



Anthilia Capital Partners Sgr

Febbraio 2015

Analisi di Scenario

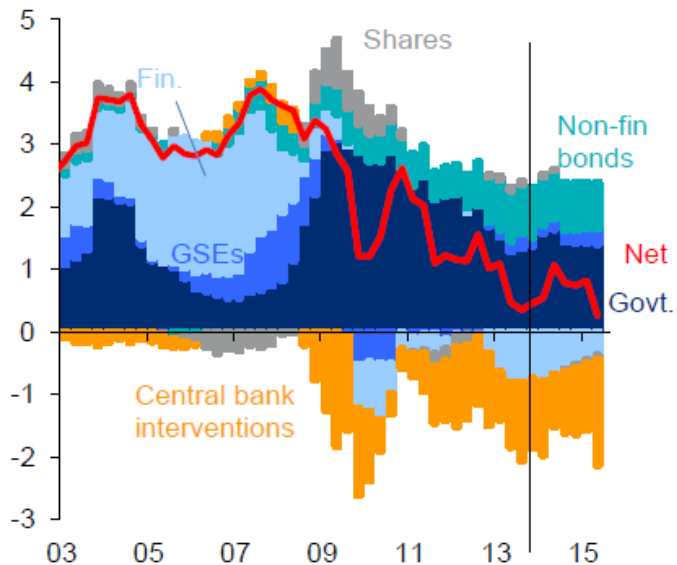




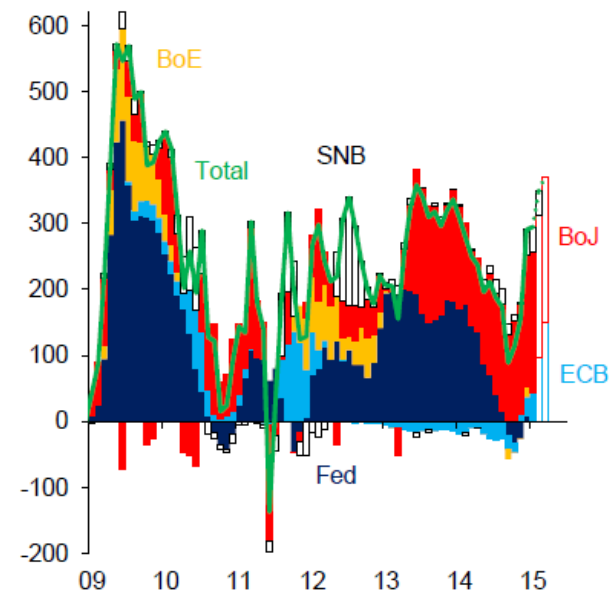
2015: Cercasi bond, disperatamente (1/2)

- Contrariamente a quelle che erano le aspettative fino a 6 mesi fa, il 2015 vedrà un sostanziale incremento degli acquisti di asset da parte delle banche centrali
- La novità è che, per effetto delle ultime misure, l'emissione netta di titoli è flat. Le banche centrali soddisfano l'intero bisogno di rifinanziamento dei Paesi

Emissioni di nuovi titoli al netto degli interventi delle banche centrali (in tln \$, MM 12 mesi)



Acquisti netti da parte delle banche centrali (in mld \$)



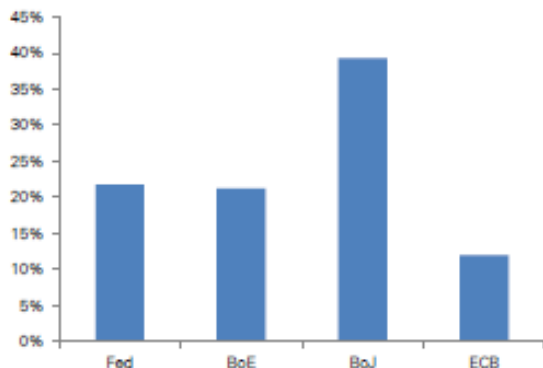
Fonte: Citi Research, Haver Analytics



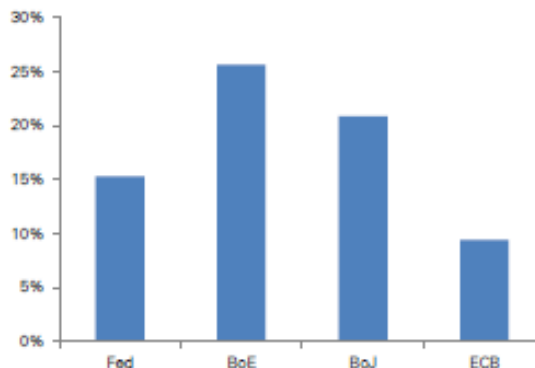
2015: Cercasi bond, disperatamente (2/2)

- In termini percentuali al PIL, la classifica dei QE è agevolmente guidata dal Giappone (39% del PIL), seguito da Stati Uniti e Regno Unito (rispettivamente 22% e 21%), mentre l'Europa chiude a distanza (12%)
- Guardando all'impatto sulle emissioni nette governative il quadro cambia, con i programmi di BOJ e BCE che coprono 2 volte l'offerta netta
- Di fronte a questi dati viene spontaneo chiedersi: per valutare l'efficacia del QE è più rilevante la dimensione del bilancio della banca centrale o l'effetto sui flussi?

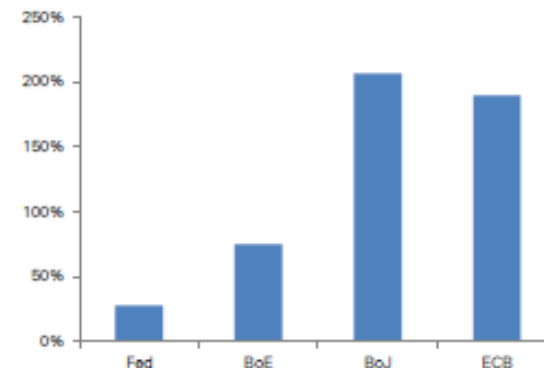
QE in percentuale al PIL



Acquisti di obbligazioni governative in percentuale all'ammontare outstanding



Acquisti di obbligazioni governative in percentuale alle emissioni nette di periodo

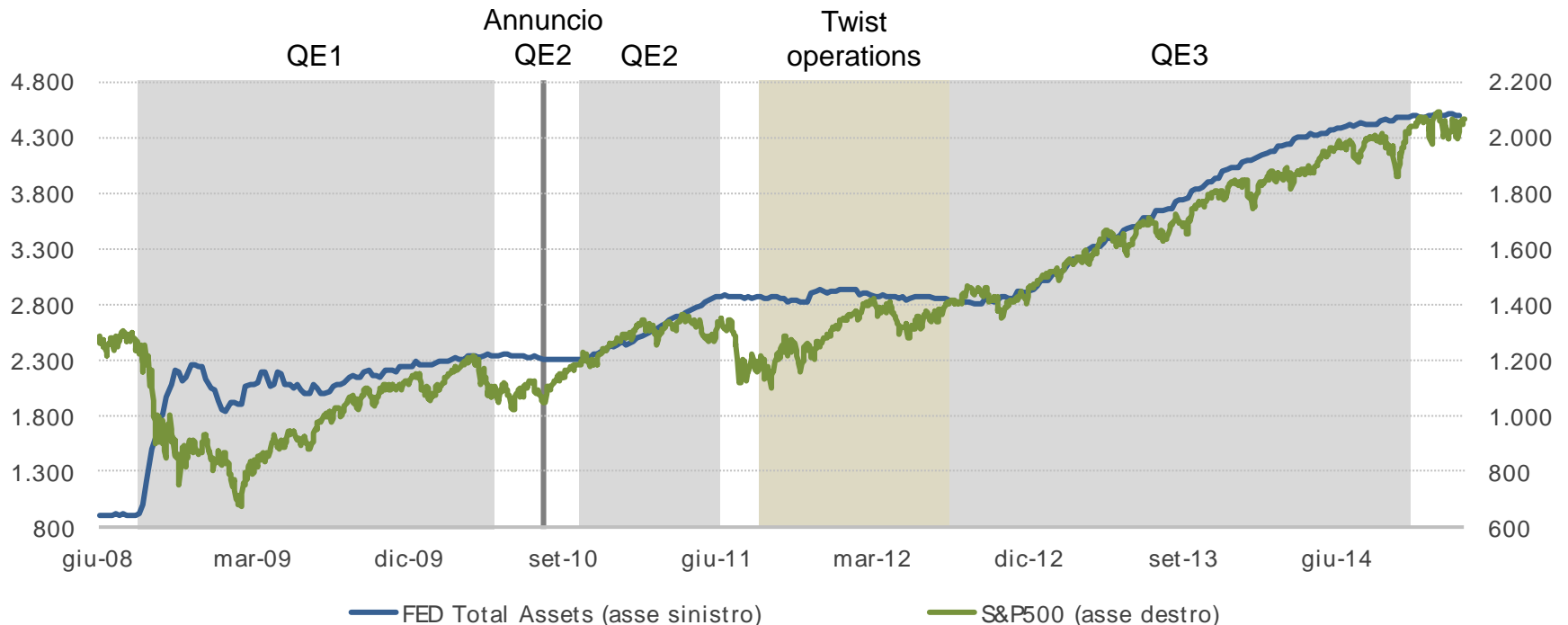


Fonte: Deutsche Bank, FED, BOE, BOJ, ECB, Bloomberg, Haver Analytics



Stock o flow?

- L'esperienza della FED sembra indicare che, almeno dal punto di vista dell'effetto "asset inflation", i flussi impattano più dello stock. I periodi in cui i primi si fermano coincidono con fasi laterali sull'azionario
- In altre parole l'effetto "crowding out" sembra la spinta principale per la performance dei risky asset
- In Europa, considerando l'importanza dei flussi e la concentrazione dei titoli governativi in mani bancarie, l'impatto dovrebbe essere forte
- Ovviamente nel valutare l'"effetto sostituzione" bisogna tener conto dell'assorbimento di capitale

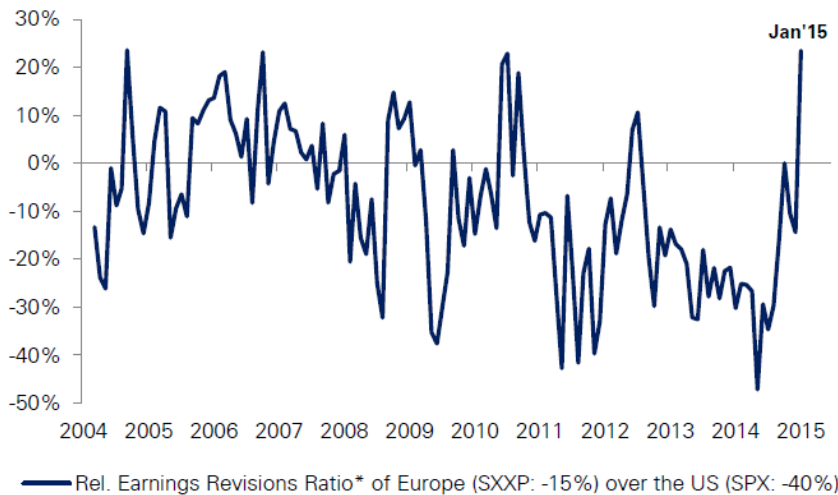




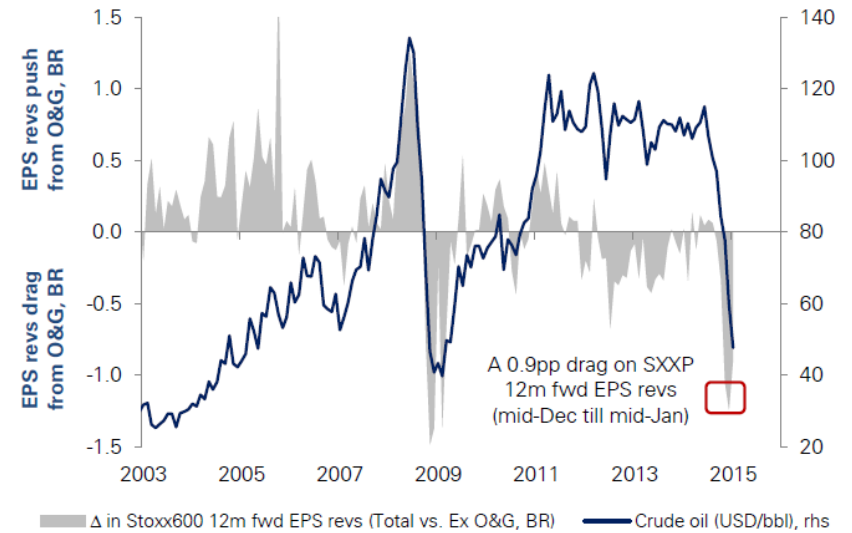
Europa: non solo QE

- Le consensus earning revision europee stanno migliorando parecchio negli ultimi mesi, in particolare in rapporto a quelle americane
- Le revisioni al ribasso sono assai concentrate nei settori Oil & Gas e Basic Resource
- Il Citi Surprise Index ha superato quota 31 e segnala un significativo miglioramento del quadro macro, che precede il varo delle ultime misure

Earning revision in Europa rispetto agli Stati Uniti



Earning revision nei settori Oil & Gas e Basic Resource europei

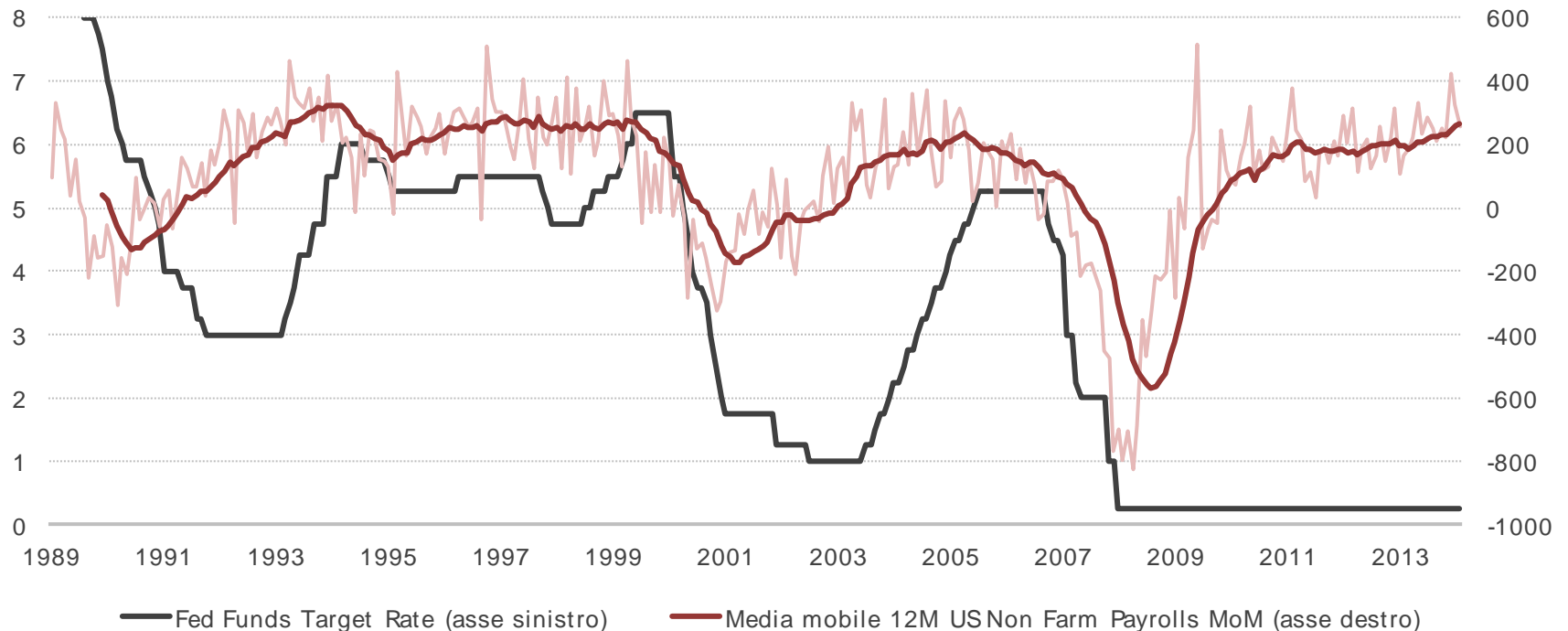


Fonte: IBES, DataStream, Deutsche Bank



FED: “normalizzazione” alle porte?

- I dati sul mercato del lavoro americani chiamano a gran voce l’inizio di un rialzo dei tassi, una mossa ardentemente desiderata anche dalla maggioranza del FOMC
- La fretta del Committee, a fronte di uno scenario inflattivo assai precario, è motivata dal timore che la finestra si chiuda

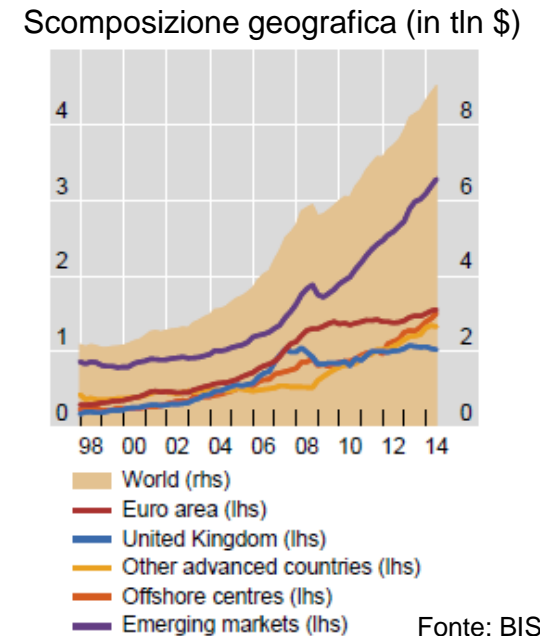
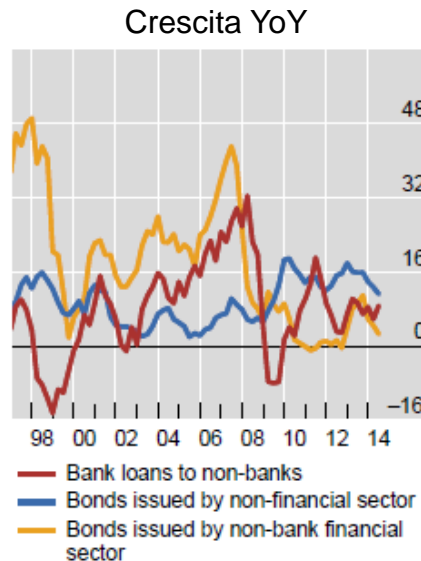
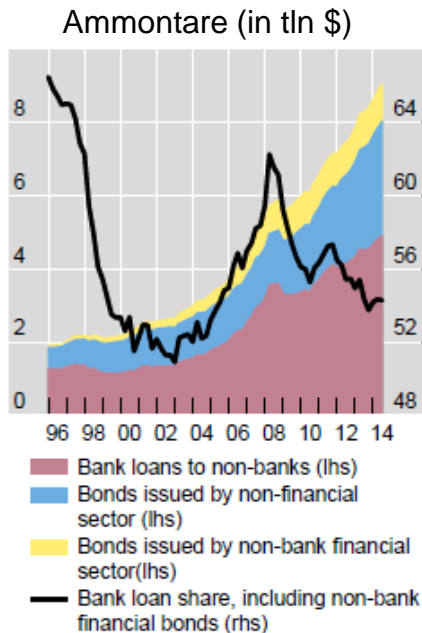




Chi ha paura del tightening FED?

- 5 anni di “zero rate policy” e easing straordinario hanno alimentato un forte indebitamento in USD da parte del settore pubblico e privato in particolare nei Paesi la cui politica monetaria era significativamente più restrittiva e i rendimenti offerti più alti
- Tra i principali indiziati troviamo ovviamente gli Emergenti
- Così come l’easing della FED si è trasferito in questi Paesi, lo farà anche il tightening, tanto di più quanto è cresciuto l’indebitamento in USD

Credito in USD al settore non finanziario fuori dagli USA

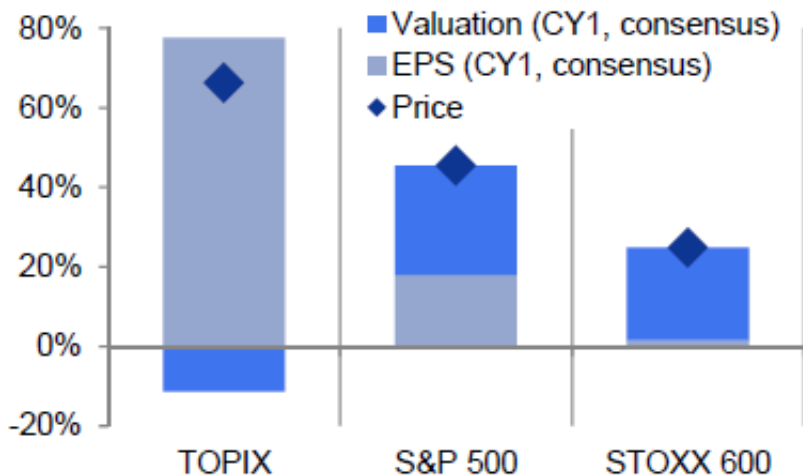




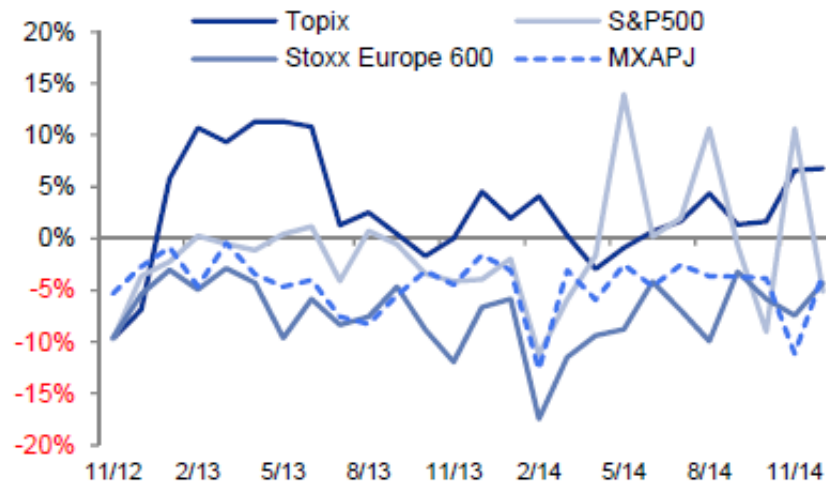
Giappone: non solo QE

- Tra le principali aree sviluppate, il Giappone è l'unico in cui il rally degli ultimi 2 anni è interamente dovuto a incremento degli EPS, mentre i multipli hanno subito un marginale "derating"
- Le earning revision sono state costantemente positive negli ultimi 3 trimestri

Espansione dei multipli (2012-2014)



Tendenze di earning revision



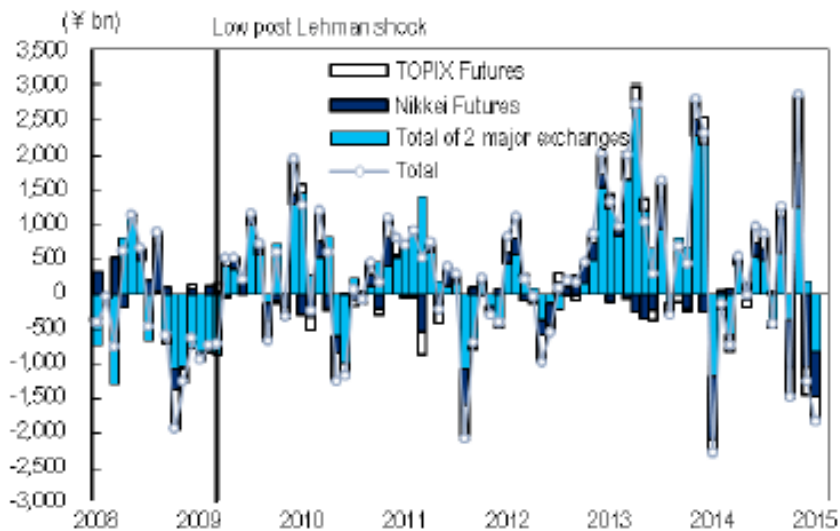
Fonte: Goldman Sachs



Giappone: non più così popolare

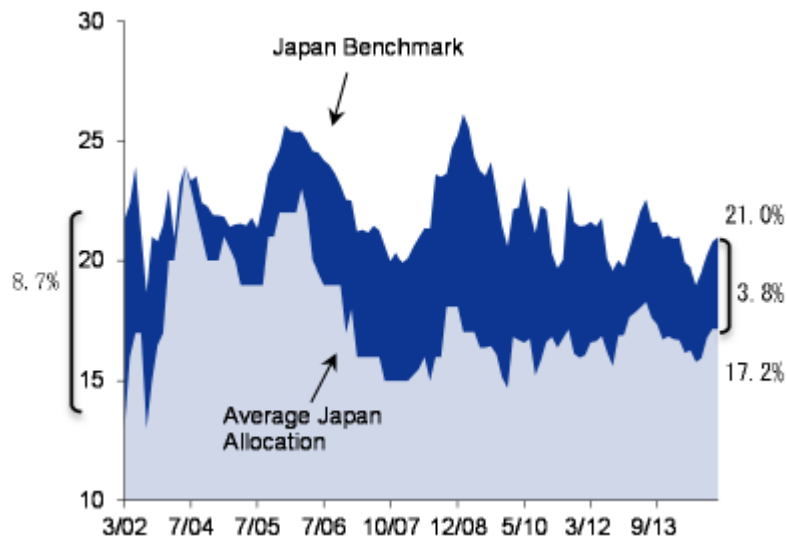
- La raffica di misure straordinarie di easing degli ultimi mesi (PBOC, SNB, DCB, RBC, RBA, ...) ha sottratto attenzione al Paese del Sol Levante, come si nota dalle statistiche sui flussi internazionali
- In generale l'azionario giapponese resta sottopesato tra i "real money" americani

Volume di operazioni da parte di investitori esteri



Fonte: Citi Research, Astra Manager

Allocazione sull'azionario giapponese rispetto ai benchmark



Fonte: Goldman Sachs



Geopolitica: nuovi e vecchi focolai





Giudizi sintetici

Azionario

| | | |
|-----------|--|---------|
| US | | Upgrade |
| Europa | | |
| Giappone | | |
| Emergenti | | |

Obbligazionario governativo

| | | |
|------------------|--|---------|
| US | | |
| Europa core | | |
| Europa periferia | | |
| Emergenti | | Upgrade |

Obbligazionario corporate

| | | |
|--------|--|---------|
| US | | Upgrade |
| Europa | | |

Valute

| | | |
|---------|--|---------|
| EUR/USD | | Upgrade |
| USD/JPY | | |
| EUR/GBP | | |

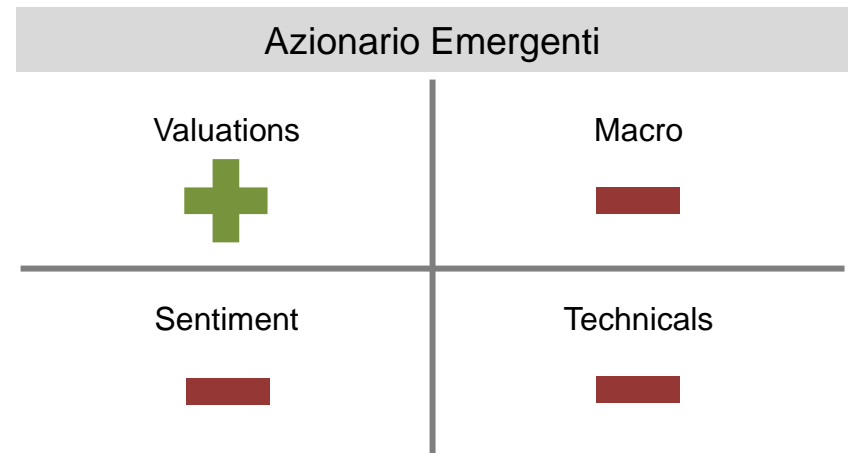
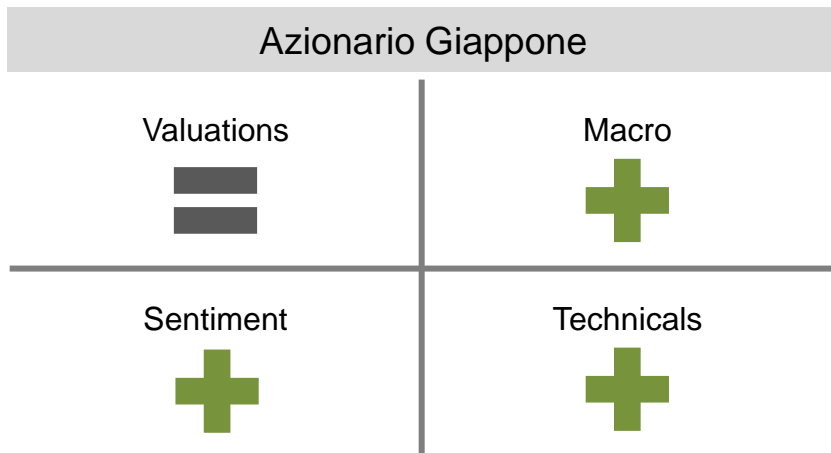
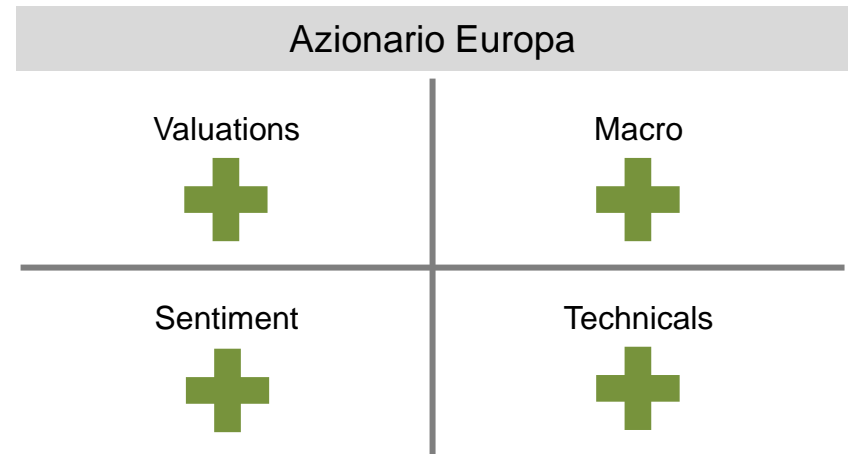
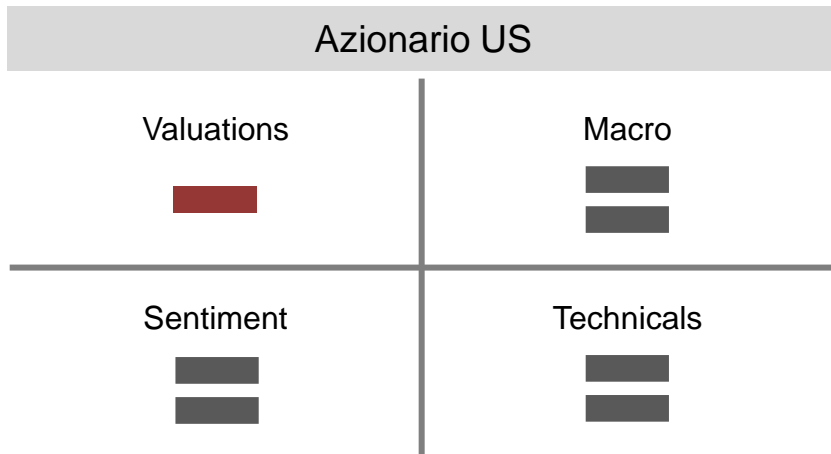
Materie prime

| | | |
|------------------|--|--|
| Energetiche | | |
| Industriali | | |
| Agricole | | |
| Metalli preziosi | | |

= Overweight = Neutral = Underweight



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.
