	24,7%	24,2%	26,2%
Azionario Russia	-19,6%	-13,3%	-18,7%	-22,5%	-22,6%	35,9%	55,1%	33,6%	26,4%	24,2%
Azionario India	4,0%	7,1%	5,5%	10,9%	-6,5%	16,2%	11,2%	15,9%	19,7%	26,1%
Azionario Africa	-0,5%	3,5%	2,9%	3,0%	4,8%	15,9%	14,9%	15,1%	16,2%	17,7%

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR

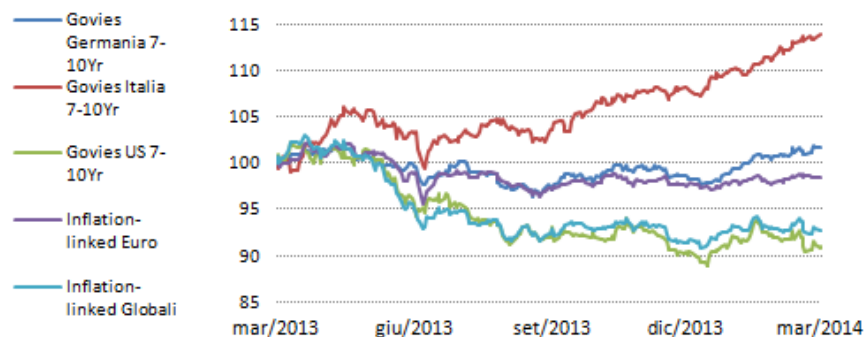


Mercati obbligazionari governativi

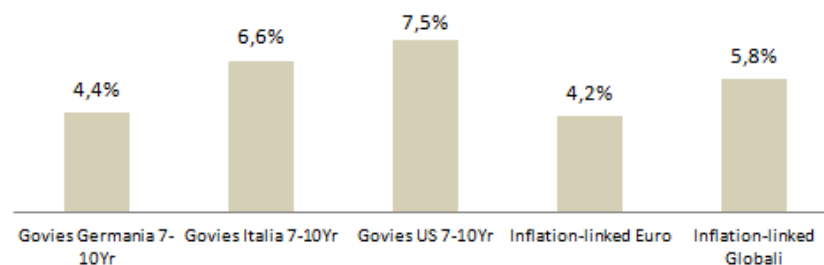
	Rendimenti*					dati al: 18/03/2014
	YTD	1M	3M	6M	12M	
Govies Germania 7-10Yr	3,8%	0,8%	3,2%	4,6%	1,7%	
Govies Italia 7-10Yr	5,5%	1,3%	5,5%	10,0%	14,0%	
Govies US 7-10Yr	2,3%	-0,9%	1,0%	-2,3%	-9,0%	
Inflation-linked Euro	1,0%	0,3%	0,8%	1,2%	-1,5%	
Inflation-linked Globali	1,8%	0,0%	1,4%	-0,1%	-7,2%	

	Volatilità*					dati al: 18/03/2014
	YTD	1M	3M	6M	12M	
Govies Germania 7-10Yr	3,8%	4,5%	3,8%	4,1%	4,4%	
Govies Italia 7-10Yr	4,2%	4,2%	4,3%	4,8%	6,6%	
Govies US 7-10Yr	7,2%	8,7%	6,9%	6,7%	7,5%	
Inflation-linked Euro	2,6%	2,5%	2,6%	2,8%	4,2%	
Inflation-linked Globali	5,4%	6,8%	5,3%	4,9%	5,8%	

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



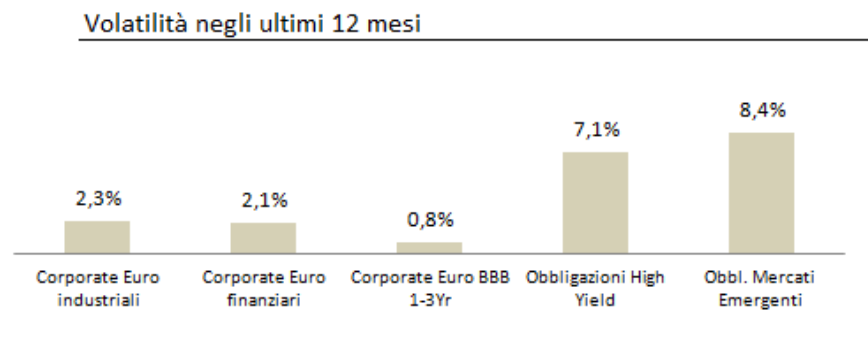
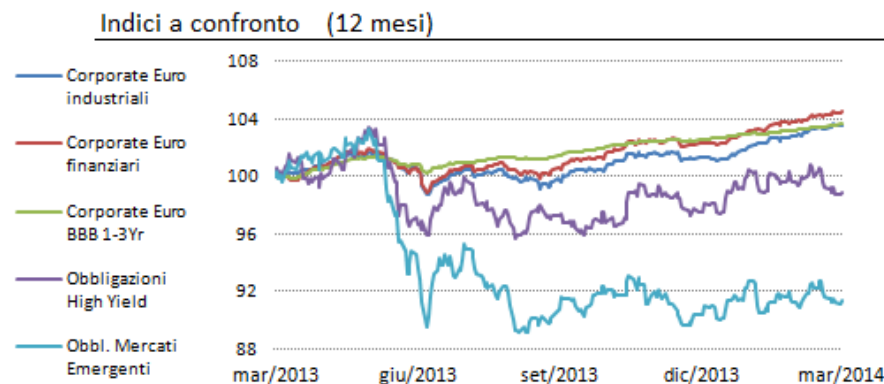
* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR



Mercati obbligazionari corporate, High Yield ed emergenti

Rendimenti*		dati al: 18/03/2014				
	YTD	1M	3M	6M	12M	
Corporate Euro industriali	2,4%	0,6%	2,3%	4,0%	3,6%	
Corporate Euro finanziari	2,2%	0,6%	2,1%	4,0%	4,6%	
Corporate Euro BBB 1-3Yr	1,0%	0,4%	1,1%	2,2%	3,7%	
Obbligazioni High Yield	1,4%	-0,5%	1,4%	1,6%	-1,1%	
Obbl. Mercati Emergenti	1,4%	0,4%	1,0%	-0,3%	-8,6%	

Volatilità*		dati al: 18/03/2014				
	YTD	1M	3M	6M	12M	
Corporate Euro industriali	1,7%	1,9%	1,7%	1,9%	2,3%	
Corporate Euro finanziari	1,4%	1,6%	1,4%	1,6%	2,1%	
Corporate Euro BBB 1-3Yr	0,5%	0,6%	0,5%	0,5%	0,8%	
Obbligazioni High Yield	6,4%	6,3%	6,2%	6,0%	7,1%	
Obbl. Mercati Emergenti	6,5%	6,1%	6,4%	6,4%	8,4%	



* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR

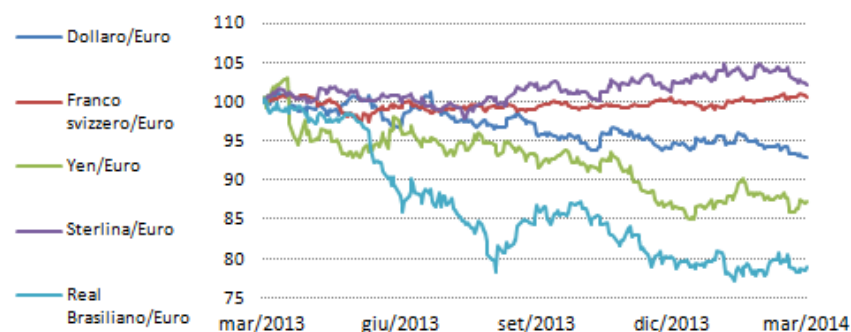


Mercati valutari

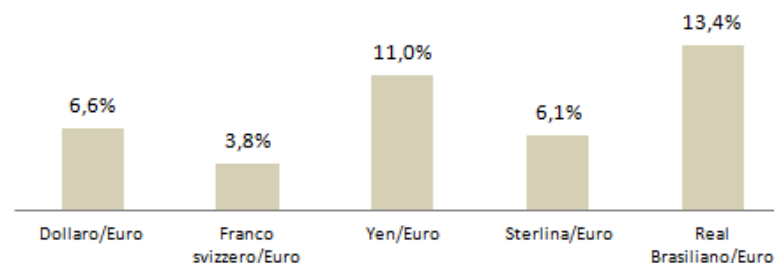
Rendimenti*		dati al: 18/03/2014				
	YTD	1M	3M	6M	12M	
Dollaro/Euro	-1,4%	-1,3%	-1,8%	-2,9%	-7,0%	
Franco svizzero/Euro	0,9%	0,4%	0,6%	1,4%	0,8%	
Yen/Euro	2,4%	-0,4%	1,0%	-6,3%	-12,7%	
Sterlina/Euro	-1,1%	-1,8%	-0,6%	-0,3%	2,1%	
Real Brasiliano/Euro	-0,2%	1,3%	-1,4%	-9,1%	-21,0%	

Volatilità*		dati al: 18/03/2014				
	YTD	1M	3M	6M	12M	
Dollaro/Euro	5,8%	5,1%	5,6%	5,6%	6,6%	
Franco svizzero/Euro	3,3%	2,8%	3,2%	2,9%	3,8%	
Yen/Euro	9,1%	9,1%	8,7%	8,8%	11,0%	
Sterlina/Euro	6,9%	4,7%	6,6%	6,6%	6,1%	
Real Brasiliano/Euro	12,8%	12,0%	12,7%	12,5%	13,4%	

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR



Mercati materie prime e immobiliare

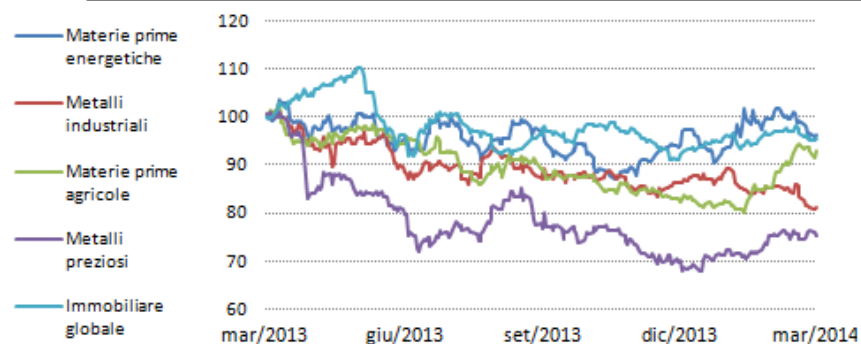
Rendimenti* dati al: 18/03/2014

	YTD	1M	3M	6M	12M
Materie prime energetiche	2,4%	-4,7%	2,3%	-1,0%	-3,6%
Metalli industriali	-6,9%	-5,3%	-5,9%	-7,8%	-18,7%
Materie prime agricole	14,1%	6,7%	13,0%	4,2%	-6,9%
Metalli preziosi	10,5%	-0,6%	7,1%	-2,3%	-24,8%
Immobiliare globale	2,2%	-1,4%	3,5%	-2,3%	-4,2%

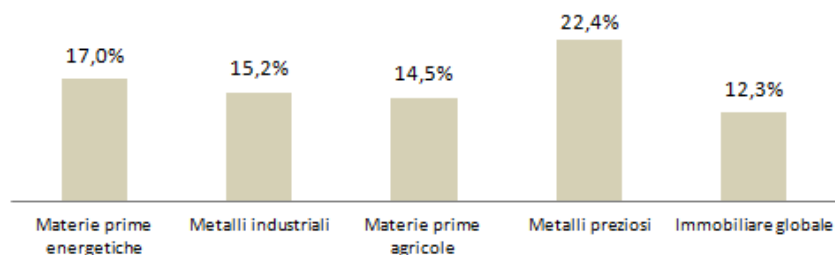
Volatilità* dati al: 18/03/2014

	YTD	1M	3M	6M	12M
Materie prime energetiche	20,6%	12,2%	20,5%	17,3%	17,0%
Metalli industriali	13,6%	14,9%	13,1%	12,7%	15,2%
Materie prime agricole	12,9%	14,8%	12,7%	11,3%	14,5%
Metalli preziosi	15,3%	15,9%	16,1%	18,8%	22,4%
Immobiliare globale	9,4%	8,6%	8,8%	9,2%	12,3%

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR

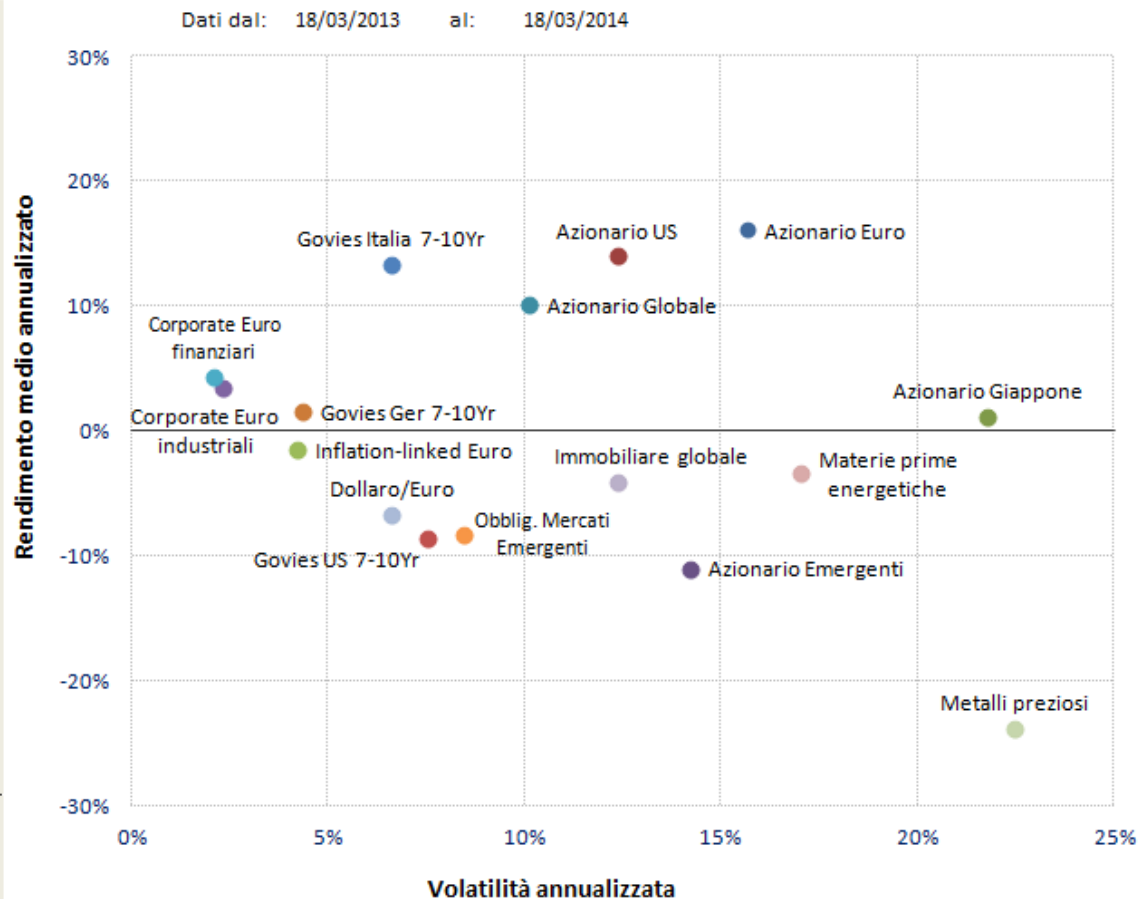


Rapporti rendimento-rischio a 1 anno (Sharpe ratio)

	Ret% MA*	Vol% MA*	SR
Azionario Euro	16,14%	15,67%	1,02
Azionario US	14,01%	12,35%	1,12
Azionario Giappone	1,12%	21,78%	0,05
Azionario Emergenti	-10,98%	14,22%	-0,78
Azionario Globale	10,16%	10,13%	0,99
Govies Germania 7-10Yr	1,64%	4,37%	0,35
Govies Italia 7-10Yr	13,42%	6,62%	2,01
Govies US 7-10Yr	-8,59%	7,53%	-1,15
Inflation-linked Euro	-1,48%	4,21%	-0,38
Corporate Euro industriali	3,48%	2,31%	1,46
Corporate Euro finanziari	4,36%	2,11%	2,01
Obblig. Mercati Emergenti	-8,29%	8,43%	-0,99
Dollaro/Euro	-6,72%	6,61%	-1,03
Materie prime energetiche	-3,42%	17,03%	-0,21
Metalli preziosi	-23,87%	22,44%	-1,07
Immobiliare globale	-4,06%	12,35%	-0,34

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%	-0,9%	3,3%
Azionario US	20,2%	3,9%	-4,6%	-34,2%	23,1%	23,4%	5,3%	13,9%	26,7%	0,8%	6,2%
Azionario Giappone	46,2%	-8,4%	-15,9%	-22,7%	3,6%	23,4%	-9,8%	6,0%	21,2%	-8,0%	1,7%
Azionario Emergenti	54,1%	18,9%	26,5%	-51,1%	74,3%	27,8%	-15,6%	16,5%	-6,5%	-5,6%	8,2%
Azionario Globale	26,2%	7,4%	-1,7%	-37,6%	25,9%	19,5%	-2,4%	14,0%	21,2%	-0,3%	5,3%
Govies Germania 7-10Yr	5,9%	-1,0%	1,9%	14,8%	1,8%	6,8%	12,8%	6,8%	-1,7%	3,8%	5,1%
Govies Italia 7-10Yr	6,0%	-0,8%	2,2%	7,3%	9,2%	-0,7%	-7,5%	24,6%	8,6%	5,5%	5,1%
Govies US 7-10Yr	17,3%	-7,8%	-0,2%	23,6%	-8,6%	17,3%	18,9%	2,1%	-10,0%	2,3%	4,8%
Inflation-linked Euro	6,0%	-1,7%	1,9%	3,8%	8,1%	1,0%	-0,9%	11,0%	-3,9%	1,0%	2,5%
Corporate Euro industriali	3,5%	0,5%	0,8%	0,9%	16,2%	5,1%	3,9%	10,5%	1,7%	2,4%	4,4%
Corporate Euro finanziari	4,7%	0,3%	-1,1%	-7,9%	16,8%	4,3%	-0,5%	17,3%	2,9%	2,2%	3,6%
Obblig. Mercati Emergenti	26,9%	-1,1%	-4,2%	-7,7%	25,4%	20,3%	11,4%	16,5%	-10,5%	1,4%	7,0%
Dollaro/Euro	14,4%	-10,2%	-9,5%	4,4%	-2,5%	7,1%	3,3%	-1,7%	-4,0%	-1,4%	-0,3%
Materie prime energetiche	63,8%	-47,4%	9,1%	-45,0%	-7,8%	-4,1%	-13,3%	-11,0%	0,7%	2,4%	-9,6%
Metalli preziosi	38,8%	14,0%	13,9%	0,3%	25,8%	53,0%	7,8%	4,4%	-33,8%	10,5%	11,1%
Immobiliare globale	32,1%	27,7%	-15,9%	-45,4%	34,6%	29,1%	-2,9%	26,3%	-0,1%	2,2%	5,4%
Liquidità	2,1%	2,9%	4,0%	4,0%	0,7%	0,4%	0,9%	0,2%	0,1%	0,0%	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	-0,26	0,42
Azionario US	1,24	0,07	-0,49	-0,84	0,86	1,35	0,22	1,14	2,10	0,27	0,59
Azionario Giappone	2,74	-0,54	-0,98	-0,70	0,11	1,19	-0,43	0,36	0,96	-1,33	0,14
Azionario Emergenti	3,72	0,86	1,08	-1,39	2,94	1,65	-0,82	1,26	-0,45	-1,77	0,71
Azionario Globale	2,32	0,42	-0,43	-1,27	1,24	1,34	-0,19	1,35	2,07	-0,15	0,67
Govies Germania 7-10Yr	1,02	-1,05	-0,52	1,54	0,17	1,19	1,52	1,07	-0,38	4,77	0,93
Govies Italia 7-10Yr	1,01	-0,99	-0,49	0,50	1,71	-0,19	-0,58	1,95	1,08	6,58	1,06
Govies US 7-10Yr	1,47	-1,38	-0,49	1,09	-0,56	1,21	1,09	0,16	-1,16	1,47	0,29
Inflation-linked Euro	0,83	-1,05	-0,51	-0,02	1,26	0,12	-0,22	1,82	-0,90	1,64	0,30
Corporate Euro industriali	0,53	-0,98	-1,27	-0,66	4,58	1,78	0,81	4,21	0,64	6,48	1,61
Corporate Euro finanziari	0,98	-1,05	-2,04	-2,38	3,95	1,33	-0,33	6,76	1,25	6,97	1,54
Obblig. Mercati Emergenti	2,40	-0,50	-1,19	-0,67	2,12	2,12	1,02	1,97	-1,14	0,94	0,70
Dollaro/Euro	1,30	-1,64	-2,04	0,03	-0,26	0,54	0,19	-0,23	-0,54	-1,08	-0,37
Materie prime energetiche	1,68	-1,66	0,18	-1,17	-0,23	-0,22	-0,61	-0,50	0,04	0,54	-0,20
Metalli preziosi	2,89	0,41	0,59	-0,13	1,02	2,66	0,27	0,24	-1,46	3,73	1,02
Immobiliare globale	2,47	2,08	-1,06	-1,22	1,07	1,87	-0,21	2,52	-0,01	1,08	0,86

* 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.