

05 / 14

Anthilia
Capital Partners
SGR

Analisi di scenario
Maggio 2014



Anthilia sgr
Capital Partners



Analisi di scenario

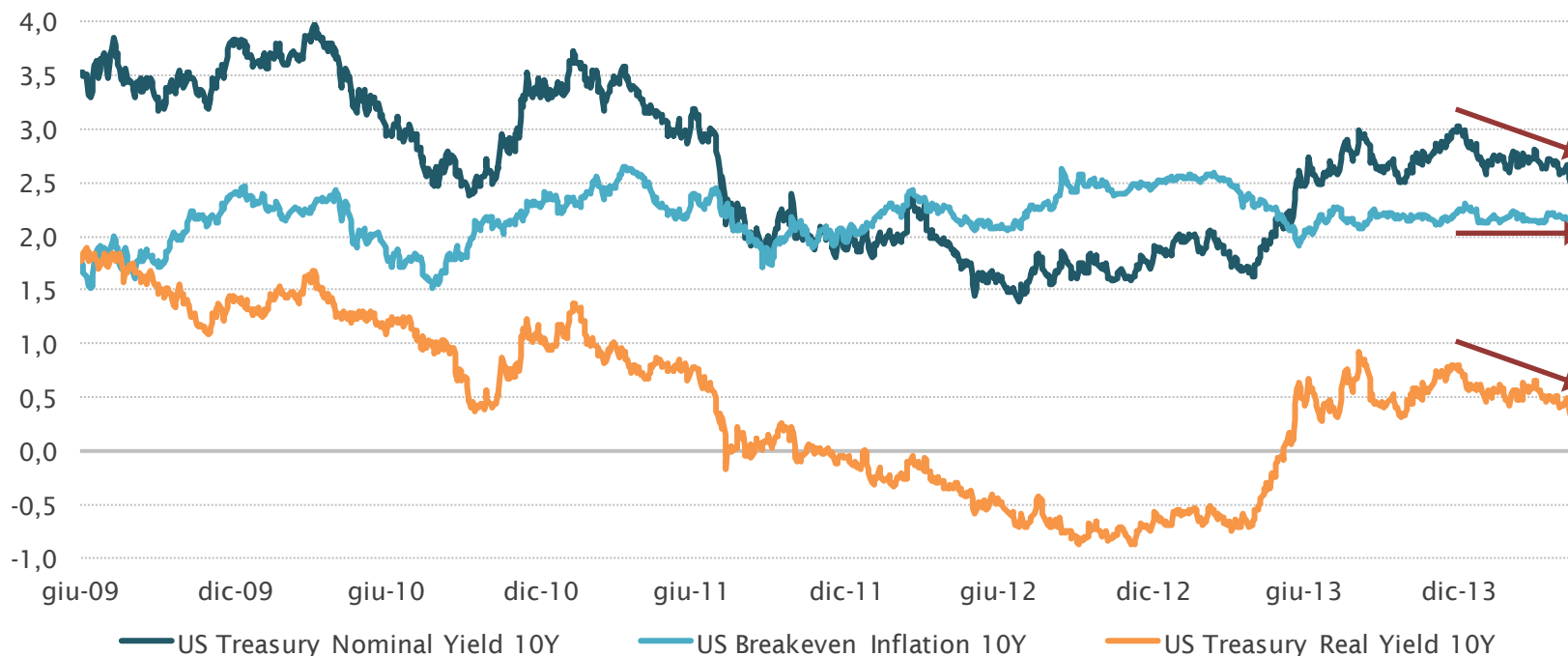


Mercati



Il nuovo Conundrum

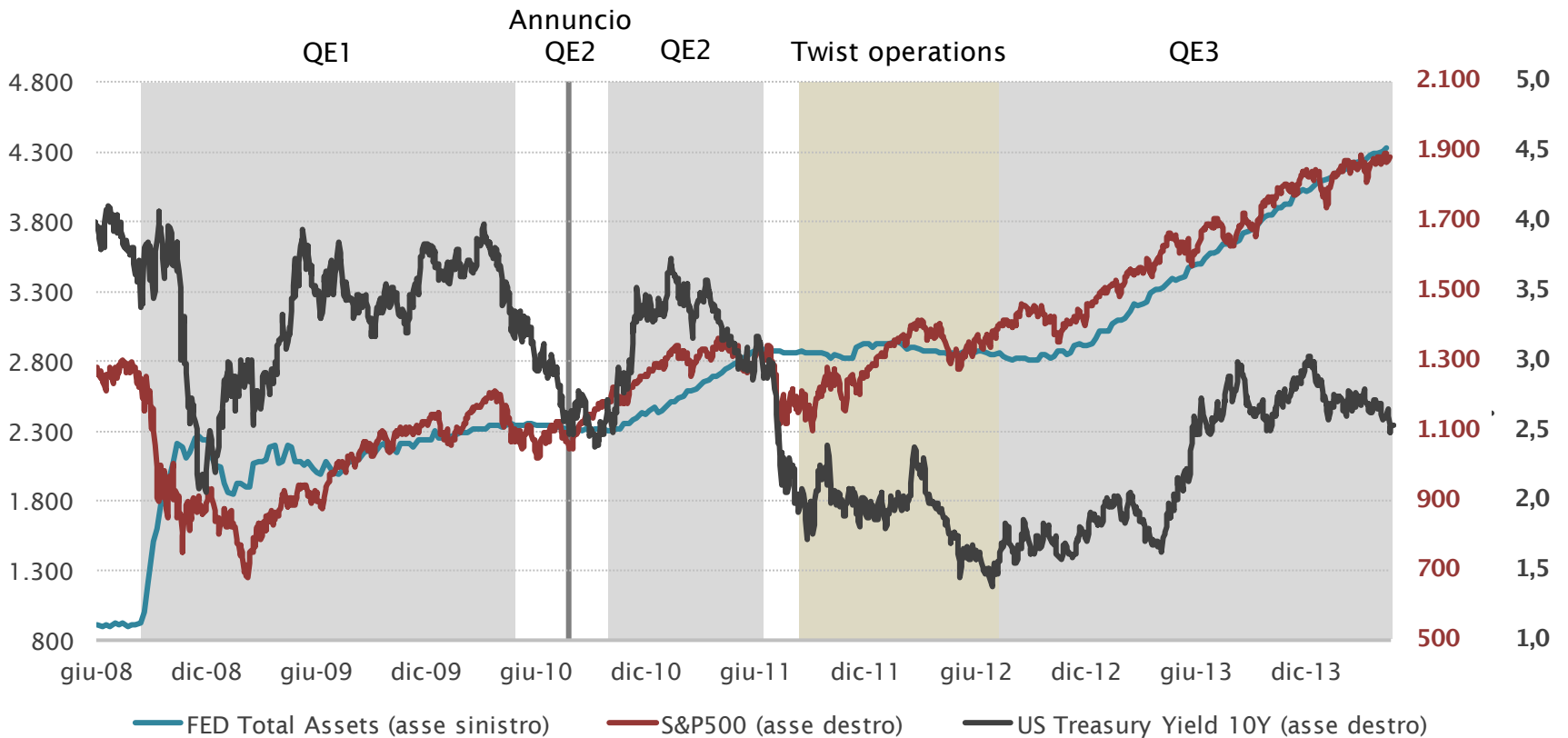
- Tra le principali sorprese del 2014 vi è il calo dei rendimenti sui Treasury US, attesi in salita dal consenso degli investitori, grazie ad un'accelerazione della crescita e a un progressivo ritiro degli stimoli della FED
- Detto calo è da ascrivere interamente ad un ritracciamento dei rendimenti reali 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?

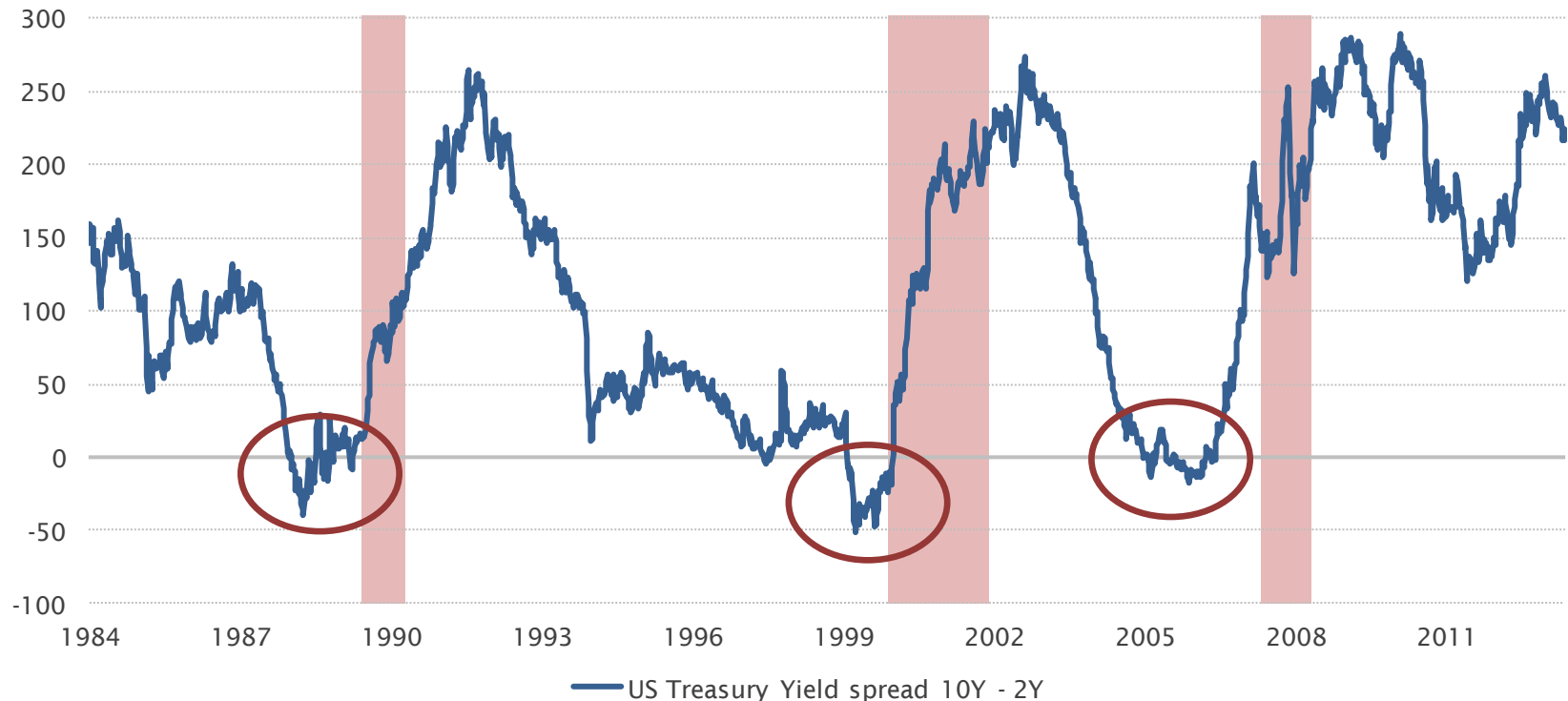
- Un mercato calo dei rendimenti ha caratterizzato tutte le precedenti fasi di ritiro dello stimolo straordinario
- La tesi del “this time is different” poggia sulla view della FED secondo cui l’economia US avrebbe raggiunto l’autosufficienza dal QE





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

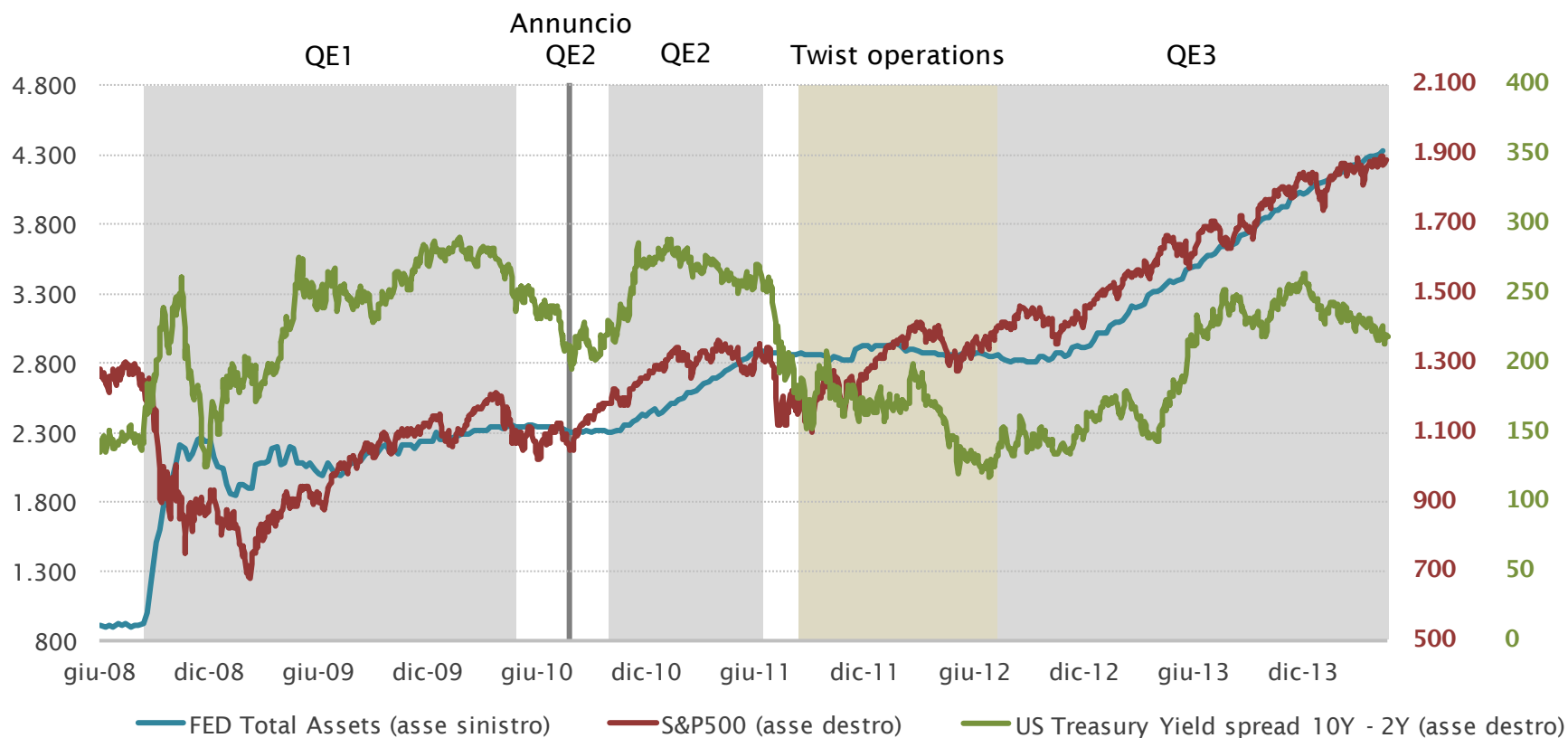
- Negli ultimi 30 anni, tutte le recessioni sono state precedute da un'inversione della curva US
- Storicamente, l'attuale livello dello spread 10Y-2Y è coerente con fasi di marcata accelerazione ciclica





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

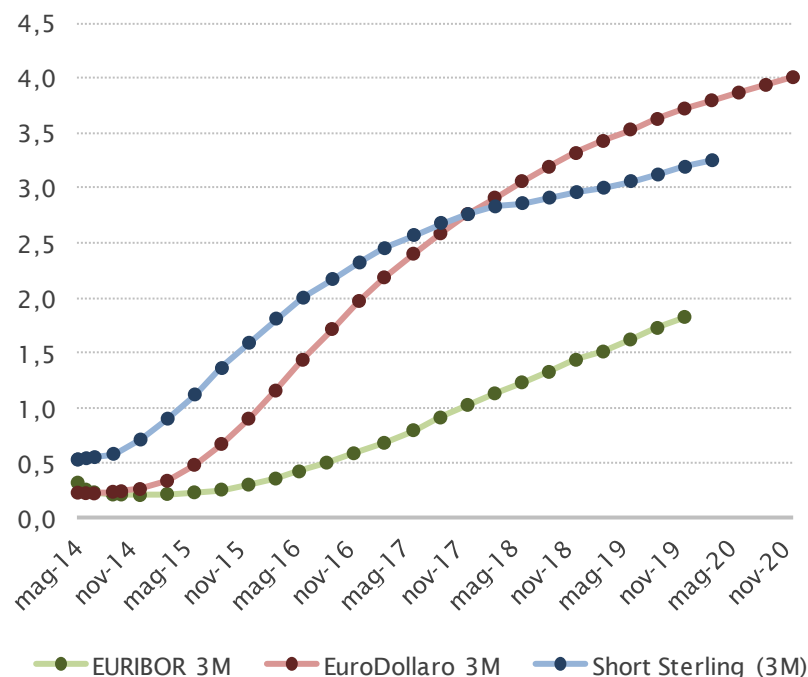
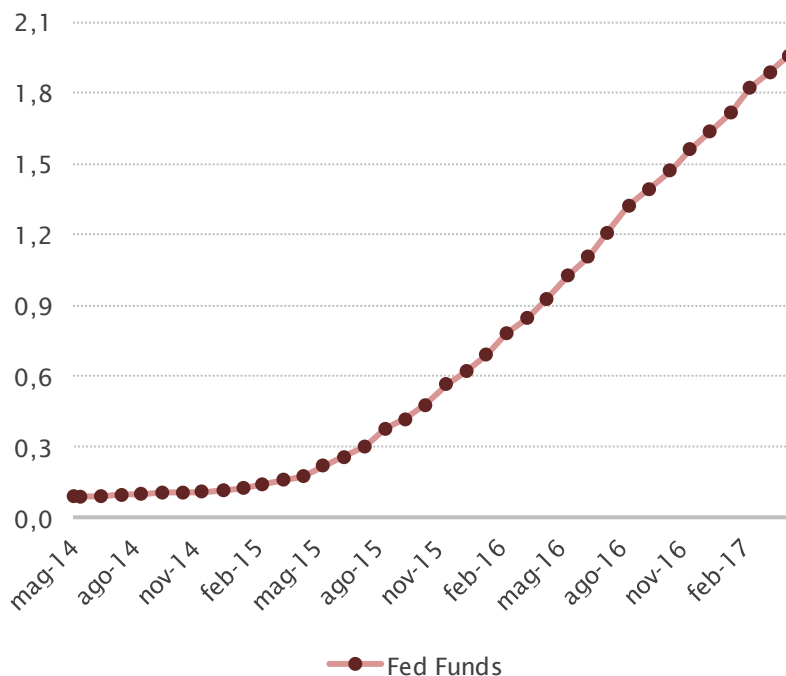




La normalizzazione è ancora lontana

- 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

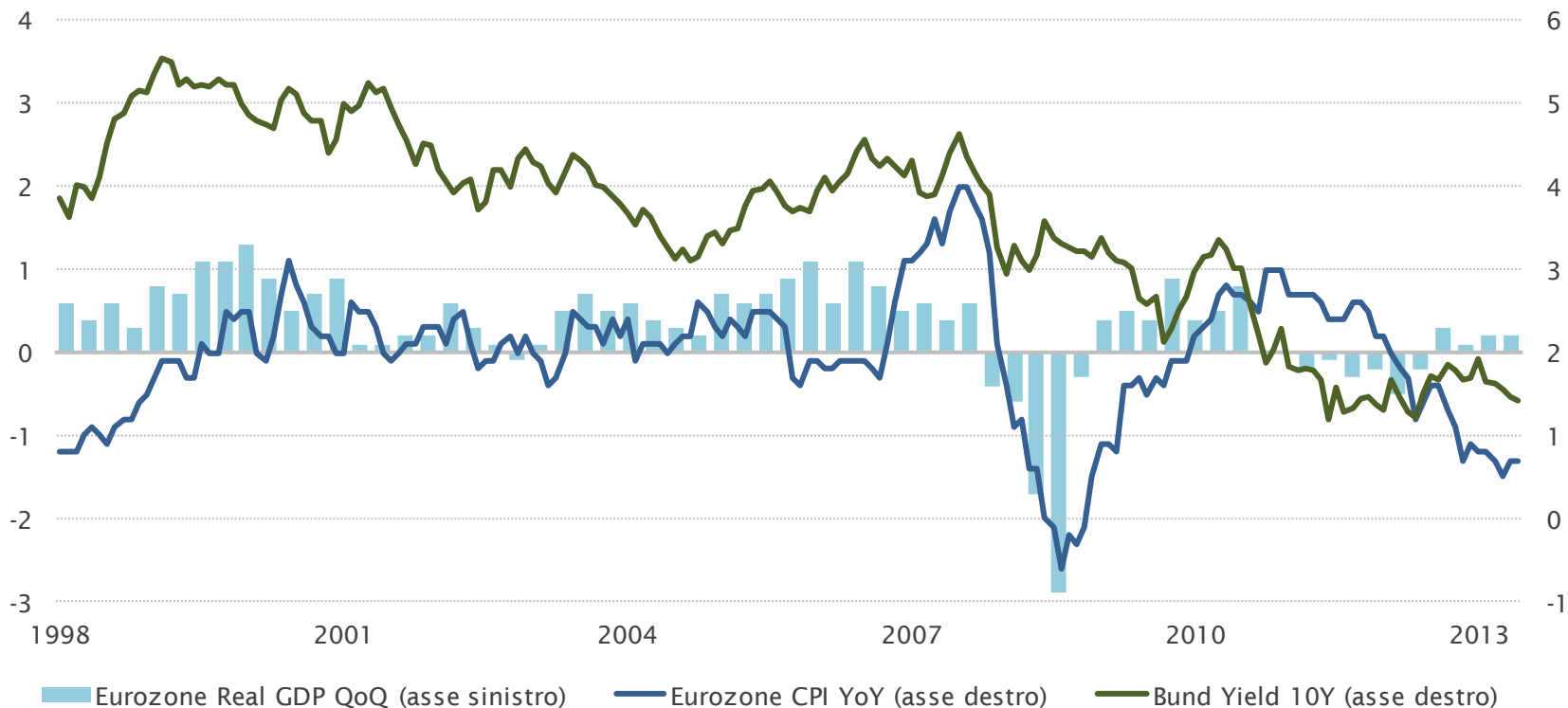
Tassi di interesse forward impliciti nelle quotazioni dei future





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

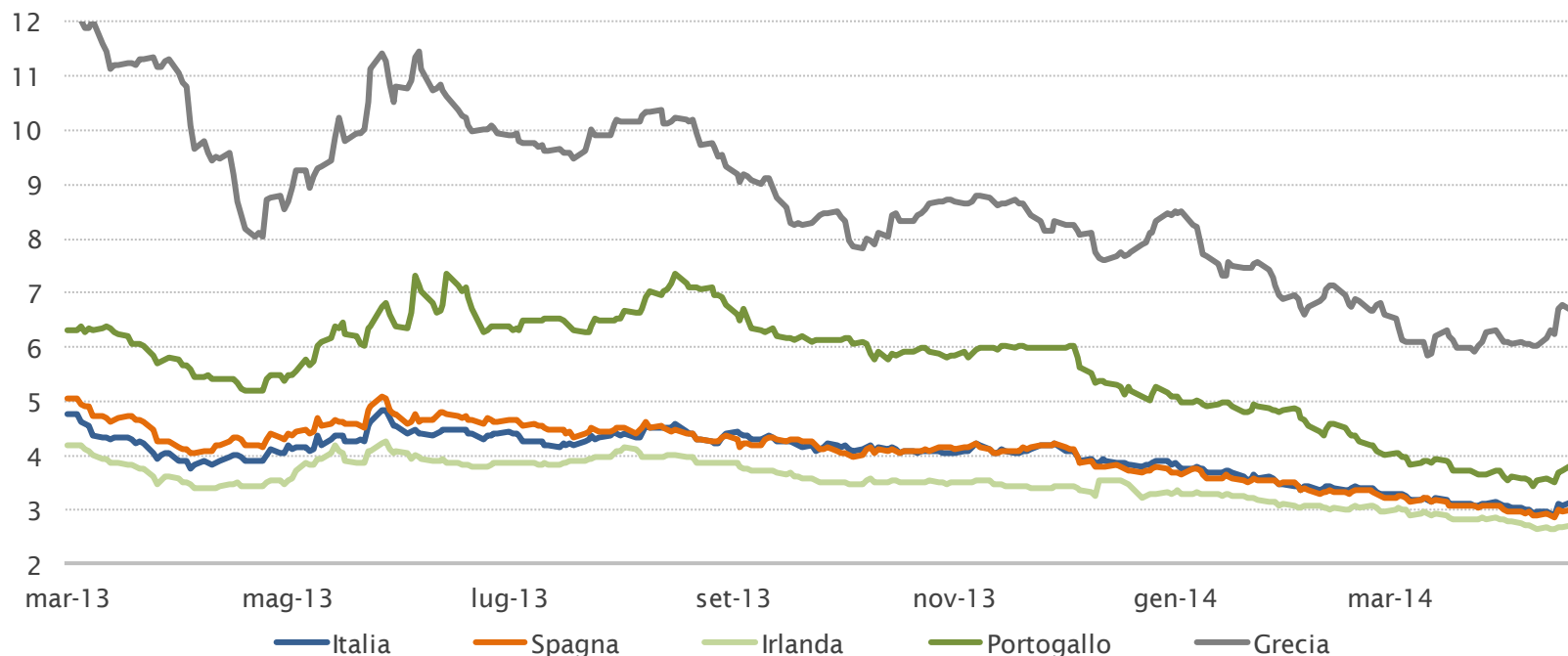




Bond periferici: c'è ancora valore?

- 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

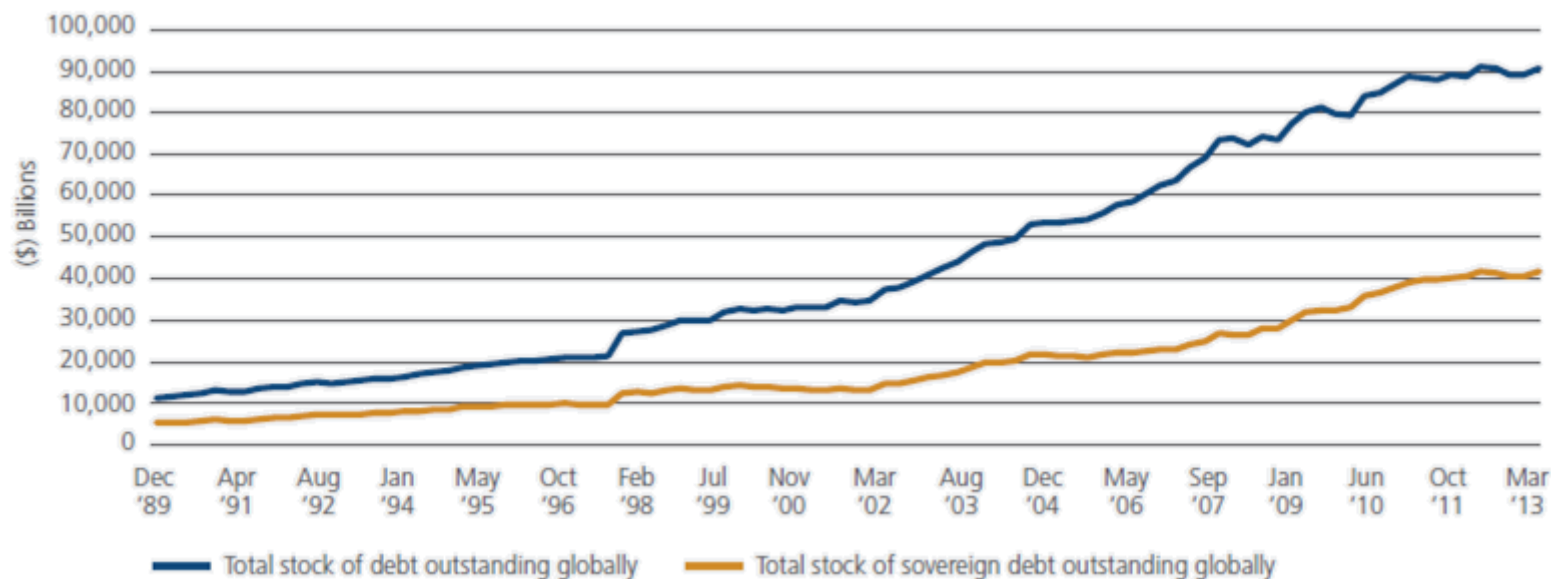




Tassi mondiali in ostaggio della “financial repression”

- 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



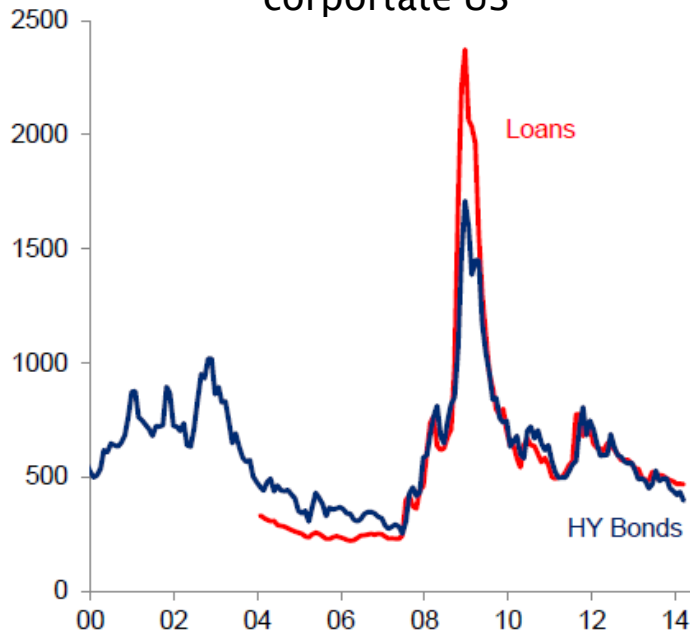
Fonte: BIS



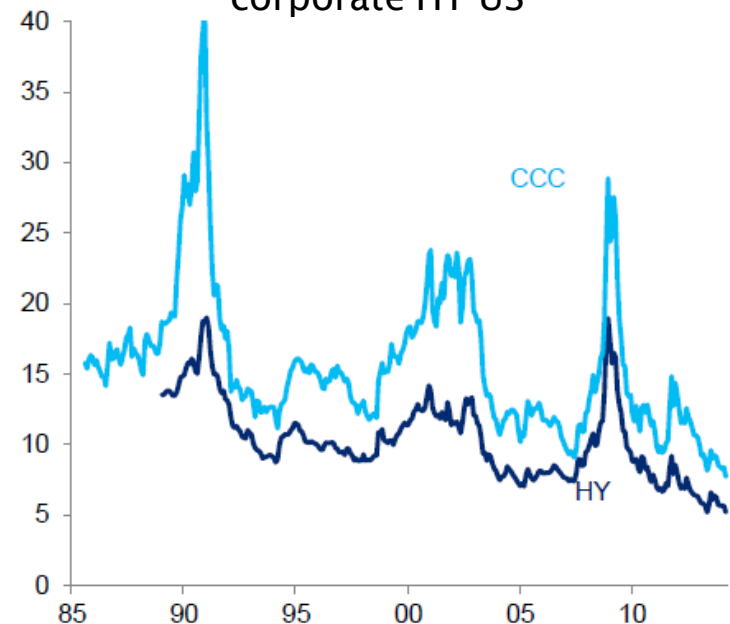
Credito: è qui la bolla?

- 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



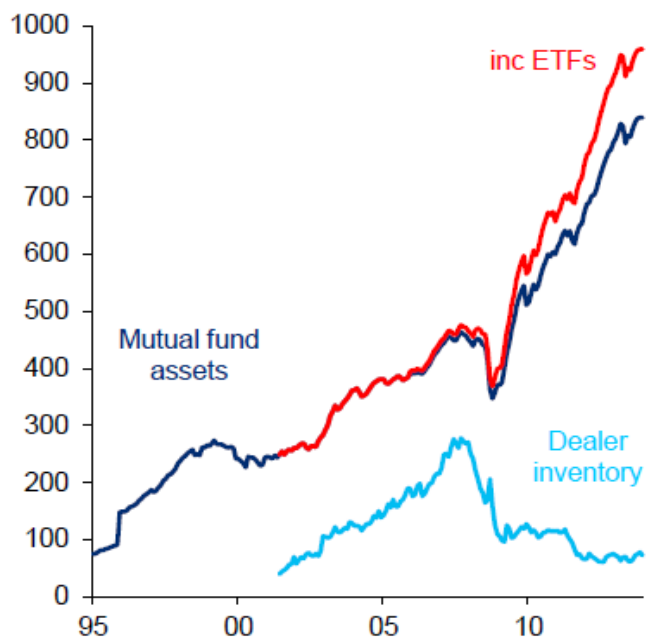
Fonte: Citi Research, S&P Capital IQ



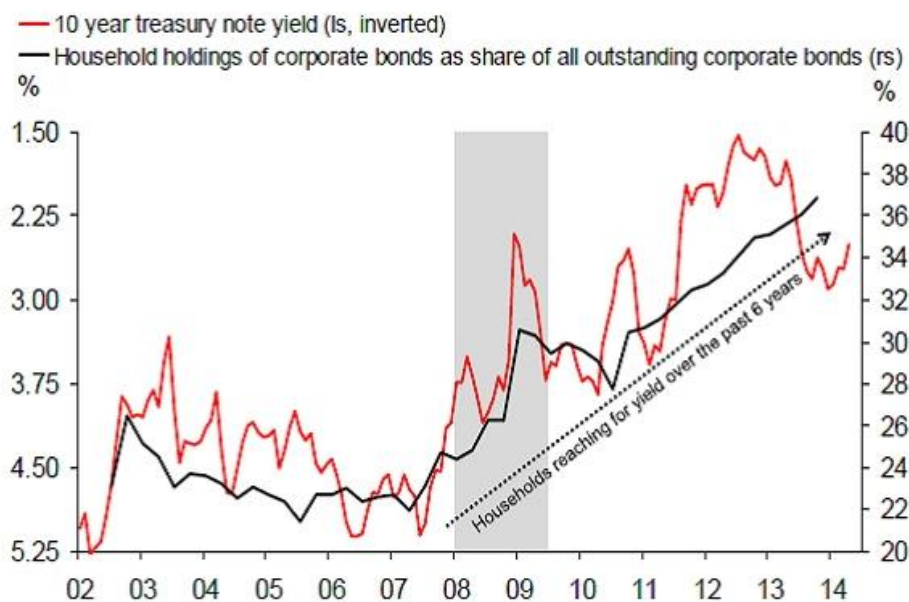
Irrational exuberance

- 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



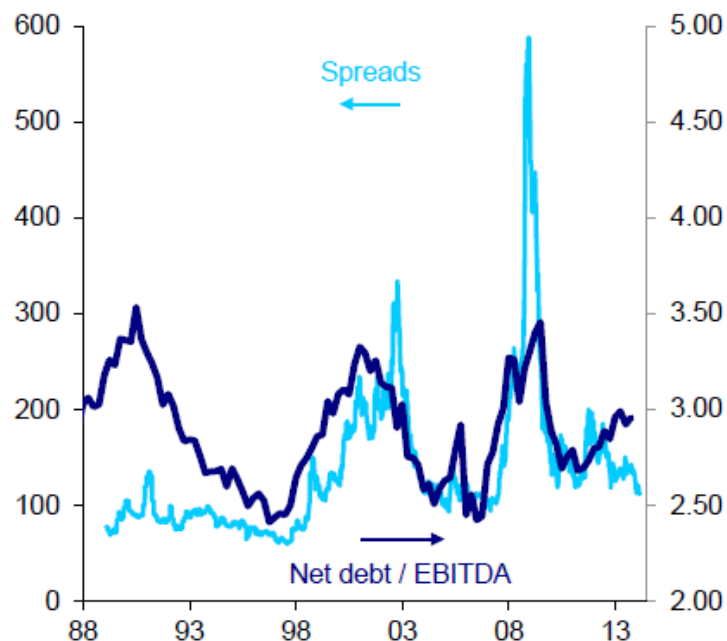
Fonte: Deutsche Bank



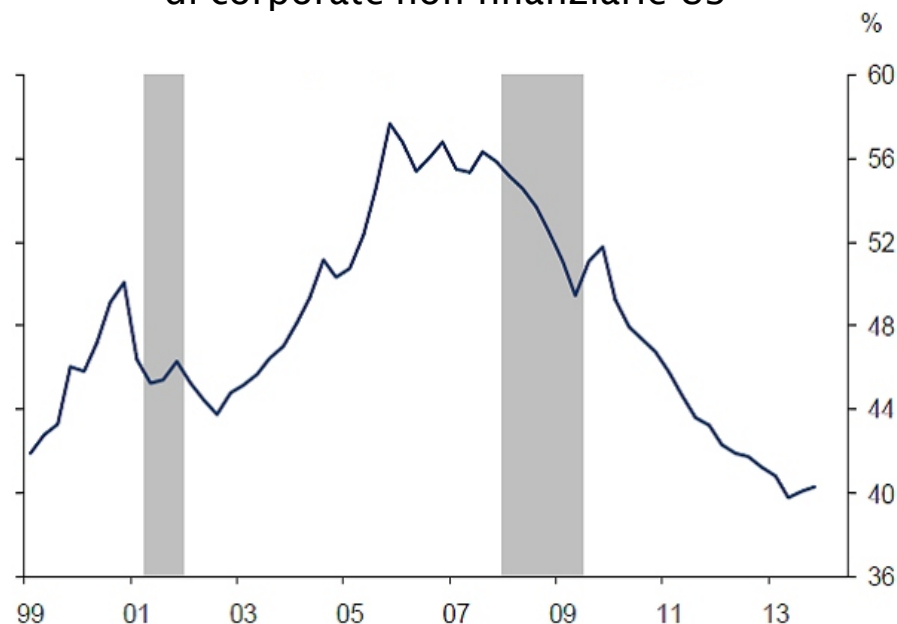
Corporate US: quale deleverage?

- 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

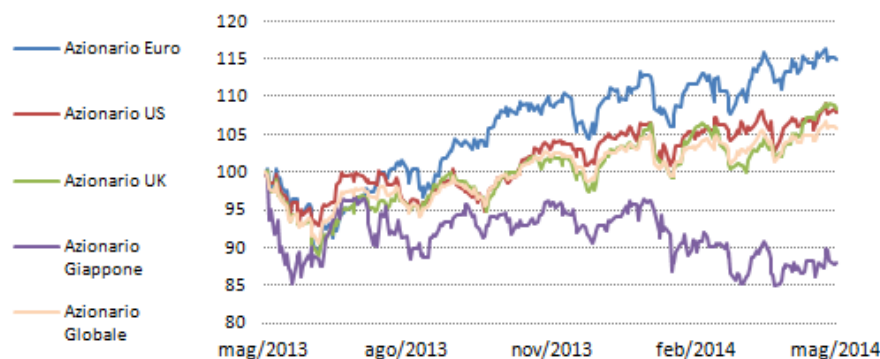


Mercati azionari sviluppati

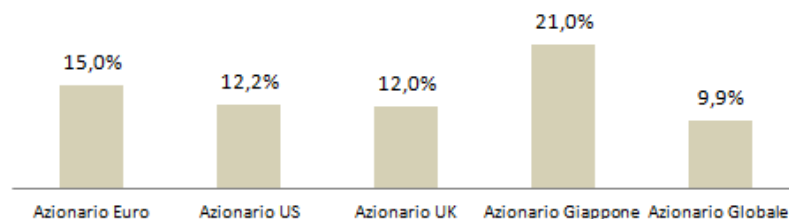
| | Rendimenti* | | | | |
|--------------------|---------------------|------|-------|-------|--------|
| | dati al: 20/05/2014 | | | | |
| | YTD | 1M | 3M | 6M | 12M |
| Azionario Euro | 3,6% | 1,5% | 2,9% | 5,8% | 15,1% |
| Azionario US | 2,9% | 1,6% | 2,4% | 4,3% | 7,9% |
| Azionario UK | 4,9% | 4,4%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



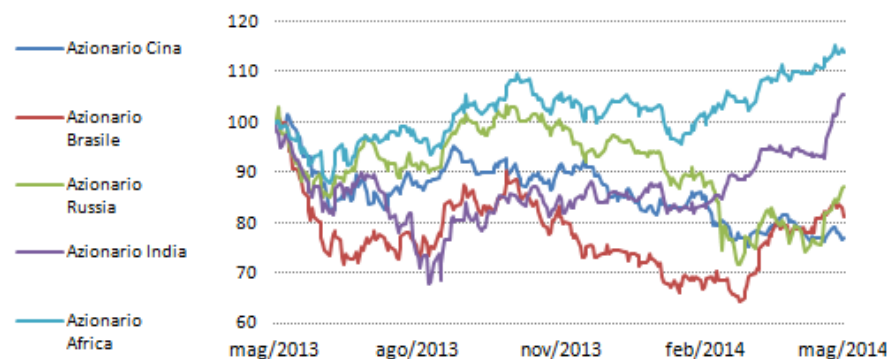
* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR



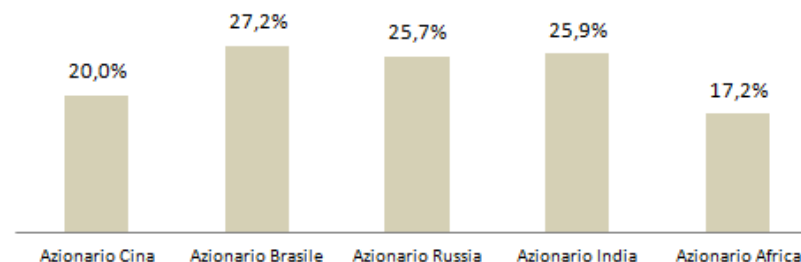
Mercati azionari emergenti

| | 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

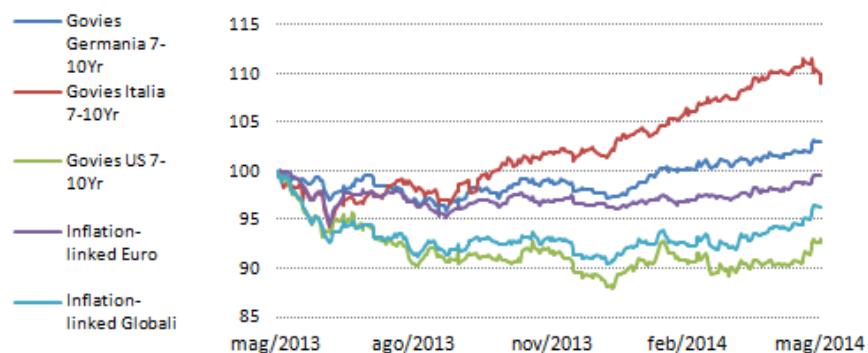


Mercati obbligazionari governativi

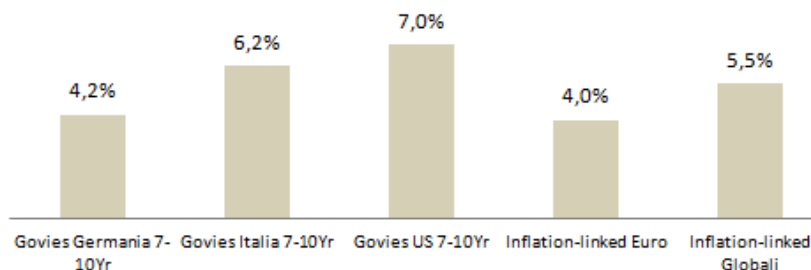
| | Rendimenti* | | | | | dati al: 20/05/2014 |
|--------------------------|-------------|-------|------|------|-------|---------------------|
| | YTD | 1M | 3M | 6M | 12M | |
| Govies Germania 7-10Yr | 5,7% | 1,4% | 2,8% | 4,0% | 3,0% | |
| Govies Italia 7-10Yr | 6,7% | -1,0% | 3,0% | 7,0% | 9,0% |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

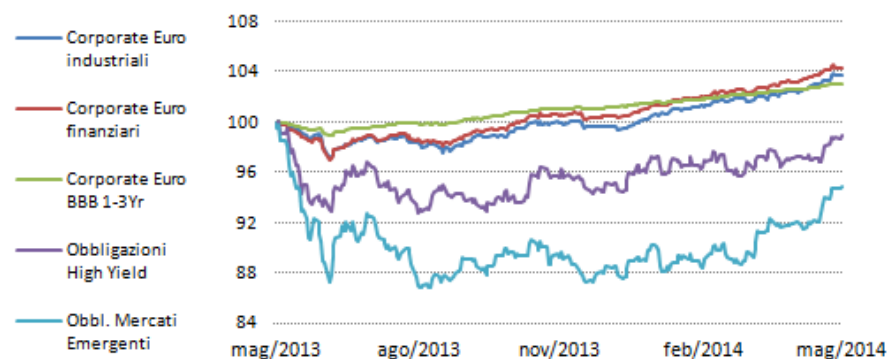


Mercati obbligazionari corporate, High Yield ed emergenti

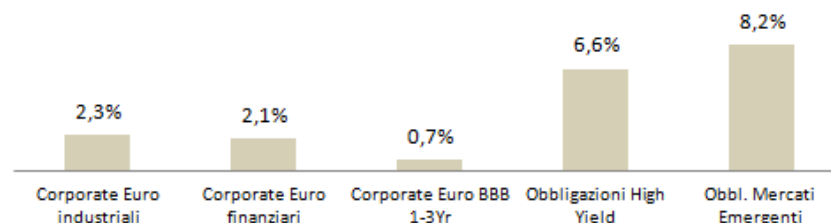
| | Rendimenti* | | | | |
|----------------------------|---------------------|------|------|------|-------|
| | dati al: 20/05/2014 | | | | |
| | YTD | 1M | 3M | 6M | 12M |
| Corporate Euro industriali | 4,1% | 1,3% | 2,4% | 3,7% | 3,7% |
| Corporate Euro finanziari | 3,8% | 1,1% | 2,4% | 3,7% | 4,3% |
| Corporate Euro BBB 1-3Yr | 1,7% | 0,4% | 1,1% | 1,9% | 3,0% |
| Obbligazioni High Yield | 4,7% | 1,9% | 2,1% | 2,8% | -1,0% |
| Obbl. Mercati Emergenti | 8,1% | 3,1% | 6,6% | 5,7% | -5,2% |

| | Volatilità* | | | | |
|----------------------------|---------------------|------|------|------|------|
| | dati al: 20/05/2014 | | | | |
| | YTD | 1M | 3M | 6M | 12M |
| Corporate Euro industriali | 1,7% | 1,5% | 1,8% | 1,7% | 2,3% |
| Corporate Euro finanziari | 1,4% | 1,3% | 1,5% | 1,5% | 2,1% |
| Corporate Euro BBB 1-3Yr | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,7% |
| Obbligazioni High Yield | 5,6% | 4,1% | 5,2% | 5,4% | 6,6% |
| Obbl. Mercati Emergenti | 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

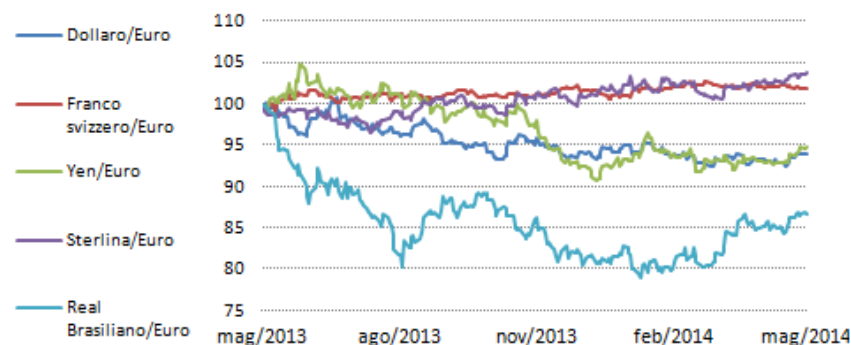


Mercati valutari

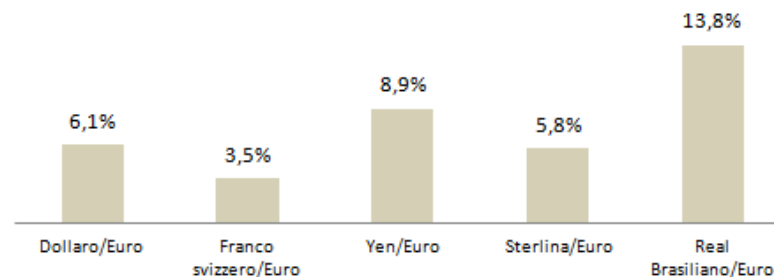
| | Rendimenti* | | | | |
|----------------------|---------------------|-------|-------|-------|--------|
| | dati al: 20/05/2014 | | | | |
| | YTD | 1M | 3M | 6M | 12M |
| Dollaro/Euro | 0,3% | 0,8% | 0,1% | -1,9% | -6,0% |
| Franco svizzero/Euro | 0,4% | -0,2% | -0,2% | 0,7% | 1,9% |
| Yen/Euro | 4,3%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



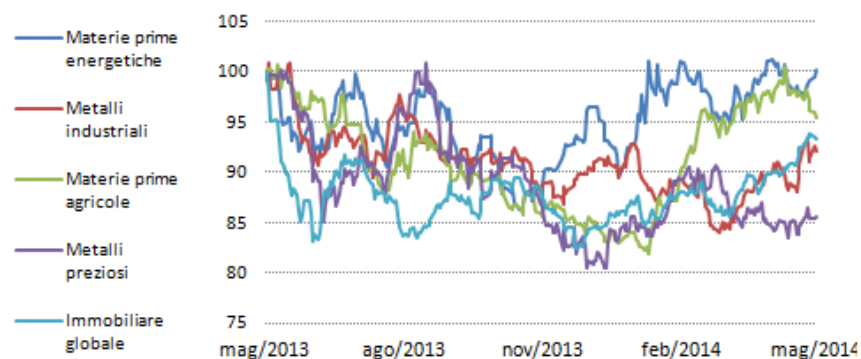
* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR



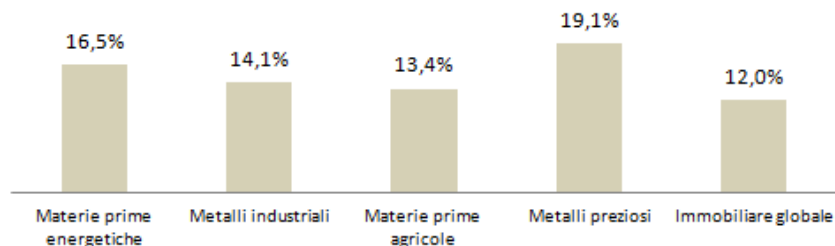
Mercati materie prime e immobiliare

| | 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

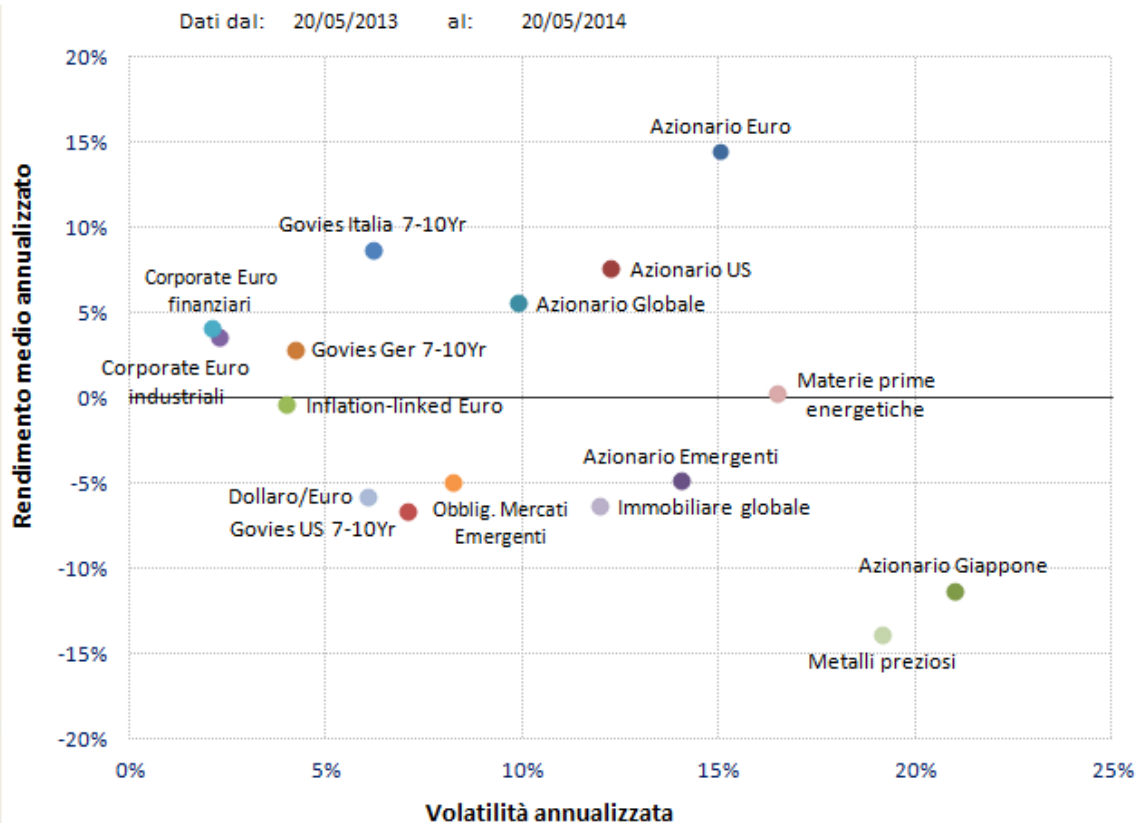


Rapporti rendimento-rischio a 1 anno (Sharpe ratio)

| | 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.