



Anthilia Capital Partners Sgr

Maggio 2016

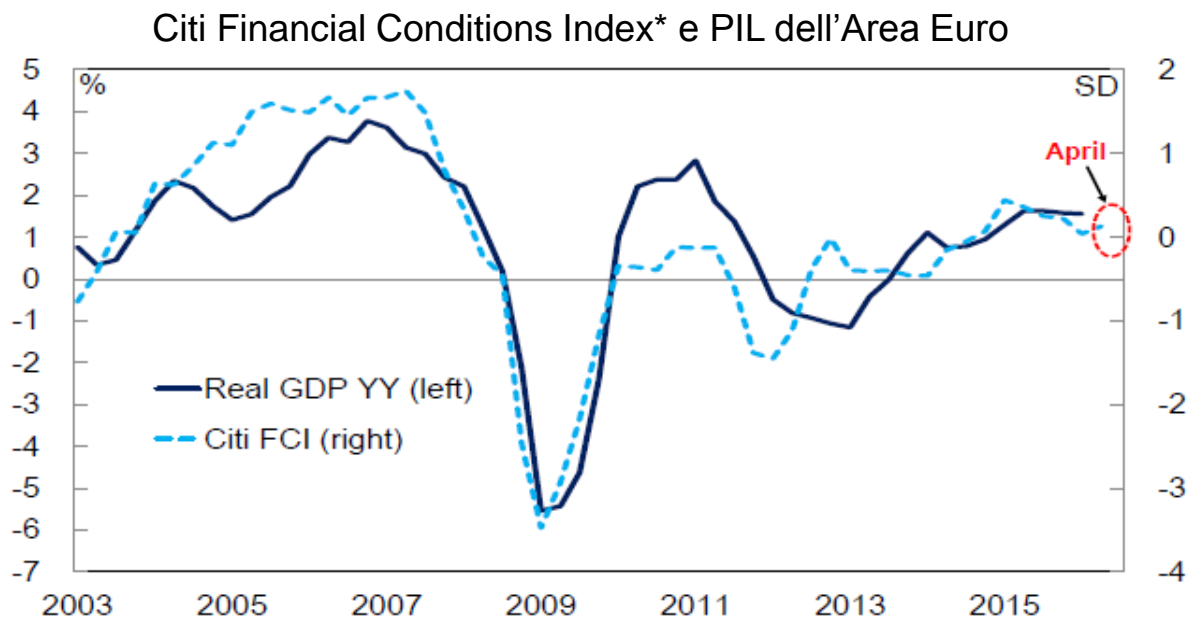
Analisi di Scenario





Area Euro: crescita stabilmente moderata

- Il PIL della Zona Euro si colloca intorno ad un +1,5% medio YoY da ormai 5 trimestri
- Una crescita moderata, che ha mostrato una granitica stabilità a fronte dei numerosi shock (Grecia, Cina, petrolio)
- Gran parte del merito va alla BCE che ha mantenuto stabilmente espansive le condizioni finanziarie negli ultimi 2 anni



* Il Citi Financial Conditions Index (FCI) è la media ponderata di 6 variabili finanziarie (spread corporate, offerta di moneta, valutazioni azionarie, tassi sui mutui, valuta, prezzi dell'energia)

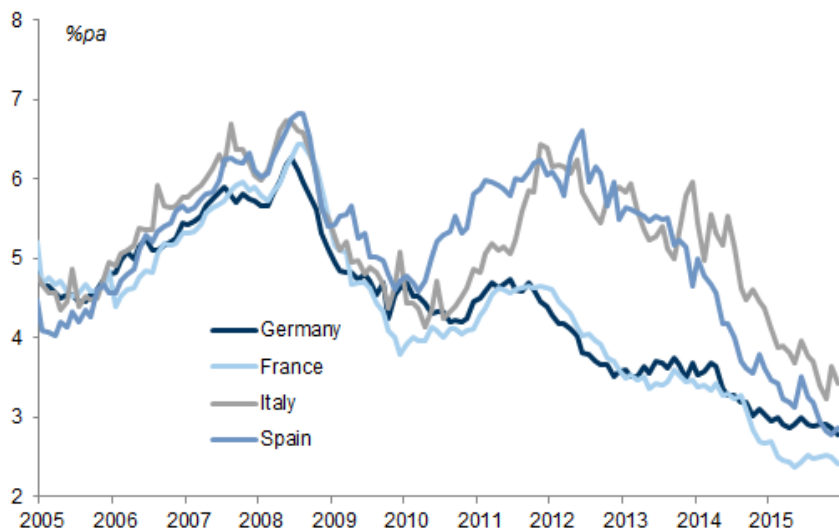
Fonte: Citi Economic Research



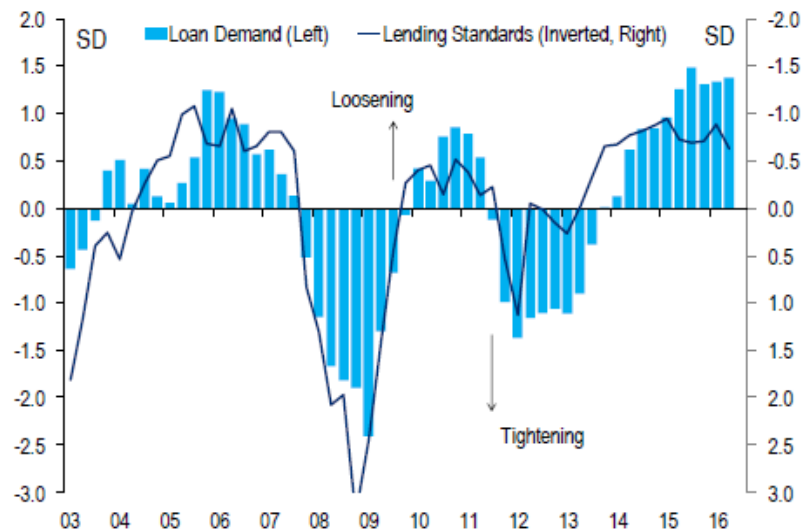
Area Euro: il quadro sul credito continua ad essere di moderata espansione

- L'ultima lending survey della BCE ha segnalato una continuazione del rilassamento dei Lending Standard (in particolare in Italia, nonostante la crisi bancaria) e un graduale aumento della domanda di prestiti
- L'impatto del QE sulle condizioni del credito è indicato come moderatamente positivo dagli istituti, ma i tassi negativi stanno danneggiando i profitti

Tassi di interesse
(nuovi prestiti con durata 1-5 anni
e ammontare inferiore a 1 mln €)



**Domanda di prestiti e
Lending Standard**



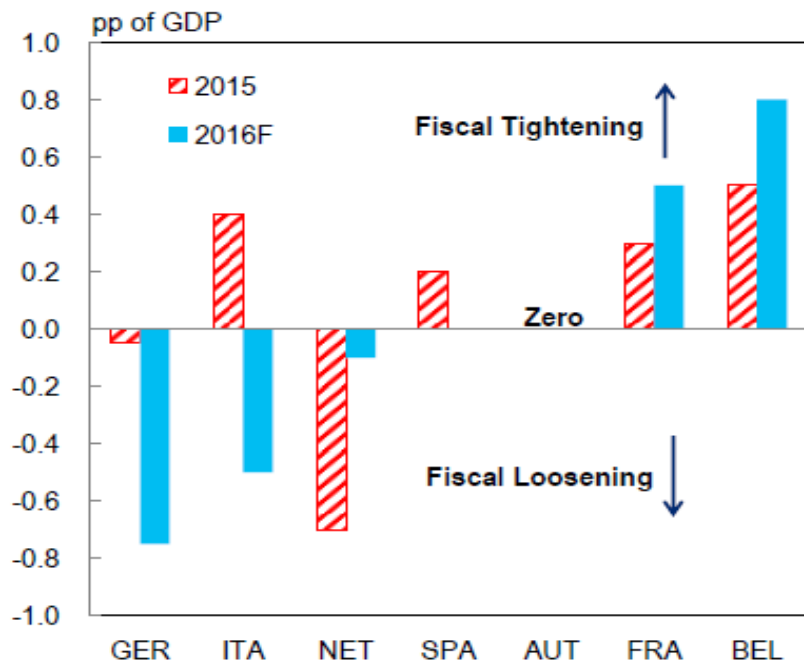
Fonte: BCE, Goldman Sachs, Citigroup



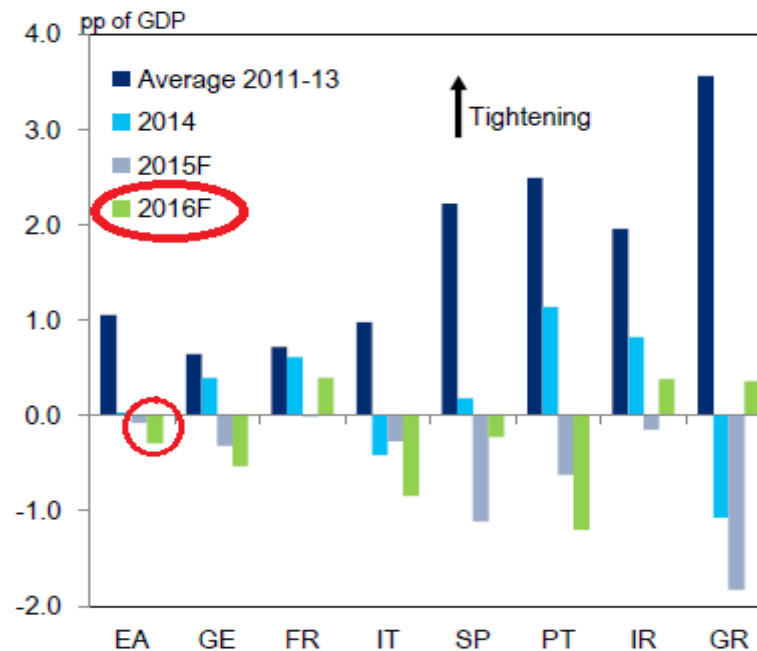
Area Euro: la politica fiscale torna ad essere marginalmente espansiva nel 2016

- Uno sguardo ai budget dei principali Paesi della Zona Euro mostra un moderato easing fiscale per l'anno 2016, concentrato in Germania e Italia
- La crisi dei rifugiati avrà un impatto positivo stimato da alcune case in 0,15% del PIL

Target di variazione strutturale del budget



Disavanzo primario



Fonte: Commissione Europea, Citi Research



Area Euro: le attese di inflazione si stanno faticosamente riprendendo

- Dopo aver fatto i minimi a febbraio e averli testati ad aprile, le aspettative di inflazione Europee (misurate tramite strumenti di mercati) in Europa hanno preso a salire gradualmente
- Il fenomeno riflette, oltre alla salita delle commodities, il progressivo ingranare dell'incremento del QE. E a giugno partono gli acquisti di credito e le nuove TLTRO

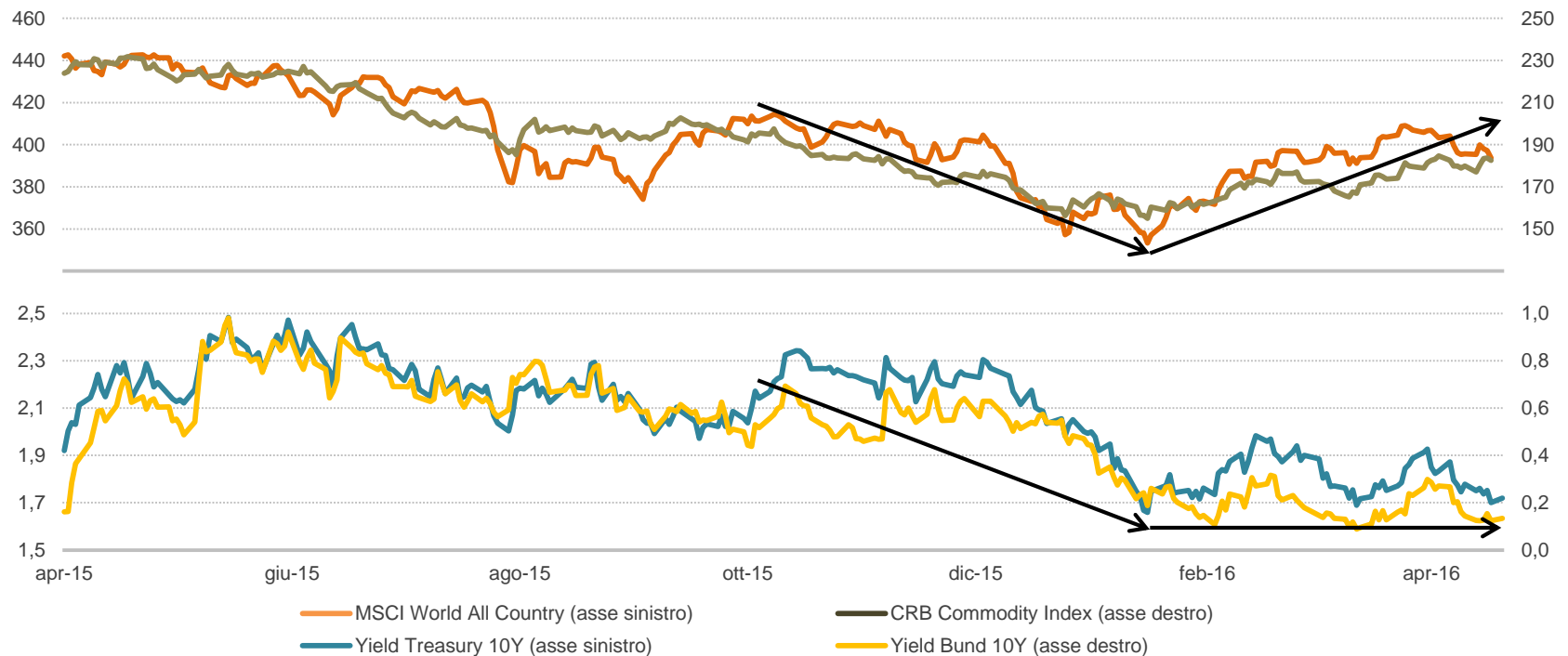
Euro Inflation Swap





Il rimbalzo del sentiment non ha impattato sui tassi

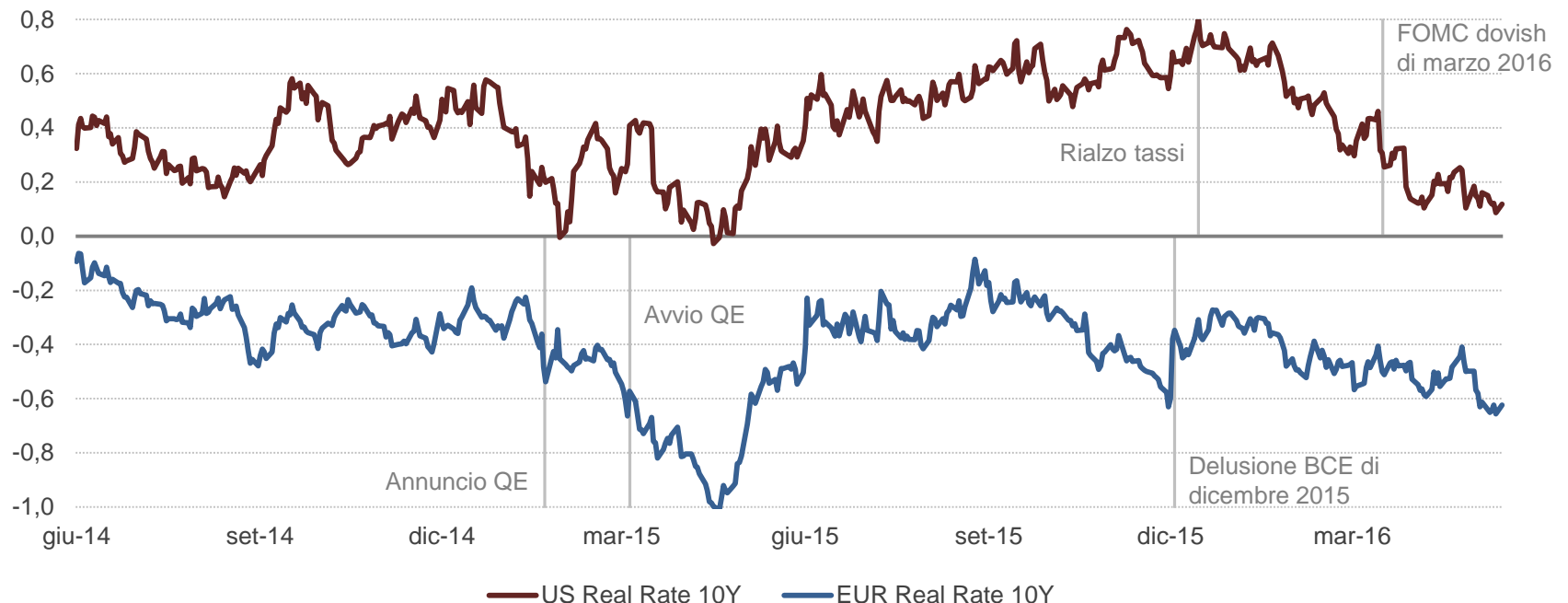
- Il rimbalzo dell'azionario globale e delle materie prime osservato negli ultimi 3 mesi non ha prodotto alcun effetto sui rendimenti di Bund e Treasury che sono rimasti nei pressi dei minimi di febbraio raggiunti sull'onda della "growth scare" globale
- In Europa, l'incremento del QE, avvenuto in una fase di ridotte emissioni, appare come il principale responsabile. Negli Stati Uniti hanno giocato la pausa della FED, e l'appetibilità dei rendimenti, in relativo verso i tassi infinitesimali o negativi offerti dal fixed income di gran parte dei Paesi industrializzati





Calo dei tassi reali: bad omen o financial condition easing?

- La tenuta del fixed income, a fronte di un moderato rialzo delle attese di inflazione ha spinto i tassi reali ai minimi da 12 mesi
- Tradizionalmente, il calo dei tassi reali viene associato a rallentamento macroeconomico. In tempi più recenti, tassi reali bassi o negativi sono stati attivamente perseguiti dalle banche centrali, allo scopo di rendere espansiva la politica monetaria una volta esaurito lo spazio sui tassi nominali. Sono così diventati un indicatore di efficacia delle politiche monetarie straordinarie, e associati a periodi di sentiment positivo, soprattutto in Europa





L'effetto base del petrolio impatterà sul CPI dei prossimi mesi

- L'effetto base del comparto energetico (15% del paniere CPI europeo e 4% di quello americano) comporta un incremento del CPI headline di 0,75% nell'Area Euro e 0,4% negli USA a dicembre 2016
- Dovesse il petrolio restare sui livelli attuali, l'effetto sarà pienamente visibile nelle serie

Performance petrolio YoY
(ipotesi di prezzo a 47\$ a fine anno)

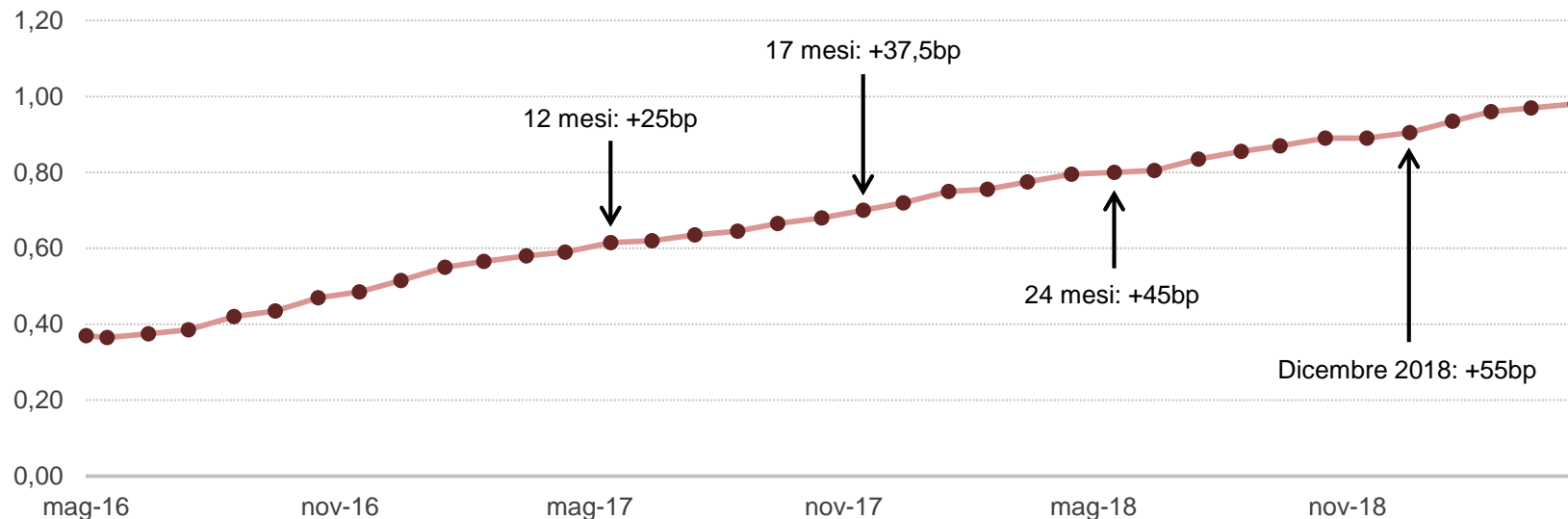




La curva americana prezza una FED davvero paziente. Potrà esserlo?

- I future sui FED Fund scontano appena un rialzo dei tassi nei prossimi 12 mesi e meno di 2 rialzi entro dicembre 2017. Si tratta di uno scenario assai conservativo, che sconta una crescita moderata, e soprattutto uno scenario inflattivo letargico
- In assenza di shock negativi, il FOMC potrebbe riprendere la normalizzazione, operando un secondo rialzo dei tassi prima dell'estate. Viceversa, il mercato comincerà a prezzare una FED dietro la curva. Nel primo caso a beneficiarne sarà soprattutto il Dollaro, nel secondo l'impatto avverrà principalmente mediante rialzi dei rendimenti sulla parte medio lunga della curva

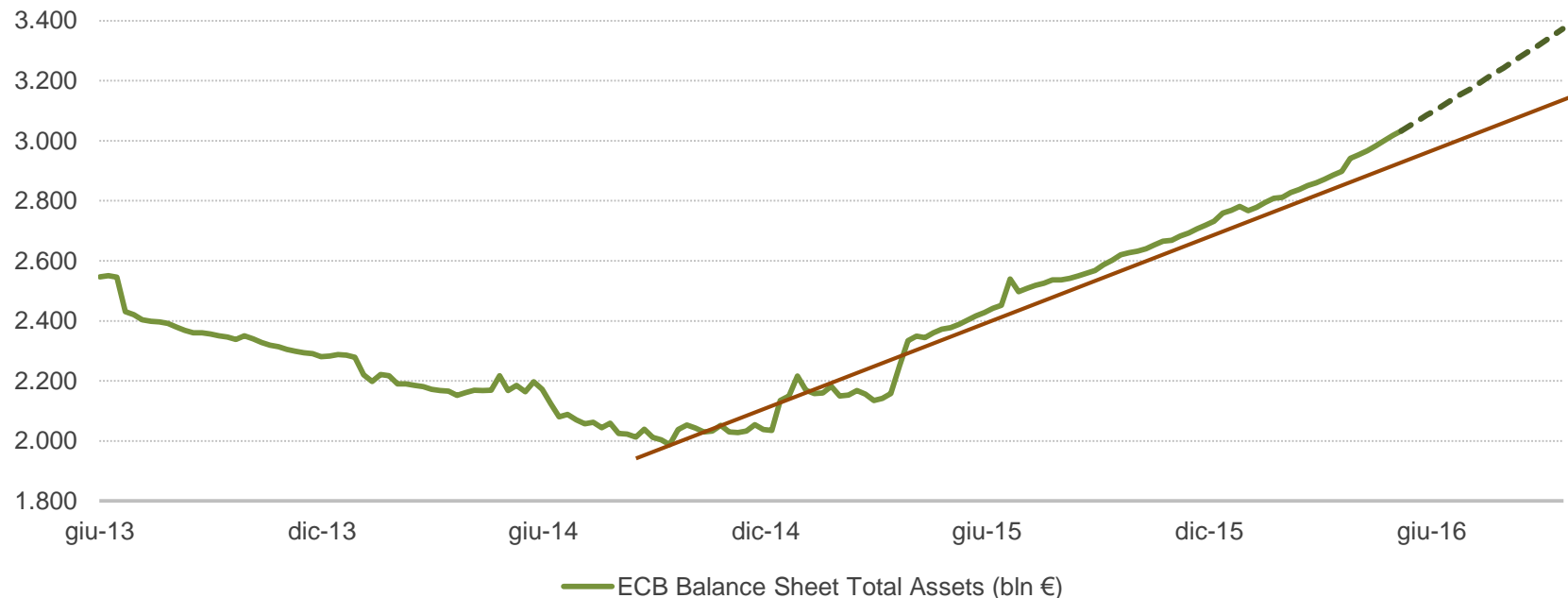
Tassi forward impliciti nelle quotazioni dei future sui Fed Funds





La pressione del QE sui rendimenti europei

- L'incremento del QE occorso a marzo, ha contribuito a contenere i rendimenti europei, nonostante un sentiment in moderato recupero, e materie prime in deciso rialzo
- Col prossimo mese, parte degli 80 mld € mensili di acquisti verrà dirottata sui corporate bond, alleviando la pressione sui rendimenti
- La partenza delle nuove TLTRO potrebbe inoltre avere un effetto positivo sulle attese di inflazione
- Infine, i governi stanno aumentando le emissioni sulle parti lunghe delle curve, allo scopo di avvantaggiarsi dei tassi eccezionalmente bassi

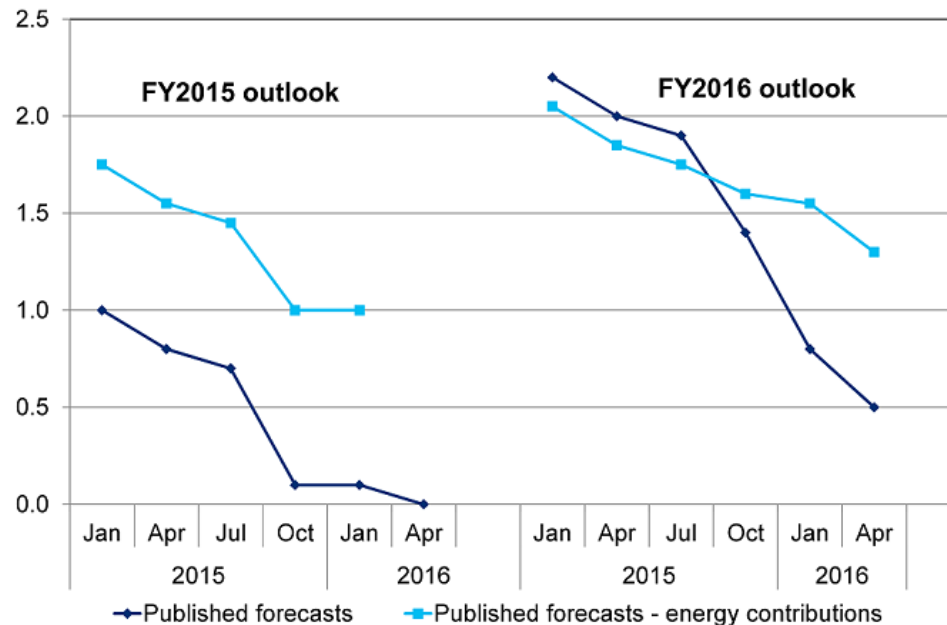




La Bank of Japan al bivio

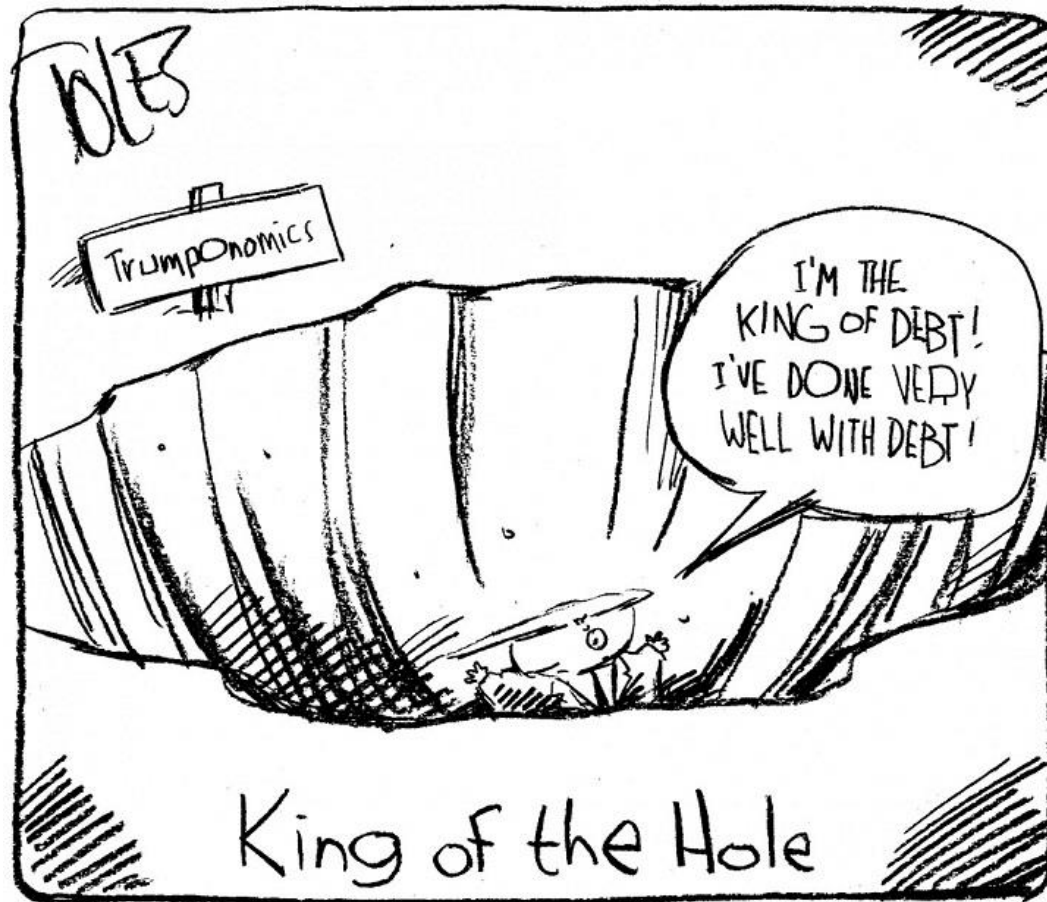
- Dopo la grande delusione di aprile, la BOJ è chiamata a reagire all'implosione delle attese di inflazione, che potrebbero essere ulteriormente abbassate a luglio
- Un ulteriore rinvio del raggiungimento del target di inflazione lo collocherebbe dopo il termine del mandato di Kuroda, sancendone il fallimento
- Data ideale per un incremento del QQE potrebbe essere luglio, dopo le elezioni della camera alta

Stime di inflazione in Giappone





Elezioni negli USA alle porte





Giudizi sintetici

Azionario

US	■	
Europa	▲	
Giappone	▲	Upgrade
Emergenti	■	Downgrade

Obbligazionario governativo

US	▼	
Europa core	▼	
Europa periferia	▼	Downgrade
Emergenti	■	Downgrade

Obbligazionario corporate

US	■	
Europa	▲	

Valute

EUR/USD	▼
USD/JPY	▲
EUR/GBP	■

Materie prime

Energetiche	■	Downgrade
Industriali	▲	
Agricole	▲	
Metalli preziosi	■	

▲ = Overweight ■ = Neutral ▼ = Underweight

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.