



Anthilia Capital Partners Sgr

Marzo 2015

Analisi di Scenario

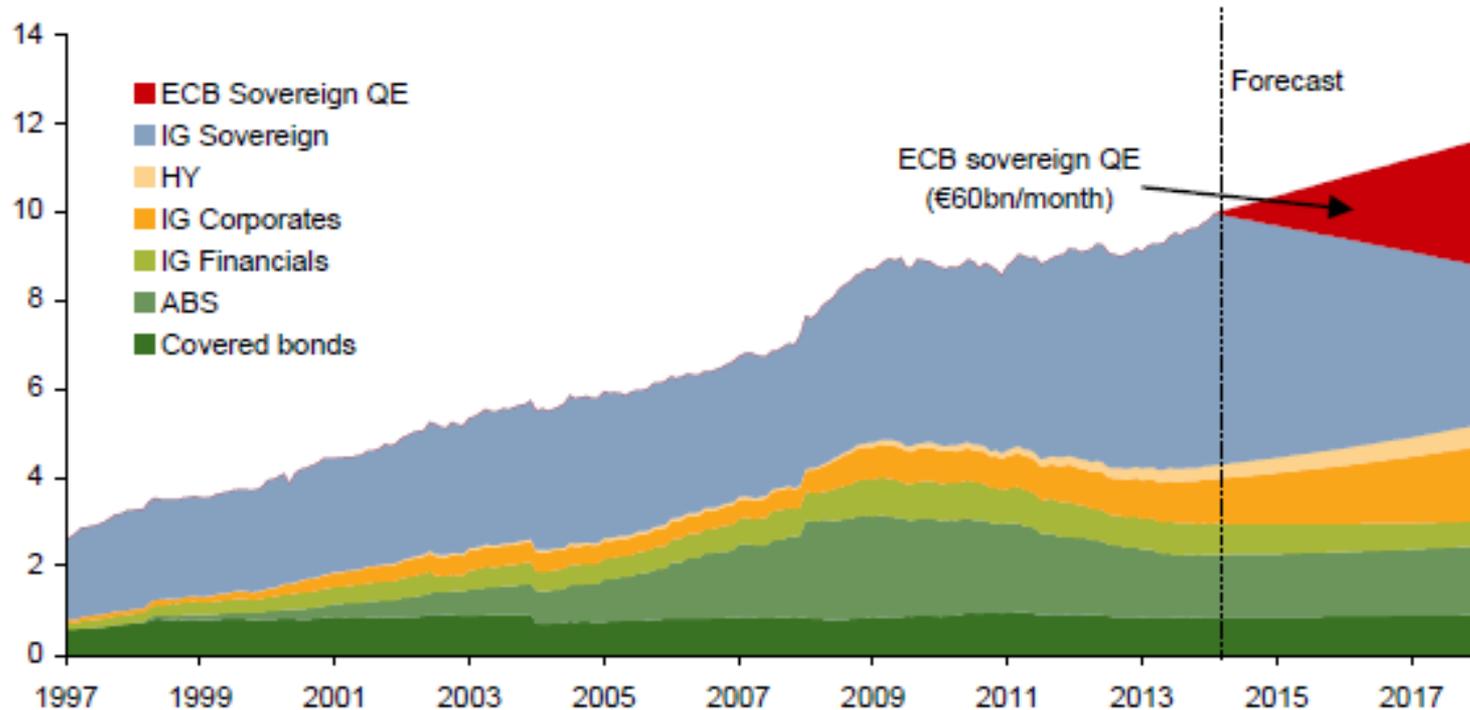




QE BCE: deep impact

- La dimensione del Quantitative Easing europeo è tale da rendere negativa l'offerta netta non solo sulle obbligazioni governative, ma anche sull'intero mercato del reddito fisso

Fixed Income outstanding nell'Area Euro



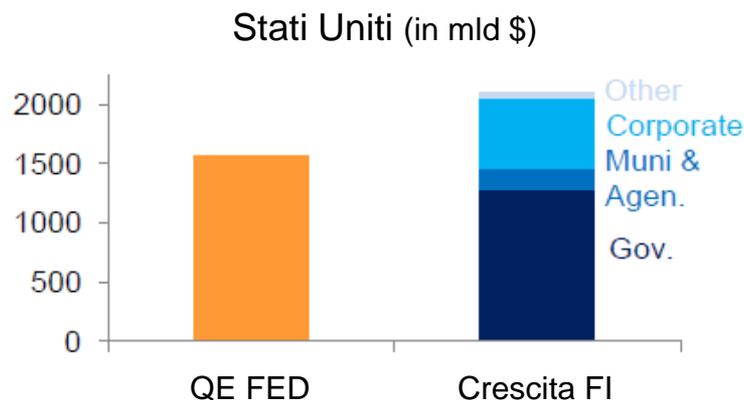
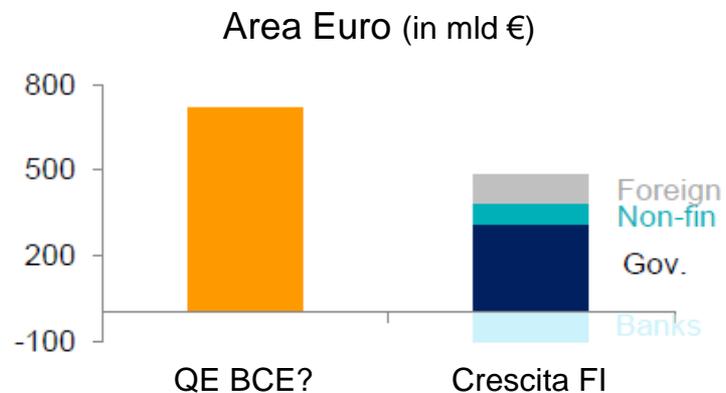
Fonte: RBS Credit Strategy, SIFMA, Bloomberg



QE BCE: nemmeno la FED ha comprato tanto (in relativo)

- L'espansione del bilancio BCE giunge in una fase in cui le necessità di rifinanziamento dei settori europei pubblico e privato sono ridotte a causa della disciplina fiscale, delle misure varate in precedenza e del calo dei tassi di interesse
- Ne consegue che l'effetto scarsità è assai superiore a quello osservato, ad esempio, in occasione del QE da parte della FED

Espansione del bilancio delle banche centrali vs variazione Fixed Income outstanding



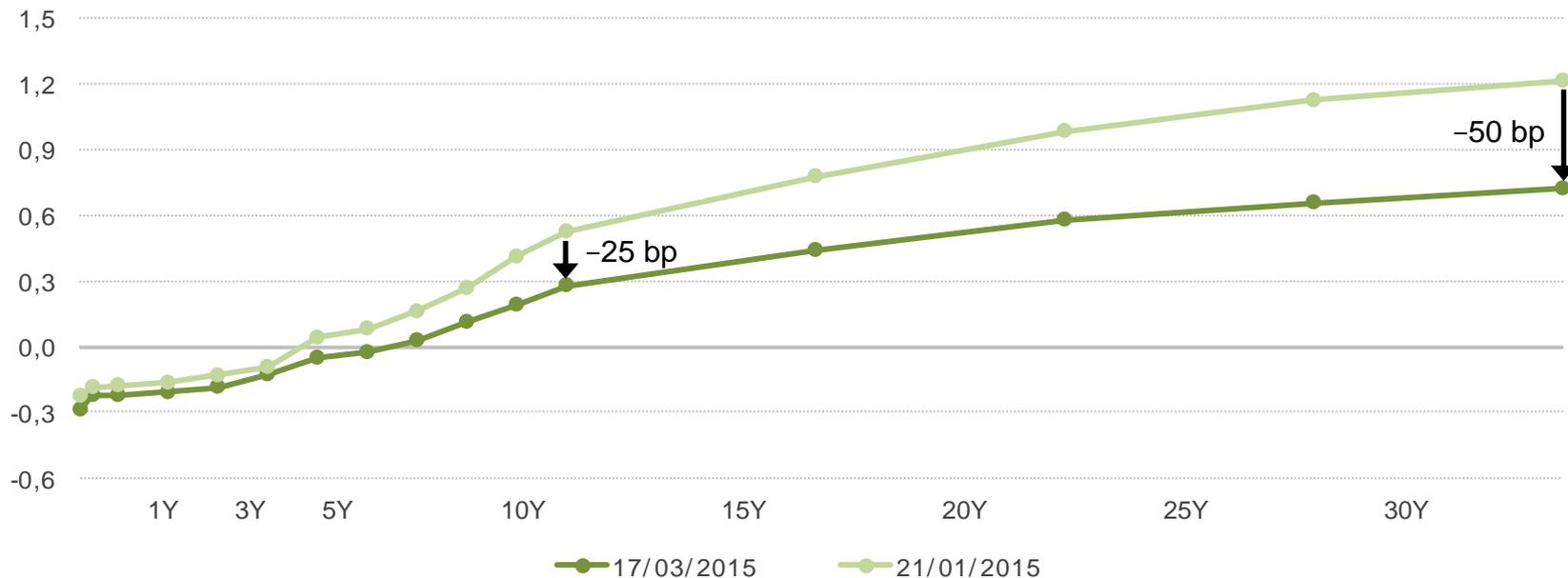
Fonte: Citi Research, Haver Analytics, BCE, FED



QE BCE: chi ha detto che lo spazio di discesa dei tassi è limitato?

- Anche la modalità di esecuzione contribuisce ad accentuare l'effetto degli acquisti sulle curve governative dei diversi emittenti
- La concentrazione nelle scadenze tra 2 e 30 anni e il rendimento minimo limitato al tasso della deposit facility (-0,20%) hanno già decurtato di circa il 25% il pool di titoli tedeschi disponibili per gli acquisti, con inevitabile impatto sui rendimenti, in particolare della parte lunga della curva

Curva governativa Germania

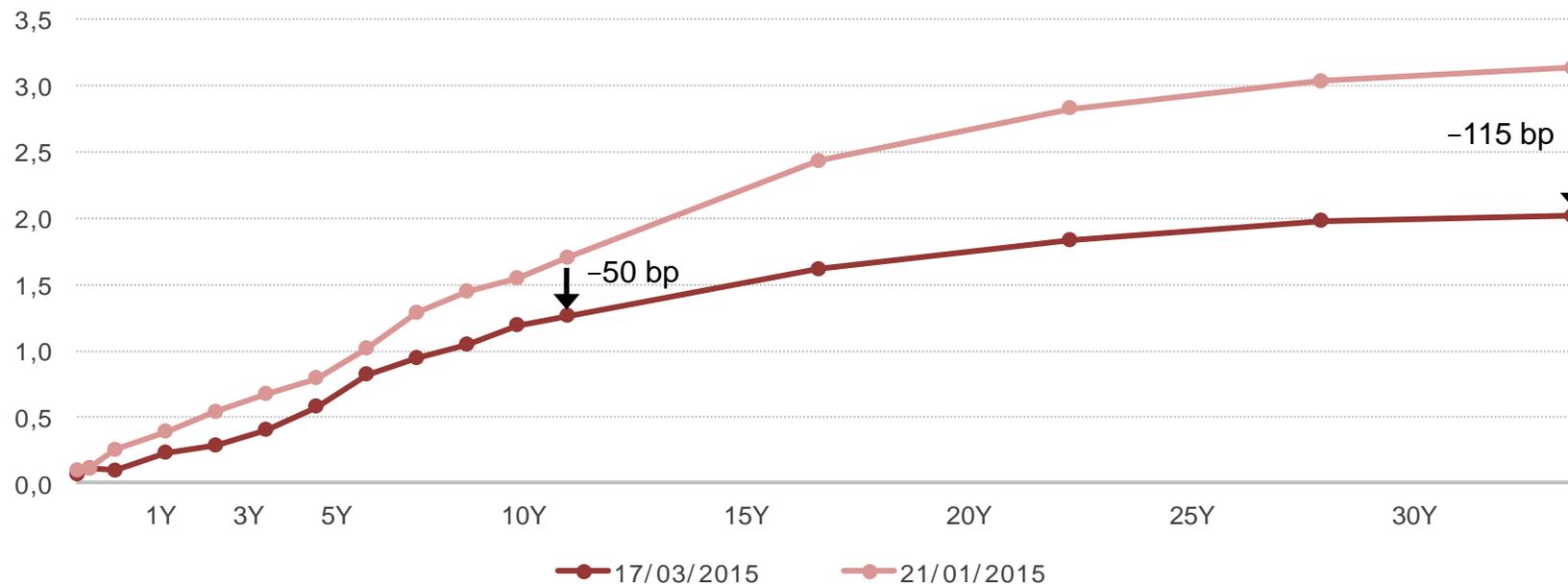




QE BCE: periferia e long end le ultime occasioni?

- La caccia al rendimento e il timore che le distorsioni sulla curva tedesca inducano la BCE ad allentare la regola del Capital Key hanno reso ancora più rilevante l'effetto compressione sulle curve periferiche, in particolare sulle scadenze lunghe

Curva governativa Italia

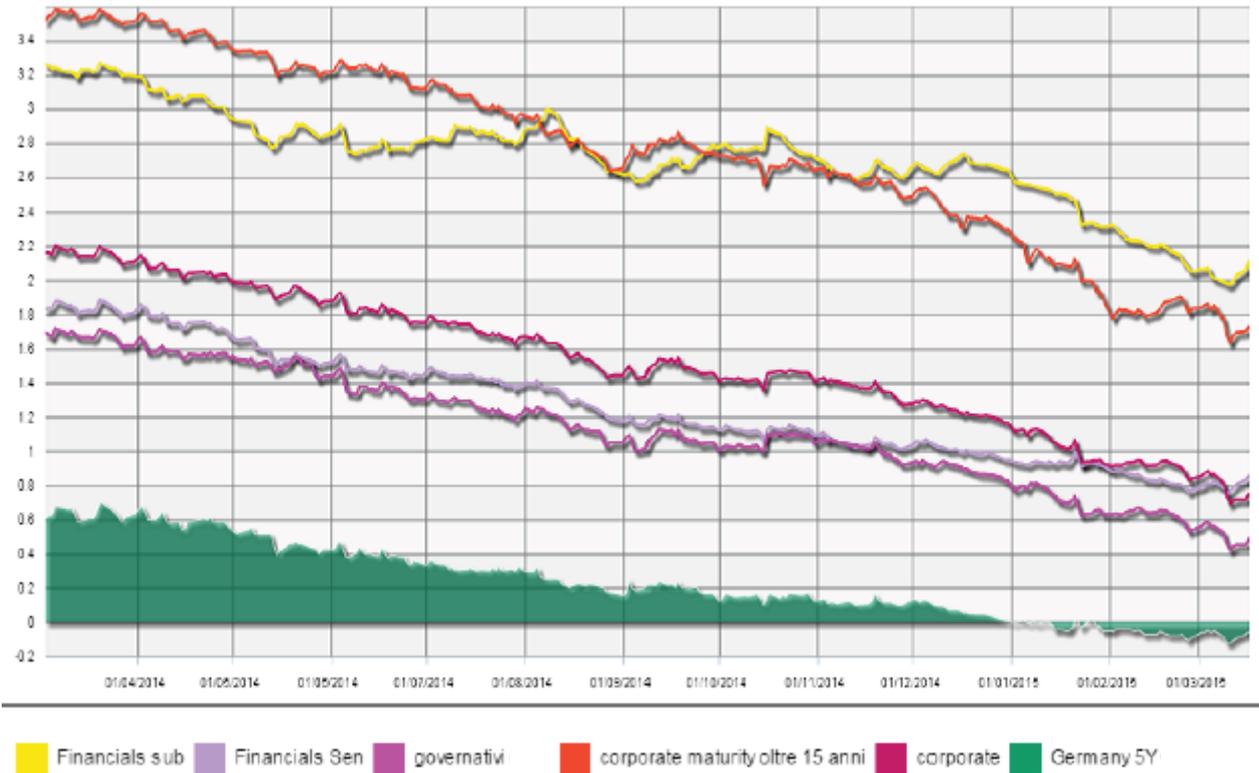




La risposta al rebus dei rendimenti: corporate bond

- La scomparsa del rendimento sui governativi europei (in particolare sulle parti brevi e medie delle curve) rende appetibili i rendimenti offerti da diversi settori del mercato corporate

Rendimenti Area Euro



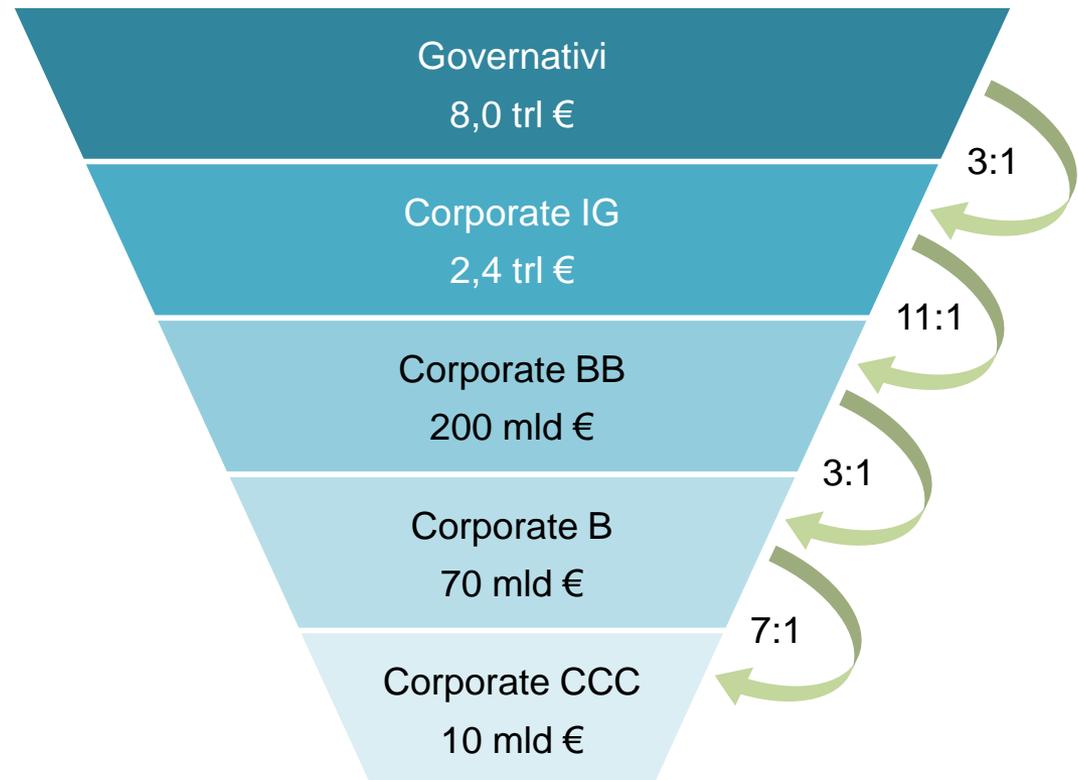
Fonte: Citi Analytics



Corporate bond: avanti c'è posto

- La segmentazione del mercato del reddito fisso rende lento e parziale il travaso di liquidità dai titoli governativi alle varie fasce di credito
- Ma le dimensioni relative dei settori rendono inevitabile un riequilibrio dei rendimenti, anche in presenza di modifiche ridotte delle asset allocation

Fixed Income outstanding nell'Area Euro



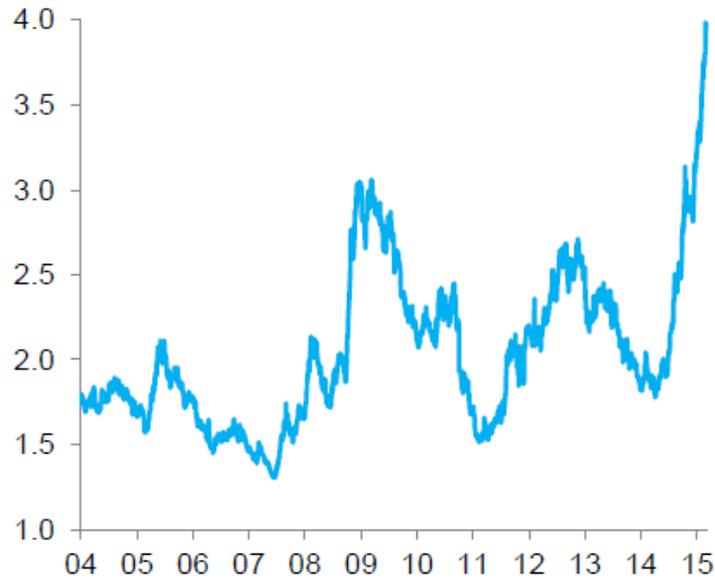
Fonte: Citi Research, BCE, Dealogic, Markit



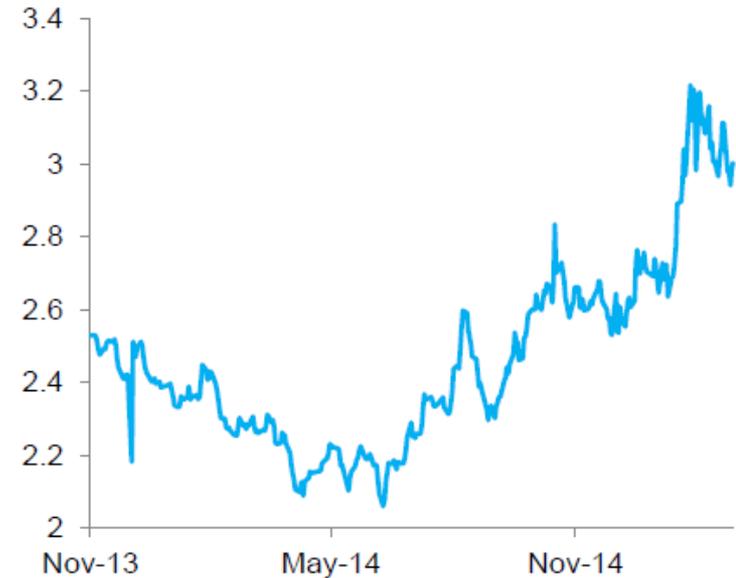
Corporate bond: dove investire

- La rapidità del movimento e l'inerzia delle asset allocation hanno prodotto significative sacche di "relative value" nel mercato del credito
- Tra gli altri spiccano l'HY europeo, i bond bancari con basso livello di subordinazione e una selezione di corporate ibridi

Rapporto tra rendimenti HY e IG nell'Area Euro



Rapporto tra rendimenti Financial Tier 2 e Non-financial Senior IG nell'Area Euro



Fonte: Citi Research, Markit



Europa vs America: divergenza macro

- Direzioni opposte per i trend macroeconomici: negli USA i dati deludono le attese e segnalano perdita di momentum del ciclo, nell'Area Euro sorprendono in positivo e indicano accelerazione
- La differenza tra i due indici Citi Surprise è ai massimi da 4 anni

Citi Surprise Index

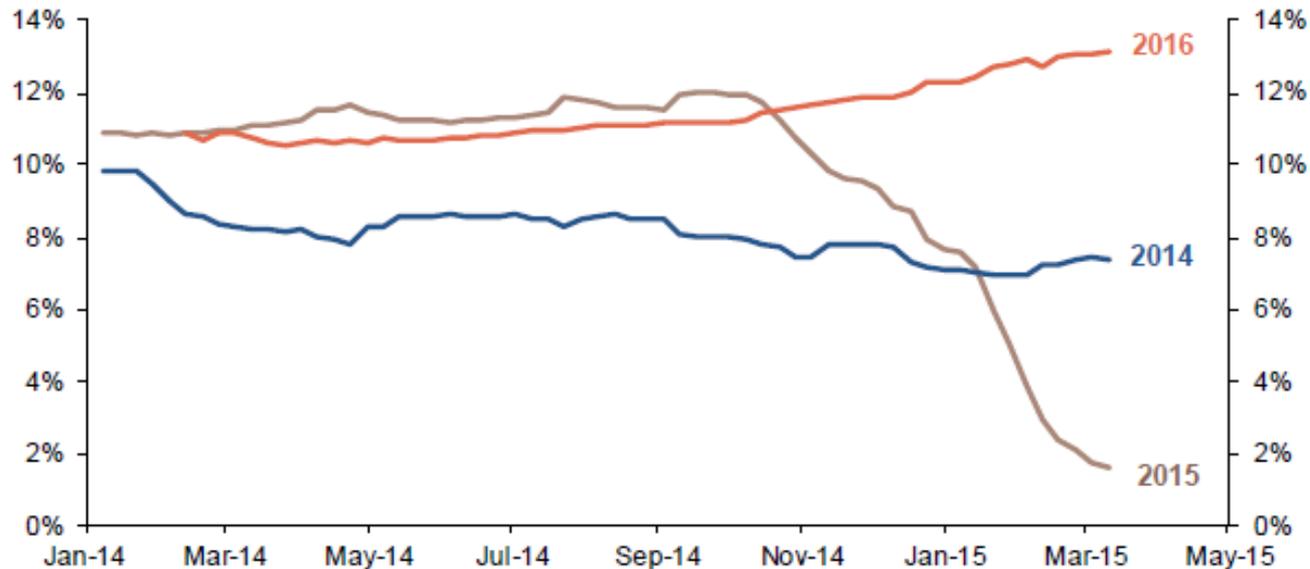




Earnings revision in America: Oil & Gas ma non solo

- Negli ultimi 4 mesi il consenso sugli utili aziendali americani si è significativamente ridimensionato, giungendo a stimare una crescita minima per l'anno in corso
- Se la crisi del settore Oil & Gas ha avuto una parte nel calo, questo riflette sicuramente anche l'impatto della divisa sui margini

Aspettative sulla crescita degli utili S&P 500



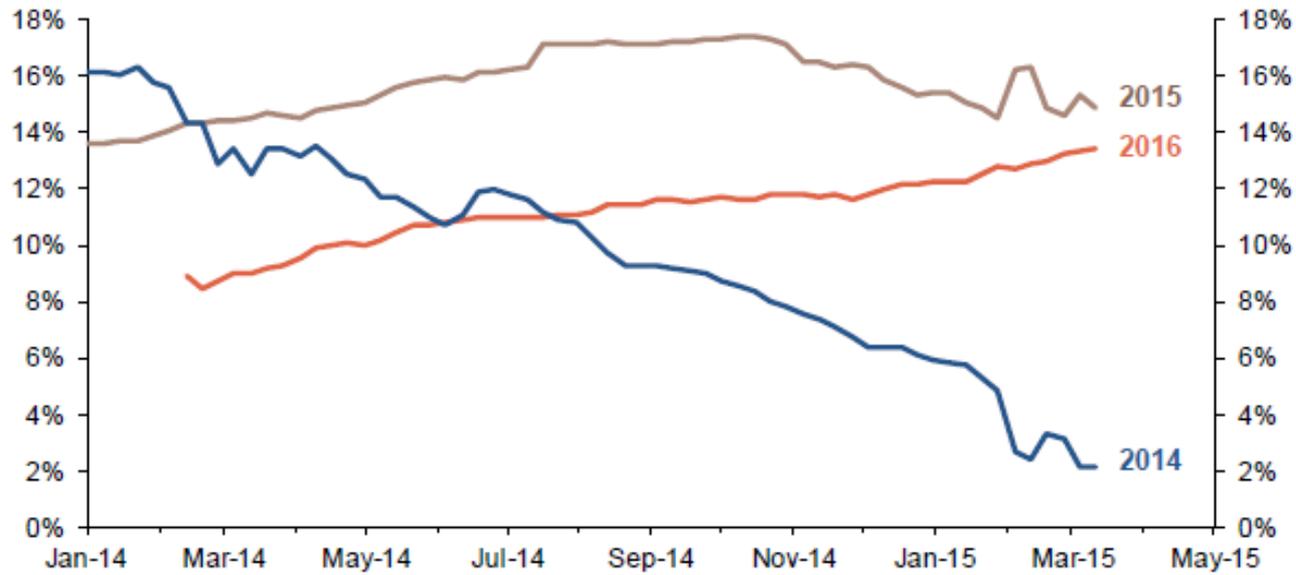
Fonte: IBES, DataStream, SG



Earnings revision in Europa: stabili nonostante l'Oil & Gas

- Le revisioni al ribasso dei settori Oil & Gas e Mining compensano la forza del settore bancario ed, in generale, delle revisioni delle stime di EPS europei

Aspettative sulla crescita degli utili Eurostoxx 50



Fonte: IBES, DataStream, SG



Europa: “cheap”, purché “deliveri”

- Il livello relativamente alto dei P/E europei è principalmente dovuto alla staticità degli utili aziendali
- I tassi bassi rendono assai attraente il dividend yield, che, intorno al 3%, si colloca sulla media degli ultimi 25 anni

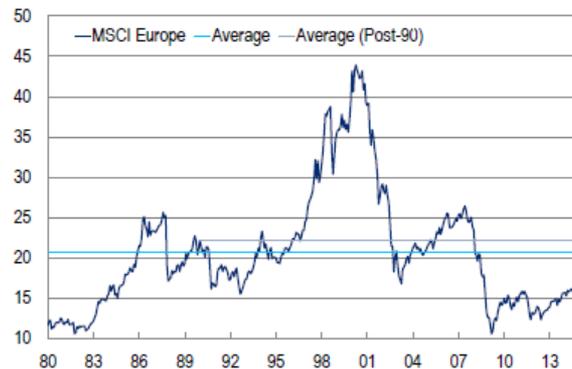
P/E



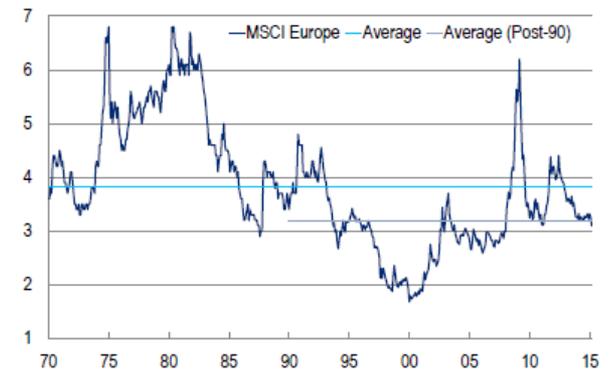
Utili



Cyclically adjusted P/E



Dividend yield



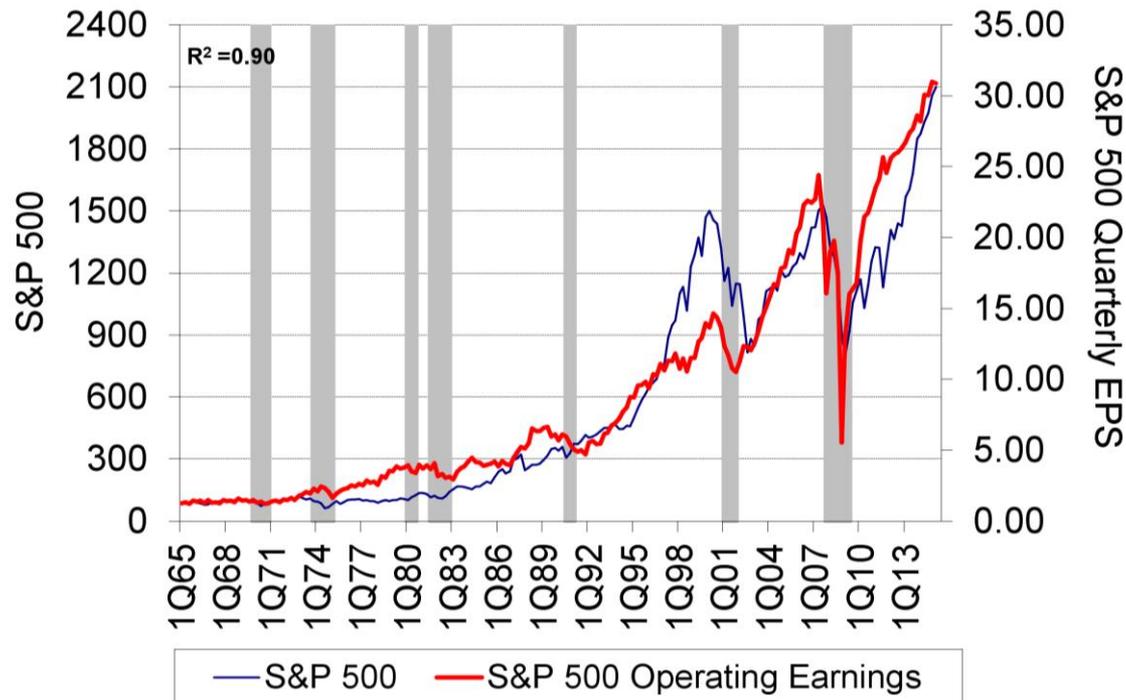
Fonte: DataStream, Citi Research



USA: quanto spazio ancora?

- Diversamente, a Wall Street, ad un P/E non particolarmente “cheap” si contrappone un trend di utili difficile da mantenere, in particolare in considerazione degli “headwind” attuali, ovvero il dollaro forte e il tightening della politica monetaria

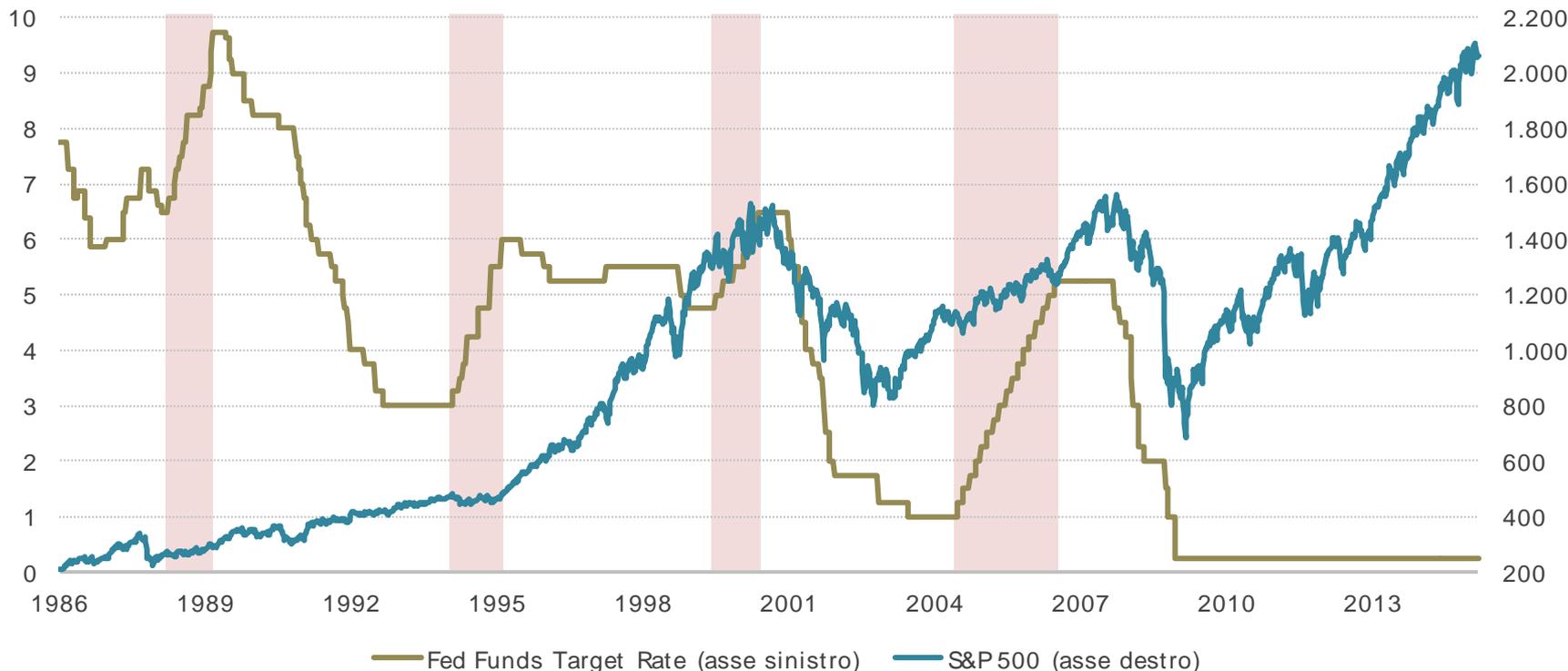
Indice S&P 500 ed EPS





L'inizio delle fasi di tightening è storicamente favorevole all'azionario ...

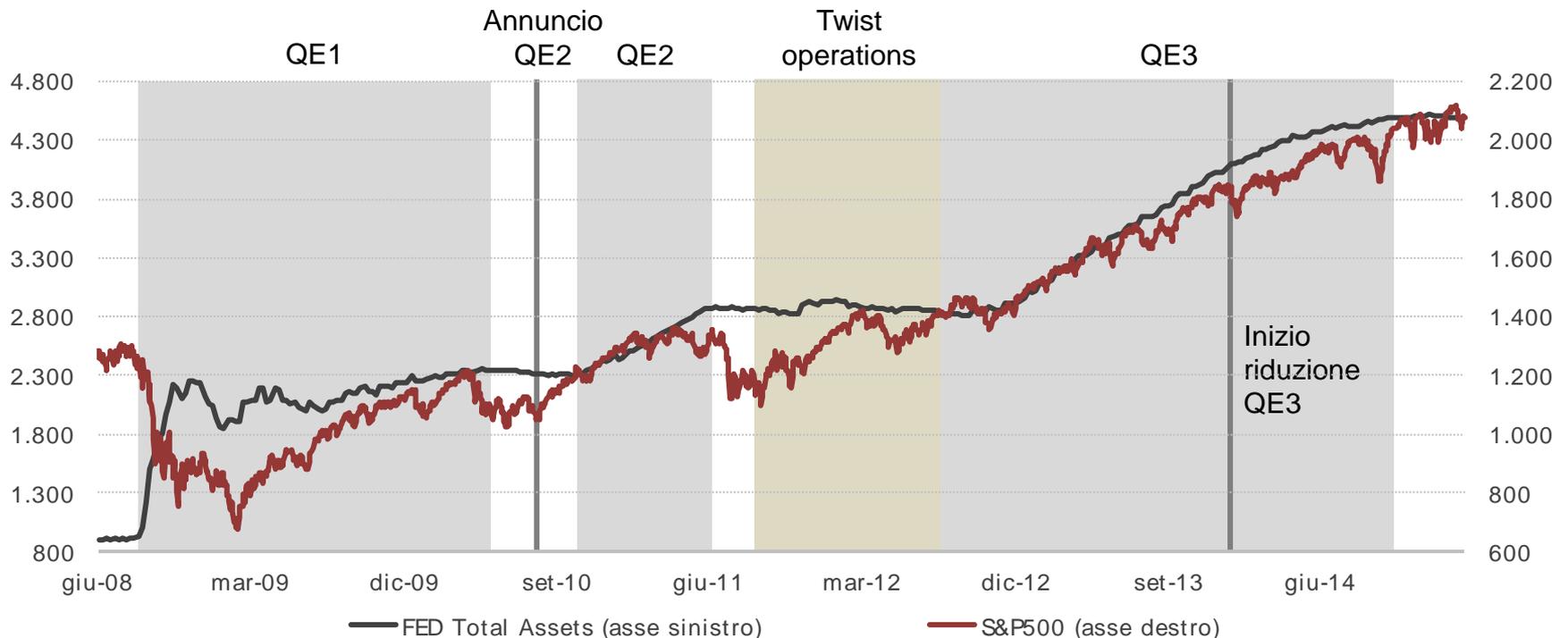
- Negli ultimi 30 anni il primo rialzo dei tassi non è mai coinciso con forti correzioni e ha portato a storni solo nel 50% dei casi





... ma questo non è un ciclo normale

- Con buona pace di Bernanke (*"tapering is not tightening"*), è per lo meno discutibile collocare l'inizio di questo ciclo di tightening in occasione del primo rialzo dei tassi
- Tecnicamente, questo è cominciato quando lo stimolo monetario straordinario ha iniziato a diminuire, ovvero all'inizio del tapering, oltre un anno fa





L'excess liquidity delle banche US è tornata al livello del 2013 e scenderà ancora

- Un'impostazione meno rigida potrebbe collocare l'inizio del tightening al momento in cui le riserve in eccesso delle banche americane hanno iniziato a scendere, più o meno a metà dell'anno scorso
- Non a caso, di lì a poco è partito il movimento del biglietto verde





Giudizi sintetici

Azionario

US	■	
Europa	▲	
Giappone	▲	
Emergenti	■	Upgrade

Obbligazionario governativo

US	▼	
Europa core	■	Upgrade
Europa periferia	▲	
Emergenti	■	

Obbligazionario corporate

US	■	
Europa	▲	

Valute

EUR/USD	■	
USD/JPY	■	Downgrade
EUR/GBP	■	Upgrade

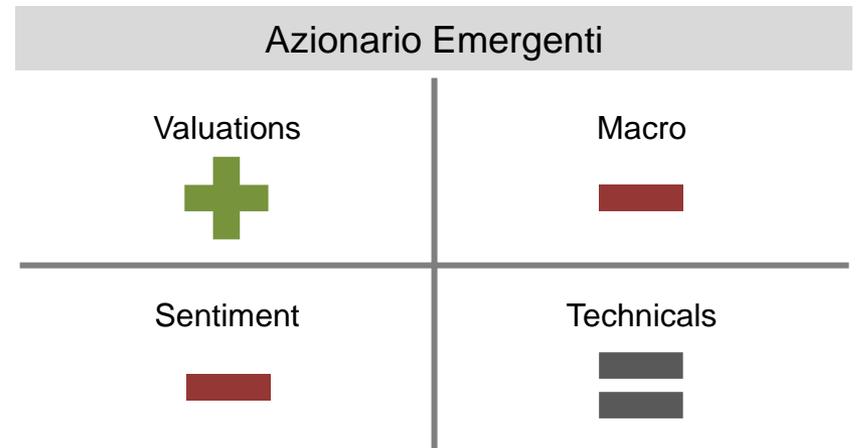
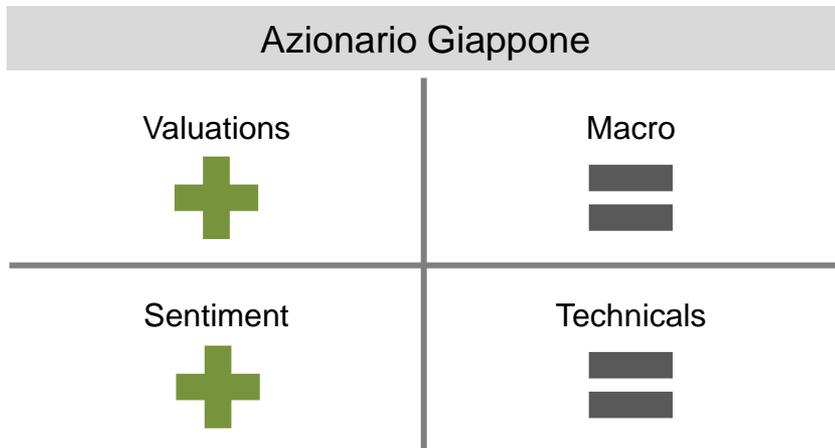
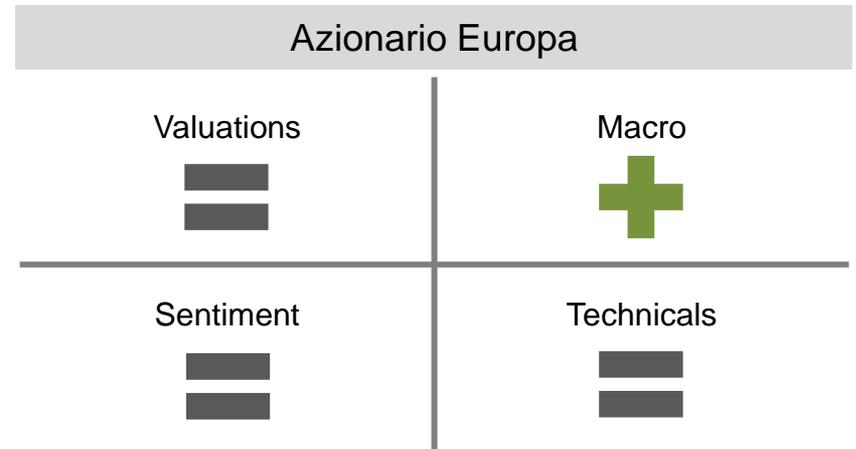
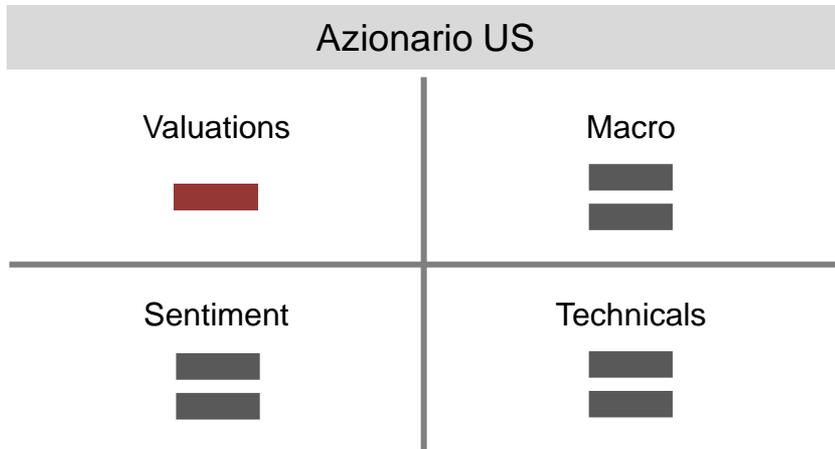
Materie prime

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.
