

SCM^{SpA}

SOLUTIONS CAPITAL MANAGEMENT
società di intermediazione mobiliare

NEWSLETTER TRA MERCATI & FINANZA



COSA BOLLE IN PENTOLA

A cura di

Giuseppe Semerano
Responsabile Area Investimenti SCM SIM

6 febbraio 2017

Tutti i diritti riservati

INTRODUZIONE

A fine 2016, immaginando come doveva essere l'anno seguente, abbiamo scritto:

- Scenario macro di crescita rimane a favore dell'equity.
- Possibile passaggio di testimone da politiche monetarie a politiche fiscali espansive negli Stati Uniti con conseguente impatto su inflazione e crescita.
- Aspettative di inflazione e rialzo dei tassi sono fattori negativi specialmente per i titoli governativi.
- Ricerca selettiva di rendimenti nel mondo High Yield (eventuale rischio tasso compensato da riduzione dello spread).
- Esposizione al dollaro ridotta ma mantenuta a scopo di diversificazione valutaria in caso di volatilità per eventi politici in Europa.

EQUITY

INDICI AZIONARI

Description	Mkt Price	1Day Chg%	YTD
DOW JONES INDUS. AVG	19884.91	-0.03%	0.62%
S&P 500 INDEX	2280.85	0.06%	1.88%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	5636.197	-0.11%	4.70%
S&P/TSX COMPOSITE INDEX	15399.11	-0.02%	0.73%
MEXICO IPC INDEX	47095.07	0.18%	3.18%
BRAZIL IBOVESPA INDEX	64578.21	-0.40%	7.22%
Euro Stoxx 50 Pr	3262.16	0.26%	-0.86%
FTSE 100 INDEX	7146.42	0.08%	0.05%
CAC 40 INDEX	4814.04	0.41%	-0.99%
DAX INDEX	11635	0.06%	1.34%
IBEX 35 INDEX	9417.2	0.11%	0.70%
FTSE MIB INDEX	18898.48	0.05%	-1.75%
OMX STOCKHOLM 30 INDEX	1554.98	0.20%	2.49%
SWISS MARKET INDEX	8306.56	0.36%	1.05%
NIKKEI 225	18918.2	0.02%	-1.03%
HANG SENG INDEX	23135.7	-0.21%	5.16%
CSI 300 INDEX	3364.492	-0.69%	1.64%
S&P/ASX 200 INDEX	5621.582	-0.42%	-0.78%

FONTE: SCM SIM S.p.A.

Il mercato azionario è partito decisamente bene negli Stati Uniti, proprio grazie all'effetto delle aspettative sulla nuova politica economica del presidente Trump, una politica denominata da lui stesso "America First", il cui principale obiettivo è dare un forte stimolo alle imprese americane inserendo misure protezionistiche, incentivando la produzione sul territorio e penalizzando di conseguenza tutto ciò che è prodotto al di fuori degli Stati Uniti e concedendo importanti stimoli fiscali. Praticamente invariata invece l'Europa, con indici leggermente sopra la parità. Fanalino di coda in questa classifica l'Italia, a -1.7%, appesantita dai titoli del settore finanziario e da quelli del settore energetico.

MERCATO ITALIANO

LUXOTTICA-ESSILOR: Fusione dal quale nascerà un gruppo con una capitalizzazione da circa 50 miliardi di euro, del quale Leonardo Del Vecchio attraverso la sua Delfin, sarà il maggiore azionista con il 31-38%. Del Vecchio sarà anche il presidente esecutivo della società, mentre l'amministratore delegato di Essilor, Hubert Sagnières, sarà il vice presidente esecutivo e vice amministratore delegato, «con i medesimi poteri» dice il comunicato diffuso. La nuova società che si chiamerà Essilor Luxottica sarà quotata a Parigi.

INTESA-GENERALI: Intesa Sanpaolo ha diramato alle 21 di martedì 24 gennaio quel che tutti avevano capito: il gruppo procede all'acquisizione di Generali. Se sulla strada del gruppo triestino si frappone potenzialmente il colosso Axa, dato per pretendente nelle scorse settimane, Intesa risponde appoggiandosi all'altro colosso Allianz, tedesco, a cui potrebbero andare le attività francesi del gruppo.

Non si può però non riflettere sui risvolti anche politici dell'operazione e c'è un dettaglio che non si dovrebbe perdere di vista: il sistema bancario italiano si è dimostrato negli ultimi due anni molto più fragile di quanto si pensasse, le assicurazioni sono riuscite a passare anni di recessione o crescita anemica senza eccessivi scossoni. Basta confrontare il Roe (return on equity) dei rispettivi settori nel 2015. Per le assicurazioni (fonte Ania) è stato del 9,6 per cento. Per le banche (fonte Accenture Finance) di appena lo 0,9%, una frazione del 9% del 2007 (lo stesso anno le assicurazioni lo avevano fissato al 12,5%). Se le assicurazioni si stanno dimostrando in salute è anche per il recupero del ramo danni. Per il 2017 lo S&P stima una crescita dei premi nel ramo vita del 3%, con una spinta soprattutto dalle polizze unit-linked, ossia da strumenti misti assicurativo-finanziari con i quali il contraente investe in fondi per una durata pari alla propria esistenza in vita. La spinta sarà determinata sia dalla direttiva europea Solvency II, sia dagli italiani Piani individuali di risparmio, o Pir: si tratta di una forma di investimento a lungo termine in strumenti finanziari delle Pmi che daranno alle persone fisiche che investiranno l'esenzione dalle tasse sulle rendite finanziarie. E che passeranno per una buona fetta dalle assicurazioni. Il ramo danni dovrebbe invece crescere nel 2017 tra l'1 e il 3 per cento, ma il potenziale è alto, soprattutto sul lato non-motoristico.

Il lato meno positivo riguarda l'impatto negativo che hanno i tassi bassi fissati dalla Bce anche su questo comparto, in particolare per il risparmio gestito.

È se si inquadrano questi dati che si capisce meglio la nota di Intesa, o meglio la dichiarazione di guerra al Leone. «Intesa Sanpaolo conferma - si legge - il proprio interesse industriale per la crescita nel settore del risparmio gestito, del private banking e in quello dell'assicurazione in sinergia con le proprie reti bancarie, anche con possibili partnership internazionali». La crescita intende essere endogena ed esogena, cioè con acquisizioni. «Tali opportunità, incluse possibili combinazioni industriali con Assicurazioni Generali, sono oggetto di valutazioni in corso da parte del management», chiosa la nota.

AUMENTO DI CAPITALE UNICREDIT: Unicredit fissa il prezzo del suo aumento di capitale da 13 miliardi, atteso sul mercato da lunedì 6 febbraio a venerdì 10 marzo: le nuove azioni verranno offerte a 8,08 euro con uno sconto del 38% sul Terp, il prezzo teorico dopo lo stacco del diritto di opzione. La cifra si colloca all'interno delle stime di mercato, che avevano fissato la forchetta possibile tra il 30 e il 40% del Terp. È sopra, invece, alle ricapitalizzazioni più recenti promosse dalle banche italiane: il miliardo di capitale extra raccolto dal Banco Popolare a giugno prima delle nozze con Bpm è stato assegnato con uno sconto del 29,3%, la manovra da 850 milioni di Carige del 2015 era stata offerta al 35% di sconto; Mps, al contrario, aveva dovuto posizionarsi al 38,9% per riuscire a portare a casa i 3 miliardi dell'ultima operazione di mercato della primavera 2015.

TASSI

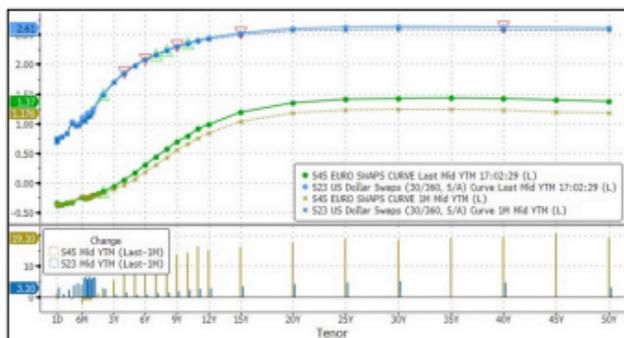
Come ci si attendeva i tassi hanno ripreso a salire anche in Europa. Come già detto in passato tutte le volte che i differenziali dei tassi Euro raggiungono i massimi storici rispetto a quelli Dollaro, i movimenti sui mercati dei capitali riportano verso valori medi tali spread spingendo verso l'alto i tassi europei o verso il basso quelli americani. A fine 2016 si erano toccati i 240bps, livello mai raggiunto dalla nascita della moneta unica, in parte giustificato dalla differente politica monetaria, restrittiva in US e espansiva in EU, ma difficilmente sostenibile nel lungo periodo. A fine gennaio lo spread è rientrato in area 200bps, valore comunque storicamente molto elevato. Di conseguenza abbiamo assistito a un forte steepening della curva Eur, con rialzi anche superiori ai 20 punti base che ha determinato una forte correzione di tutti i titoli governativi. Il Future sul governativo tedesco a 10 anni ha perso più di 2 punti percentuali, quello francese -2.5% e quello Italiano quasi 4 punti. Ad amplificare le perdite sui titoli governativi italiani è stato l'effetto "credit spread", il quale è aumentato di quasi 30 punti base.

BTP FUTURE scad 10y



Fonte: SCM SIM S.p.A.

SWAP CURVE - EURO



FORNTE: BLOOMBERG

SPREAD BTP 10y vs BUND 10y



FORNTE: BLOOMBERG

A penalizzare l'Italia, ormai distante di quasi 60 punti base in termini di rischio paese rispetto alla Spagna, è stata la discussione con l'Unione Europea circa la manovra correttiva al bilancio di 3.4 miliardi di euro. Manovra che il nostro ex primo ministro Matteo Renzi non ha alcuna intenzione di appoggiare facendo rischiare all'Italia una procedura d'infrazione.

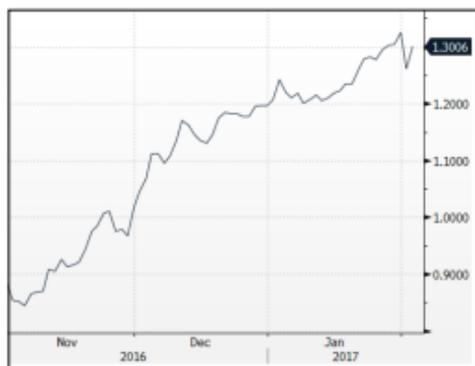
Lo spread italiano rispetto al governativo tedesco per quanto si sia quasi raddoppiato rispetto ai minimi di fine 2015, il che rappresenta un maggiore costo per l'Italia per rifinanziare il suo enorme debito pubblico, rimane ancora a livelli decisamente bassi rispetto a quelli registrati soltanto pochi anni fa'.

Il rischio quindi di rivedere spread di nuovo a livelli di 250/300 bps diventa ogni giorno più alto anche perché nel 2017 ci saranno diverse tornate elettorali in Europa che renderanno decisamente volatili i mercati. Anche l'Italia rischia di andare alle elezioni entro la fine dell'anno e il rischio di un'affermazione di partiti politici "populisti" i cui slogan principali sono l'uscita dall'euro e dall'eurozona difficilmente potranno tranquillizzare gli investitori internazionali i quali in questi mesi continueranno a vendere il nostro debito pubblico. A ciò si aggiunge il fatto che la banca centrale europea ha iniziato a ridurre gli acquisti e in presenza di un tasso d'inflazione in salita potrebbe sospenderli del tutto a fine 2017.

INFLAZIONE

L'inflazione europea ha ripreso a salire. D'altra parte era difficile che ciò non accadesse dopo quasi 18 mesi di "quantitative easing" il cui principale effetto è stato quello di svalutare la moneta unica europea rispetto alle principali divise mondiali. Si sta verificando quello che generalmente i principali economisti non auspicano. Inflazione in crescita in assenza di una vera ripresa economica. A parte poche eccezioni – la solita Germania e nel sud Europa la Spagna – gli altri paesi europei crescono poco. L'inflazione a 5 anni invece è passata dai 0.9% di fine 2016 ai 1.3% dei livelli attuali, valore senz'altro ancora lontano dal target della BCE del 2% ma comunque ben più alto dei tassi a 5 anni e delle attese sul PIL dei principali paesi UE. Di conseguenza si sta importando inflazione tramite il maggiore costo delle materie prime negoziate sui mercati internazionali in dollari, come per esempio il petrolio. L'aspetto positivo è che le imprese europee recuperano competitività sui mercati internazionali grazie a un euro debole il che avvantaggia la nostra bilancia commerciale ma al tempo stesso in assenza di trasferimenti interni nell'euro-area amplifica le disparità tra i vari paesi EU.

INFLAZIONE A 5 ANNI - EUROPA



FORNTE: SCM SIM S.p.A.

INFLAZIONE A 5 ANNI - USA



FORNTE: SCM SIM S.p.A.

CONFRONTO INDICE ARMONIZZATO INFLAZIONE



CPIFEMUJ Index: INDICE DEI PREZZI AL CONSUMO ARMONIZZATI (ex tabacco) - Europa
ITCPINOV Index: INDICE DEI PREZZI AL CONSUMO ARMONIZZATI (ex tabacco) - Italia

FORNTE: SCM SIM S.p.A.

CREDITO

Generalmente tassi in salita significano titoli obbligazionari in discesa. Ciò si è verificato, come in precedenza detto, nel settore governativo. Non è accaduto lo stesso nel settore Corporate il quale, come ci si attendeva, ha beneficiato del restringimento del rischio di credito. Si è quindi assistito in Italia a un allargamento dei credit spread del debito sovrano mentre il settore finanziario, il quale ha beneficiato del decreto salva banche che inietterà 20 miliardi di euro, è andato in direzione opposta. Unicredit, Intesa, Mediobanca si sono attestati ai primi posti in Europa tra i titoli finanziari il cui rischio di credito – espresso tramite i prezzi dei credit default swap – è fortemente migliorato.

PREZZO CREDIT DEFAULT SWAP (CDS)

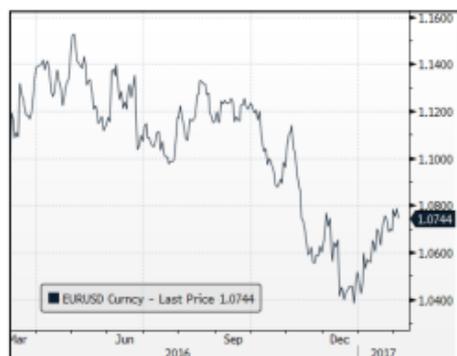
Name	CDS			Reference DB			Equity			Issuer Ratings			Last Value
	Spd	Time	Chg	OAS	Time	Chg	Price	Time	Chg	SP	Mdy's	Fitch	
Best Performing													
UniCredit SpA	172.84	17-17	-4.29				26.21	17-02	-1.5	BBB-	Baa1	BBB+	177,687
Intesa Sanpaolo SpA	146.06	17-17	-3.60				2.19	17-02	-0.6	BBB-	Baa1	BBB+	192,388
Mediobanca SpA	175.14	17-17	-2.74				8.23	17-02	-2.5	BBB-		BBB+	28,032
Aviva SE	68.34	17-17	-1.81	7	16-00	--	62.95	17-02	-0.2	A+	(P)A2	A-	8,452
Telefonaktiebolaget LM Ericsson	135.89	17-01	-1.64	182	16-00	-1	51.65	17-02	+0.3	BBB	Baa3	BBB+	19,678
Volvo AB	77.34	17-17	-1.49	20	16-00	--	118.50	17-02	+1.2	BBB		BBB	62,821
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	118.50	17-17	-1.08				6.11	17-02	-1.2	BBB+	Baa1	A-	92,310
Aviva PLC	89.63	17-17	-1.04	66	16-00	--	479.90	17-02	-0.9	A-	WR	A+	9,655
Muenchener Rueckversicherung	40.33	17-17	-0.89				175.55	17-02	+0.5	AA-		AA-	4,903
Imperial Brands PLC	83.85	17-17	-0.86	39	16-00	-4	2602.50	17-02	+0.5	BBB		BBB	13,266
Worst Performing													
British Telecommunications Plc	85.75	17-17	+0.97	130	16-00	-2	305.30	17-02	-0.1	BBB+	Baa1	BBB+	10,373
Swiss Reinsurance Co Ltd	50.55	17-17	+0.96	104	16-00	-2	93.90	17-02	+0.6	AA-	Aa3	A+	8,961
Cie de Saint-Gobain	69.38	17-12	+1.04	19	16-00	--	46.28	17-02	+0.2	BBB	Baa2	BBB	8,276
TDC A/S	118.33	17-01	+1.16	32	16-00	-3	36.10	16-59	+0.3	BBB-	Baa3	BBB-	26,390
Societe Generale SA	90.29	17-17	+1.31				45.76	17-02	-0.6	A	A2	A	126,300
Yaleo SA	57.61	17-17	+1.31	54	16-00	--	57.20	17-02	-0.4	BBB	Baa2		2,684
Carnrefour SA	71.99	17-17	+1.87	17	16-00	--	22.84	17-02	+0.5	BBB+	(P)Baa1	BBB+	9,168
AXA SA	70.72	17-17	+1.94	73	16-00	-1	22.78	17-02	-1.6	A	A2	A	34,349
Vendel SA	108.40	17-17	+2.00	72	16-00	-4	111.70	17-02	+1.8	BBB-			7,713
Mark & Spencer PLC	104.66	17-13	+2.41	88	16-00	--	339.80	17-02	+0.1	BBB-	Baa3		2,265

FONTE: BLOOMBERG

CAMBI

La riduzione prudenziale a fine 2016 verso il dollaro si è rivelata una scelta vincente. Nonostante infatti i fondamentali dell'economia americana dovrebbero costantemente spingere la moneta statunitense ad apprezzarsi contro l'euro e le altre principali divise, le continue dichiarazioni del nuovo presidente Trump, aumentando le incertezze sui mercati di quale sarà realmente il ruolo che gli Stati Uniti assumeranno nei prossimi anni, creano l'effetto opposto. Il trend quindi rialzista, da 1.04 agli attuali livelli in area 1.08, non sembra quindi destinato a fermarsi almeno per le prossime settimane. L'America di Trump sembra molto diversa da quella che è stata negli ultimi decenni. Uno stato che riscopre il protezionismo e sfida la globalizzazione erigendo muri contro l'immigrazione e introducendo dazi doganali. Uno stato che dileggia l'Unione europea e ne minaccia i valori in tema di democrazia e diritti alleandosi con la Russia di Putin e mettendo in seria difficoltà l'Unione Europea. Proprio l'instabilità in Europa sarà forse la variabile meno prevedibile. Brexit a marzo, il cui esito incerto potrebbe ancora riservare sorprese, elezioni in diversi paesi i cui principali partiti contrari all'euro opporranno allo slogan di Trump "America First", slogan come "France First", "Italy First", ... Questo porterà a commettere il gravissimo errore di pensare di poter opporre a politiche protezionistiche americane disordinate politica nazionalistiche europee introdotte singolarmente dai singoli stati quando l'unica forse risposta efficace sarebbe un "Europa First".

CROSS EURO/DOLLARO



FORNITORE: SCM SIM S.p.A.

Solutions Capital Management SIM S.p.A.

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

area_commerciale@scmsim.it
investimenti@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 sottoporà la documentazione, anche contrattuale, necessaria.

La Società fa inoltre in modo che le informazioni contenute nella Presentazione rispondano, nella maggiore misura possibile, ai 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.