

05 / 14

Anthilia  
Capital Partners  
SGR

Analisi di scenario  
Maggio 2014



**Anthilia** sgr  
Capital Partners



Analisi di scenario

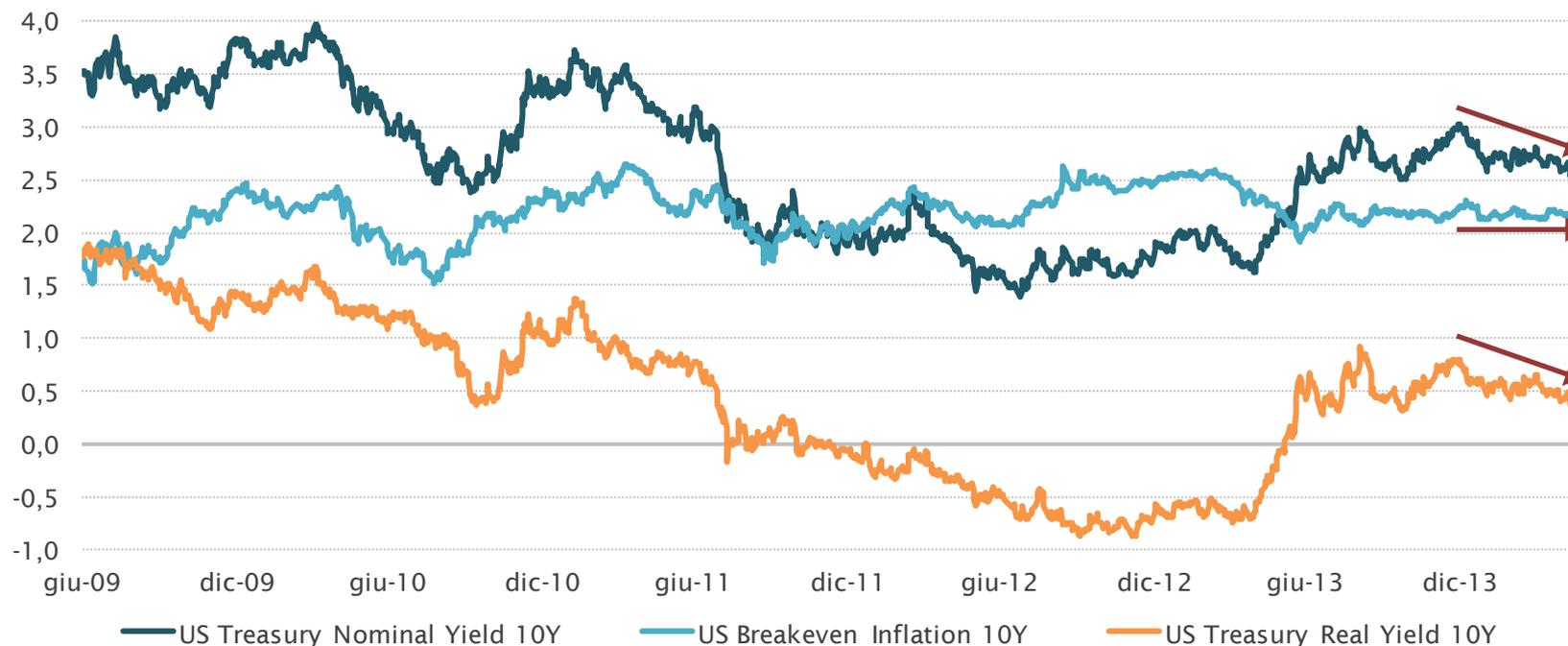


Mercati



## Il nuovo Conundrum

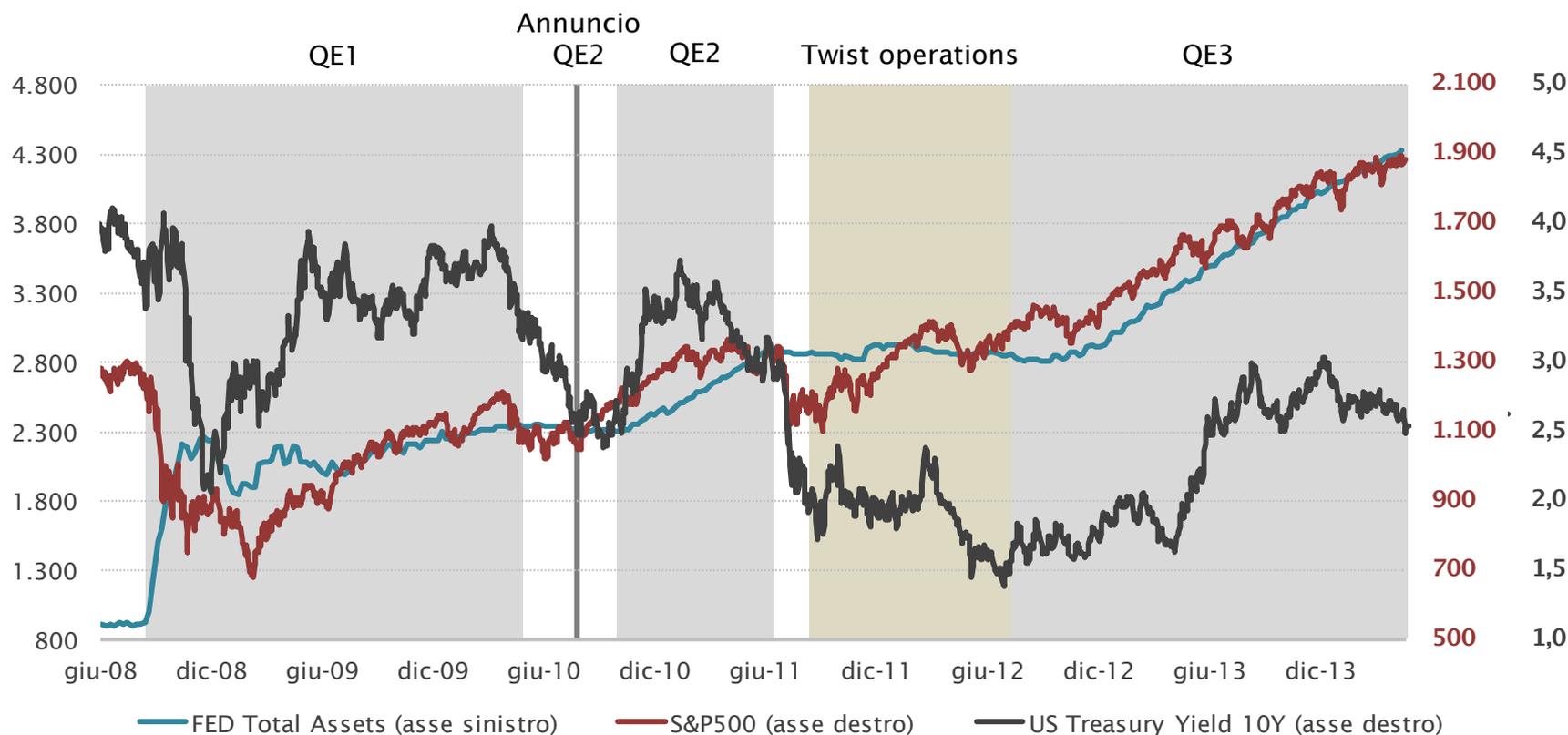
- Tra le principali sorprese del 2014 vi è il calo dei rendimenti sui Treasury US, attesi in salita dal consenso degli investitori, grazie ad un'accelerazione della crescita e a un progressivo ritiro degli stimoli della FED
- Detto calo è da ascrivere interamente ad un ritracciamento dei rendimenti reali mentre le attese di inflazione sono rimaste assi stabili negli ultimi mesi. In altre parole, il mercato dei tassi prezza una ripresa più lenta





## È davvero una sorpresa?

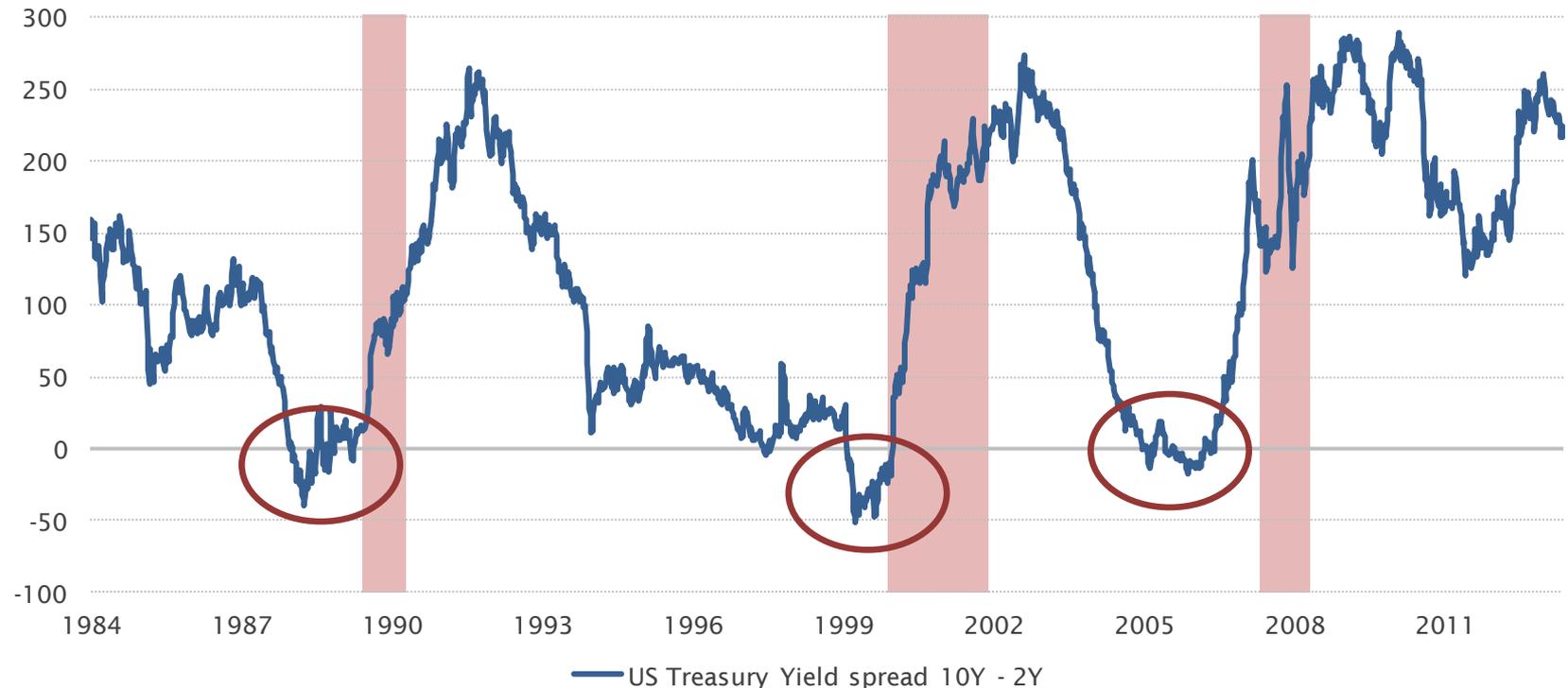
- Un mercato calo dei rendimenti ha caratterizzato tutte le precedenti fasi di ritiro dello stimolo straordinario
- La tesi del “this time is different” poggia sulla view della FED secondo cui l’economia US avrebbe raggiunto l’autosufficienza dal QE





## Cosa ci dice la curva dei tassi US sullo stato del ciclo?

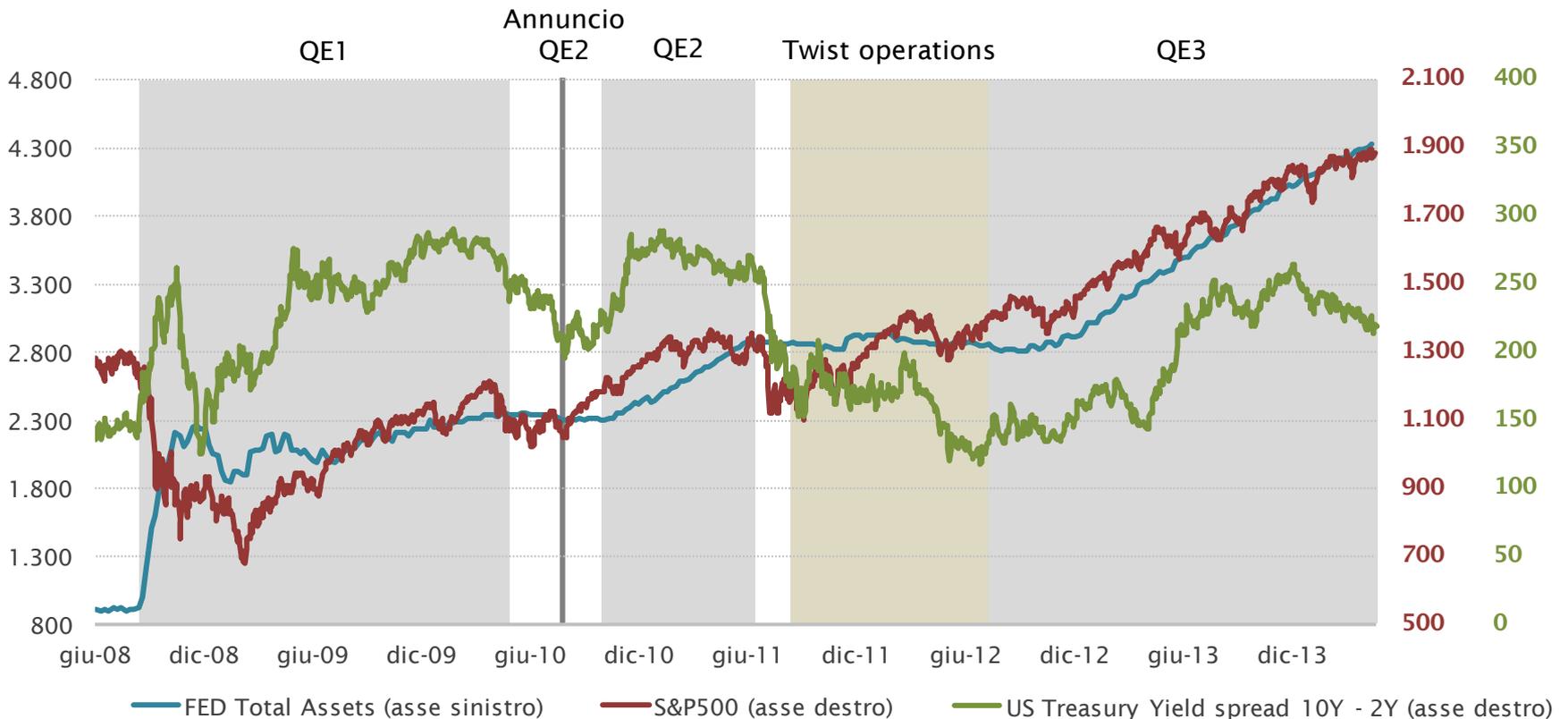
- Negli ultimi 30 anni, tutte le recessioni sono state precedute da un'inversione della curva US
- Storicamente, l'attuale livello dello spread 10Y-2Y è coerente con fasi di marcata accelerazione ciclica





## I tassi a zero rendono impossibile una recessione?

- Con i tassi a zero un'inversione della curva è impossibile, visto che teoricamente non possono che salire
- In realtà dopo la grande crisi, le fasi di pessimismo macroeconomico sono state accompagnate da "bull flattening" anziché "bull steepening", e il 2014 non fa differenza

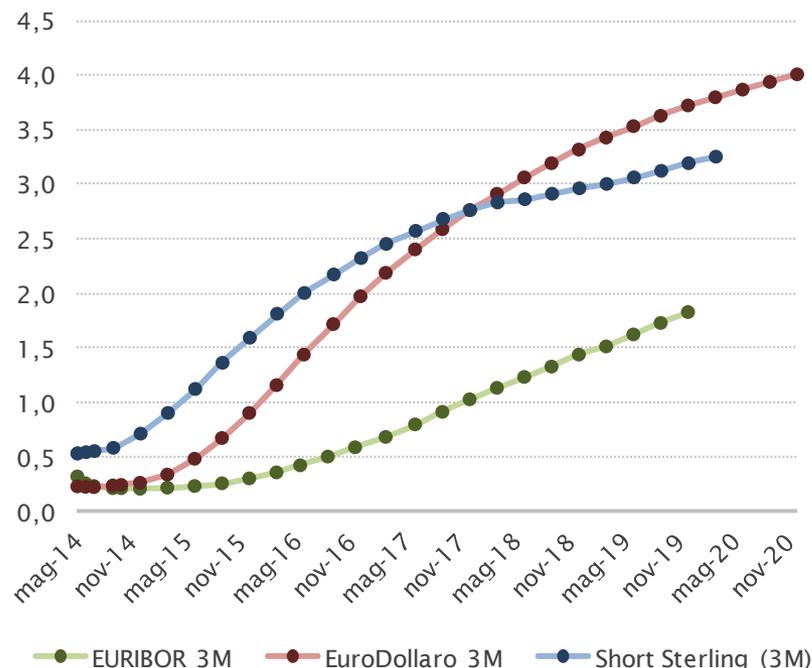
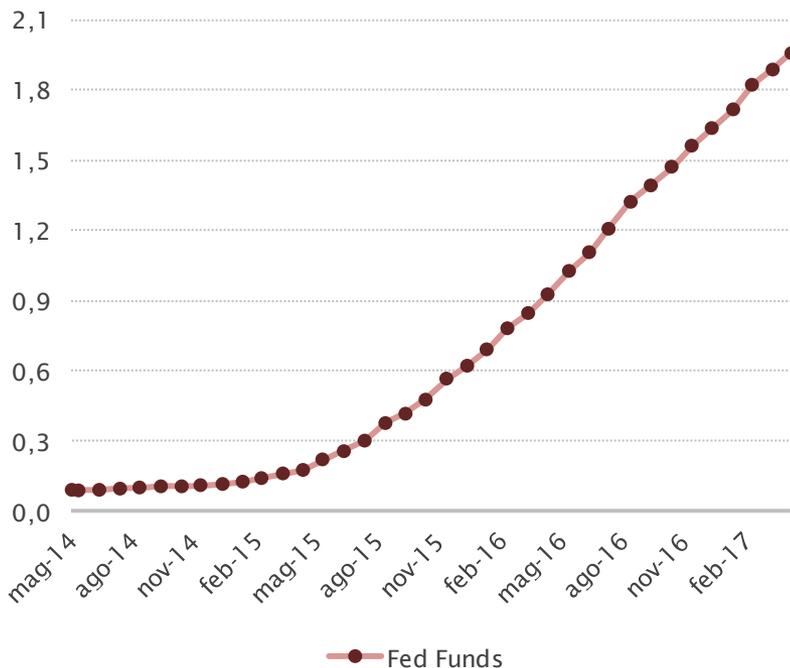




## La normalizzazione è ancora lontana

- Attualmente il mercato sconta il primo rialzo dei tassi US tra settembre e ottobre 2015, mentre il ritorno dei Fed Funds a un 2% è atteso non prima del 2017
- In Europa non si parla ancora di “exit strategy”, mentre in UK potrebbe diventare di attualità a breve

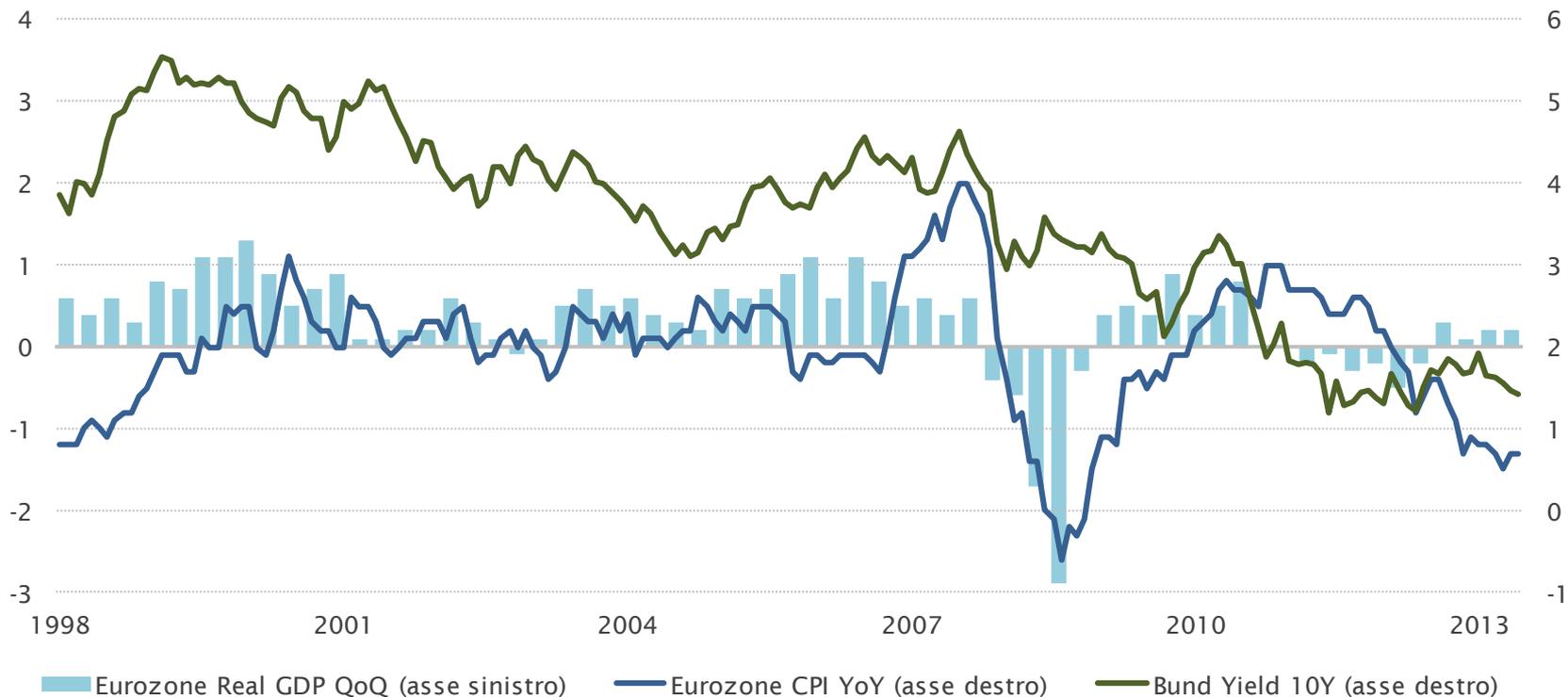
### Tassi di interesse forward impliciti nelle quotazioni dei future





## Europa: japanification o reflation?

- Crescita anemica e inflazione in costante calo stanno comprimendo i tassi verso i minimi osservati nel mezzo della crisi dei debiti sovrani periferici
- Una mossa dell'ECB verso misure straordinarie potrebbe invertire la tendenza, ma l'esperienza americana mostra che per avere effetti l'azione deve essere decisa

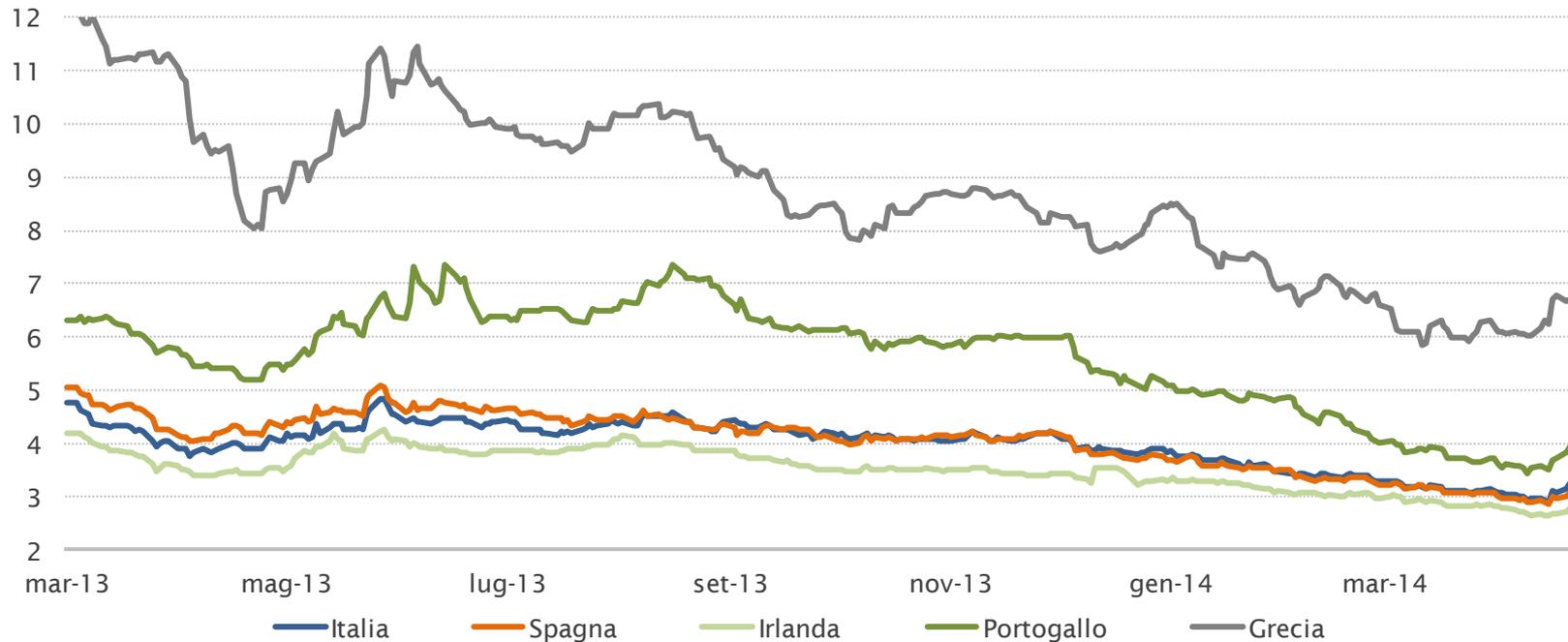




## Bond periferici: c'è ancora valore?

- La crisi finanziaria dovrebbe aver insegnato agli investitori che occorre sempre differenziare per rischio emittente: non vedremo più lo spread Bund-BTP a 20 o 30 bps come a metà anni 2000
- I livelli attuali di spread offrono ancora valore in ottica di “convergenza”, ma i rendimenti assoluti offrono davvero poco upside rispetto ai numerosi rischi corsi

### Rendimento obbligazioni governative

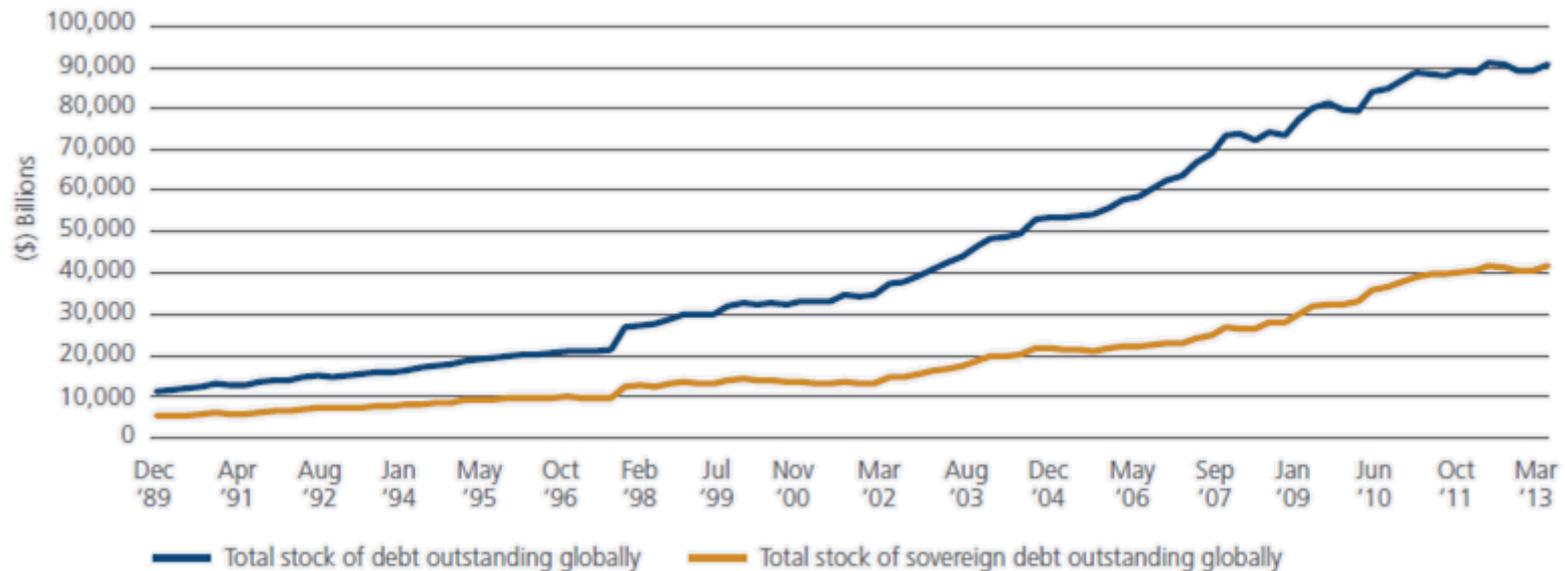




## Tassi mondiali in ostaggio della “financial repression”

- In generale, l’ammontare di debito globale costituisce un serio ostacolo per il ritorno dei tassi a livelli “normali” in tempi brevi
- Non a caso Bernanke ha dichiarato, durante una recente intervista, che la normalizzazione non avverrà nel corso della sua vita terrena

### Debito globale



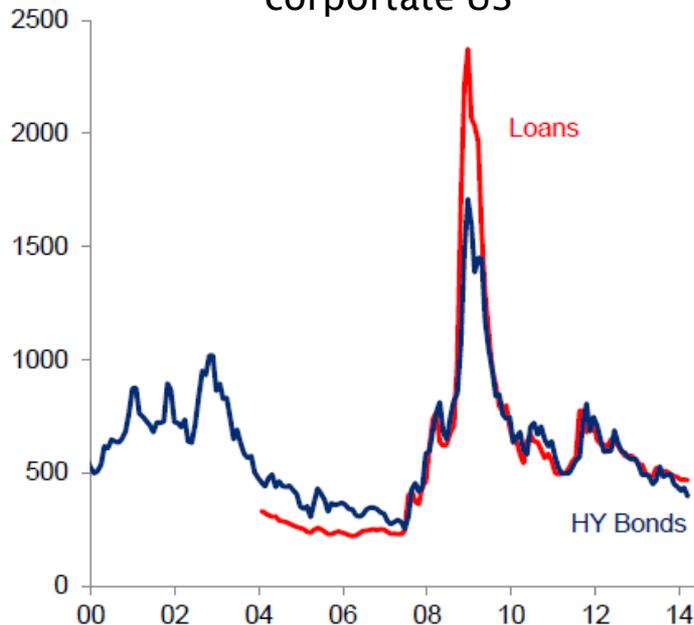
Fonte: BIS



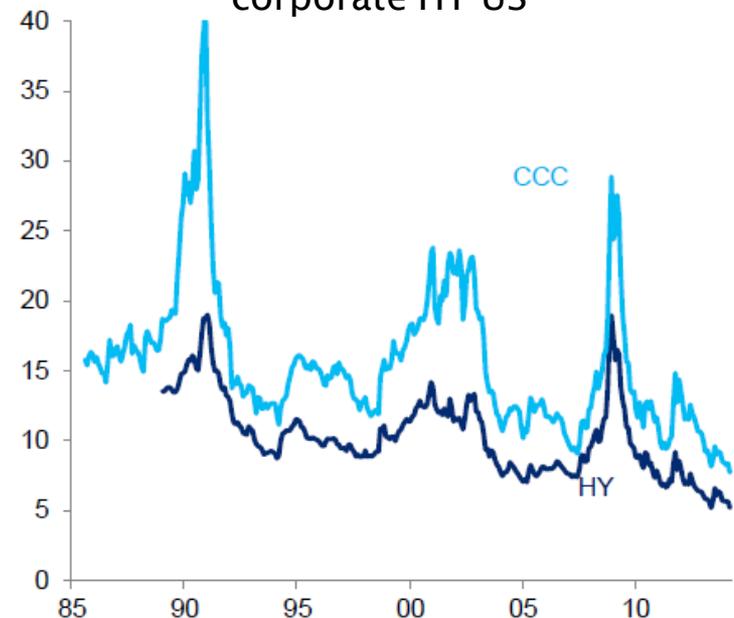
## Credito: è qui la bolla?

- Gli spread dei corporate non sono ancora tornati ai livelli pre-crisi e se il passato ha insegnato qualcosa non lo faranno
- Ma i rendimenti assoluti sono ai minimi storici e offrono ben poca garanzia contro il rischio default

### Spread su obbligazioni HY e prestiti corpportate US



### Rendimento obbligazioni corporate HY US



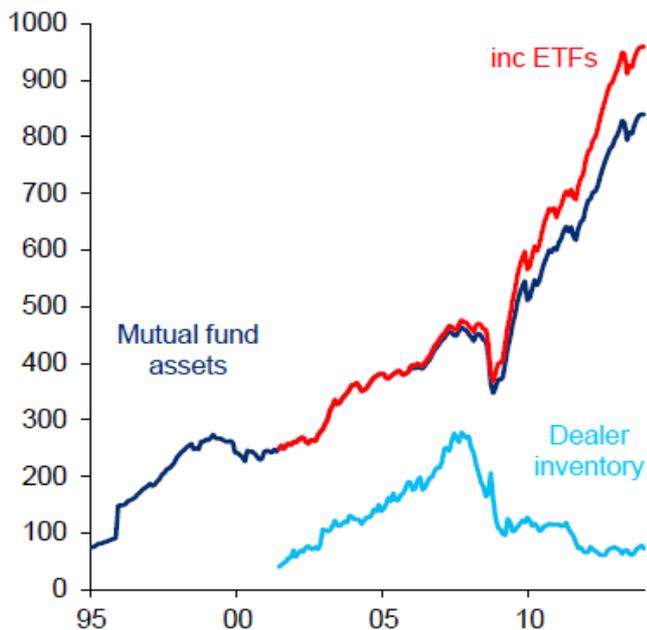
Fonte: Citi Research, S&P Capital IQ



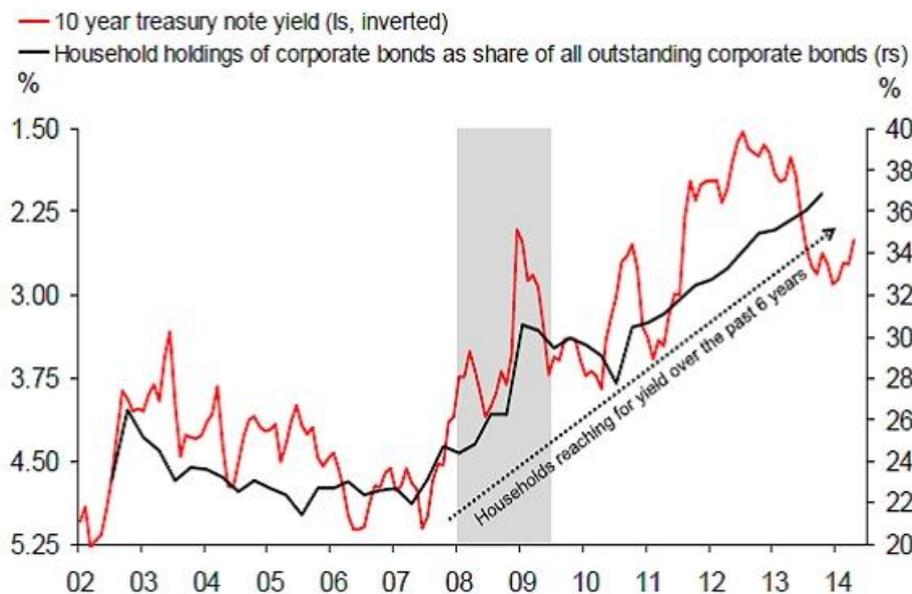
## Irrational exuberance

- La bassa volatilità e il crollo dei rendimenti hanno prodotto una nuova corsa alle obbligazioni corporate da parte di varie categorie di investitori

### Flussi di investimento in obbligazioni corporate US



Fonte: ICI, NY Fed, Haver Analytics, Citi Research



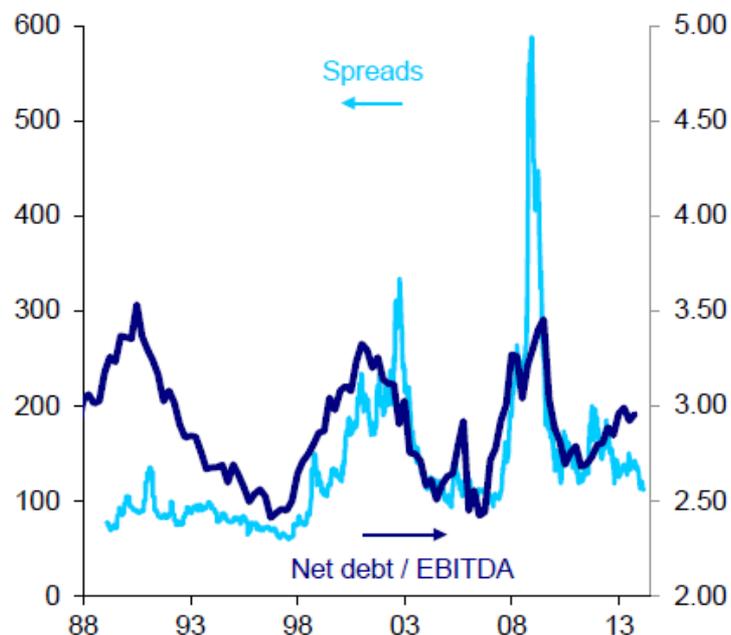
Fonte: Deutsche Bank



## Corporate US: quale deleverage?

- Complici condizioni finanziarie ultra-accomodanti, le aziende US hanno ripreso a indebitarsi con entusiasmo per finanziare equity buyback e M&A
- Gli spread che in passato godevano di una correlazione elevata con il leverage, restano succubi della liquidità e della caccia al rendimento

### Debito e spread corporate US



### Cash holdings su bond outstanding di corporate non finanziarie US



Fonte: Citi Research, Federal Reserve, Haver Analytics

Fonte: Deutsche Bank



Analisi di scenario



Mercati



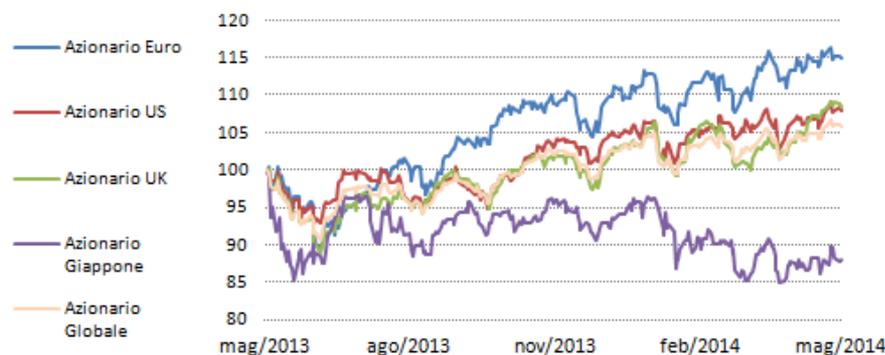
## Mercati azionari sviluppati

	Rendimenti*				
	dati al: 20/05/2014				
	YTD	1M	3M	6M	12M
Azionario Euro	3,6%	1,5%	2,9%	5,8%	15,1%
Azionario US	2,9%	1,6%	2,4%	4,3%	7,9%
Azionario UK	4,9%	4,4%	2,2%	6,2%	8,5%
Azionario Giappone	-6,4%	0,4%	-1,4%	-8,2%	-11,8%
Azionario Globale	2,6%	1,8%	2,2%	3,5%	5,8%

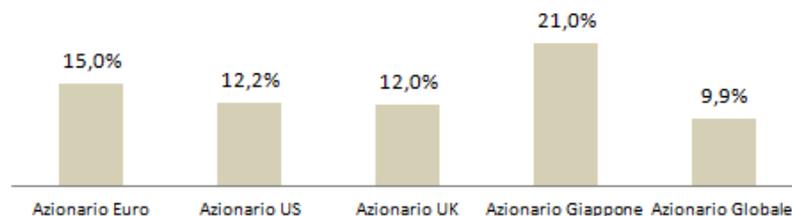
  

	Volatilità*				
	dati al: 20/05/2014				
	YTD	1M	3M	6M	12M
Azionario Euro	14,7%	12,5%	15,1%	14,6%	15,0%
Azionario US	12,9%	9,5%	12,1%	12,1%	12,2%
Azionario UK	11,5%	8,2%	10,9%	11,6%	12,0%
Azionario Giappone	20,9%	16,8%	17,4%	19,2%	21,0%
Azionario Globale	10,2%	7,4%	9,6%	9,7%	9,9%

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



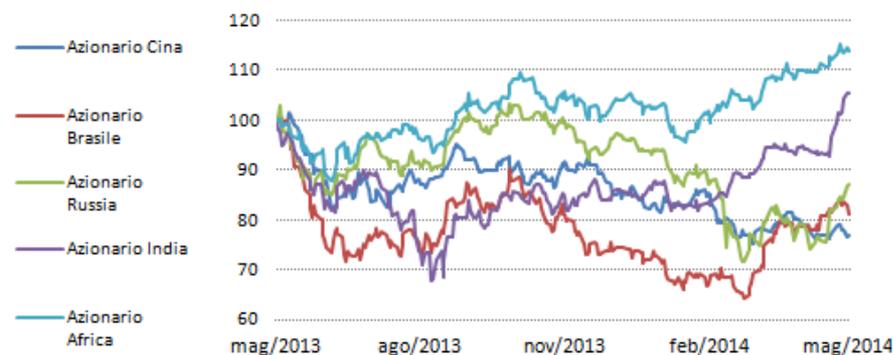
\* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR



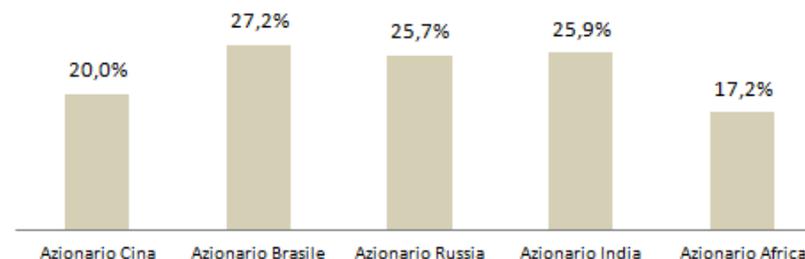
## Mercati azionari emergenti

	Rendimenti*					Volatilità*				
	YTD	1M	3M	6M	12M	YTD	1M	3M	6M	12M
Azionario Cina	-11,0%	-4,0%	-9,5%	-16,1%	-23,0%	17,3%	14,7%	17,9%	16,9%	20,0%
Azionario Brasile	9,3%	3,2%	18,6%	0,1%	-18,7%	25,5%	19,8%	24,5%	24,8%	27,2%
Azionario Russia	-9,1%	10,0%	-0,1%	-12,5%	-12,6%	32,7%	26,1%	38,8%	29,5%	25,7%
Azionario India	23,0%	11,6%	27,0%	24,5%	5,6%	16,2%	19,8%	14,6%	17,0%	25,9%
Azionario Africa	8,2%	3,5%	14,4%	7,7%	14,1%	14,9%	10,9%	13,2%	15,1%	17,2%

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



\* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR



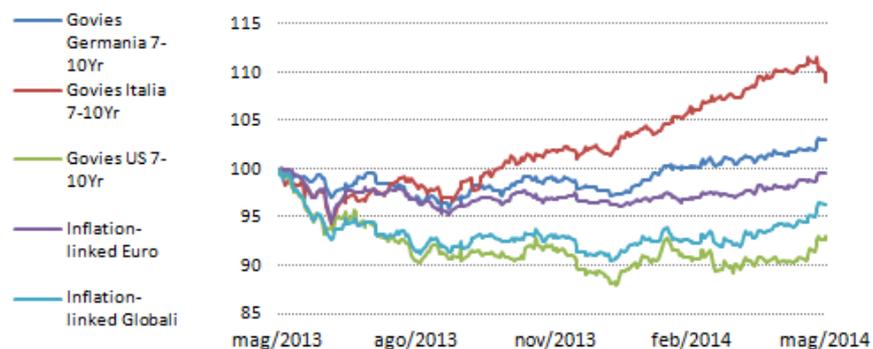
## Mercati obbligazionari governativi

	Rendimenti*					dati al: 20/05/2014
	YTD	1M	3M	6M	12M	
Govies Germania 7-10Yr	5,7%	1,4%	2,8%	4,0%	3,0%	
Govies Italia 7-10Yr	6,7%	-1,0%	3,0%	7,0%	9,0%	
Govies US 7-10Yr	5,7%	3,1%	2,4%	1,4%	-7,0%	
Inflation-linked Euro	3,3%	1,5%	2,8%	2,8%	-0,4%	
Inflation-linked Globali	6,1%	2,2%	4,3%	3,2%	-3,7%	

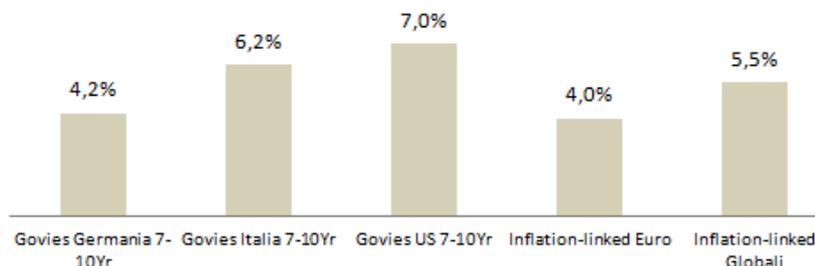
  

	Volatilità*					dati al: 20/05/2014
	YTD	1M	3M	6M	12M	
Govies Germania 7-10Yr	3,6%	2,9%	3,7%	3,7%	4,2%	
Govies Italia 7-10Yr	4,8%	6,4%	5,0%	4,7%	6,2%	
Govies US 7-10Yr	6,7%	5,0%	7,1%	6,4%	7,0%	
Inflation-linked Euro	2,8%	2,8%	2,9%	2,8%	4,0%	
Inflation-linked Globali	5,1%	4,2%	5,4%	5,0%	5,5%	

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



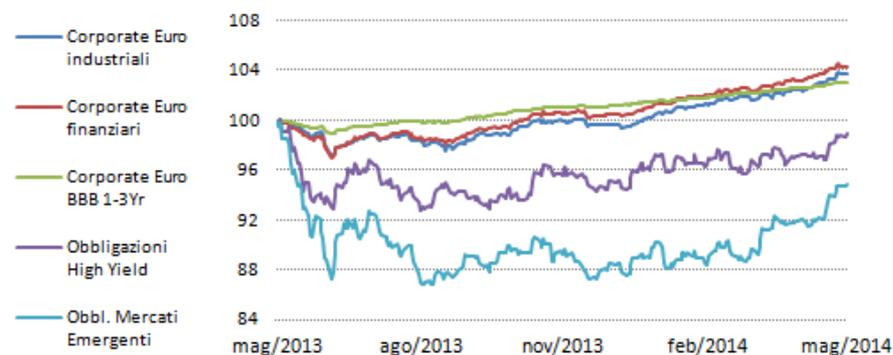
\* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR



## Mercati obbligazionari corporate, High Yield ed emergenti

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

### Indici a confronto (12 mesi)



### Volatilità negli ultimi 12 mesi



\* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR



## Mercati valutari

	Rendimenti*				
	dati al: 20/05/2014				
	YTD	1M	3M	6M	12M
Dollaro/Euro	0,3%	0,8%	0,1%	-1,9%	-6,0%
Franco svizzero/Euro	0,4%	-0,2%	-0,2%	0,7%	1,9%
Yen/Euro	4,3%	1,9%	1,1%	-3,2%	-5,1%
Sterlina/Euro	2,1%	1,1%	1,2%	2,5%	3,8%
Real Brasiliano/Euro	7,0%	1,8%	7,2%	0,5%	-13,4%

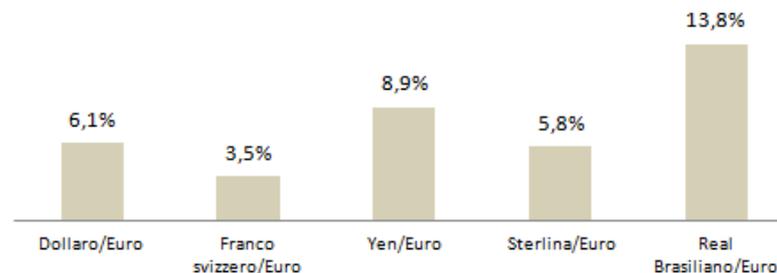
  

	Volatilità*				
	dati al: 20/05/2014				
	YTD	1M	3M	6M	12M
Dollaro/Euro	5,1%	3,8%	4,6%	5,0%	6,1%
Franco svizzero/Euro	2,6%	1,4%	2,1%	2,6%	3,5%
Yen/Euro	7,6%	3,8%	6,8%	7,8%	8,9%
Sterlina/Euro	5,8%	3,3%	4,3%	5,9%	5,8%
Real Brasiliano/Euro	12,0%	8,8%	11,3%	12,3%	13,8%

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



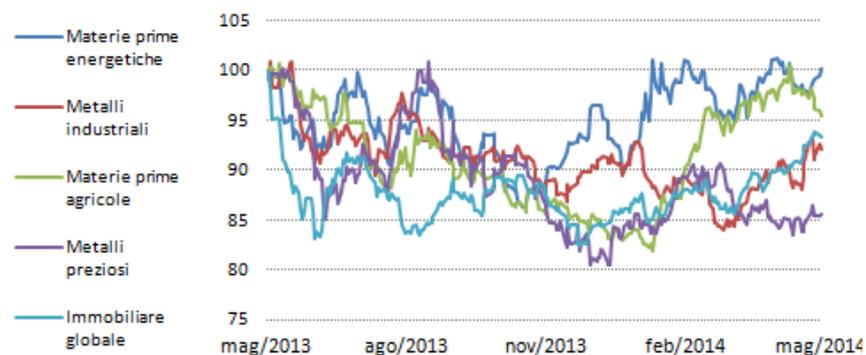
\* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR



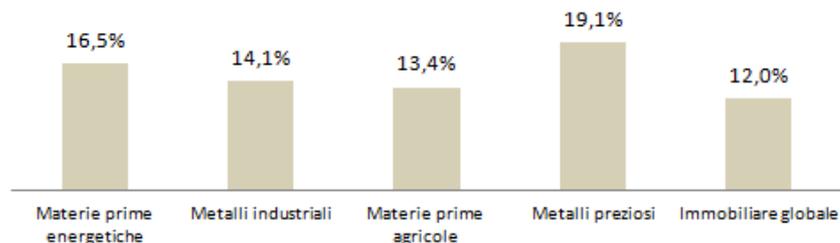
## Mercati materie prime e immobiliare

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

### Indici a confronto (12 mesi)



### Volatilità negli ultimi 12 mesi



\* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR

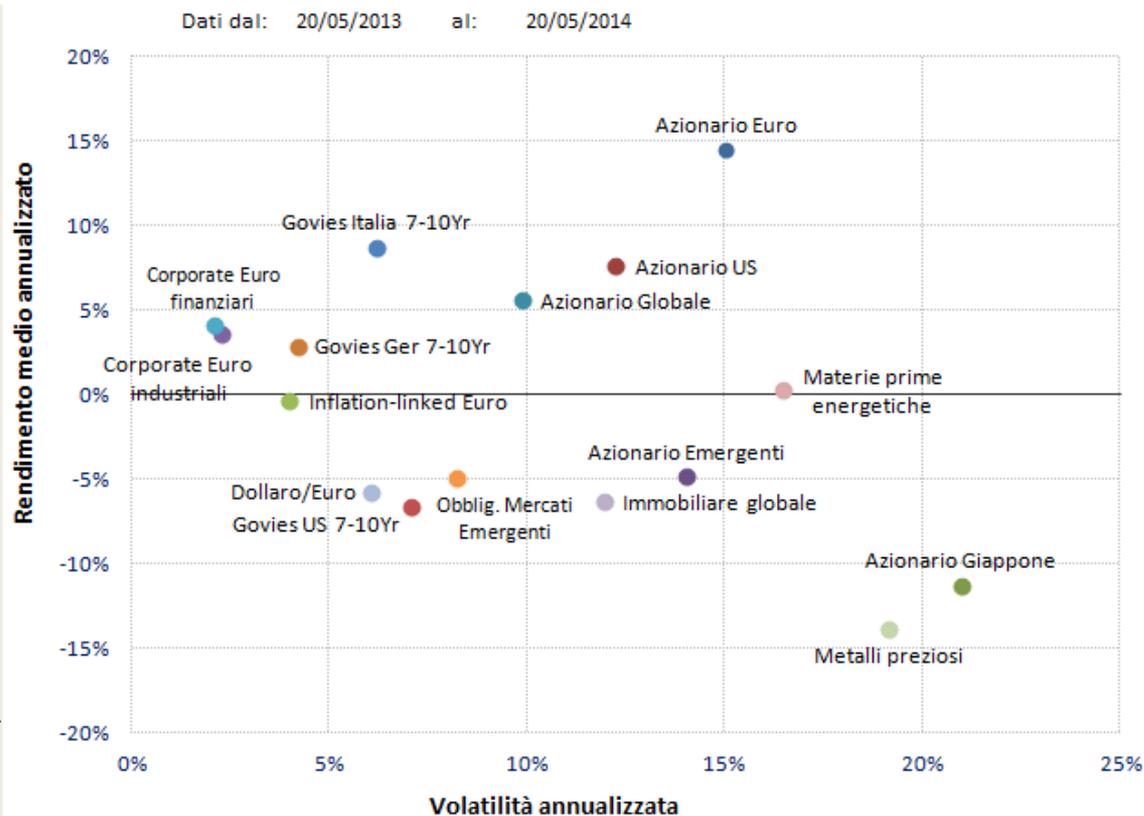


## Rapporti rendimento-rischio a 1 anno (Sharpe ratio)

	Ret% MA*	Vol% MA*	SR
Azionario Euro	14,45%	15,04%	0,95
Azionario US	7,59%	12,23%	0,61
Azionario Giappone	-11,37%	20,95%	-0,55
Azionario Emergenti	-4,88%	14,02%	-0,36
Azionario Globale	5,59%	9,89%	0,55
Govies Germania 7-10Yr	2,87%	4,22%	0,65
Govies Italia 7-10Yr	8,64%	6,19%	1,37
Govies US 7-10Yr	-6,67%	7,05%	-0,96
Inflation-linked Euro	-0,38%	4,00%	-0,13
Corporate Euro industriali	3,55%	2,29%	1,49
Corporate Euro finanziari	4,14%	2,08%	1,93
Obblig. Mercati Emergenti	-4,94%	8,20%	-0,62
Dollaro/Euro	-5,74%	6,08%	-0,97
Materie prime energetiche	0,26%	16,46%	0,01
Metalli preziosi	-13,83%	19,13%	-0,73
Immobiliare globale	-6,37%	11,96%	-0,54

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%	3,6%	3,7%
Azionario US	20,2%	3,9%	-4,6%	-34,2%	23,1%	23,4%	5,3%	13,9%	26,7%	2,9%	6,4%
Azionario Giappone	46,2%	-8,4%	-15,9%	-22,7%	3,6%	23,4%	-9,8%	6,0%	21,2%	-6,4%	1,9%
Azionario Emergenti	54,1%	18,9%	26,5%	-51,1%	74,3%	27,8%	-15,6%	16,5%	-6,5%	4,3%	9,3%
Azionario Globale	26,2%	7,4%	-1,7%	-37,6%	25,9%	19,5%	-2,4%	14,0%	21,2%	2,6%	5,6%
Govies Germania 7-10Yr	5,9%	-1,0%	1,9%	14,8%	1,8%	6,8%	12,8%	6,8%	-1,7%	5,7%	5,2%
Govies Italia 7-10Yr	6,0%	-0,8%	2,2%	7,3%	9,2%	-0,7%	-7,5%	24,6%	8,6%	6,7%	5,3%
Govies US 7-10Yr	17,3%	-7,8%	-0,2%	23,6%	-8,6%	17,3%	18,9%	2,1%	-10,0%	5,7%	5,1%
Inflation-linked Euro	6,0%	-1,7%	1,9%	3,8%	8,1%	1,0%	-0,9%	11,0%	-3,9%	3,3%	2,8%
Corporate Euro industriali	3,5%	0,5%	0,8%	0,9%	16,2%	5,1%	3,9%	10,5%	1,7%	4,1%	4,6%
Corporate Euro finanziari	4,7%	0,3%	-1,1%	-7,9%	16,8%	4,3%	-0,5%	17,3%	2,9%	3,8%	3,8%
Obblig. Mercati Emergenti	26,9%	-1,1%	-4,2%	-7,7%	25,4%	20,3%	11,4%	16,5%	-10,5%	8,1%	7,7%
Dollaro/Euro	14,4%	-10,2%	-9,5%	4,4%	-2,5%	7,1%	3,3%	-1,7%	-4,0%	0,3%	-0,1%
Materie prime energetiche	63,8%	-47,4%	9,1%	-45,0%	-7,8%	-4,1%	-13,3%	-11,0%	0,7%	7,5%	-9,2%
Metalli preziosi	38,8%	14,0%	13,9%	0,3%	25,8%	53,0%	7,8%	4,4%	-33,8%	6,3%	10,7%
Immobiliare globale	32,1%	27,7%	-15,9%	-45,4%	34,6%	29,1%	-2,9%	26,3%	-0,1%	10,1%	6,2%
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	0,61	0,50
Azionario US	1,24	0,07	-0,49	-0,84	0,86	1,35	0,22	1,14	2,10	0,56	0,62
Azionario Giappone	2,74	-0,54	-0,98	-0,70	0,11	1,19	-0,43	0,36	0,96	-0,74	0,20
Azionario Emergenti	3,72	0,86	1,08	-1,39	2,94	1,65	-0,82	1,26	-0,45	0,94	0,98
Azionario Globale	2,32	0,42	-0,43	-1,27	1,24	1,34	-0,19	1,35	2,07	0,64	0,75
Govies Germania 7-10Yr	1,02	-1,05	-0,52	1,54	0,17	1,19	1,52	1,07	-0,38	4,05	0,86
Govies Italia 7-10Yr	1,01	-0,99	-0,49	0,50	1,71	-0,19	-0,58	1,95	1,08	3,65	0,77
Govies US 7-10Yr	1,47	-1,38	-0,49	1,09	-0,56	1,21	1,09	0,16	-1,16	2,20	0,36
Inflation-linked Euro	0,83	-1,05	-0,51	-0,02	1,26	0,12	-0,22	1,82	-0,90	2,93	0,43
Corporate Euro industriali	0,53	-0,98	-1,27	-0,66	4,58	1,78	0,81	4,21	0,64	6,02	1,57
Corporate Euro finanziari	0,98	-1,05	-2,04	-2,38	3,95	1,33	-0,33	6,76	1,25	6,70	1,52
Obblig. Mercati Emergenti	2,40	-0,50	-1,19	-0,67	2,12	2,12	1,02	1,97	-1,14	3,49	0,96
Dollaro/Euro	1,30	-1,64	-2,04	0,03	-0,26	0,54	0,19	-0,23	-0,54	0,10	-0,25
Materie prime energetiche	1,68	-1,66	0,18	-1,17	-0,23	-0,22	-0,61	-0,50	0,04	1,13	-0,14
Metalli preziosi	2,89	0,41	0,59	-0,13	1,02	2,66	0,27	0,24	-1,46	1,13	0,76
Immobiliare globale	2,47	2,08	-1,06	-1,22	1,07	1,87	-0,21	2,52	-0,01	3,10	1,06

\* 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.