

11/14

Anthilia  
Capital Partners  
SGR

Analisi di scenario  
Novembre 2014



**Anthilia**<sup>sg</sup>  
Capital Partners



Analisi di scenario



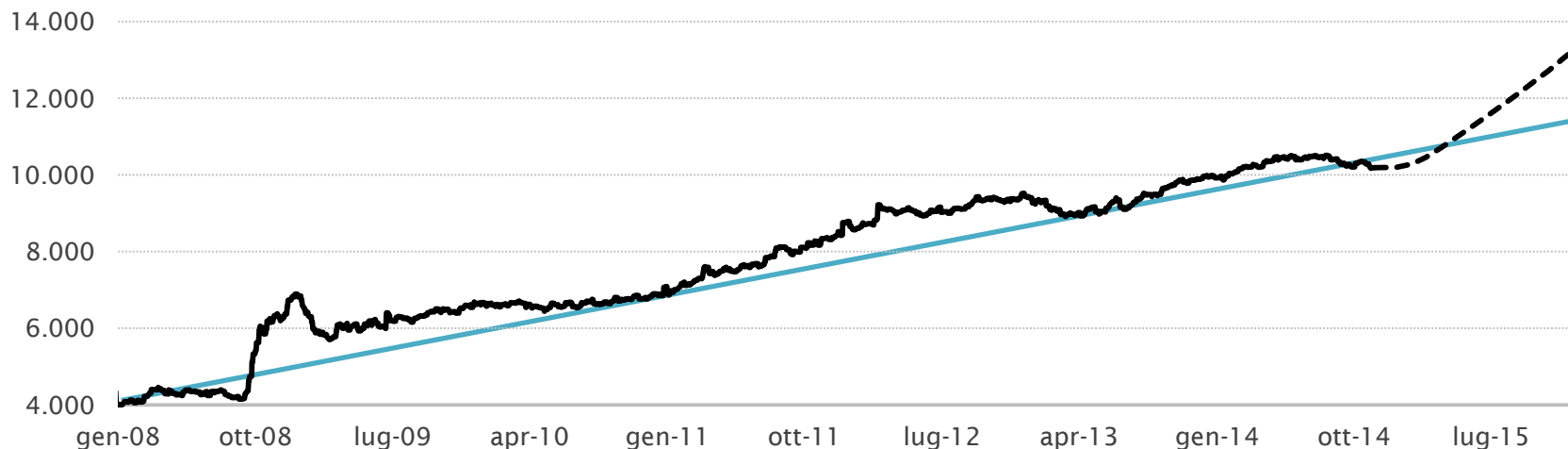
Mercati



### QEternity

- Contrariamente alle attese di appena 6 mesi fa, l'ammontare di stimolo monetario straordinario erogato dalle principali banche centrali aumenterà significativamente nei prossimi trimestri
- I nuovi target comunicati da BOJ e BCE implicano un incremento del ritmo di crescita dei bilanci delle banche centrali del G4 di circa il 30% (da 1 trl USD all'anno a 1,3 trl)
- La stima non tiene conto della PBOC, la cui azione è più difficile da prevedere. Sembra però sensato attendersi politiche monetarie più accomodanti sia da quest'ultima sia da altre banche centrali minori, costrette a reagire all'azione di BOJ e BCE

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

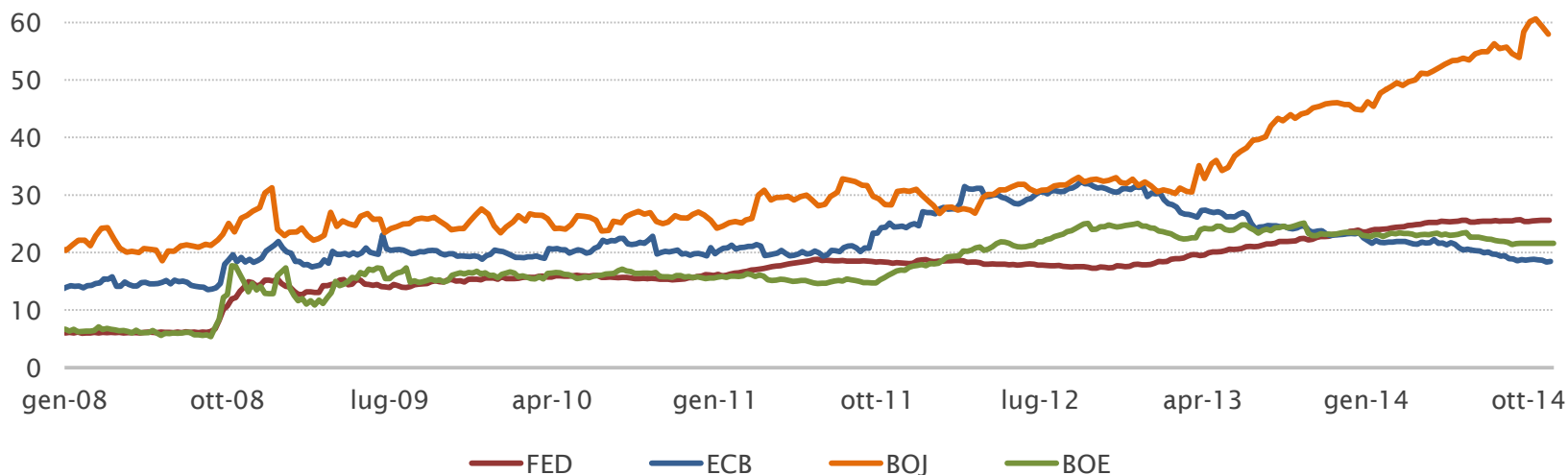




## Giappone: ai mali estremi... (1/2)

- A fine ottobre la BOJ ha ulteriormente rafforzato quello che era già un esperimento di politica monetaria senza precedenti: all'attuale ritmo di acquisto (58 mld USD), il QQE equivale a poco meno del 70% del QE3 FED, per un'economia che vale circa un terzo di quella USA. Queste misure impattano su un bilancio che ha già dimensioni pari al 55% del PIL nazionale
- Oltre a ciò, la BOJ ha triplicato gli acquisti annui di ETF azionari, portandoli a 25 mld USD annui (oltre lo 0,5% della capitalizzazione di borsa giapponese)
- La riallocazione strategica varata contestualmente dal Fondo Pensione Nazionale (AUM per 1,1 trl USD) prevede acquisti potenziali per 80 mld USD di azioni giapponesi e 90 mld USD di azioni internazionali (fonte JPM). Non è improbabile che altri investitori istituzionali seguano l'esempio

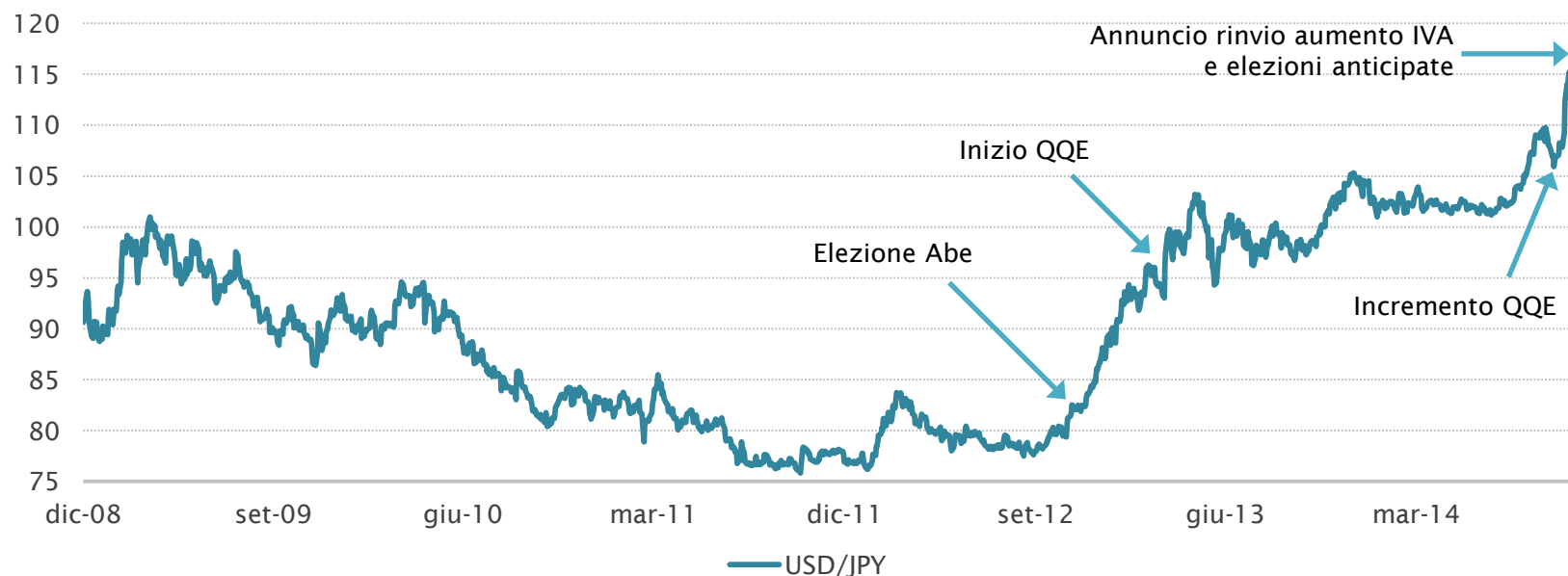
Totale attività a bilancio delle banche centrali in rapporto al PIL





### Giappone: ai mali estremi... (2/2)

- Il rinvio dell'aumento dell'IVA, se non rimpiazzato da altre misure fiscali a copertura, costituisce una deriva rispetto al principio della "sostenibilità della struttura fiscale" sancito negli Abenomics. Si tratta di un primo passo verso una monetizzazione del debito
- Con il mercato dei tassi controllato dalla BOJ (gli acquisti di JGB equivalgono al doppio delle emissioni nette per il 2015) lo YEN resta la principale "vittima" della politica monetaria BOJ
- Rispetto al lancio degli Abenomics (inizio 2013) la crescita globale è più fragile, e le spinte deflazionistiche globali assai più accentuate. Ne consegue che gli effetti negativi nei confronti dei competitor commerciali saranno più forti. E facilmente produrranno reazioni, in particolare nell'area asiatica





### BCE verso il QE

- La BCE sembra accelerare il cammino iniziato la scorsa primavera verso un QE all'anglosassone, con il fronte dei falchi che apre a misure non convenzionali, sia pure con riluttanza
- Le obiezioni opposte all'OMT dalla Corte Costituzionale tedesca attengono alla condizionalità delle politiche economiche, l'assenza di limiti quantitativi e il fatto che favorisca singoli Paesi. Nessuna di queste si applica al QE
- Ipotizzando un impatto sul bilancio di 400 mld dalle TLTRO e altri 350 mld dall'attuale programma di acquisti di CB e ABS, resta un gap di 500/600 mld tra il target di incremento ufficiale (1 trl) e il potenziale delle attuali misure (tenendo conto del rimborso di 300 mld di LTRO)
- La pubblicazione delle nuove proiezioni in dicembre sembra l'appuntamento ideale per dichiarare che la situazione richiede un'integrazione del programma di acquisti

*"The expansionary monetary policy is fundamentally appropriate ... And it is understandable that the ECB's governing council has discussed additional measures and will continue to discuss this"*

Jens Weidmann, 12/11/2014

*"The reference point of all our actions is to fulfill the primary mandate of the ECB, to ensure price stability. In periods of unusually low inflation and interest rates close to zero, it is necessary to take unconventional measures"*

Yves Mersch, 17/11/2014

*"However, there is an extra phase added too, which alludes to the possibility of additional balance sheet expansion: such measures could include further changes to the size and composition of the Eurosystem balance sheet, if warranted to achieve price stability over the medium term ... The other unconventional measures might entail the purchase of a variety of assets, one of which is government bonds"*

Mario Draghi, 17/11/2014



### Equity europeo: è giustificato lo scetticismo? (1/3)

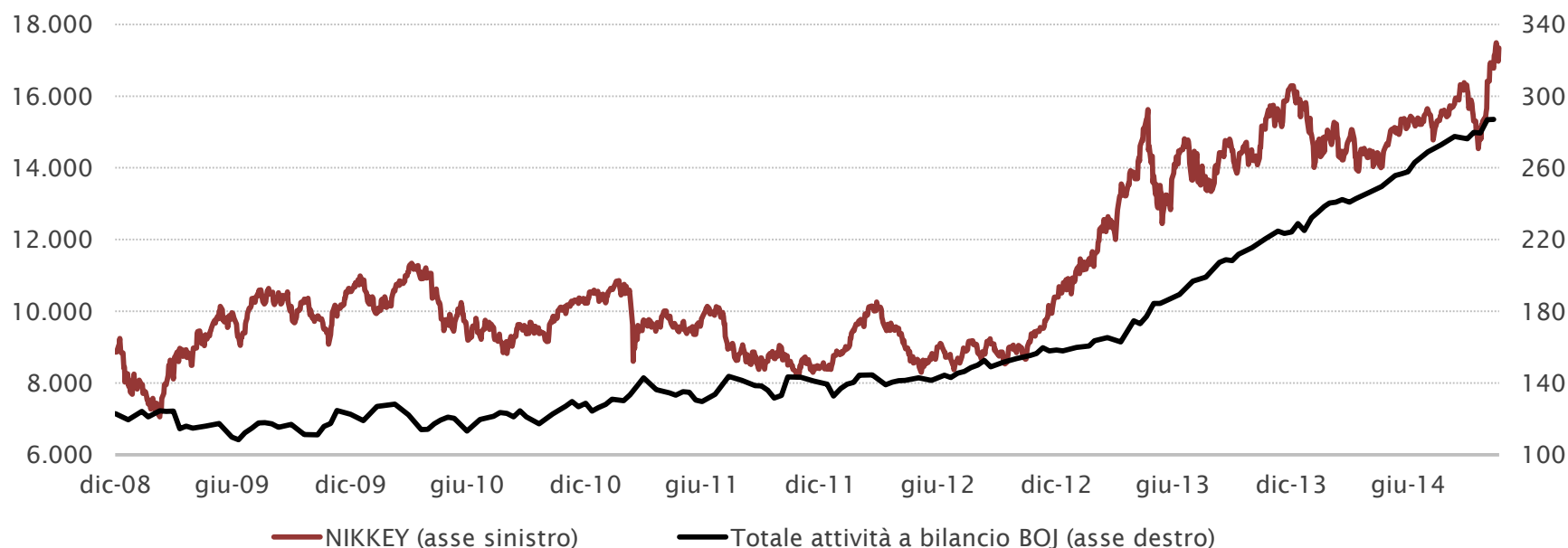
- Dalla fine del primo semestre, l'azionario europeo ha sottoperformato quello americano del 10%. Con l'effetto cambio, la sottoperformance supera il 20%. Più contenuta, ma sempre rilevante, la sottoperformance nei confronti dell'MSCI All Country (-6%)
- Il gap macro tra le due aree, ampliatisi in seguito alla perdita di momentum dell'economia europea e l'affiorare di timori di deflazione, sembra alla base della price action
- La delusione degli investitori, particolarmente ottimisti nella prima parte dell'anno sulle prospettive di ritorno alla crescita dell'Area Euro, ne ha amplificato gli effetti





## Equity europeo: è giustificato lo scetticismo? (2/3)

- Alla base della freddezza con cui l'azionario europeo ha accolto le novità di politica monetaria e governance degli ultimi mesi (target di bilancio, stress test, ecc.), vi sono 2 aspetti:
  - L'eccessivo utilizzo della retorica da parte della BCE negli ultimi anni
  - Lo scetticismo sull'efficacia del QE sulla crescita, in un'area in cui le banche intermediano l'80% del credito
- Peraltro, tra i pochi effetti certi del QE vi è l'asset inflation, e in Europa non dovrebbe essere particolarmente diverso
- A inizio 2015 potrebbe vedere la luce il piano di investimenti in infrastrutture fortemente voluto da Juncker

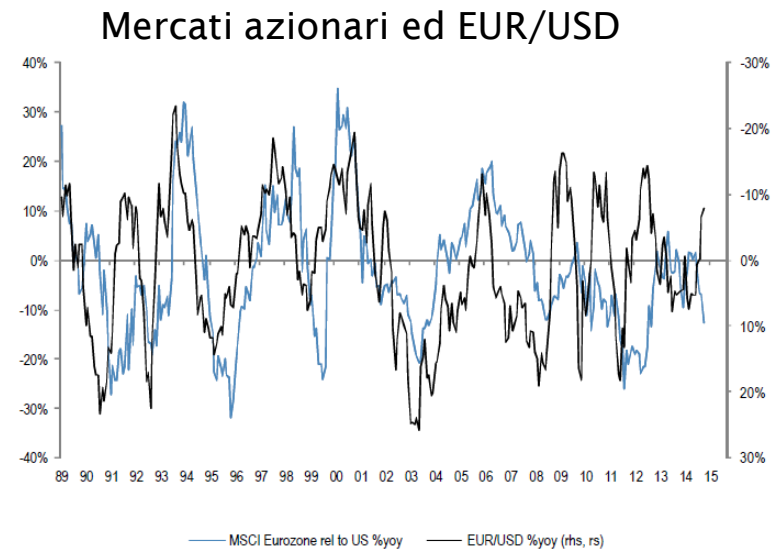
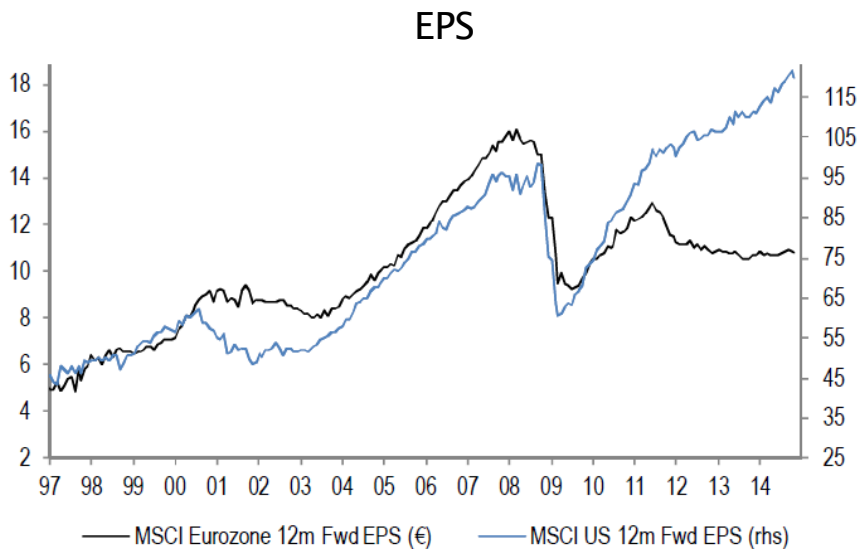






## Equity europeo: è giustificato lo scetticismo? (3/3)

- Dal punto di vista delle valutazioni, la sottoperformance europea è largamente spiegata dal comportamento degli utili, con i forward EPS in costante crescita in US e stagnanti in Europa. La divergenza, senza precedenti nell'ultimo ventennio, dovrebbe iniziare a rientrare, anche grazie all'effetto cambio. Nel lungo periodo, la performance relativa tra divise tende ad anticipare quella tra mercati
- L'azionario europeo ha finora reagito solo marginalmente l'allentamento delle condizioni finanziarie (spread e lending standard) osservato nel continente e deve ancora prezzare totalmente l'indebolimento della divisa



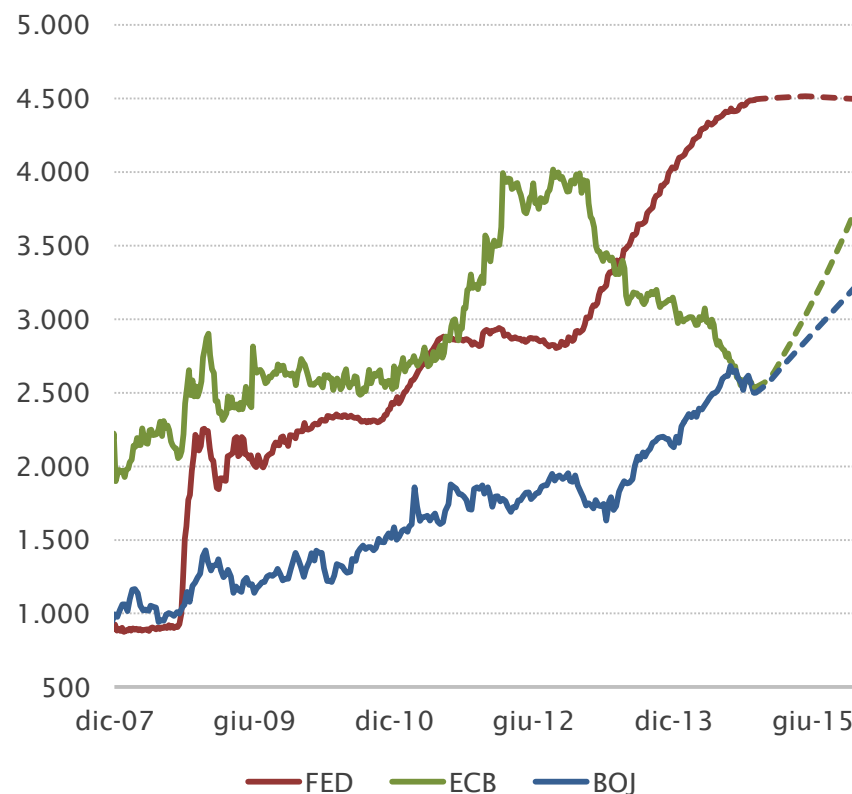
Fonte: JP Morgan, IBES, Datastream



### Currency war

- Europa e Giappone rappresentano circa il 30% del PIL mondiale (fonte IMF). Con una simile porzione dell'economia globale impegnata in svalutazione competitiva, sembra sia solo questione di tempo prima che altre aree avviino azioni a propria difesa
- Sicuramente la Cina è tra i principali candidati ad una reazione, essendo competitor diretto del Giappone e avendo l'Europa come secondo principale trading partner. In realtà larga parte dell'area asiatica farà i conti con l'aggressività della BOJ
- Svizzera e Repubblica Ceca hanno già ancorato la propria divisa per difendersi dalla svalutazione dell'EUR e la Danimarca ha portato in negativo i tassi
- Con il QE3 consegnato alla storia e la FED orientata ad un modesto tightening, il biglietto verde sembra posizionato per fare le spese della corsa mondiale alla svalutazione. Ma se gli USA dovessero rallentare o l'apprezzamento della divisa dovesse impattare troppo sull'outlook inflattivo interno, inevitabilmente arriverà la reazione

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





## Giudizi sintetici

### Azionario

US		Downgrade
Europa		
Giappone		Upgrade
Emergenti		

### Obbligazionario governativo

US		
Europa core		Upgrade
Europa periferia		Upgrade
Emergenti		

### Obbligazionario corporate

US		Downgrade
Europa		Upgrade

### Valute

EUR/USD	
USD/JPY	
EUR/GBP	





### Materie prime





Energetiche		Upgrade
Industriali		
Agricole		
Metalli preziosi		





= 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



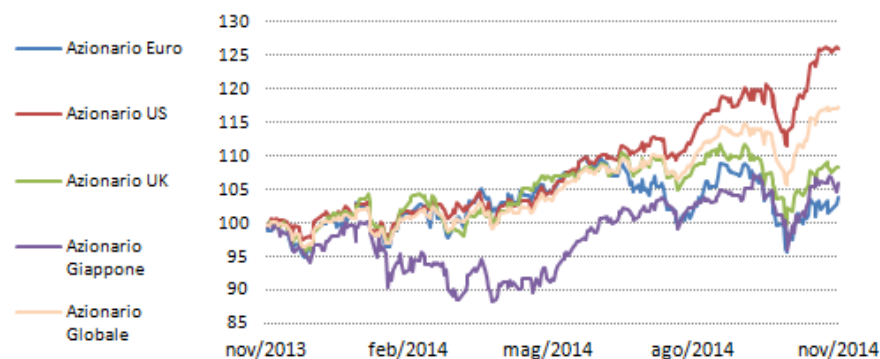
## Mercati azionari sviluppati

	Rendimenti*				
	dati al: 18/11/2014				
	YTD	1M	3M	6M	12M
Azionario Euro	2,9%	5,5%	1,8%	-0,7%	4,0%
Azionario US	24,4%	11,0%	11,5%	20,7%	26,0%
Azionario UK	6,8%	5,7%	0,0%	1,2%	8,3%
Azionario Giappone	8,1%	10,3%	3,5%	15,4%	5,9%
Azionario Globale	16,5%	9,3%	7,2%	13,2%	17,2%

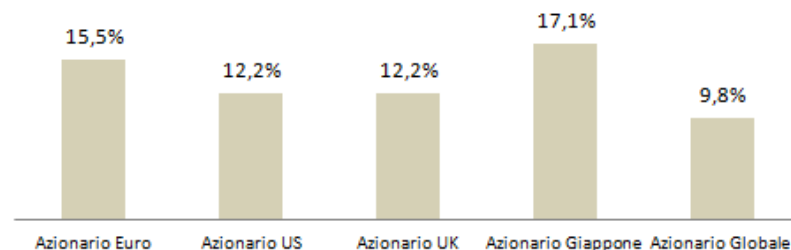
  

	Volatilità*				
	dati al: 18/11/2014				
	YTD	1M	3M	6M	12M
Azionario Euro	15,7%	19,2%	19,3%	16,3%	15,5%
Azionario US	12,6%	13,2%	15,2%	12,3%	12,2%
Azionario UK	12,3%	13,0%	15,3%	12,7%	12,2%
Azionario Giappone	17,6%	20,5%	17,2%	14,6%	17,1%
Azionario Globale	10,0%	10,9%	11,9%	9,9%	9,8%

### Indici a confronto (12 mesi)



### Volatilità negli ultimi 12 mesi



\* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR



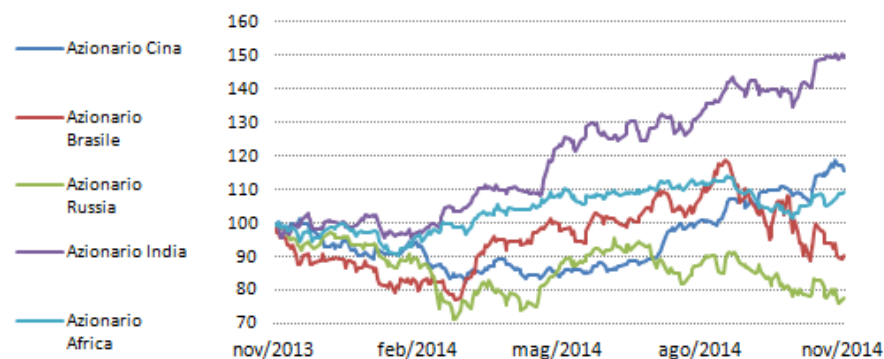
## Mercati azionari emergenti

	Rendimenti*				
	dati al: 18/11/2014				
	YTD	1M	3M	6M	12M
Azionario Cina	22,0%	6,1%	14,7%	35,2%	15,4%
Azionario Brasile	1,4%	-10,2%	-15,9%	-10,0%	-9,5%
Azionario Russia	-19,0%	-3,3%	-11,7%	-8,2%	-22,5%
Azionario India	49,0%	9,5%	12,6%	22,4%	49,3%
Azionario Africa	9,5%	6,4%	-2,3%	1,5%	9,3%

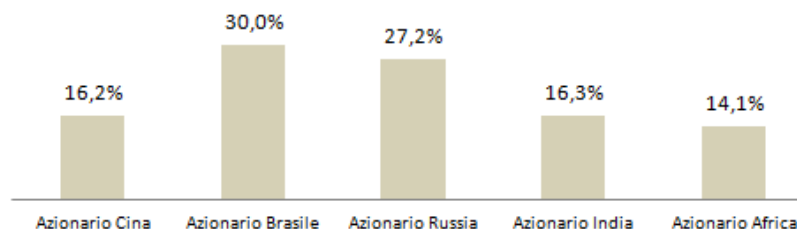
  

	Volatilità*				
	dati al: 18/11/2014				
	YTD	1M	3M	6M	12M
Azionario Cina	16,2%	18,5%	15,6%	14,9%	16,2%
Azionario Brasile	30,9%	45,1%	43,5%	34,5%	30,0%
Azionario Russia	28,5%	31,2%	27,6%	25,1%	27,2%
Azionario India	15,9%	13,0%	15,1%	15,6%	16,3%
Azionario Africa	13,9%	14,1%	14,5%	13,1%	14,1%

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



\* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR





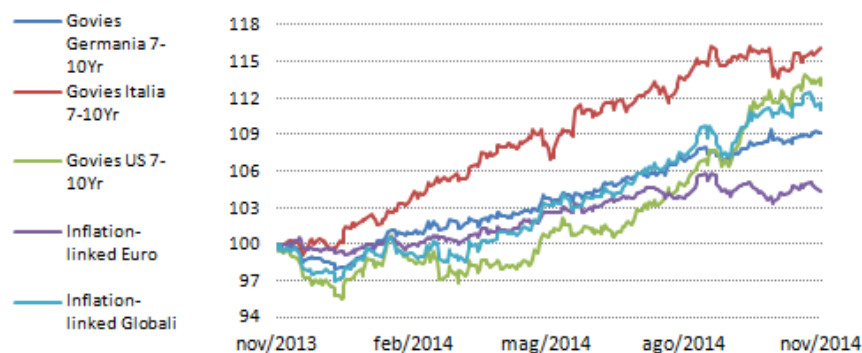
## Mercati obbligazionari governativi

	Rendimenti*					dati al: 18/11/2014
	YTD	1M	3M	6M	12M	
Govies Germania 7-10Yr	11,3%	0,6%	2,2%	5,2%	9,3%	
Govies Italia 7-10Yr	15,9%	1,4%	2,3%	7,1%	16,1%	
Govies US 7-10Yr	18,4%	1,2%	7,8%	12,3%	13,1%	
Inflation-linked Euro	5,1%	0,9%	0,6%	1,7%	4,4%	
Inflation-linked Globali	14,2%	0,3%	3,5%	7,4%	11,1%	

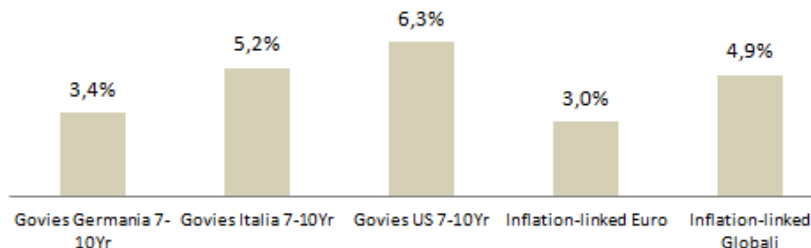
  

	Volatilità*					dati al: 18/11/2014
	YTD	1M	3M	6M	12M	
Govies Germania 7-10Yr	3,4%	2,3%	3,1%	3,1%	3,4%	
Govies Italia 7-10Yr	5,3%	5,2%	5,7%	5,9%	5,2%	
Govies US 7-10Yr	6,4%	6,6%	7,0%	6,1%	6,3%	
Inflation-linked Euro	3,1%	3,2%	3,6%	3,2%	3,0%	
Inflation-linked Globali	4,9%	5,1%	5,8%	4,8%	4,9%	

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



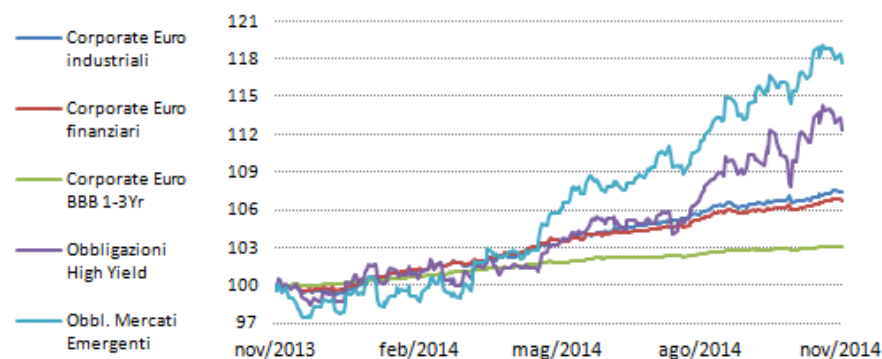
\* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR



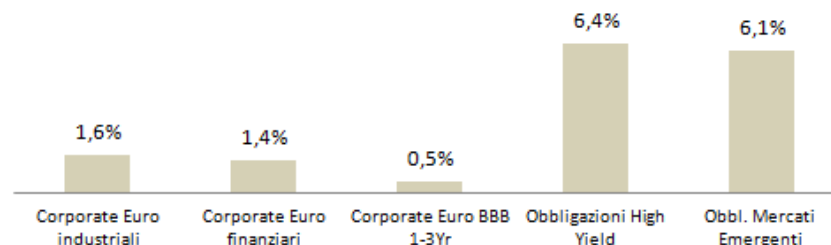
## Mercati obbligazionari corporate, High Yield ed emergenti

	Rendimenti*					Volatilità*				
	YTD	1M	3M	6M	12M	YTD	1M	3M	6M	12M
Corporate Euro industriali	8,0%	0,7%	1,7%	3,7%	7,5%	1,6%	1,1%	1,5%	1,5%	1,6%
Corporate Euro finanziari	7,1%	0,7%	1,5%	3,0%	6,8%	1,4%	0,9%	1,4%	1,3%	1,4%
Corporate Euro BBB 1-3Yr	2,9%	0,3%	0,6%	1,2%	3,1%	0,5%	0,3%	0,4%	0,4%	0,5%
Obbligazioni High Yield	13,7%	2,2%	5,3%	8,9%	12,4%	6,6%	8,9%	9,1%	7,2%	6,4%
Obbl. Mercati Emergenti	20,2%	1,9%	6,2%	11,3%	17,7%	6,2%	7,0%	7,3%	6,3%	6,1%

### Indici a confronto (12 mesi)



### Volatilità negli ultimi 12 mesi



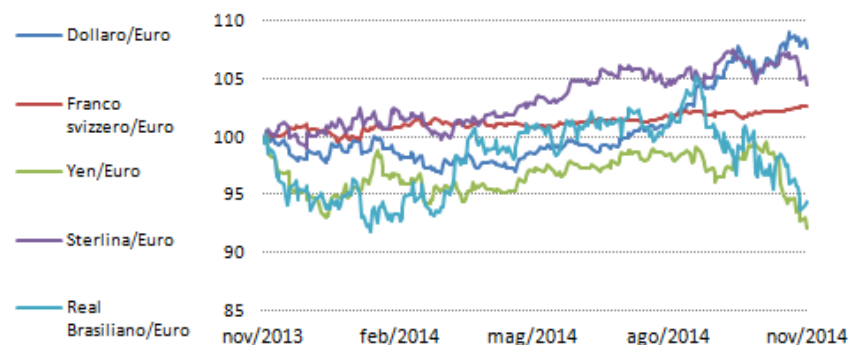
\* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR



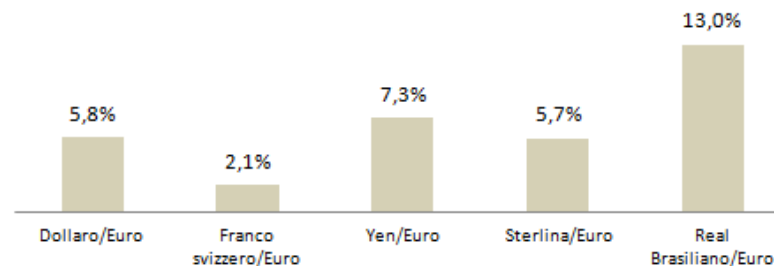
## Mercati valutari

	Rendimenti*					Volatilità*				
	dati al: 18/11/2014					dati al: 18/11/2014				
	YTD	1M	3M	6M	12M	YTD	1M	3M	6M	12M
Dollaro/Euro	9,6%	1,8%	6,6%	9,2%	7,7%	5,8%	7,9%	8,3%	6,3%	5,8%
Franco svizzero/Euro	2,2%	0,5%	0,8%	1,7%	2,6%	2,0%	0,8%	1,5%	1,4%	2,1%
Yen/Euro	-1,2%	-6,9%	-6,4%	-5,1%	-7,8%	7,1%	10,8%	8,5%	6,7%	7,3%
Sterlina/Euro	3,6%	-1,1%	-0,4%	1,6%	4,6%	5,6%	6,0%	6,4%	5,5%	5,7%
Real Brasiliano/Euro	0,3%	-4,0%	-6,8%	-6,3%	-5,6%	13,1%	15,3%	16,9%	13,7%	13,0%

Indici a confronto (12 mesi)



Volatilità negli ultimi 12 mesi



\* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR



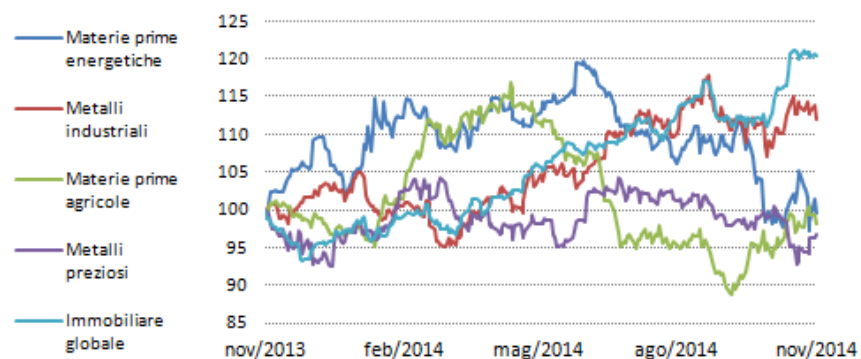
## Mercati materie prime e immobiliare

	Rendimenti*				
	YTD	1M	3M	6M	12M
Materie prime energetiche	-5,9%	-0,1%	-6,2%	-11,5%	-0,4%
Metalli industriali	9,0%	2,4%	1,5%	8,3%	12,0%
Materie prime agricole	1,4%	3,5%	2,9%	-12,2%	-1,8%
Metalli preziosi	4,5%	-2,4%	-4,5%	-1,5%	-3,2%
Immobiliare globale	25,6%	7,8%	6,9%	13,5%	20,5%

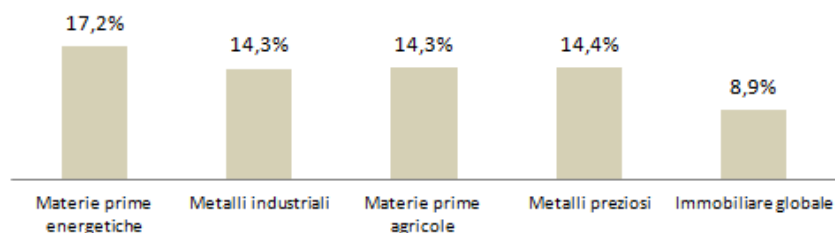
  

	Volatilità*				
	YTD	1M	3M	6M	12M
Materie prime energetiche	17,5%	27,2%	22,0%	17,4%	17,2%
Metalli industriali	14,8%	15,2%	17,9%	15,4%	14,3%
Materie prime agricole	14,9%	17,6%	17,0%	15,9%	14,3%
Metalli preziosi	13,5%	16,3%	12,3%	12,6%	14,4%
Immobiliare globale	8,8%	11,1%	10,6%	8,9%	8,9%

### Indici a confronto (12 mesi)



### Volatilità negli ultimi 12 mesi



\* Statistiche calcolate su indici Total Return in EUR

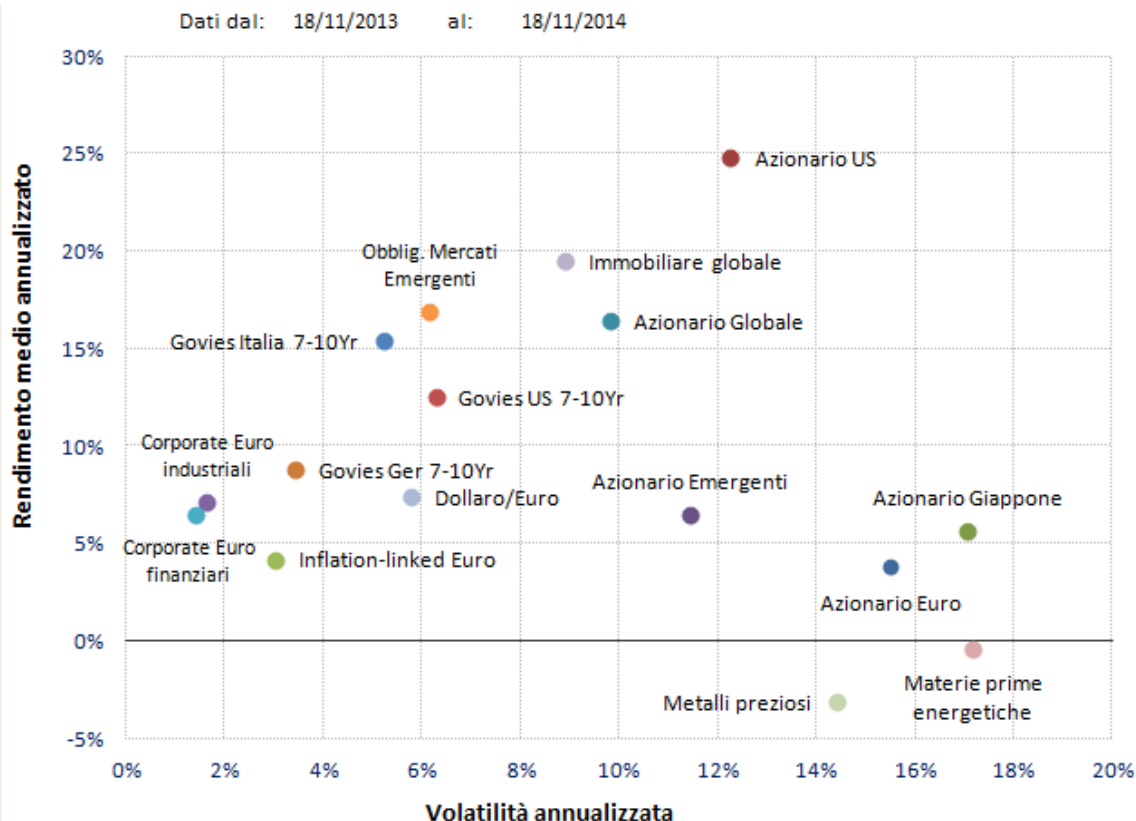


## Rapporti rendimento-rischio a 1 anno (Sharpe ratio)

	Ret% MA*	Vol% MA*	SR
Azionario Euro	3,81%	15,51%	0,24
Azionario US	24,80%	12,23%	2,02
Azionario Giappone	5,64%	17,05%	0,32
Azionario Emergenti	6,52%	11,44%	0,56
Azionario Globale	16,42%	9,80%	1,66
Govies Germania 7-10Yr	8,85%	3,42%	2,56
Govies Italia 7-10Yr	15,40%	5,21%	2,93
Govies US 7-10Yr	12,51%	6,27%	1,98
Inflation-linked Euro	4,22%	3,01%	1,36
Corporate Euro industriali	7,14%	1,63%	4,31
Corporate Euro finanziari	6,51%	1,42%	4,51
Obblig. Mercati Emergenti	16,89%	6,14%	2,73
Dollaro/Euro	7,40%	5,77%	1,26
Materie prime energetiche	-0,36%	17,17%	-0,03
Metalli preziosi	-3,06%	14,39%	-0,22
Immobiliare globale	19,56%	8,87%	2,19

**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%	2,9%	3,7%
Azionario US	20,2%	3,9%	-4,6%	-34,2%	23,1%	23,4%	5,3%	13,9%	26,7%	24,4%	8,5%
Azionario Giappone	46,2%	-8,4%	-15,9%	-22,7%	3,6%	23,4%	-9,8%	6,0%	21,2%	8,1%	3,4%
Azionario Emergenti	54,1%	18,9%	26,5%	-51,1%	74,3%	27,8%	-15,6%	16,5%	-6,5%	11,4%	10,0%
Azionario Globale	26,2%	7,4%	-1,7%	-37,6%	25,9%	19,5%	-2,4%	14,0%	21,2%	16,5%	7,0%
Govies Germania 7-10Yr	5,9%	-1,0%	1,9%	14,8%	1,8%	6,8%	12,8%	6,8%	-1,7%	11,3%	5,8%
Govies Italia 7-10Yr	6,0%	-0,8%	2,2%	7,3%	9,2%	-0,7%	-7,5%	24,6%	8,6%	15,9%	6,1%
Govies US 7-10Yr	17,3%	-7,8%	-0,2%	23,6%	-8,6%	17,3%	18,9%	2,1%	-10,0%	18,4%	6,3%
Inflation-linked Euro	6,0%	-1,7%	1,9%	3,8%	8,1%	1,0%	-0,9%	11,0%	-3,9%	5,1%	2,9%
Corporate Euro industriali	3,5%	0,5%	0,8%	0,9%	16,2%	5,1%	3,9%	10,5%	1,7%	8,0%	5,0%
Corporate Euro finanziari	4,7%	0,3%	-1,1%	-7,9%	16,8%	4,3%	-0,5%	17,3%	2,9%	7,1%	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%	9,6%	0,8%
Materie prime energetiche	63,8%	-47,4%	9,1%	-45,0%	-7,8%	-4,1%	-13,3%	-11,0%	0,7%	-5,9%	-10,4%
Metalli preziosi	38,8%	14,0%	13,9%	0,3%	25,8%	53,0%	7,8%	4,4%	-33,8%	4,5%	10,5%
Immobiliare globale	32,1%	27,7%	-15,9%	-45,4%	34,6%	29,1%	-2,9%	26,3%	-0,1%	25,6%	7,6%
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	0,20	0,46
Azionario US	1,24	0,07	-0,49	-0,84	0,86	1,35	0,22	1,14	2,10	2,11	0,78
Azionario Giappone	2,74	-0,54	-0,98	-0,70	0,11	1,19	-0,43	0,36	0,96	0,50	0,32
Azionario Emergenti	3,72	0,86	1,08	-1,39	2,94	1,65	-0,82	1,26	-0,45	1,05	0,99
Azionario Globale	2,32	0,42	-0,43	-1,27	1,24	1,34	-0,19	1,35	2,07	1,78	0,86
Govies Germania 7-10Yr	1,02	-1,05	-0,52	1,54	0,17	1,19	1,52	1,07	-0,38	3,63	0,82
Govies Italia 7-10Yr	1,01	-0,99	-0,49	0,50	1,71	-0,19	-0,58	1,95	1,08	3,24	0,72
Govies US 7-10Yr	1,47	-1,38	-0,49	1,09	-0,56	1,21	1,09	0,16	-1,16	3,15	0,46
Inflation-linked Euro	0,83	-1,05	-0,51	-0,02	1,26	0,12	-0,22	1,82	-0,90	1,75	0,31
Corporate Euro industriali	0,53	-0,98	-1,27	-0,66	4,58	1,78	0,81	4,21	0,64	5,34	1,50
Corporate Euro finanziari	0,98	-1,05	-2,04	-2,38	3,95	1,33	-0,33	6,76	1,25	5,44	1,39
Obblig. Mercati Emergenti	2,40	-0,50	-1,19	-0,67	2,12	2,12	1,02	1,97	-1,14	3,53	0,96
Dollaro/Euro	1,30	-1,64	-2,04	0,03	-0,26	0,54	0,19	-0,23	-0,54	1,77	-0,09
Materie prime energetiche	1,68	-1,66	0,18	-1,17	-0,23	-0,22	-0,61	-0,50	0,04	-0,37	-0,29
Metalli preziosi	2,89	0,41	0,59	-0,13	1,02	2,66	0,27	0,24	-1,46	0,36	0,68
Immobiliare globale	2,47	2,08	-1,06	-1,22	1,07	1,87	-0,21	2,52	-0,01	3,17	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.