SCM spa

SOLUTIONS CAPITAL MANAGEMENT
societa' d'intermediazione mobiliare

NEWSLETTER
"TRA MERCATI & FINANZA"

A cura di

Giuseppe Semerano
Advisor Clientela Istituzionale SCM SIM

20 settembre 2016

Tutti i diritti riservati

ANALISI MACRO

Questa settimana sarà condizionata dalle scelte dei principali governatori delle banche centrali, in particolare sono attesi la Fed Usa e la Bank of Japan. Dalla prima il mercato si aspetta un ulteriore rinvio all'aumento dei tassi. Dalla seconda una sempre più probabile rimodulazione degli acquisti degli asset al fine di spingere al rialzo la parte lunga della curva dei tassi giapponesi. In questo contesto la BCE continuerà per la sua strada anche se non potrà non essere condizionata da ciò che accadrà sul mercato nei prossimi mesi. I principali problemi che stanno emergendo sono:

La scarsità: per fare quantitative easing (cioè per continuare a stampare moneta come ora) le banche centrali devono comprare titoli sul mercato, ma dopo anni di acquisti i titoli iniziano a scarseggiare. Questo è un problema, ad esempio della BCE. Il suo programma di quantitative easing ha infatti regole ben precise: l'Eurotower non può acquistare titoli di Stato con rendimenti inferiori a -0,4% (che è il livello del tasso sui depositi) e deve comprare quantità di titoli in proporzione al peso che ogni Stato europeo ha nel capitale della BCE stessa. Ebbene: calcola Bloomberg che già oggi ci sono 1.870 miliardi di titoli che non rispettano queste caratteristiche, per cui sono esclusi dal programma della BCE. La conseguenza è ovvia: lasciando così le regole, la BCE non avrà più abbastanza titoli da acquistare sul mercato per proseguire il quantitative easing come lo conosciamo oggi. Ecco perché Draghi sta valutando «tutte le possibili opzioni». Ma anche la Bank of Japan corre un rischio analogo. E se non ci sono più abbastanza titoli sul mercato, gli stimoli monetari attuali non possono andare avanti a meno di non interessare titoli governativi di altri paesi al di fuori dell'euro.

L'efficacia: c'è poi un tema di efficacia di queste politiche monetarie ultra-espansive. Da un lato è vero che senza i vari quantitative easing oggi il mondo starebbe molto peggio. È inoltre vero (come ha ribadito Draghi) che in Europa il quantitative easing ha fatto ripartire il credito bancario (anche se non per tutti). Nessuno può insomma dire che la politica monetaria non funzioni. Anzi. Ma è anche vero che lo sforzo delle banche centrali è sproporzionato rispetto ai risultati. Lo dimostra, per esempio, il fatto che le prospettive future di inflazione non ripartano.

Effetti collaterali: le politiche monetarie ultra-espansive hanno poi potenziali effetti collaterali: aumento delle diseguaglianze sociali, squilibrata allocazione delle risorse e infine rischio di bolle speculative. Ma, soprattutto, queste politiche danneggiano le banche, le assicurazioni e i fondi pensione, cioè quei soggetti che, in vario modo, dovrebbero sostenere l'economia. In Europa le banche hanno molti problemi, a partire dai crediti in sofferenza italiani. Ma se la politica dei tassi a zero non avesse eroso i loro ricavi e se regole sempre più stringenti le non avessero "imbrigliate", forse il credito all'economia oggi sarebbe un po' più vivace. Ecco perché le banche centrali potrebbero ricalibrare un po' i loro interventi. La Bank of Japan già questa settimana dovrebbe rendere il QE più flessibile (così si aspetta il mercato), anche per ridurre l'impatto negativo sui fondi pensione. La BCE dovrebbe cambiare un po' le caratteristiche tecniche verso la fine dell'anno. La FED dovrebbe attendere un po' di più prima di rialzare i tassi. Ma, sotto sotto, il mercato è teso: teme che, presto o tardi, la festa della liquidità possa finire.

TASSI DI INTERESSE

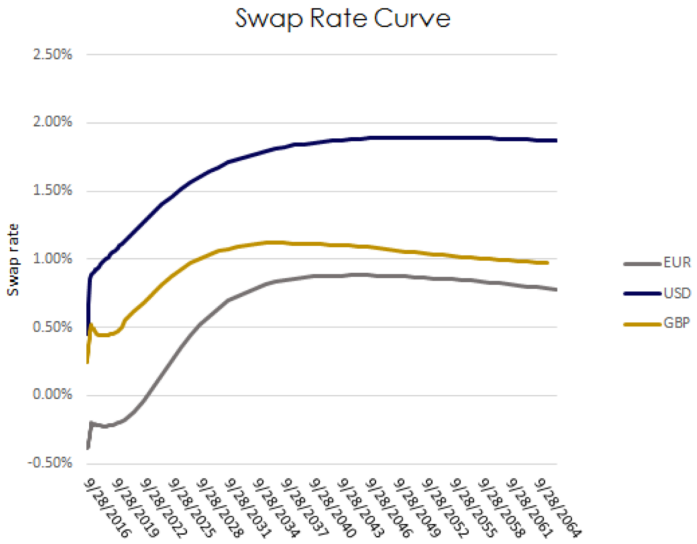
I tassi d'interesse hanno ripreso a salire. Esclusa la parte a breve della curva dove la presenza costante delle Banca Centrale Europea mantiene i tassi a livelli negativi, dal 6° anno in poi in queste ultime settimane i tassi hanno ripreso a salire. Buone notizie per i gestori dei fondi pensione, pessima per tutti gli altri i quali rischiano perdite in conto capitale su tutte le tipologie di titoli obbligazionari. A tale aumento dei tassi non è corrisposto un miglioramento dello scenario economico il quale avrebbe giustificato una contrazione dei credit spread, motivo per cui i prezzi scendono, i tassi salgono e il rischio di credito rimane pressoché invariato.

A muovere la curva Euro Swap in alto di circa 10 bps è stata, come spesso accade, la curva Swap americana. Come si è già scritto in passato quando lo spread tra *Treasury* americano a 10 anni e il bund tedesco arriva in area 180 bps, gli effetti della politica di uno stato si riflettono abbastanza velocemente sull'altro. Quindi se i tassi US riprendono a salire per le attese dell'inizio della politica restrittiva, anche i tassi Euro nella parte a lunga è abbastanza probabile che facciano lo stesso movimento in assenza di un cambio di politica monetaria da parte della BCE.

TITOLI BENCHMARK OBBLIGAZIONARI 10 ANNI

Description	Mkt Price	1Day Chg%	Yield%
US TREASURY N/B	98.25	0.01%	1.69%
CANADIAN GOVERNMENT	102.825	0.05%	1.19%
FED REPUBLIC OF BRAZIL	107.95	-0.78%	4.94%
REPUBLIC OF COLOMBIA	106.25	-0.84%	3.70%
UNITED MEXICAN STATES	105.95	-0.47%	3.38%
UK TSY 1 1/2% 2026	105.898	-0.01%	0.87%
FRANCE (GOVT OF)	102.524	0.02%	0.24%
BUNDESREPUB. DEUTSCHLAND	99.995	0.05%	0.00%
BUONI POLIENNALI DEL TES	102.57	0.09%	1.32%
BONOS Y OBLIG DEL ESTADO	108.17	0.21%	1.05%
OBRIGACOES DO TESOURO	95.828	0.18%	3.38%
SWEDISH GOVERNMENT	107.288	0.04%	0.27%
NETHERLANDS GOVERNMENT	103.804	0.04%	0.11%
SWITZERLAND	116.655	0.07%	-0.43%
HELLENIC REPUBLIC	69.023	-0.16%	8.55%
JAPAN (10 YR ISSUE)	101.562	-0.01%	-0.06%
AUSTRALIAN GOVERNMENT	118.409	-0.08%	2.12%
NEW ZEALAND GOVERNMENT	117.731438	-0.15%	2.57%
KOREA TREASURY BOND	103.096	-0.22%	1.59%

CURVA DEI TASSI DI INTERESSE



CREDITO

Nelle settimane precedenti avevamo riscontrato un possibile rischio bolla sui titoli governativi. Sono trascorse appena due settimane ed ora ci troviamo i principali contratti *future* a prezzi inferiori di diversi punti percentuali rispetto a quelli di inizio mese. Tale discesa è dovuta, come si è già detto, principalmente a un effetto tasso - i tassi sono saliti di quasi 10 punti base - ma anche da un effetto credito. Il premio al rischio per esempio per acquistare un titolo governativo italiano a 10 anni è aumentato anch'esso di circa 10 punti base. Questo effetto combinato, che ha principalmente interessato la euro-periferia, ha causato la discesa dei prezzi.

Difficile essere ottimisti per i mesi seguenti dato che la mancanza di accordo in Europa su una politica comune in ambito fiscale, immigrazione e crescita rende parecchio incerto lo scenario per la fine dell'anno. Ad aumentare il livello di incertezza in Italia ci sono inoltre l'esito del referendum, in programma alla fine del mese di novembre 2016, e gli aumenti di capitale su Unicredit e Banca Monte dei Paschi di Siena in programma nei primi mesi del 2017.

INDICI DI CREDITO

Description	Mkt Price	1Day Chg%	Comment
MARKIT CDX.NA.IG.26 06/21	75.95801	0.00%	Inv Grade Corp CDS US
MARKIT CDX.NA.HY.26 06/21	103.6646	0.01%	No Inv Grade Corp US
MARKIT ITRX EUROPE 06/21	69.94301	-2.10%	Inv grade Corp EU
MARKIT ITRX EUR HIVOL 12/18	59.37097		Hi Spread Non Fin EU
MARKIT ITRX EUR XOVER 06/21	330.032	-1.87%	No Inv Grade Corp EU
MARKIT ITRX EUR SNR FIN 06/21	93.85501	-2.11%	Inv Grade Fin EU
MARKIT ITRX EUR SUB FIN 06/21	204	-1.92%	Inv Grade Sub Fin EU
MARKIT ITRX JAPAN 06/21	52.83156	-0.08%	Inv Grade Corp JAP
MARKIT ITRX ASIAXJ IG 06/21	111.2777	-1.81%	Inv Grade Corp ASIA
MARKIT ITRX AUSTRALIA 06/21	98.50206	-0.25%	Inv Grade Corp Australia
MARKIT CDX.EM.25 06/21	93.00998		Emerging Mkt Govies

MERCATO AZIONARIO

Il mercato azionario italiano rimane il peggiore tra i principali listini mondiali. Il motivo è sempre lo stesso: il forte peso nel listino italiano degli istituti di credito, i quali, nonostante i diversi aumenti di capitale effettuati e le cessioni di asset non strategici, continuano a soffrire per i crediti non performanti, per i tassi d'interesse bassissimi, che riducono il margine di interesse e per la stagnante economia nazionale che al passare dei mesi contribuisce a trasformare i crediti definiti "incagli" in "non performing". E' quindi un problema di sistema che, essendo principalmente italiano, in Europa nessuno vuole seriamente affrontare.

INDICI AZIONARI

Description	Mkt Price	1Day Chg%	1 Month Chg%
DOW JONES INDUS. AVG	18123.8	-0.49%	-2.31%
S&P 500 INDEX	2139.16	-0.38%	-2.05%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	5244.566	-0.10%	0.12%
S&P/TSX COMPOSITE INDEX	14450.69	-0.37%	-1.61%
MEXICO IPC INDEX	45922.91	0.34%	-5.02%
BRAZIL IBOVESPA INDEX	57079.76	-1.43%	-3.42%
Euro Stoxx 50 Pr	2966.12	1.05%	-0.07%
FTSE 100 INDEX	6798.82	1.32%	-0.88%
CAC 40 INDEX	4390.56	1.34%	-0.23%
DAX INDEX	10347.08	0.69%	-1.87%
IBEX 35 INDEX	8726.2	1.07%	3.26%
FTSE MIB INDEX	16395.24	1.25%	0.52%
OMX STOCKHOLM 30 INDEX	1418.959	0.97%	1.82%
SWISS MARKET INDEX	8192.31	0.76%	0.80%
NIKKEI 225	16519.29	0.70%	-0.16%
HANG SENG INDEX	23550.45	0.92%	2.79%
CSI 300 INDEX	3263.124	0.75%	-3.84%
S&P/ASX 200 INDEX	5294.763	-0.04%	-4.20%

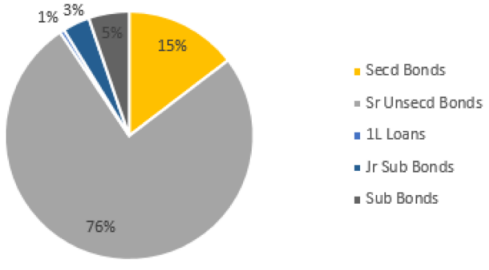
In questo scenario vi è come al solito Monte dei Paschi di Siena, la cui situazione sembra diventare ogni giorno più critica. Uno degli ultimi piani presentati infatti prevedeva la conversione volontaria dei titoli subordinati.

Meccanismi automatici dovrebbero però rendere estremamente non conveniente non effettuare tale conversione. Pertanto è abbastanza probabile che nei primi mesi del 2017 chi si troverà in portafoglio titoli subordinati Paschi potrebbe ricevere un analogo quantitativo di azioni. Dato che si parla di un aumento di capitale (AdC) da 5 miliardi di euro (BMPS oggi capitalizza meno di 600mln di euro), se il costo dell'AdC verrà scaricato al 50% sui detentori di titoli obbligazionari e il 50% sugli azionisti, a perderci sarà principalmente chi ha acquistato, tra i circa 5 miliardi di titoli subordinati Paschi, titoli "junior".

I detentori dei sub lt2 anche a questo giro potrebbero cavarsela. Tuttavia, riusciranno le banche del consorzio, i cui nomi cambiano abbastanza frequentemente, a trovare risorse fresche per 2.5 miliardi? Sarà politicamente accettabile scaricare l'onere della ristrutturazione in buona parte sulla clientela privata del Paschi che tutt'ora si trova investita per 2.2 miliardi di euro su un bond ut2 collocato sulla rete a lotti di mille euro ciascuno? Difficile dare una risposta a questi quesiti ma se si fallirà nella ristrutturazione nessun bond holder sarà immune dal taglio. Cosa succederà poi? Ricordiamo tutti quanto visto a fine 2015. Il "bail in" del Paschi potrebbe avere effetti n volte superiori sul sistema bancario italiano.

Tutti ne sono consapevoli, ma non si capisce se davvero qualcuno abbia la forza per porvi rimedio. Se quindi Shaeuble può permettersi di garantire un eventuale salvataggio - da centinaia di miliardi di euro per Deutsche Bank - il governo italiano continua a parlare di "ricorso al mercato", temendo richiami dalla Commissione Europea nel caso in cui vi fosse un intervento pubblico a sostegno della banca senese, pur sapendo che "un mercato" disposto a salvare per l'n-esima volta il Paschi potrebbe non esserci più.

BMPS DEBIT DISTRIBUTION



Type	Issues	Issues(%)	Aml(MLN)	Aml(%)
Secd Bonds	25.00	14.62	16,770.00	35.67
Sr Unsecd Bonds	130.00	76.02	15,112.92	32.14
1L Loans	1.00	0.58	10,000.00	21.27
Jr Sub Bonds	6.00	3.51	2,665.70	5.67
Sub Bonds	9.00	5.26	2,470.90	5.26

I DRIVER DELLE PROSSIME SETTIMANE

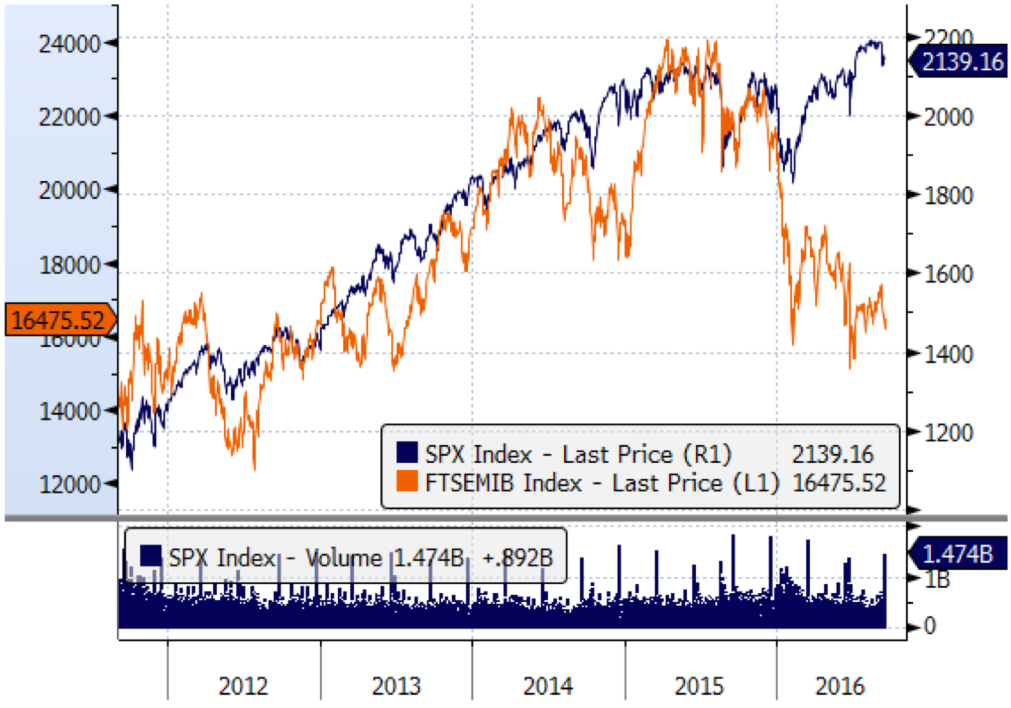
FED e BoJ: bisogna prestare attenzione allo steepening (irripidimento) della curva dei tassi US. Alta correlazione con quella in Euro. Consigliabile quindi una copertura al rischio tasso.

La vicenda MPS e bond subordinati: difficile che ci saranno news rilevanti prima della fine dell'anno. Evitare però eccessiva esposizione a carta subordinata bancaria italiana.

La guerra commerciale tra US e EU: appena due settimane fa si era detto che Apple era soltanto il proseguimento della guerra commerciale US /EU iniziata ben un anno prima con il Diesel gate. In questi giorni Deutsche Bank ha avuto una sanzione pressoché analoga nei numeri da parte degli Stati Uniti per aver venduto alla fine del 2010 prodotti finanziari che avevano come collaterale mutui. Anche l'Italia ha deciso di partecipare allo scontro. E' notizia di pochi giorni fa la richiesta di danni per circa 4 miliardi di euro alla Morgan Stanley da parte della Corte dei Conti. Who is next?

I mercati azionari americani: non c'è giorno che qualche analista d'oltre oceano non ricordi a tutti quanto in alto sia lo S&P e i mercati azionari in generale. A noi italiani non sarà facile comprendere tale preoccupazione dato che il nostro indice viaggia a -23% da inizio anno. Tuttavia, osservando il grafico dell'S&P, specialmente se rapportato alla crescita dell'economia US, qualche timore viene. Nel 2011 l'S&P era a circa 1000 punti. Oggi è a 2130, un valore più che raddoppiato.

CONFRONTO TRA S&P E FTSEMIB



SOLUTIONS CAPITAL MANAGEMENT
società d'intermediazione mobiliare

SCM Sim - Solutions Capital Management SIM S.pA.

Via Maurizio Gonzaga 3, Milano - Italia 20123
Tel: +39 02 00 63 33 00

area_commerciale@scmsim.it

www.scmsim.it

Il presente dossier (la 'Presentazione') è stato redatto da SOLUTIONS CAPITAL MANAGEMENT SIM S.p.A. (la 'Società'). La Presentazione è divulgata dalla Società a solo scopo informativo ed ha ad oggetto la Società e le attività da essa svolte, mentre non intende in alcun modo costituire sollecitazione al pubblico risparmio o promuovere alcuna forma di investimento o commercio; né promuovere o collocare servizi di investimento o accessori, strumenti finanziari, valori mobiliari o prodotti/servizi bancari, finanziari o assicurativi. In particolare, la Presentazione non costituisce parte integrante e non può in alcun modo essere considerata come offerta di sottoscrizione o come sollecitazione all'investimento o alla sottoscrizione di strumenti finanziari.

Detta Presentazione, inoltre, non costituisce una consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari. Al riguardo, la Società non formula alcun parere, opinione o giudizio in merito all'opportunità di acquistare o sottoscrivere strumenti finanziari per il potenziale investitore.

La Società non è responsabile degli effetti derivanti dall'utilizzo della Presentazione.

Le informazioni rese disponibili attraverso la Presentazione non devono essere intese come una raccomandazione o un invito della Società a compiere una particolare transazione, o come suggerimento apporre in essere una determinata operazione. Ciascun investitore dovrà formarsi un proprio autonomo convincimento in merito all'opportunità di effettuare investimenti e, a tale scopo, non dovrà basarsi, prioritariamente o esclusivamente, su detta Presentazione, bensì dovrà consultare anche altre fonti.

Ove siate interessati ad approfondire la conoscenza della Società, vi raccomandiamo di rivolgervi alla stessa. Nel caso siate interessati a conoscere i servizi finanziari offerti dalla Società, vi preghiamo di darne notizia alla stessa che vi fornirà le informazioni appropriate e vi sottoporrà la documentazione, anche contrattuale, necessaria.

La Società fa inoltre in modo che le informazioni contenute nella Presentazione rispondano, nella maggiore misura possibile ,a requisiti di attendibilità, correttezza, accuratezza e attualità. La Società, peraltro, è sollevata da ogni responsabilità per eventuali errori o inesattezze nel contenuto di tali informazioni per cause non imputabili alla stessa.

Non è consentito riprodurre, elaborare, pubblicare, immettere in rete, trasmettere o distribuire in alcun modo, neppure parzialmente, la Presentazione, in forma sia analogica che digitale. Sono in particolare vietate la stampa, fotocopiatura, riproduzione o elaborazione in qualsiasi forma dei materiali nonché la cessione dei materiali stampati, fotocopiati, riprodotti o elaborati, anche ove essa avvenga a titolo gratuito o al prezzo del costo di tali operazioni. Ogni uso non conforme alle condizioni sopra indicate sarà perseguito nei termini di legge.