

09/14

Anthilia  
Capital Partners  
SGR

Analisi di scenario  
Settembre 2014



**Anthilia** sgr  
Capital Partners



Analisi di scenario



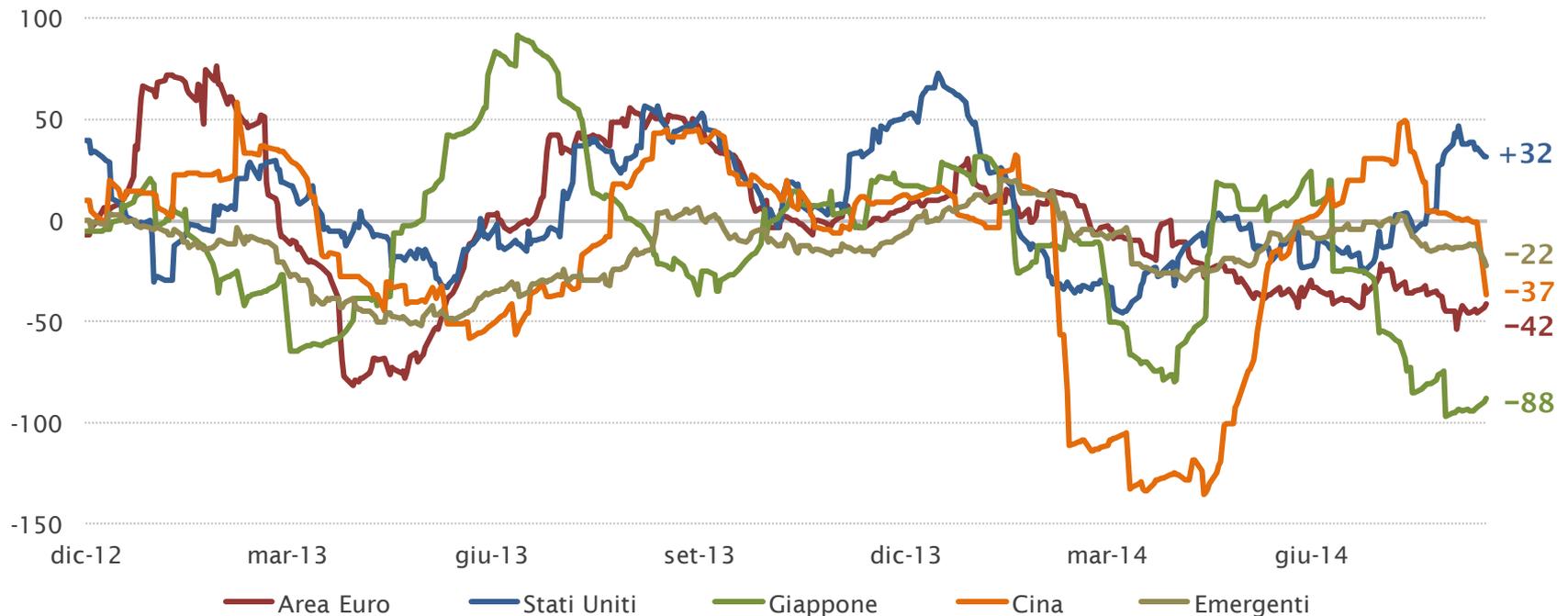
Mercati



## Crescita: il modello globale non cambia

- Gli Stati Uniti restano l'unica area economica in espansione stabile
- L'Area Euro è in stallo, il Giappone sta scontando l'aumento dell'IVA, in Cina il rimbalzo del secondo trimestre sembra esaurirsi, i Paesi Emergenti restano ostaggio degli umori cinesi e della politica monetaria della FED

### Citi Economic Surprise Index

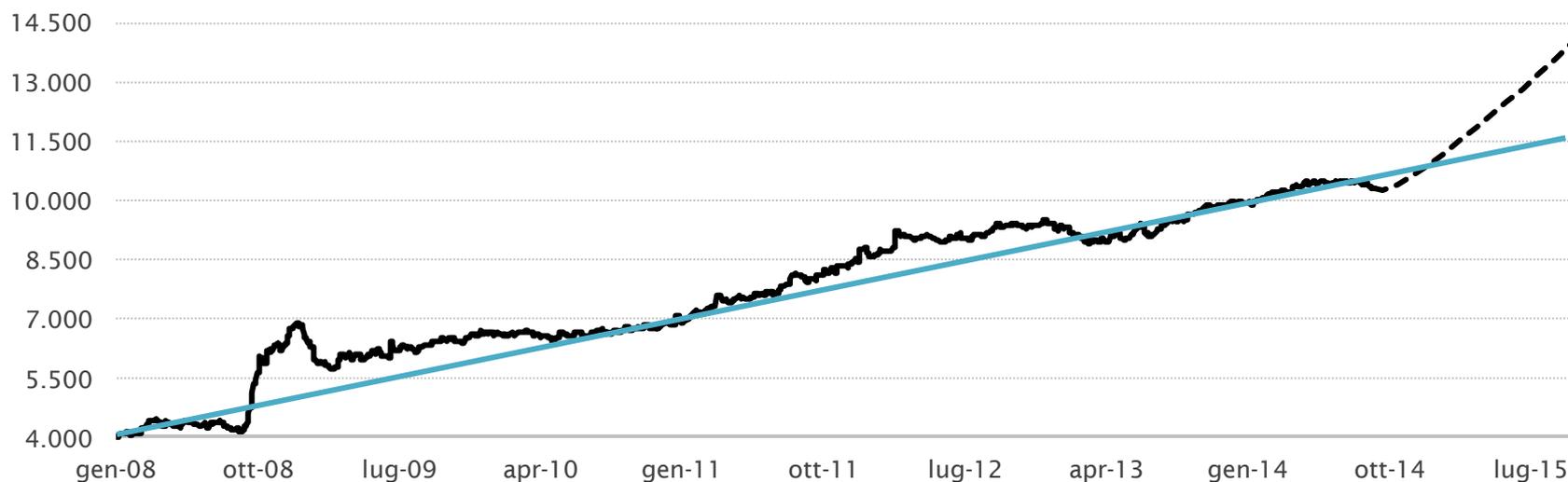




### Le banche centrali restano la principale ancora di salvezza

- Dall'esordio della crisi nel 2008, i bilanci delle banche centrali del G4 sono cresciuti in aggregato di circa 1 trilione USD all'anno
- Alla luce dei target di BOJ ed BCE, il ritmo di incremento potrebbe addirittura aumentare nei prossimi 12 mesi, nonostante il tapering della FED
- Peraltro, la circostanza che l'offerta di liquidità non è più in USD (divisa di riserva mondiale) ma in JPY ed EUR può impattare in particolare sulla volatilità e sugli Emergenti

Totale attività a bilancio delle banche centrali G4 (FED + BCE + BOJ + BOE)  
(in miliardi di USD)

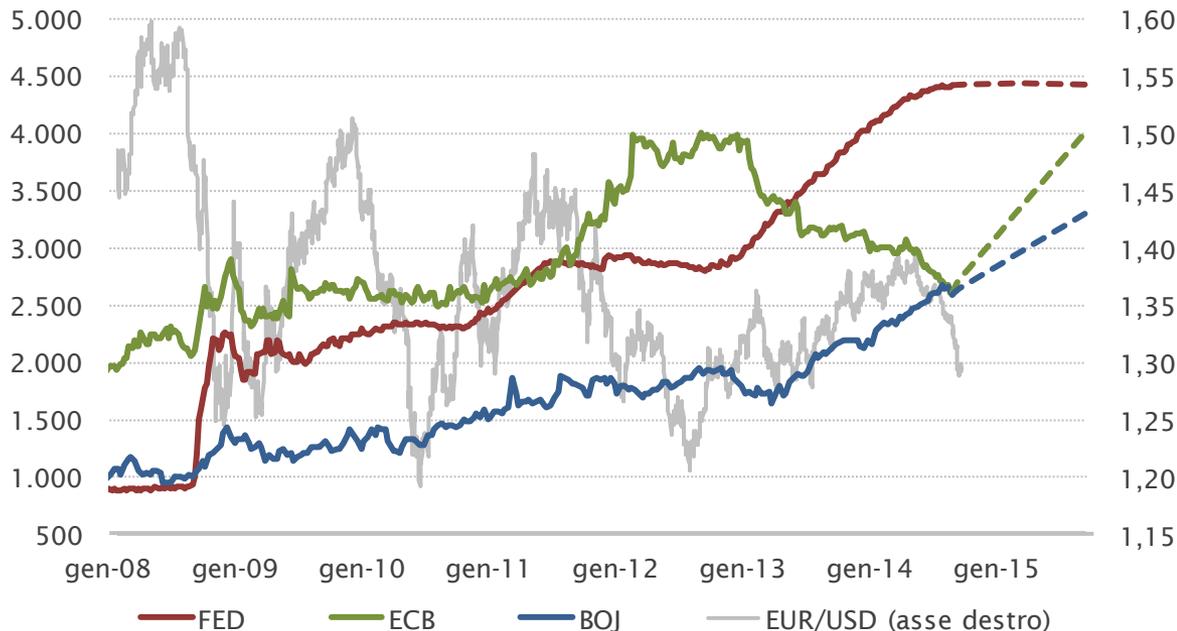




### Le misure della BCE: “private QE”

- L’espansione del balance sheet è, insieme all’incentivo al lending, obiettivo dichiarato delle misure della BCE
- L’idea è che la significativa immissione di liquidità nel sistema riproduca gli effetti del quantitative easing: compressione dei tassi di interesse, crowding out degli investitori verso altre classi di investimento, svalutazione del cambio con i relativi effetti su competitività e inflazione

Totale attività a bilancio delle principali banche centrali  
(in miliardi di USD)



*“ The newly decided measures, together with the targeted longer-term refinancing operations which will be conducted in two weeks, will have a sizeable impact on our balance sheet...*

*... The aim is to steer, significantly steer, the size of our balance sheet towards the dimensions it used to have at the beginning of 2012”*

Mario Draghi



### Ma quanto è realistico il target di Draghi?

---

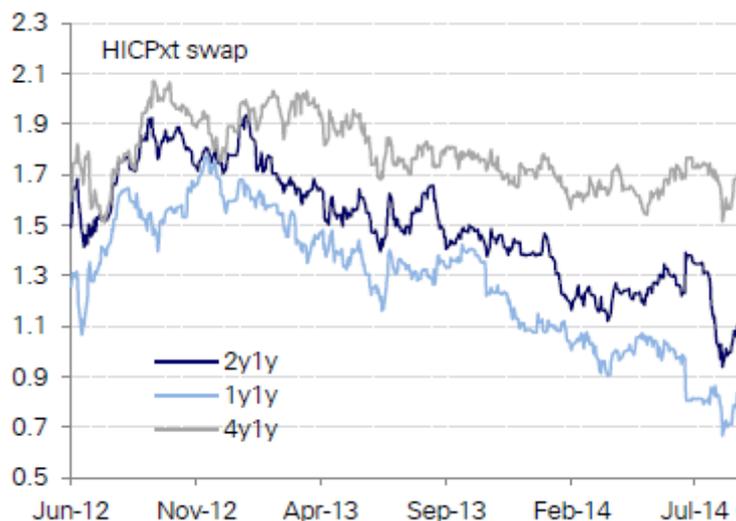
- TLTRO: Draghi ha dichiarato di attendersi tra 450 e 850 bln di richieste totali
- Una stima accettabile vedrebbe 300-350 bln nelle prime due tranche e altri 200-250 bln in quelle successive, per un totale di 500-600 bln
- ABS e Covered Bond: JP Morgan stima in 1,65 tln il pool di asset idonei all'acquisto (1,1 tln di ABS e 550 bln di CB)
- I precedenti programmi di acquisto di CB (60 bln tra luglio 2009 e giugno 2010 e 20 bln tra novembre 2011 e i primi mesi del 2012) indicano che è difficile superare un ritmo di acquisto di 150-200 bln l'anno, senza impattare violentemente sul mercato
- Considerando che entro febbraio 2015 gli ultimi 350 bln delle vecchie LTRO devono essere rimborsati, abbiamo un contributo dalle misure di  $600 + 400 - 350 = 650$  bln, utili a riportare il bilancio delle BCE dalle parti di inizio 2012, a 2,7 tln) ma non ai massimi di marzo 2012 (3 tln)
- Ovviamente questo target può essere raggiunto integrando il pool con la parte di bond bancari e corporate con caratteristiche simili agli ABS e ai CB eligible. Il pool di titoli ammonterebbe a 3,4 tln



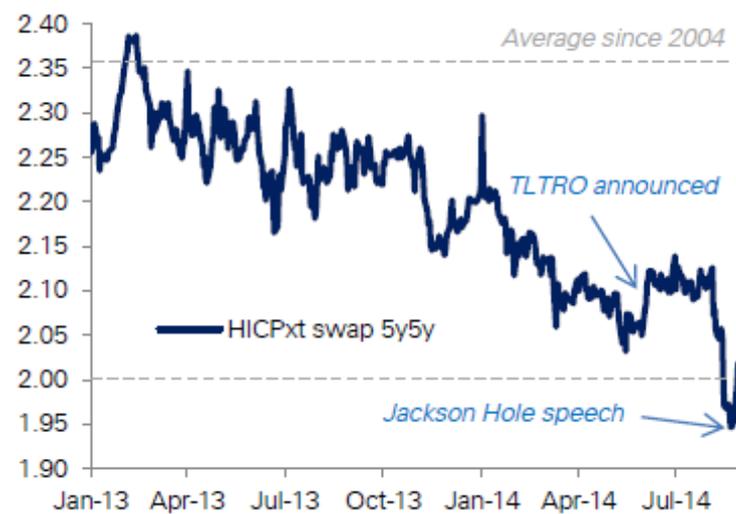
### Sarà sufficiente allo scopo?

- Le esperienze americana, giapponese e britannica mostrano che il quantitative easing è assai efficace nel creare “asset inflation”, meno nel creare “price inflation”
- Il principale effetto sui prezzi proviene dalla svalutazione, che permette di importare inflazione a discapito dei partner commerciali
- Nel caso europeo l’effetto è controbilanciato dalla debolezza delle materie prime, favorita dalla forza del USD
- Sembra probabile che, per evitare il definitivo disancoraggio delle aspettative di inflazione, la BCE dovrà far seguire al QE “privato” un QE “pubblico”

#### Aspettative di inflazione a breve



#### Aspettative di inflazione a lungo



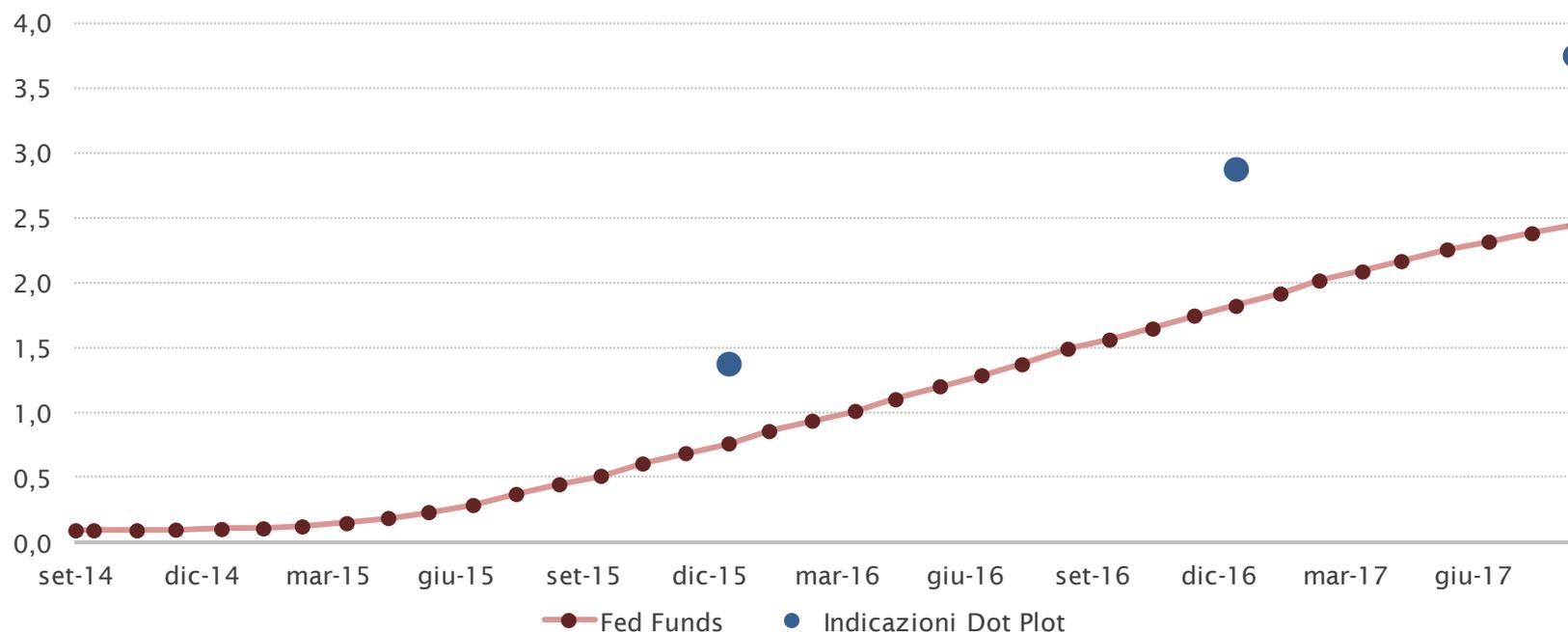
Fonte: Deutsche Bank



## FED: giudance invariata ma più ottimismo

- La FED resta prudente, ma il miglioramento dell'outlook macro sposta in su le indicazioni del "Dot Plot"
- La Yellen ha sdrammatizzato la divergenza tra la media delle previsioni del FOMC e le attese del mercato, ma un repricing dei tassi è nelle carte
- L'augurio all'Europa è visto come una benedizione al calo del cambio EUR/USD

### Tassi forward impliciti nelle quotazioni dei future e indicazioni Fed

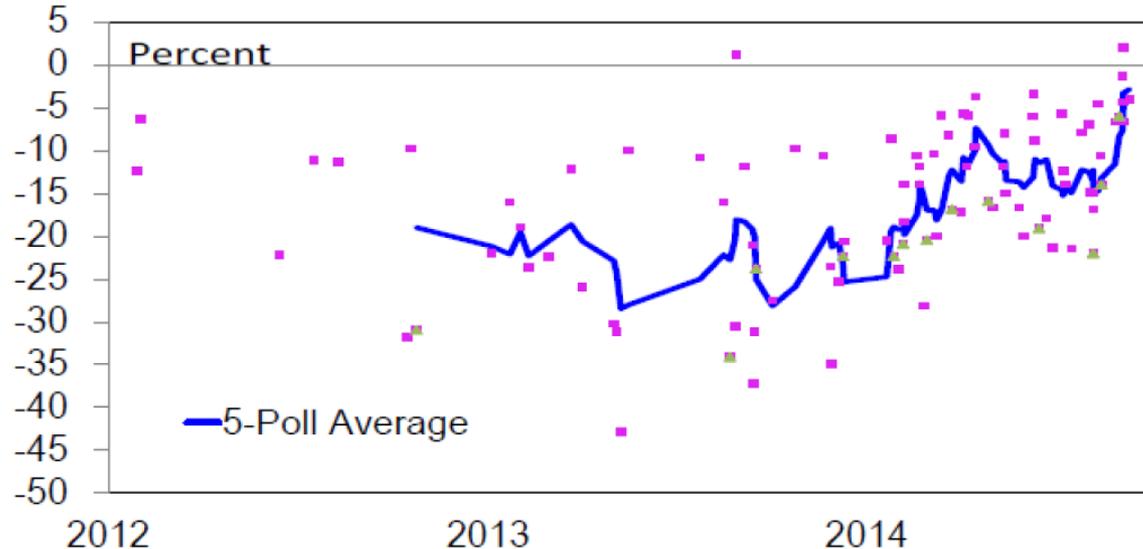




### Scozia: *“The nightmare could begin on Friday”* – Martin Wolf, FT

- La crescente incertezza sugli esiti del referendum scozzese ha prodotto una ondata di ammonimenti sui rischi connessi alla vittoria del “sì”
- L’offensiva congiunta di leader politici, editorialisti, CEO e banchieri sembra aver ottenuto nei sondaggi l’effetto di arrestare il recupero dei favorevoli all’indipendenza
- Riteniamo ridotto il rischio di una scissione; nondimeno, una vittoria degli indipendentisti avrebbe rilevanti effetti sui mercati

Sondaggi sul referendum per l’indipendenza della Scozia  
Differenza tra favorevoli e contrari



Fonte: Citi Research



## Giudizi sintetici

### Azionario

US		Downgrade
Europa		
Giappone		
Emergenti		Downgrade

### Obbligazionario governativo

US		Downgrade
Europa core		
Europa periferia		Downgrade
Emergenti		Downgrade

### Obbligazionario corporate

US		
Europa		Downgrade

### Valute

EUR/USD		
USD/JPY		Upgrade
EUR/GBP		Downgrade

### Materie prime

Energetiche		Downgrade
Industriali		
Agricole		
Metalli preziosi		Downgrade

= Long    = Neutral    = Short



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



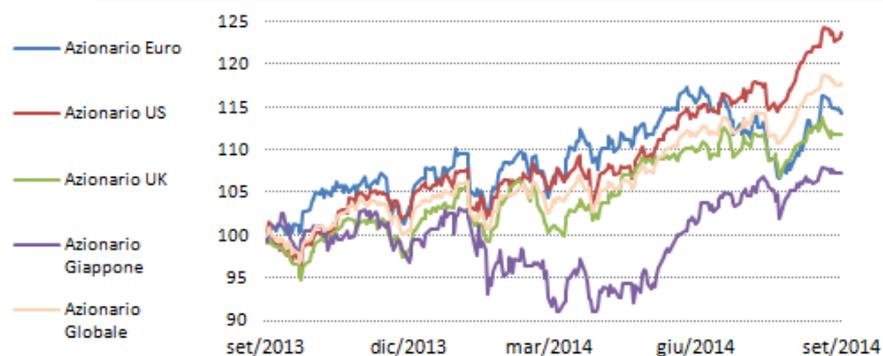
Mercati



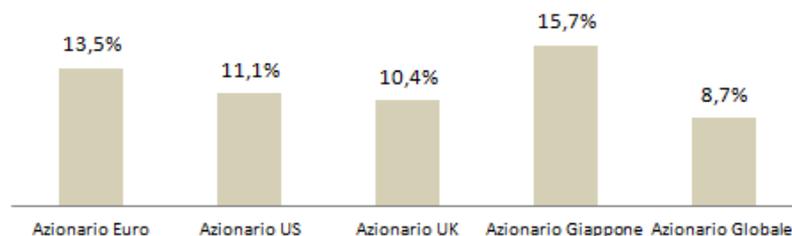
## Mercati azionari sviluppati

	Rendimenti*					Volatilità*				
	YTD	1M	3M	6M	12M	YTD	1M	3M	6M	12M
Azionario Euro	6,0%	6,2%	-1,0%	9,4%	14,4%	14,0%	13,3%	14,3%	13,2%	13,5%
Azionario US	16,7%	5,8%	8,5%	17,6%	23,7%	11,1%	8,0%	8,9%	10,2%	11,1%
Azionario UK	8,2%	2,6%	1,8%	11,4%	11,8%	10,6%	9,1%	10,3%	9,5%	10,4%
Azionario Giappone	6,4%	1,8%	5,8%	15,6%	7,3%	16,9%	5,9%	10,3%	12,9%	15,7%
Azionario Globale	12,7%	4,7%	5,6%	14,9%	17,9%	8,9%	6,4%	7,6%	8,0%	8,7%

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



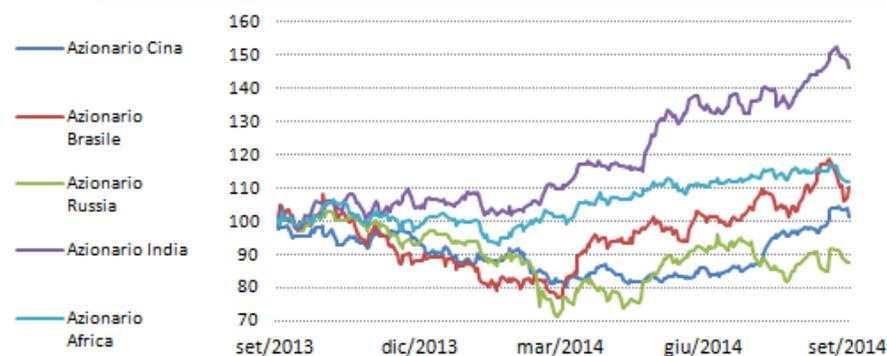
\* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR



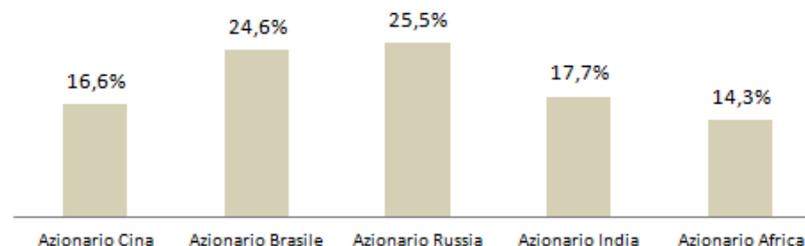
## Mercati azionari emergenti

	Rendimenti*					Volatilità*				
	YTD	1M	3M	6M	12M	YTD	1M	3M	6M	12M
Azionario Cina	10,3%	4,6%	18,0%	24,0%	1,4%	16,3%	15,3%	15,2%	14,8%	16,6%
Azionario Brasile	24,0%	4,6%	8,8%	43,2%	10,4%	24,7%	29,9%	23,8%	24,2%	24,6%
Azionario Russia	-8,4%	0,7%	-4,1%	22,9%	-12,1%	28,6%	25,9%	24,3%	25,6%	25,5%
Azionario India	37,2%	5,0%	9,3%	32,7%	46,1%	15,7%	11,6%	14,7%	15,4%	17,7%
Azionario Africa	9,1%	-2,3%	0,8%	10,5%	11,9%	13,3%	10,2%	10,7%	12,0%	14,3%

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



\* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR



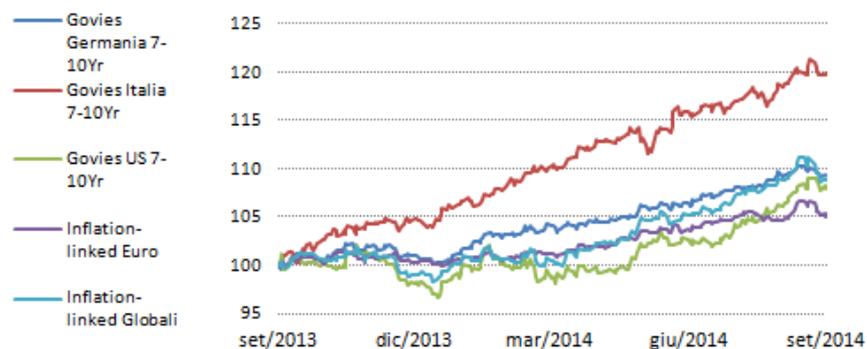
## Mercati obbligazionari governativi

	Rendimenti*					dati al: 16/09/2014
	YTD	1M	3M	6M	12M	
Govies Germania 7-10Yr	9,1%	-0,2%	2,7%	5,0%	9,5%	
Govies Italia 7-10Yr	14,5%	0,8%	3,4%	8,9%	19,9%	
Govies US 7-10Yr	11,7%	1,5%	5,3%	8,9%	8,1%	
Inflation-linked Euro	4,8%	0,3%	1,1%	3,7%	5,1%	
Inflation-linked Globali	10,3%	-0,3%	3,3%	8,0%	8,8%	

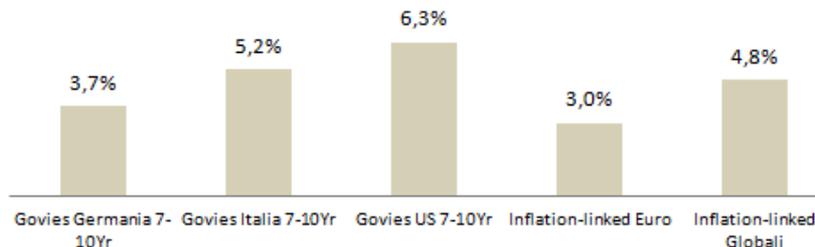
  

	Volatilità*					dati al: 16/09/2014
	YTD	1M	3M	6M	12M	
Govies Germania 7-10Yr	3,4%	3,2%	3,2%	3,2%	3,7%	
Govies Italia 7-10Yr	5,2%	5,5%	4,8%	5,5%	5,2%	
Govies US 7-10Yr	6,1%	6,0%	5,3%	5,5%	6,3%	
Inflation-linked Euro	3,0%	4,4%	3,3%	3,2%	3,0%	
Inflation-linked Globali	4,8%	6,4%	4,6%	4,5%	4,8%	

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



\* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR

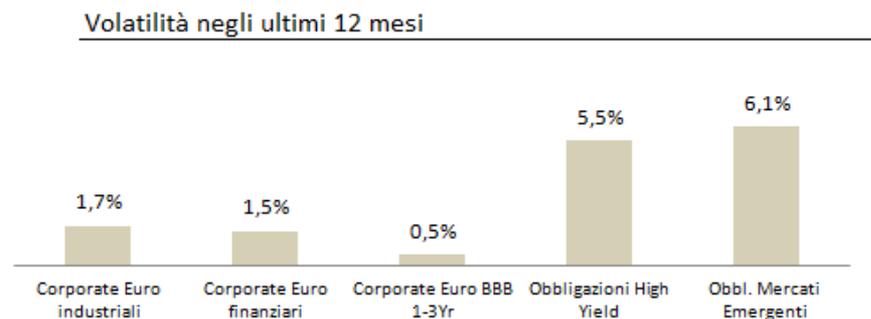
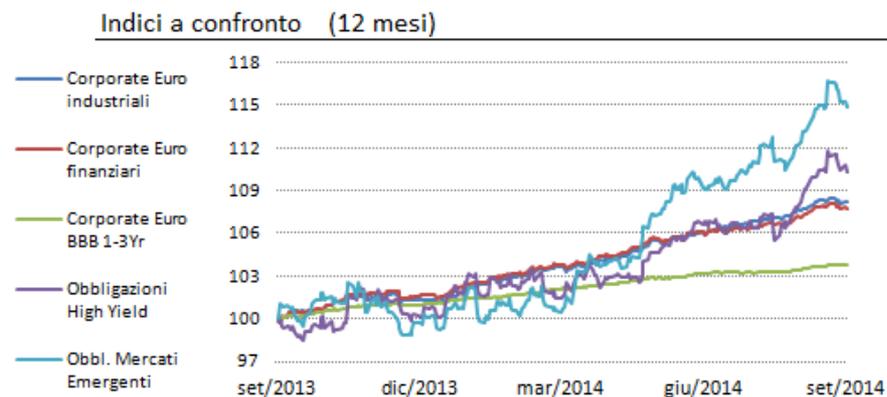


## Mercati obbligazionari corporate, High Yield ed emergenti

	Rendimenti*					dati al: 16/09/2014
	YTD	1M	3M	6M	12M	
Corporate Euro industriali	6,8%	0,5%	2,0%	4,4%	8,2%	
Corporate Euro finanziari	6,0%	0,5%	1,6%	3,9%	7,8%	
Corporate Euro BBB 1-3Yr	2,6%	0,4%	0,6%	1,7%	3,9%	
Obbligazioni High Yield	10,1%	2,3%	3,5%	8,8%	10,4%	
Obbl. Mercati Emergenti	15,7%	2,5%	5,2%	14,3%	15,0%	

	Volatilità*					dati al: 16/09/2014
	YTD	1M	3M	6M	12M	
Corporate Euro industriali	1,6%	1,5%	1,4%	1,6%	1,7%	
Corporate Euro finanziari	1,4%	1,3%	1,3%	1,4%	1,5%	
Corporate Euro BBB 1-3Yr	0,5%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	
Obbligazioni High Yield	5,4%	6,0%	5,5%	4,9%	5,5%	
Obbl. Mercati Emergenti	5,9%	6,8%	5,6%	5,5%	6,1%	



\* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR



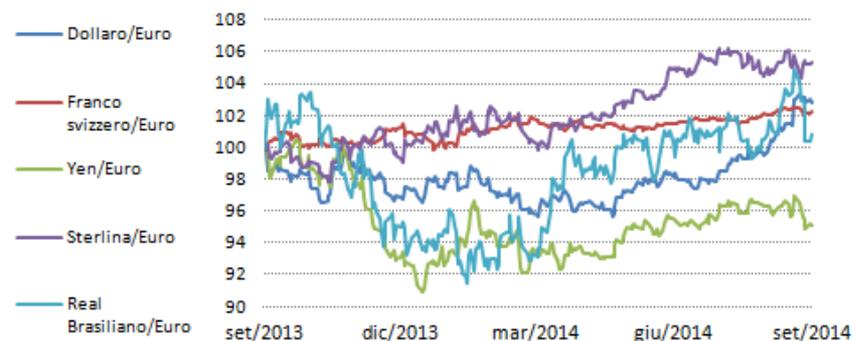
## Mercati valutari

	Rendimenti*				
	dati al: 16/09/2014				
	YTD	1M	3M	6M	12M
Dollaro/Euro	6,0%	3,4%	4,8%	7,3%	2,9%
Franco svizzero/Euro	1,5%	0,1%	0,8%	0,4%	2,3%
Yen/Euro	4,3%	-1,2%	-0,4%	1,6%	-4,9%
Sterlina/Euro	4,3%	0,8%	0,4%	4,9%	5,3%
Real Brasiliano/Euro	7,5%	0,3%	0,5%	8,0%	0,8%

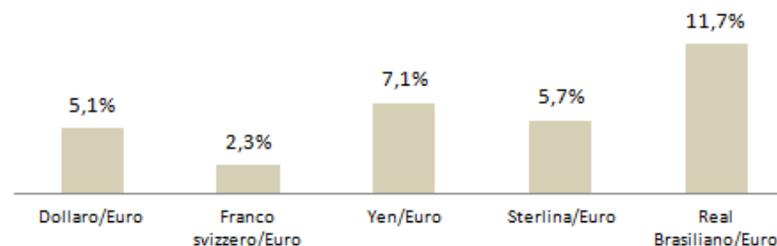
  

	Volatilità*				
	dati al: 16/09/2014				
	YTD	1M	3M	6M	12M
Dollaro/Euro	4,8%	6,3%	4,5%	4,2%	5,1%
Franco svizzero/Euro	2,1%	1,5%	1,2%	1,4%	2,3%
Yen/Euro	6,4%	6,4%	4,8%	4,9%	7,1%
Sterlina/Euro	5,5%	7,0%	5,5%	4,8%	5,7%
Real Brasiliano/Euro	11,2%	12,0%	10,3%	10,4%	11,7%

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



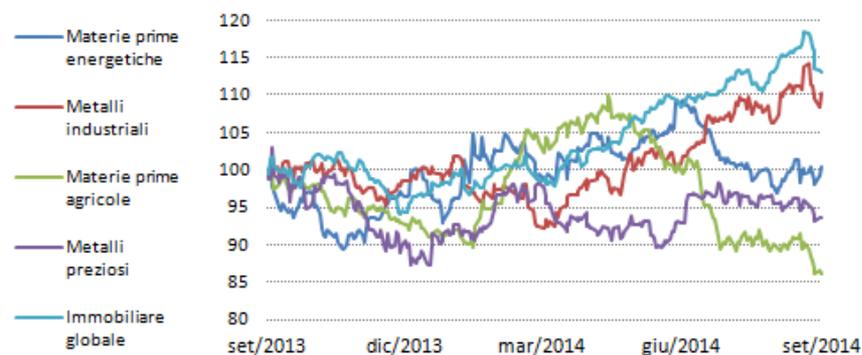
\* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR



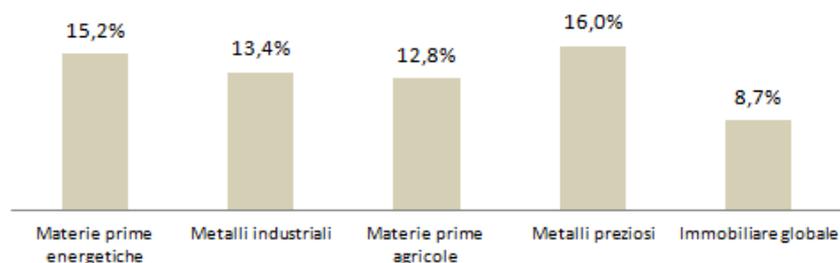
## Mercati materie prime e immobiliare

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

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



\* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR

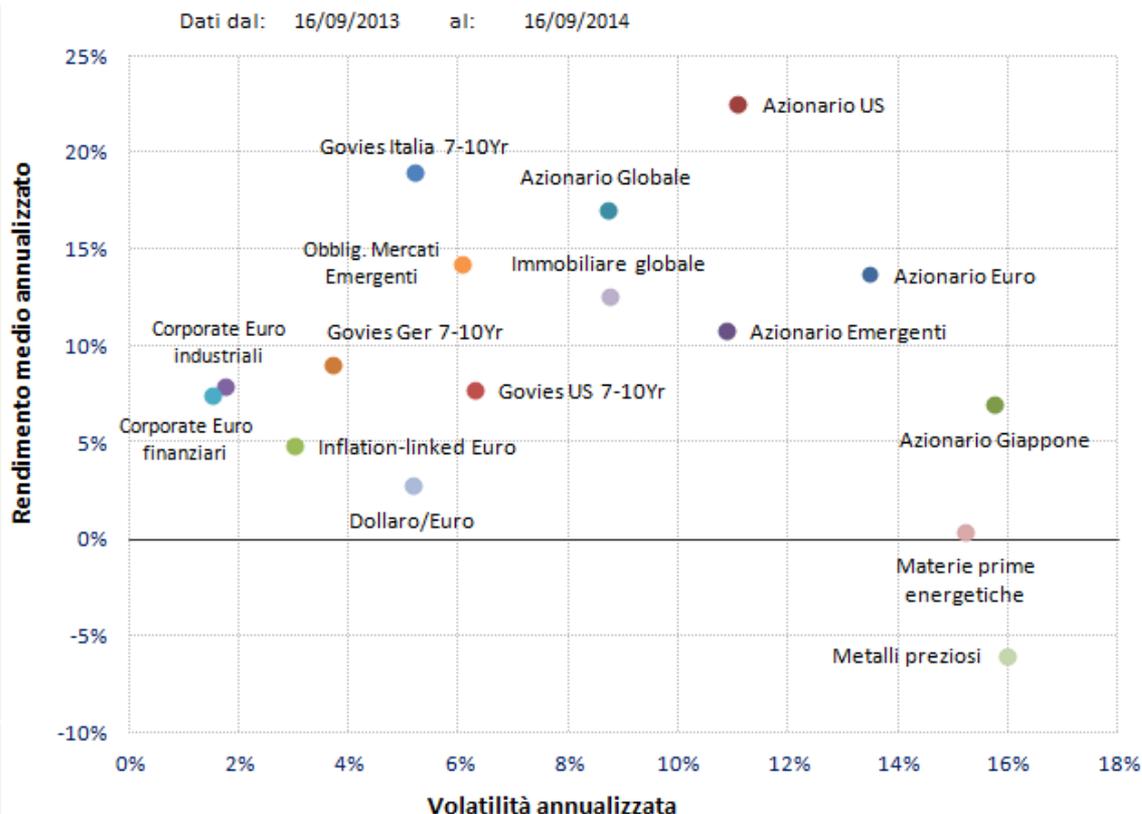


## Rapporti rendimento-rischio a 1 anno (Sharpe ratio)

	Ret% MA*	Vol% MA*	SR
Azionario Euro	13,73%	13,49%	1,01
Azionario US	22,57%	11,07%	2,03
Azionario Giappone	6,95%	15,74%	0,43
Azionario Emergenti	10,81%	10,86%	0,98
Azionario Globale	17,06%	8,69%	1,94
Govies Germania 7-10Yr	9,09%	3,69%	2,43
Govies Italia 7-10Yr	18,98%	5,19%	3,63
Govies US 7-10Yr	7,70%	6,29%	1,20
Inflation-linked Euro	4,84%	2,99%	1,57
Corporate Euro industriali	7,88%	1,74%	4,44
Corporate Euro finanziari	7,48%	1,52%	4,84
Obblig. Mercati Emergenti	14,29%	6,06%	2,33
Dollaro/Euro	2,77%	5,14%	0,51
Materie prime energetiche	0,42%	15,21%	0,02
Metalli preziosi	-6,00%	15,96%	-0,38
Immobiliare globale	12,59%	8,72%	1,43

**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%	6,0%	4,0%
Azionario US	20,2%	3,9%	-4,6%	-34,2%	23,1%	23,4%	5,3%	13,9%	26,7%	16,7%	7,8%
Azionario Giappone	46,2%	-8,4%	-15,9%	-22,7%	3,6%	23,4%	-9,8%	6,0%	21,2%	6,4%	3,2%
Azionario Emergenti	54,1%	18,9%	26,5%	-51,1%	74,3%	27,8%	-15,6%	16,5%	-6,5%	14,5%	10,3%
Azionario Globale	26,2%	7,4%	-1,7%	-37,6%	25,9%	19,5%	-2,4%	14,0%	21,2%	12,7%	6,6%
Govies Germania 7-10Yr	5,9%	-1,0%	1,9%	14,8%	1,8%	6,8%	12,8%	6,8%	-1,7%	9,1%	5,6%
Govies Italia 7-10Yr	6,0%	-0,8%	2,2%	7,3%	9,2%	-0,7%	-7,5%	24,6%	8,6%	14,5%	6,0%
Govies US 7-10Yr	17,3%	-7,8%	-0,2%	23,6%	-8,6%	17,3%	18,9%	2,1%	-10,0%	11,7%	5,7%
Inflation-linked Euro	6,0%	-1,7%	1,9%	3,8%	8,1%	1,0%	-0,9%	11,0%	-3,9%	4,8%	2,9%
Corporate Euro industriali	3,5%	0,5%	0,8%	0,9%	16,2%	5,1%	3,9%	10,5%	1,7%	6,8%	4,9%
Corporate Euro finanziari	4,7%	0,3%	-1,1%	-7,9%	16,8%	4,3%	-0,5%	17,3%	2,9%	6,0%	4,0%
Obblig. Mercati Emergenti	26,9%	-1,1%	-4,2%	-7,7%	25,4%	20,3%	11,4%	16,5%	-10,5%	15,7%	8,5%
Dollaro/Euro	14,4%	-10,2%	-9,5%	4,4%	-2,5%	7,1%	3,3%	-1,7%	-4,0%	6,0%	0,5%
Materie prime energetiche	63,8%	-47,4%	9,1%	-45,0%	-7,8%	-4,1%	-13,3%	-11,0%	0,7%	3,8%	-9,5%
Metalli preziosi	38,8%	14,0%	13,9%	0,3%	25,8%	53,0%	7,8%	4,4%	-33,8%	7,3%	10,8%
Immobiliare globale	32,1%	27,7%	-15,9%	-45,4%	34,6%	29,1%	-2,9%	26,3%	-0,1%	16,7%	6,8%
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	0,57	0,50
Azionario US	1,24	0,07	-0,49	-0,84	0,86	1,35	0,22	1,14	2,10	2,08	0,77
Azionario Giappone	2,74	-0,54	-0,98	-0,70	0,11	1,19	-0,43	0,36	0,96	0,51	0,32
Azionario Emergenti	3,72	0,86	1,08	-1,39	2,94	1,65	-0,82	1,26	-0,45	1,83	1,07
Azionario Globale	2,32	0,42	-0,43	-1,27	1,24	1,34	-0,19	1,35	2,07	1,96	0,88
Govies Germania 7-10Yr	1,02	-1,05	-0,52	1,54	0,17	1,19	1,52	1,07	-0,38	3,62	0,82
Govies Italia 7-10Yr	1,01	-0,99	-0,49	0,50	1,71	-0,19	-0,58	1,95	1,08	3,84	0,78
Govies US 7-10Yr	1,47	-1,38	-0,49	1,09	-0,56	1,21	1,09	0,16	-1,16	2,62	0,40
Inflation-linked Euro	0,83	-1,05	-0,51	-0,02	1,26	0,12	-0,22	1,82	-0,90	2,11	0,34
Corporate Euro industriali	0,53	-0,98	-1,27	-0,66	4,58	1,78	0,81	4,21	0,64	5,67	1,53
Corporate Euro finanziari	0,98	-1,05	-2,04	-2,38	3,95	1,33	-0,33	6,76	1,25	5,83	1,43
Obblig. Mercati Emergenti	2,40	-0,50	-1,19	-0,67	2,12	2,12	1,02	1,97	-1,14	3,68	0,98
Dollaro/Euro	1,30	-1,64	-2,04	0,03	-0,26	0,54	0,19	-0,23	-0,54	1,69	-0,10
Materie prime energetiche	1,68	-1,66	0,18	-1,17	-0,23	-0,22	-0,61	-0,50	0,04	0,33	-0,22
Metalli preziosi	2,89	0,41	0,59	-0,13	1,02	2,66	0,27	0,24	-1,46	0,72	0,72
Immobiliare globale	2,47	2,08	-1,06	-1,22	1,07	1,87	-0,21	2,52	-0,01	2,78	1,03

\* 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.