



**Anthilia Capital Partners Sgr**

Gennaio 2015

**Analisi di Scenario**

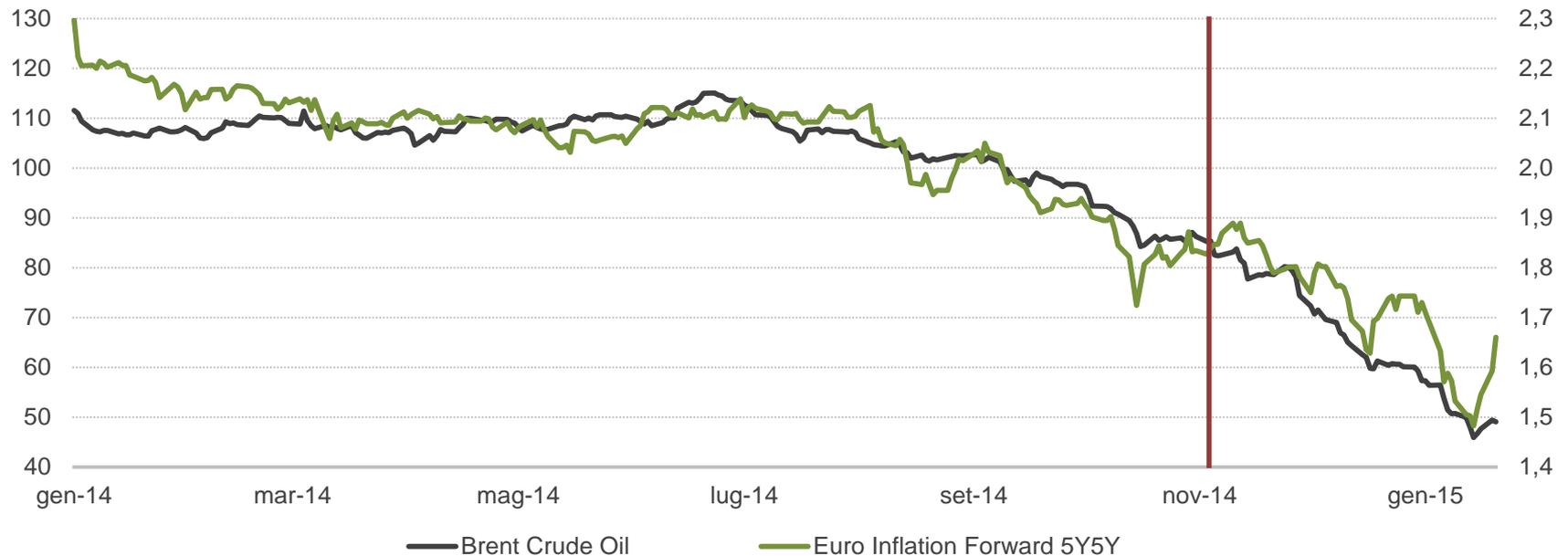




BCE QE: done deal, what deal? (1/2)

*“There are two contingencies we look at. The first contingency is that our current measures are not enough. The second contingency is if our medium-term outlook for inflation expectations were to worsen. In these cases “the Governing Council is unanimous in its commitment to using additional unconventional instruments within its mandate”*

Mario Draghi, 06/11/2014



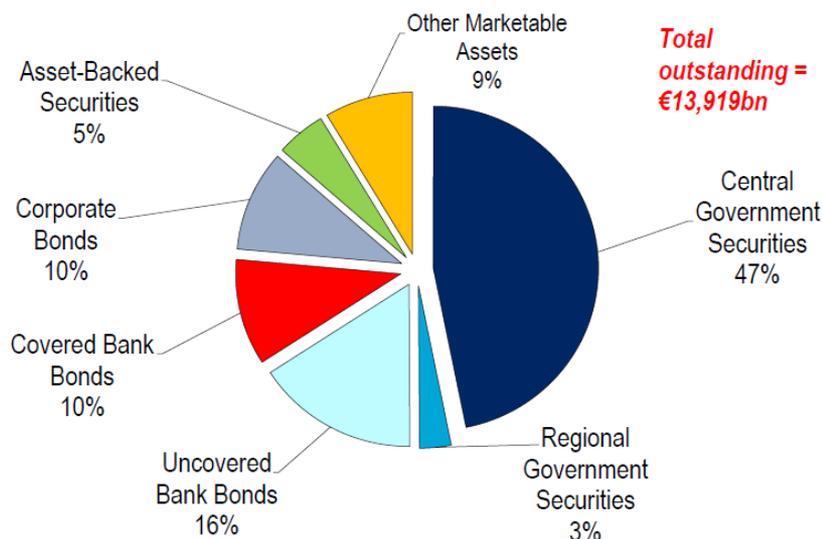
Non c'è dubbio che dal meeting BCE di novembre, lo scenario inflattivo sia peggiorato



## BCE QE: done deal, what deal? (2/2)

- Nella migliore delle ipotesi, l'impatto delle TLTRO supererà di poco quello della restituzione delle LTRO
- Ciò lascia quasi interamente sul programma di acquisti l'onere di far salire il bilancio BCE al livello dichiarato
- Solo l'asset class dei titoli governativi europei offre sufficiente liquidità per portare a termine un programma di quella scala senza causare turbolenze sul mercato

### Potenziale perimetro di intervento QE



### Flussi sul bilancio BCE

Flows	Nov-14	Dec-14	Q4-14	Jan-15	Feb-15	Mar-15	Q1-15
LTRO 1	-7.8	-21.9	-29.7	-64.7	-	-	-64.7
LTRO 2	-15.0	-39.0	-54.0	-74.6	-74.6	-	-149.1
SMP*	-4.1	-4.1	-8.2	-4.1	-4.1	-4.1	-12.3
<b>Outflows</b>	<b>-26.9</b>	<b>-65.0</b>	<b>-91.9</b>	<b>-143.4</b>	<b>-78.7</b>	<b>-4.1</b>	<b>-226.2</b>
TLTRO	-	129.8	129.8	-	-	25.0	25.0
CBPP 3	13.0	11.9	24.9	12.0	12.0	12.0	36.0
ABS	0.4	1.4	1.7	5.0	5.0	5.0	15.0
Other	-	-	0.0	50.0	50.0	50.0	150.0
<b>Inflows</b>	<b>13.4</b>	<b>143.1</b>	<b>156.5</b>	<b>67.0</b>	<b>67.0</b>	<b>92.0</b>	<b>226.0</b>
<b>Net B/S impact</b>	<b>-13.5</b>	<b>78.1</b>	<b>64.6</b>	<b>-76.4</b>	<b>-11.7</b>	<b>87.9</b>	<b>-0.2</b>

SMP\* = SMP + CBPP 1 and CBPP 2. From Jan-15, Figures are Citi estimates

Fonte: ECB, Citi Research



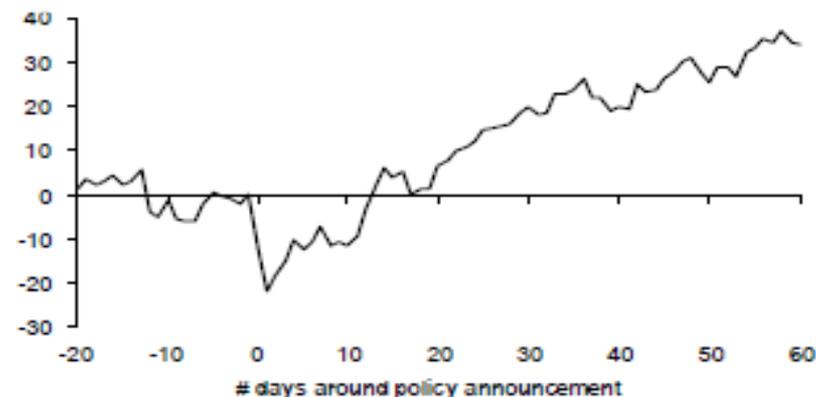
## Effetto sui tassi: moderato rialzo dei tassi core ...

- Un programma di acquisti da 500-600 mld €, se portato avanti in 2 anni e distribuito sui titoli dei singoli Stati, causerà un deficit di emissioni nette di 250-300 mld € in titoli governativi europei. I principali beneficiari sarebbero Germania e Italia, che partono già con net issuance negativa. Su queste basi l'impatto sui rendimenti dovrebbe essere al ribasso
- Le precedenti esperienze di QE mostrano come normalmente, dopo un iniziale effetto scarsità, i tassi a lunga tendano a salire, prezzando un impatto delle misure sullo scenario inflattivo. In Europa bisogna tener conto che il QE arriva in ritardo rispetto alle esperienze US e UK. La dimensione del programma sarà fondamentale nel definire l'entità del rialzo dei rendimenti core

### Impatto del QE sulle emissioni nette

	Gross supply	Coupons	Redemptions	Implied ECB TOTAL purchases	Assume 50% carried in year 1 (2015)	Original NCR	NCR after ECB purchases (50% yr1)
Germany	159	27	155	154	77	-23	-100
Italy	243	56	197	105	53	-9	-62
Netherlands	48	9	37	34	17	2	-15
Belgium	33	11	23	21	11	-1	-12
Austria	18	7	13	17	8	-2	-10
Spain	144	28	84	76	38	31	-6
France	214	40	118	121	60	56	-5
Greece	6	1	0	17	9	5	-3
Portugal	14	4	6	10	5	4	-1
Finland	12	2	5	11	5	4	-1
Ireland	14	4	2	15	8	7	0
<b>TOTAL</b>	<b>903</b>	<b>189</b>	<b>639</b>	<b>580</b>	<b>290</b>	<b>74</b>	<b>-216</b>
Monthly				48	24		

### Movimenti dei tassi a 10 anni a seguito dei QE di FED, BOE e BOJ



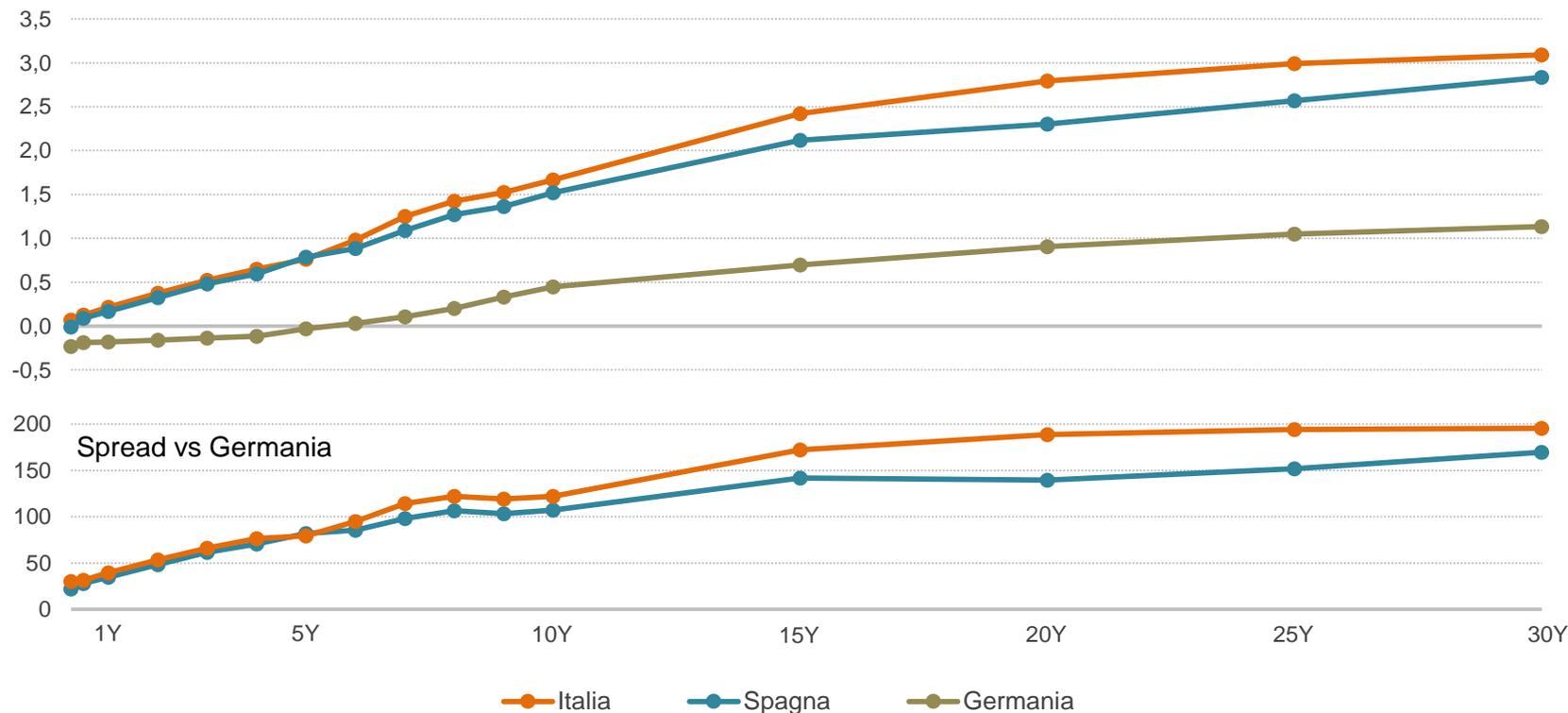
Fonte: Citi Research, JP Morgan



## Effetto sui tassi: ... ulteriore restringimento degli spread periferici

- Riguardo i Paesi periferici, la caccia al rendimento e l'effetto scarsità prodotto dagli acquisti condurranno a una riduzione degli spread che dovrebbe più che compensare l'eventuale rialzo dei rendimenti core

### Curve dei tassi e spread

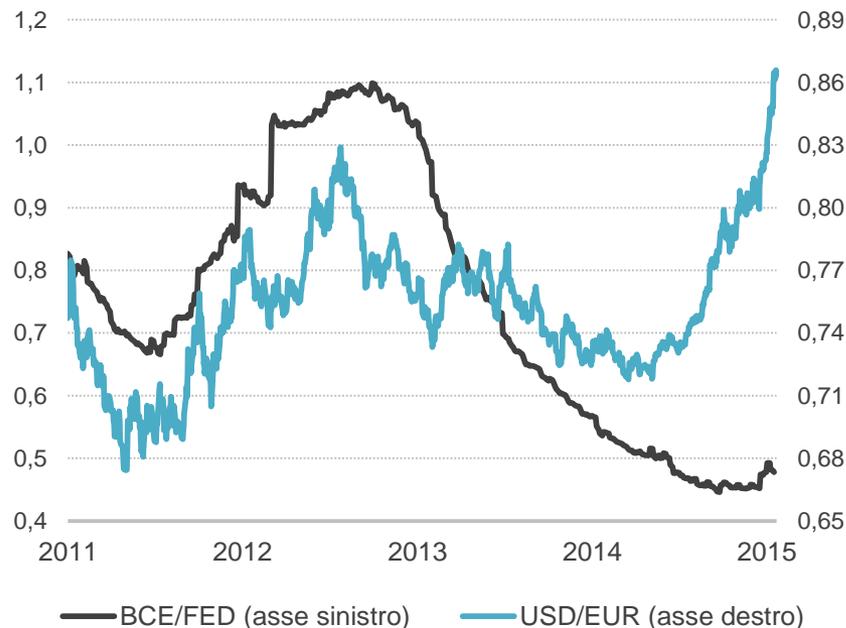
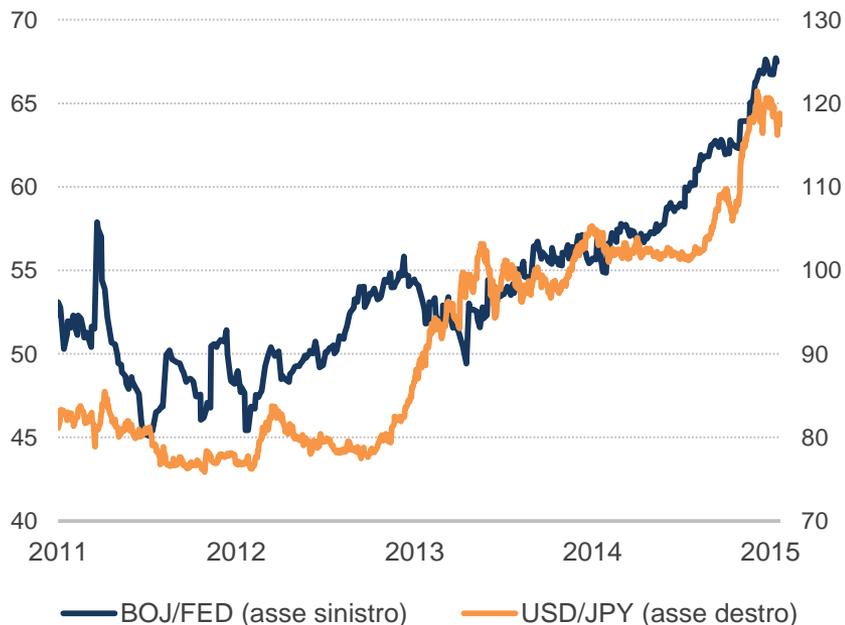




## Effetto cambio: ulteriore indebolimento dell'euro

- La divergenza tra politiche monetarie di FED e BCE continuerà ad impattare sul tasso di cambio, come mostra l'esperienza della BOJ e il precedente del 2011-12 in Europa (LTRO)
- La divisa unica ha abbondantemente anticipato l'inversione della dinamica dei bilanci di BCE e FED. Ma in questo caso c'è da mettere in conto anche il differenziale di crescita tra le aree e il fatto che nel 2015 la FED dovrebbe imbarcarsi in un ciclo di rialzi

### Rapporti tra i bilanci delle banche centrali e tassi di cambio



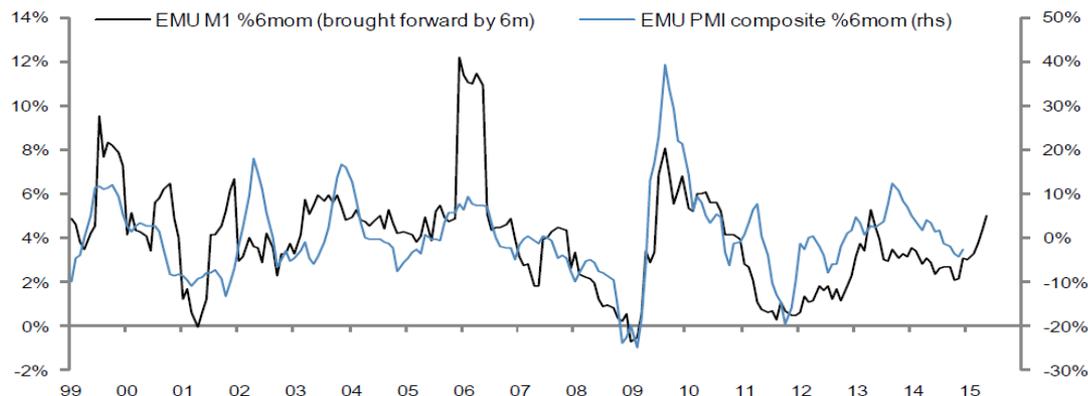


## Equity europeo: è la volta buona? (1/3)

### 1. Easing straordinario

L'esperienza passata mostra una discreta correlazione tra liquidità immessa nel sistema e attività economica nei 6 mesi successivi, anche in Europa

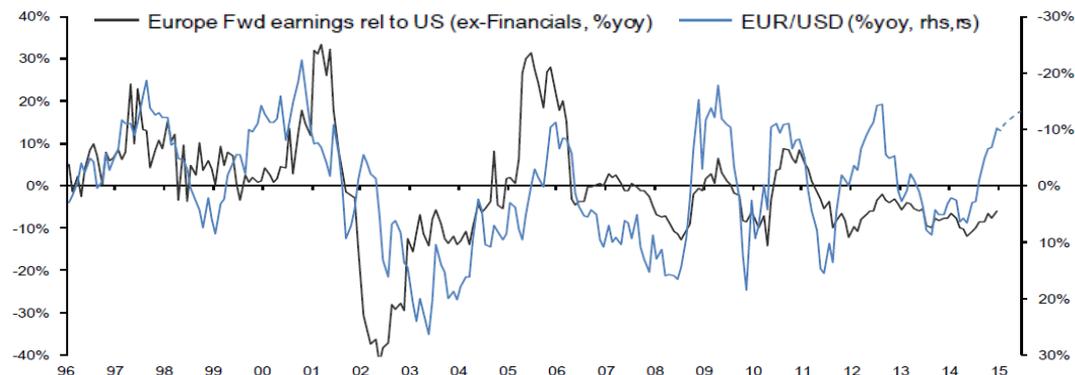
### Crescita di M1 e PMI Area Euro



### 2. Svalutazione

Il rapporto tra i profitti aziendali americani ed europei mostra una buona correlazione con il cambio

### Relative EPS Europa/US e tasso di cambio



Fonte: ECB, Markit, IBES, Datastream, JP Morgan



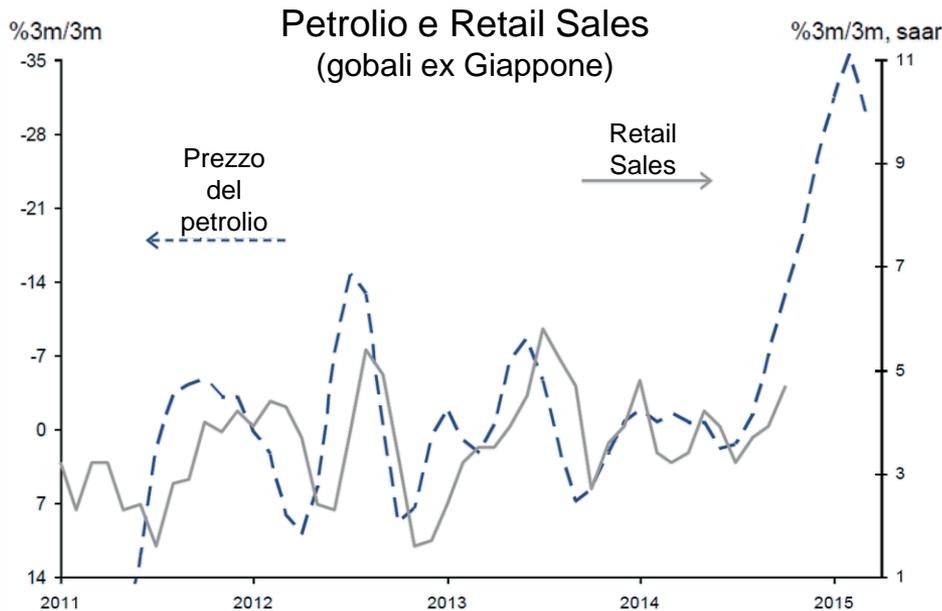
# Equity europeo: è la volta buona? (2/3)

## 3. Effetto petrolio

Il crollo dell'oil costituisce un forte stimolo ai consumi e avvantaggia in particolare i Paesi netti importatori

In uno studio del 2010 la BCE\* ha stimato in -0,08% nel primo anno, -0,19% nel secondo e -0,24% nel terzo, l'impatto sulla crescita di un rialzo di 10\$ del prezzo del greggio. Pur non assumendo perfetta reciprocità, l'effetto del recente calo dovrebbe essere notevole

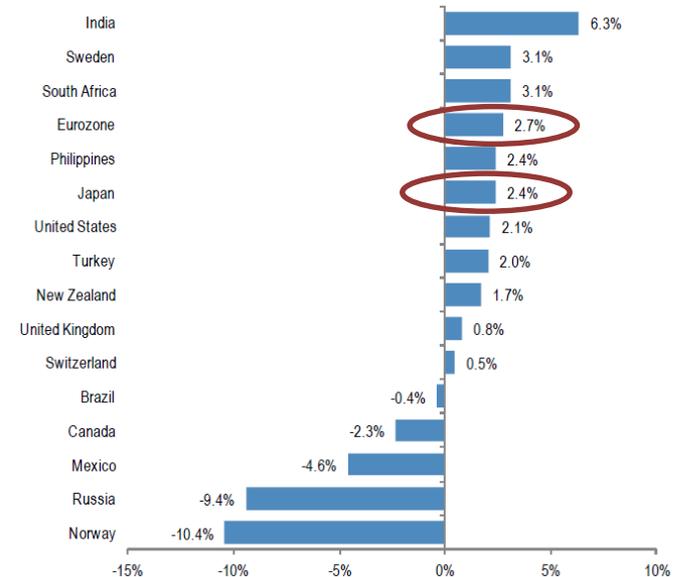
\* Energy markets and the Euro Area macroeconomy, BCE Occasional Paper Series n° 113, Giugno 2010



Fonte: EIA, JP Morgan

22/01/2015

## Importazioni nette di petrolio (in percentuale al PIL)



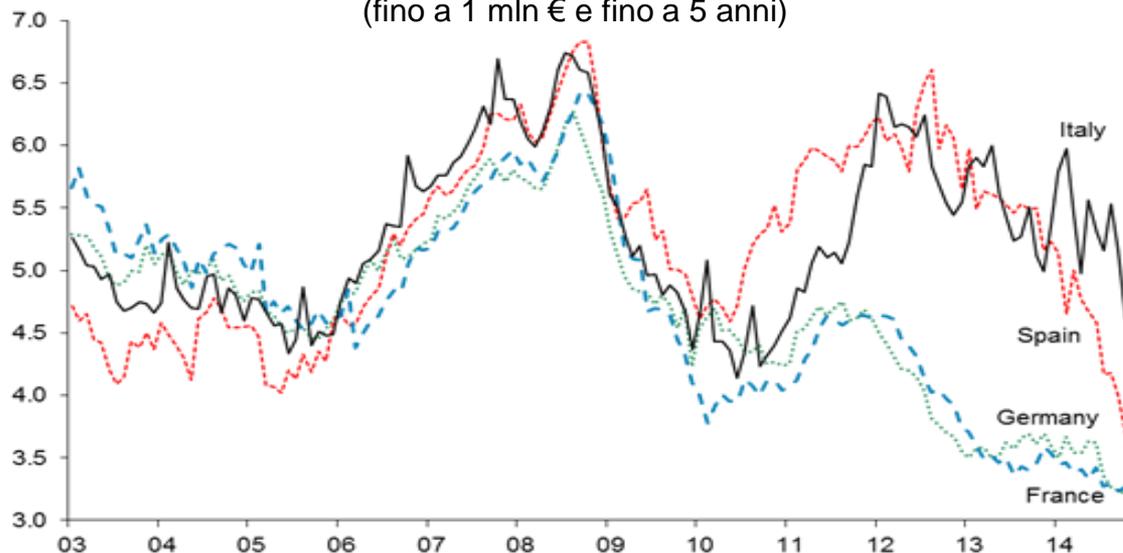


### Equity europeo: è la volta buona? (3/3)

#### 4. Condizioni finanziarie

Le ultime lending survey della BCE segnalano miglioramenti sia sul fronte domanda che su quello dell'offerta del credito. Il 2014 ha visto un costante miglioramento dei lending standard, che dovrebbe impattare su credito e attività nel 2015.

Costo dei nuovi prestiti alle imprese  
(fino a 1 mln € e fino a 5 anni)



Credit standard e domanda di credito  
(percentuale di banche che riportano tightening dei CS o aumento di DEM)

EURO AREA	ENTERPRISES						HOUSE PURCHASE						CONSUMER CREDIT					
	CS			DEM			CS			DEM			CS			DEM		
	14Q3	14Q4	AVG	14Q3	14Q4	AVG	14Q3	14Q4	AVG	14Q3	14Q4	AVG	14Q3	14Q4	AVG	14Q3	14Q4	AVG
	-2	-5	14	6	18	-8	-2	-4	9	23	24	-3	-7	-3	7	10	15	-4

Fonte: Survey ECB

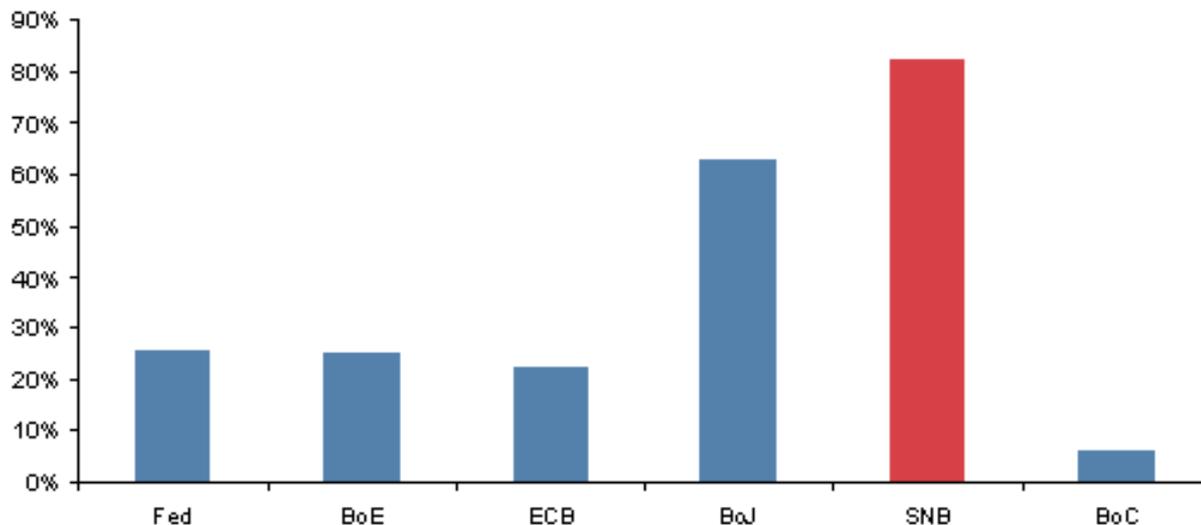
CS = Credit standard, DEM = domanda di credito, AVG = media storica



### Di fronte al bazooka di Draghi, la SNB ha gettato la spugna

- La difesa del floor sul Franco aveva già causato un'esplosione del bilancio della SNB. L'avvento del QE avrebbe con ogni probabilità causato il superamento del 100% del rapporto tra attività a bilancio e PIL, con effetti imprevedibili sulla stabilità del sistema
- La SNB ha deciso di cambiare strategia prima di diventare la prima vittima della Currency War in atto. L'abbandono del floor le è già costato una perdita assai rilevante, visto il forte apprezzamento del Franco seguito alla mossa

Totale attività a bilancio delle banche centrali in percentuale al PIL

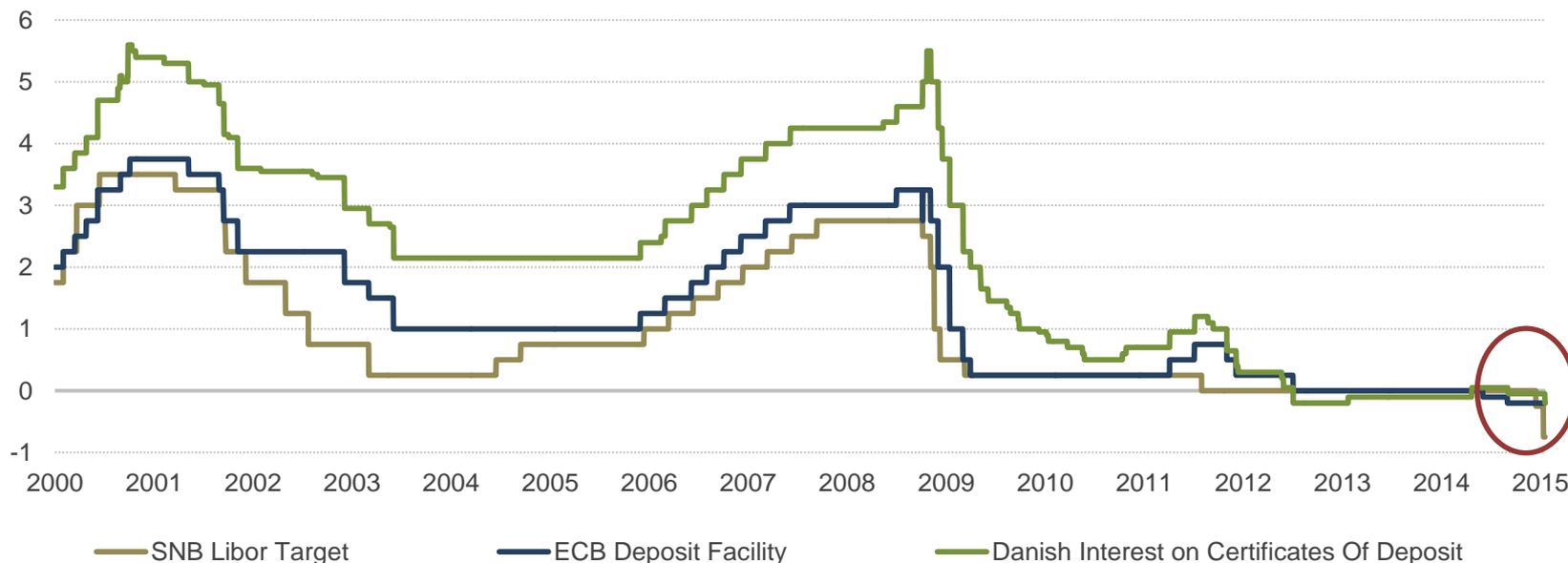


Fonte: Bloomberg, FED, ECB, BOE, SNB, BOJ, BOC, Eurostat, World Bank, RBS Credit Strategy



### Politica monetaria 2015: i tassi negativi non sono più un tabù

- La mossa della SNB di portare i tassi a -0,75% apre definitivamente un nuovo capitolo di politica monetaria. L'esempio degli svizzeri rischia di avere un forte seguito nei prossimi mesi. I tassi negativi oltre a disincentivare significativamente l'acquisto di una divisa, ottengono rapidamente l'effetto di far scendere i tassi reali, e ovviamente impattano sul quadro fiscale (grazie al calo del costo del debito pubblico)
- Nel caso svizzero, forse il livello attuale si mostrerà insufficiente a dissuadere Russi, Greci e altri investitori a rischio svalutazione dal mettere al sicuro i risparmi. Per questo motivo, potrebbero essere necessari altri interventi per riportare il Franco verso il suo fair value (i modelli lo stimano tra 1,20 e 1,25 conto Euro). Non a caso il tasso a 2 anni svizzero scambia già a -1,1% scontando altre diminuzioni





## Risk free return cercasi

- Compresi da tassi negativi e QE, circa 3 trl € di obbligazioni dei principali Paesi industrializzati offrono rendimenti negativi, fino a 3-5 anni. Un chiaro esempio di uno dei meccanismi di trasmissione delle misure straordinarie di politica monetaria, ovvero l'incentivo agli investitori a trasferirsi su asset più rischiosi o emigrare all'estero
- Ne consegue che, a prescindere dai dubbi circa l'efficacia del QE nel risollevare le sorti dell'economia europea, asset inflation e ulteriore svalutazione costituiscono le principali conseguenze di breve della svolta della BCE verso il modello di politica monetaria anglosassone

### Titoli governativi a tassi negativi

Country	Proportion trading below 0%	Amount trading below 0% (€bn-equivalent)	Country	Proportion trading below 0%	Amount trading below 0% (€bn-equivalent)
Switzerland	70.4%	57.5	Italy	0.7%	13.0
Germany	61.0%	673.5	Portugal	0.4%	0.1
Netherlands	49.9%	165.0	Lithuania	0.2%	0.0
Denmark	47.2%	44.6	Cyprus	0.0%	0.0
Austria	42.7%	2.9	Greece	0.0%	0.0
France	38.1%	455.0	Ireland	0.0%	0.0
Japan	37.1%	2,257.2	Latvia	0.0%	0.0
Belgium	30.1%	92.4	Luxembourg	0.0%	0.0
Finland	29.2%	27.6	Slovenia	0.0%	0.0
Slovakia	9.7%	0.7	Spain	0.0%	0.0
Malta	2.5%	0.1			

Fonte: Bloomberg, RBS Credit Strategy



## Giudizi sintetici

### Azionario

US	▼
Europa	▲
Giappone	▲
Emergenti	▼

### Obbligazionario governativo

US	▼	
Europa core	▼	Downgrade
Europa periferia	▲	Upgrade
Emergenti	▼	

### Obbligazionario corporate

US	▼
Europa	▲

### Valute

EUR/USD	▼
USD/JPY	▲
EUR/GBP	▼

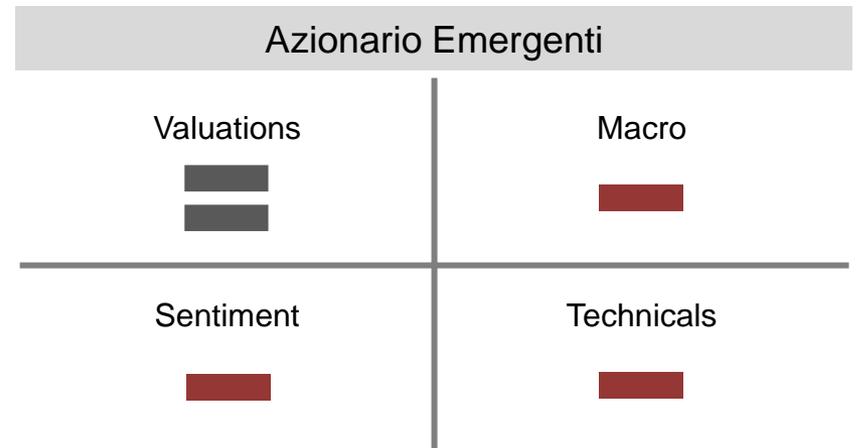
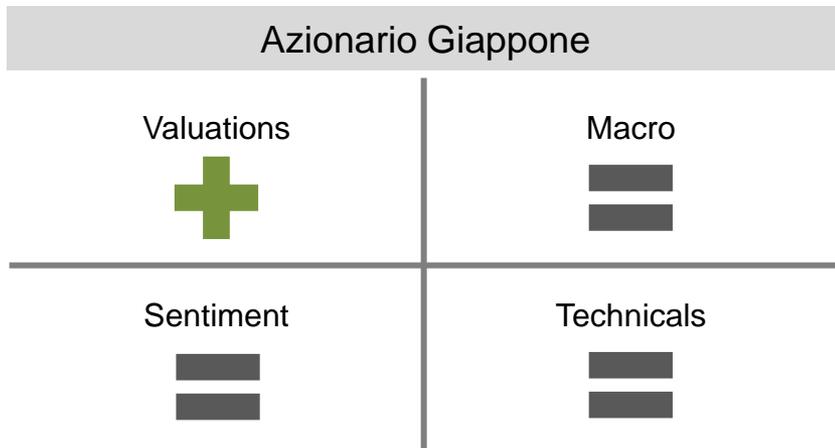
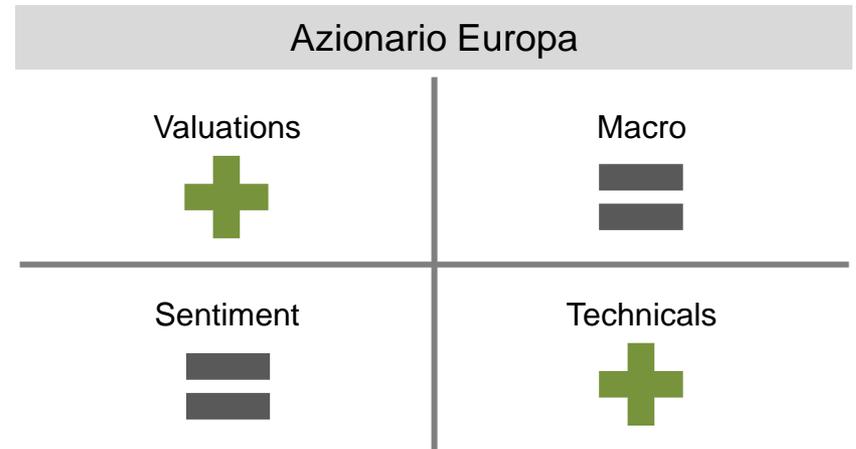
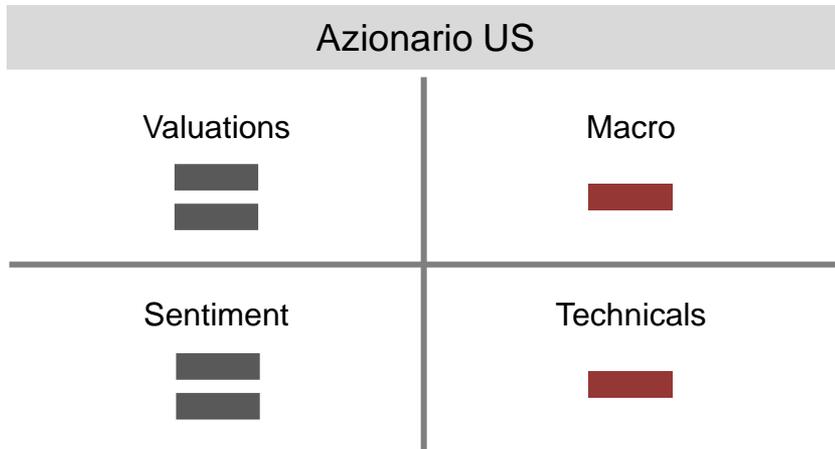
### Materie prime

Energetiche	■	Downgrade
Industriali	■	
Agricole	▲	
Metalli preziosi	■	

▲ = Long   ■ = Neutral   ▼ = Short



Quadro azionario





Quadro obbligazionario

Obbligazionario governativo				
	US	Europa core	Europa periferia	Emergenti
Macro	■ ■	■	■ ■	■
Technicals	■	■ ■	+	■

---

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.

---