



**Anthilia Capital Partners Sgr**

Luglio 2016

**Analisi di Scenario**



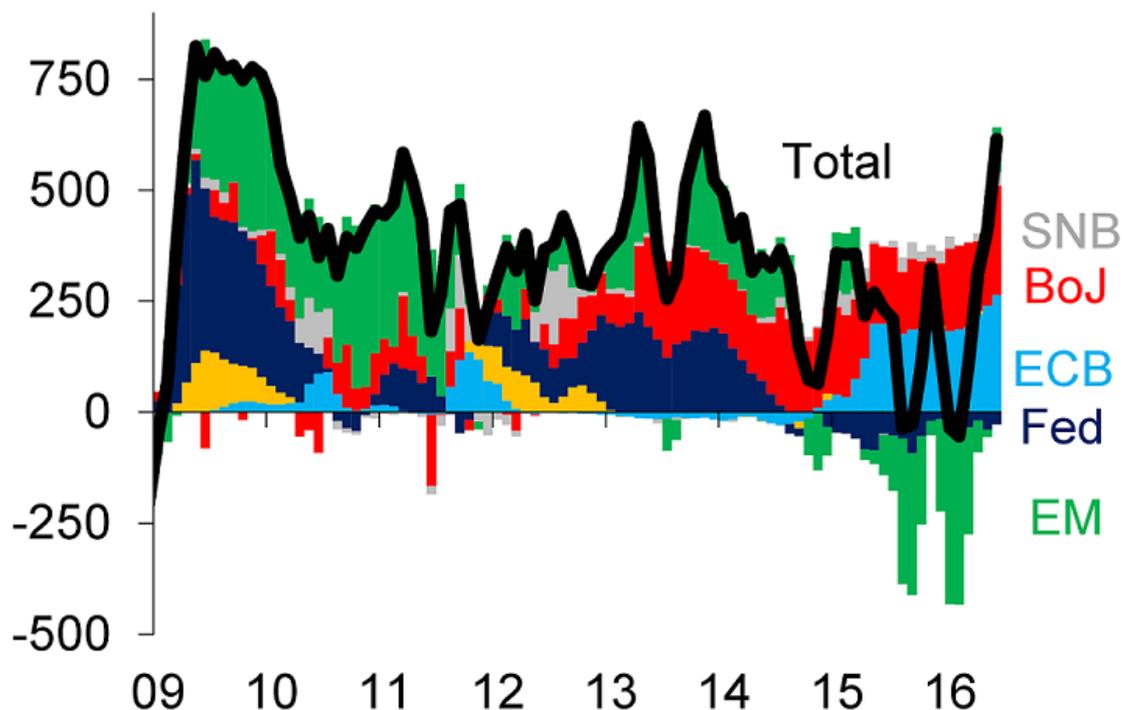


## Il QE ha perso efficacia ... o no? (1/2)

- La necessità di far fronte ai vari shock osservati nell'ultimo anno, ha indotto la BCE e la BOJ ad aumentare significativamente i programmi di acquisti di asset (QE)
- Ciò, unito ad un'inversione di tendenza nelle riserve valutarie dei Paesi emergenti, ha portato l'ammontare di liquidità erogata globalmente nel sistema ai massimi dal 2013
- E quattro delle principali banche centrali (BOE e ancora BCE, PBOC e BOJ) sembrano sul punto di aumentare l'easing nei prossimi mesi

### Programmi di acquisto delle banche centrali

(in mld \$, media mobile a 3 mesi)

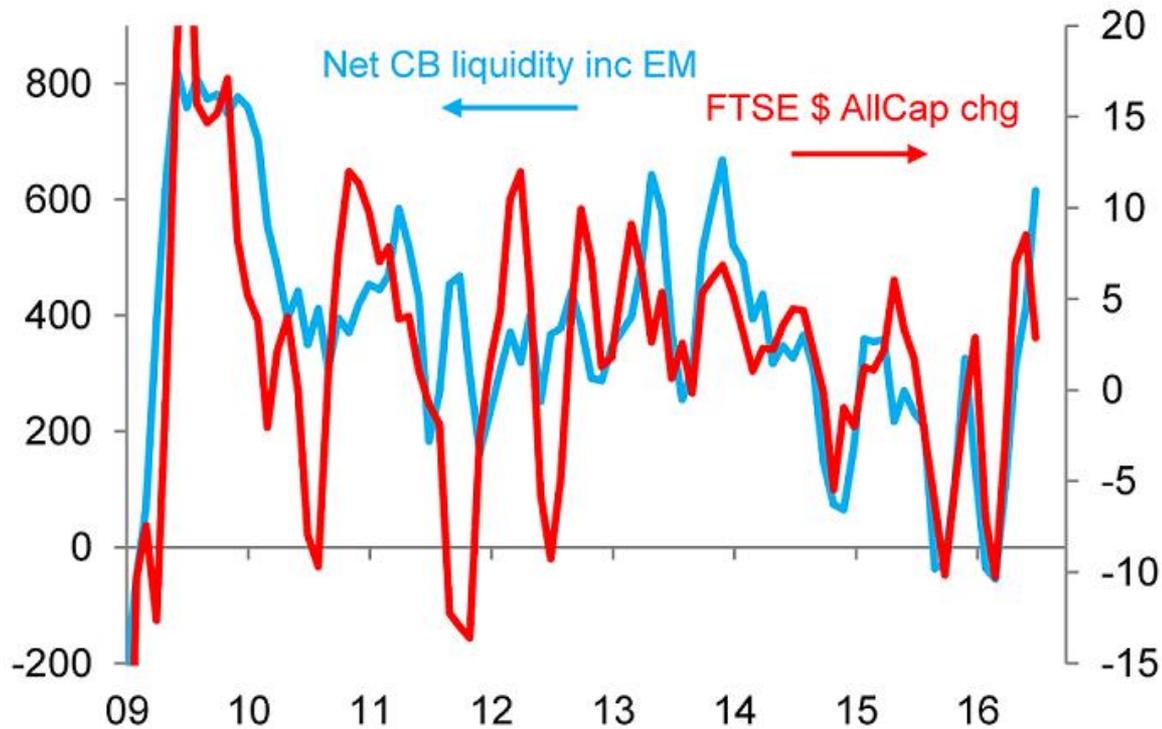


Fonte: Citi Research



Il QE ha perso efficacia ... o no? (2/2)

QE e mercato azionario globale  
(acquisti in mld \$ e performance QoQ)



- Le performance deludenti degli asset europei e giapponesi hanno alimentato negli ultimi trimestri un considerevole scetticismo sull'efficacia residua delle politiche monetarie straordinarie, tra le quali il QE continua ad occupare il primo posto
- Peraltro, varie analisi mostrano una stretta relazione tra l'ammontare di liquidità iniettata nel sistema e la performance dei risky asset: l'ultimo periodo non fa differenza

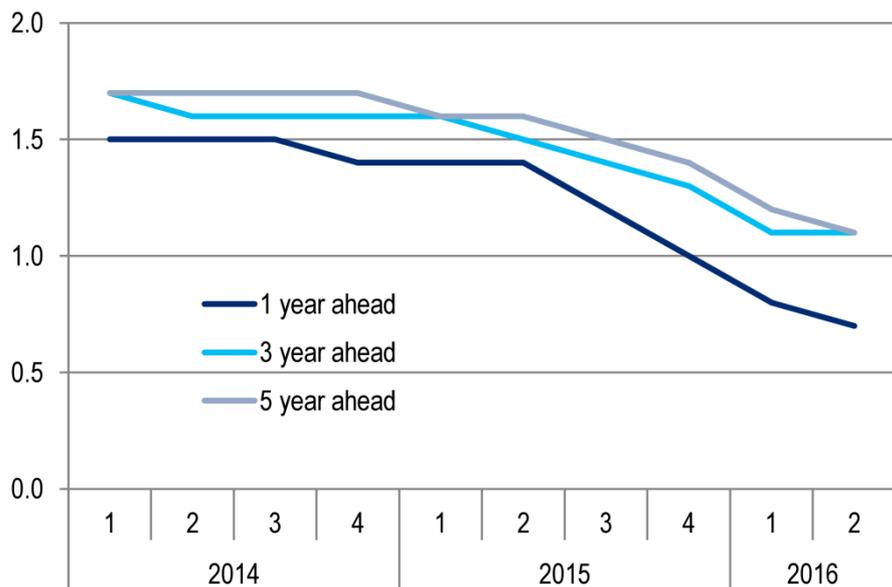
Fonte: Citi Research



### Giappone: Abenomics alle corde

- La bandiera degli Abenomics, ovvero il raggiungimento del target del 2% di inflazione, è stato di recente ulteriormente rinviato dalle autorità alla fine del 2017 (la deadline originale era a metà 2015, a 2 anni dal lancio del programma)
- Mercato e aziende hanno perso fiducia che questo obiettivo possa essere ottenuto in tempi accettabili. L'economia giapponese da inizio 2015 è incapace di inanellare 2 trimestri di crescita positiva consecutivi
- Abe e Kuroda si trovano nella necessità di dare un segnale forte, per evitare che l'intero programma venga considerato un fallimento

Aspettative di inflazione in Giappone (misurate nell'indagine Tankan)



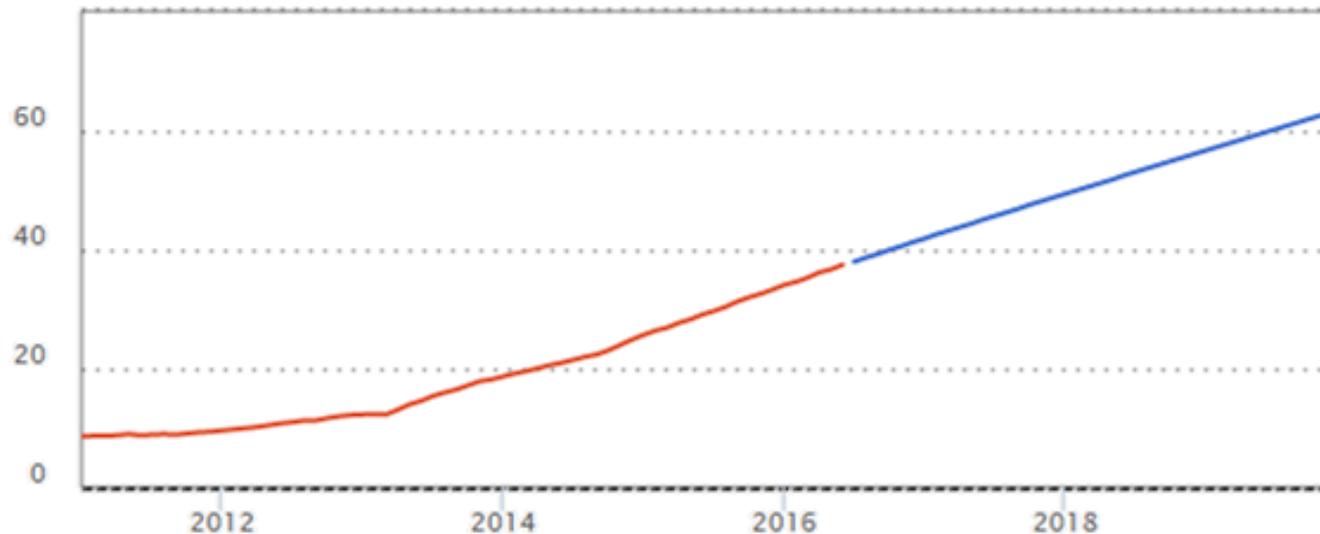
Fonte: Citi



### Bank of Japan: agire, per mostrare di crederci ancora

- Un'ulteriore atteggiamento attendista da parte della BOJ al meeting del 28-29 luglio potrebbe essere costoso in termini di credibilità
- Ormai sono passati oltre 6 mesi dal varo delle ultime misure, un tempo sufficiente per valutarne gli effetti
- Le elezioni della Camera Alta sono ormai alle spalle, con una robusta vittoria per il partito di governo
- La posizione di Kuroda non è ideale, con la leva del QE prossima all'esaurimento e la fredda accoglienza riservata dal mercato ai tassi negativi

Quota di JGB detenuta dalla BOJ



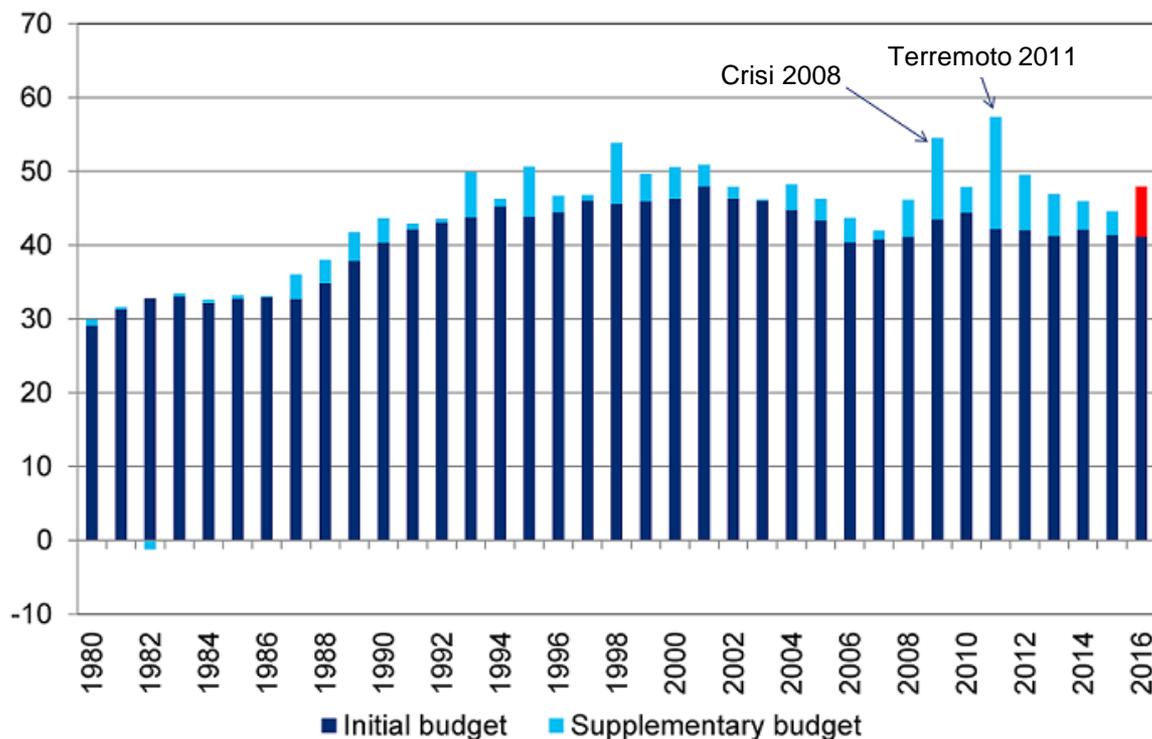
Fonte: Japan Macro Advisors



## Stimolo fiscale: incertezza solo nell'ammontare

- Con il margine di manovra di politica monetaria ridotto, le possibilità di successo nel rivitalizzare economia e inflazione poggiano inevitabilmente sul coordinamento con la politica fiscale
- Le aspettative su un pacchetto fiscale espansivo hanno continuato a crescere nelle ultime settimane e al momento superano i 10 trl JPY, per una spesa totale ai massimi dal 2010
- Il governo potrebbe decidere di sorprendere con misure ancora più aggressive, forte della maggioranza dei due terzi in Senato

Budget di bilancio giapponese  
(in trl JPY)



Fonte: Citi



### Dalla responsabilità fiscale all'helicopter money

- Il Giappone potrebbe tornare ad essere la frontiera nella sperimentazione di politiche monetarie innovative nei prossimi mesi. Il diretto finanziamento, da parte della BOJ, di programmi di spesa pubblica (helicopter money in senso stretto) è proibito dalla legge, ma vi sono diversi modi per aggirare l'ostacolo
- La circostanza che la BOJ compri una quantità di obbligazioni governative quasi doppia rispetto alle emissioni nette può essere considerata una sorta di helicopter money in tono minore e l'abbandono del principio della responsabilità fiscale è un ulteriore passo in quel senso
- Il suggerimento di Bernanke di sostituire i JGB con zero coupon perpetui non è altro che un'accelerazione in direzione di una monetizzazione del debito

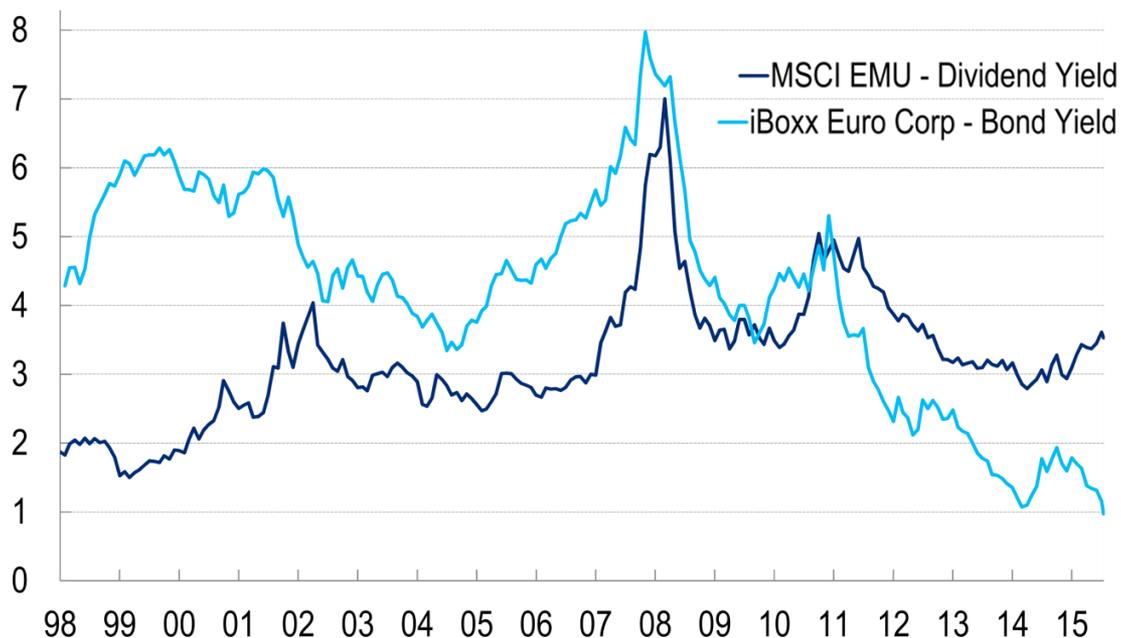




### Europa: yield gap ai massimi storici

- A 14x Forward P/E, i multipli delle borse europee risultano in linea con la media di lungo periodo
- Un'osservazione che vale anche per il dividend yield, se non che quest'ultimo (intorno a 3,5%) mostra un gap senza precedenti nei confronti del rendimento dell'obbligazionario governativo e corporate
- Il fenomeno, oltre ad alimentare ovvie considerazioni di relative value tra gli investitori, costituisce un forte incentivo per le aziende ad accelerare sulla "de-equitization" (buyback di azioni finanziati con emissioni di debito)

Yield azionario e obbligazionario europei



Fonte: Citi



### Europa: il positioning cessa di essere un ostacolo

- Tra i motivi che hanno portato gli asset europei a patire maggiormente anche shock esterni (rallentamento cinese e crollo del petrolio) vi è sicuramente un positioning aggressivo degli investitori, costruito sulla scorta del QE
- La Brexit sembra aver posto fine a questo lungo “overweight”

#### Esposizione netta degli investitori all'azionario europeo

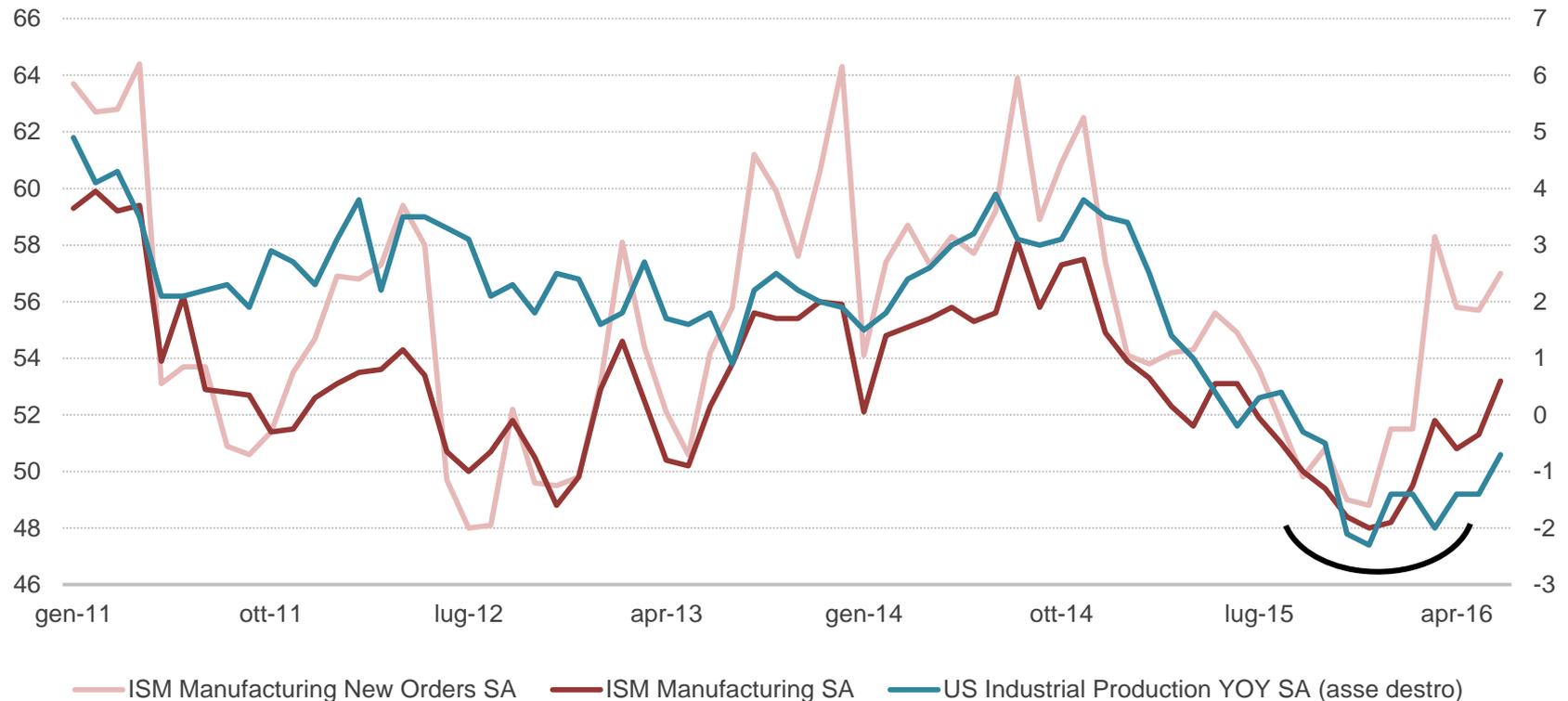


Fonte: BofA Merrill Lynch Global Fund Manager Survey



## USA: i segnali di accelerazione si rafforzano (1/2)

- L'economia americana continua a dare segnali di una nuova accelerazione ciclica
- L'ISM manifatturiero ha segnato i massimi da inizio 2015, il settore dei servizi, ai massimi del 2016, è tornato sui livelli di un anno fa
- Certamente la produzione industriale sta dando segnali di "bottoming"

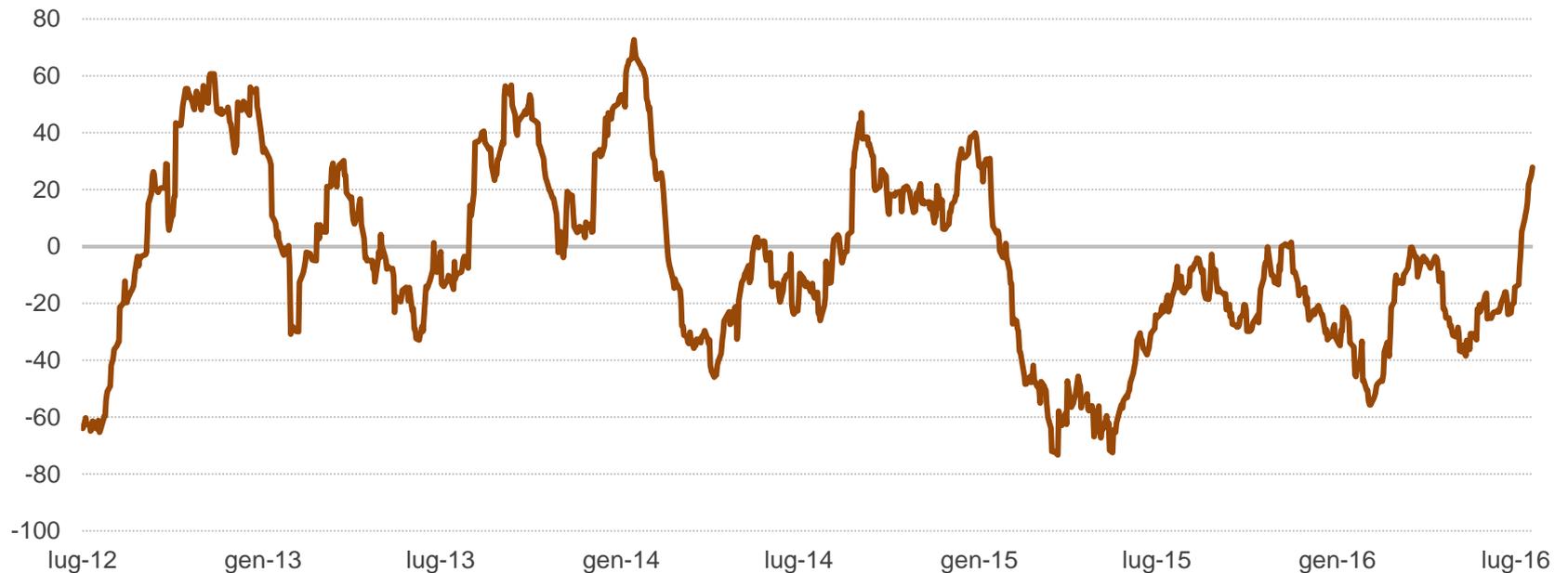




## USA: i segnali di accelerazione si rafforzano (2/2)

- Il miglioramento del quadro macro americano ha colto di sorpresa il consensus degli analisti, che restano alquanto scettici a causa dell'abbondanza di rischi (Brexit, Cina, banche europee)
- La riluttanza del consensus ad adeguarsi al quadro macro lo rende vulnerabile a eventuali ulteriori sorprese positive, che potrebbero impattare in particolare sui tassi

Citi US Economic Surprise Index





Giudizi sintetici

Azionario

US	■	
Europa	▲	Upgrade
Giappone	▲	Upgrade
Emergenti	▲	Upgrade

Obbligazionario governativo

US	▼	
Europa core	▼	
Europa periferia	▼	
Emergenti	▼	Downgrade

Obbligazionario corporate

US	■	
Europa	▲	

Valute

EUR/USD	▼
USD/JPY	▲
EUR/GBP	■

Materie prime

Energetiche	■
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.