

SCM^{spa}

SOLUTIONS CAPITAL MANAGEMENT
società d'intermediazione mobiliare

NEWSLETTER
“TRA MERCATI & FINANZA”

“TOO BIG TO FAIL”

A cura di

Giuseppe Semerano
Advisor Clientela Istituzionale SCM SIM

03 ottobre 2016

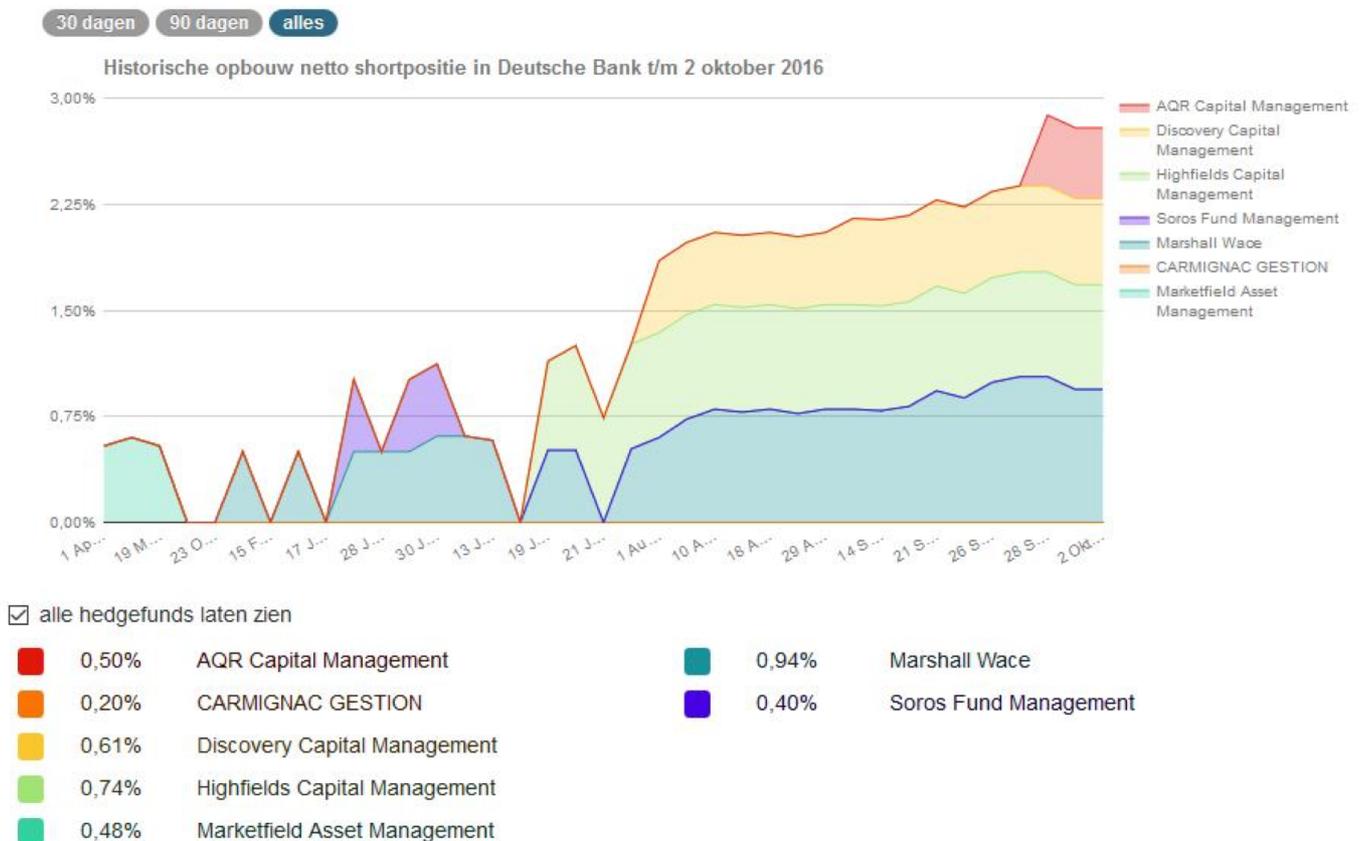
Anche nel mese che si è appena concluso si è parlato principalmente di banche. La novità rispetto al passato è che, a tenere alta l'attenzione dei media, non sono stati i malandati istituti di credito italiani ma una delle principali banche europee e al mondo: la **Deutsche Bank**.

Se infatti non era una novità che il colosso tedesco avesse su sui libri contabili un'enorme quantità di derivati e che avesse superato tutti gli stress test europei, in quanto tale variabile non era mai stata presa in esame, la notizia della sanzione da parte delle autorità americane di 14 miliardi di dollari aveva preoccupato non poco i mercati finanziari in quanto avrebbe significato un aumento di capitale importante da effettuare nei prossimi sei mesi. E' comprensibile quindi la reazione positiva di venerdì pomeriggio quando si è diffusa l'indiscrezione che il dipartimento di giustizia statunitense era disposto ad accettare come sanzione un pagamento di poco superiore ai 5 miliardi di dollari, ben meno dei 14 iniziali e in linea con quanto accantonato dalla banca per le vicende legali ancora in sospeso.

I problemi per Deutsche Bank non sono però finiti in quanto è stata minata la fiducia nell'istituto a risolvere internamente i problemi – e non a caso gli scorsi giorni diversi *hedge fund* americani hanno ritirato i loro depositi usati come garanzia di operazioni in derivati – e il governo tedesco per ora non sembra essere realmente consapevole delle conseguenze di una ristrutturazione del debito della Deutsche, nel caso in cui gli aumenti di capitale in programma nei prossimi mesi non dovessero riportare in ordine i conti dell'istituto.

Comprensibile comunque l'imbarazzo della cancelliera Angela Merkel: per anni in Europa ha professato che, con le nuove direttive europee, i governi non dovranno più intervenire a sostegno degli istituti di credito, ed ora che il problema si propone in casa, ad essere in difficoltà è proprio un istituto "too big to fail", troppo grande per fallire. Non è soltanto Deutsche però a dover fare i conti con il dipartimento di giustizia americano. Anche Barclays e Credit Suisse First Boston hanno iniziato i negoziati per cercare di chiudere le loro pendenze giudiziarie che si trascinano ormai da quasi un decennio negli Stati Uniti. Altre decine di miliardi di euro che dall'europa verranno probabilmente trasferite nelle casse del governo USA e che contribuiranno ad acuire la crisi del settore bancario europeo, il quale in assenza di aiuti statali, vietati, e in presenza di tassi *risk free* negativi difficilmente potrà risollevarsi. C'è ancora qualcuno che crede di non essere in una "trade war"?

VENDITE ALLO SCOPERTO SUL TITOLO DEUTSCHE BANK



Fonte: shortsell.nl

Tornando a Deutsche Bank, se la maggior parte degli analisti è convinta che la banca non sia certo sull'orlo del collasso e che probabilmente non avrà bisogno degli aiuti di Stato ventilati negli ultimi giorni, è altrettanto diffusa la convinzione che avrà bisogno quanto prima di un aumento di capitale, e che potrebbe annunciarlo una volta chiusa la partita con il Dipartimento di Giustizia Usa.

Gli ultimi eventi hanno sottolineato che l'attuale modello di business di Deutsche Bank è insostenibile in quanto non le può essere consentito di operare con un bilancio da 1.500 miliardi di euro e solo poche decine di miliardi di euro di capitale. L'incertezza degli investitori sul bilancio di Deutsche Bank è accentuata anche dall'enorme portafoglio di derivati (oltre 600 miliardi), sul quale l'attenzione dei mercati è concentrata soprattutto sull'attivo cosiddetto di livello 3, pari a 28,8 miliardi di euro, il cui valore viene calcolato sulla base di modelli interni e viene ritenuto da molti investitori opaco, oltre che illiquido. Di conseguenza, le "short position" aumentano sul nome in quanto, in previsione di un aumento di capitale probabilmente superiore ai 10 miliardi di euro e di un contesto macro in Europa che difficilmente cambierà nel breve termine, è altamente probabile che il prezzo del titolo continuerà a deprezzarsi.

DEUSTCHE BANK - GRAFICO A 20 ANNI



Fonte: Bloomberg

DEUSTCHE BANK - GRAFICO A 1 MESE



Fonte: Bloomberg

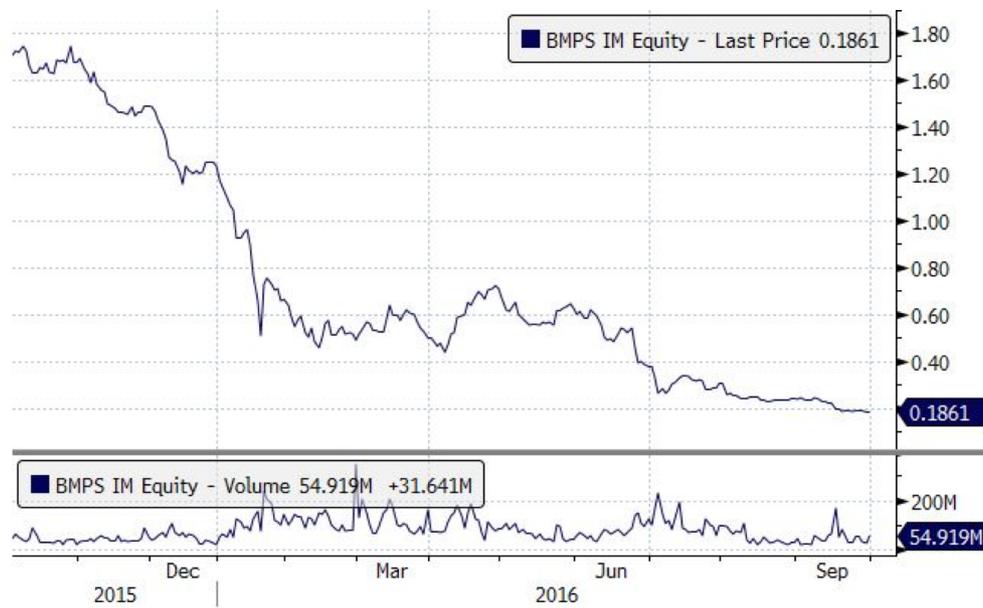
In Italia è sempre aperta la questione Monte dei Paschi. Una banca certamente sistemica per l'economia del centro Italia, forse per il paese, ma non a livello europeo, il che rende difficile la richiesta d'intervento dell'European Stability Mechanism a suo sostegno, qualora necessario. Intervento che in ogni caso, come previsto dai trattati, può avvenire soltanto dopo l'attivazione della BRRD (*bail-in*), non in via preventiva. La presentazione del nuovo piano industriale è in programma per il 24 ottobre. L'assemblea sulla ricapitalizzazione intorno al 24 novembre.

Gli advisor stanno vagliando le sofferenze da cartolarizzare e i dettagli del programma di "conversione volontaria" dei bond subordinati in azioni ma non si sa ancora l'ammontare ed i tempi. Molto probabilmente per l'aumento di capitale si dovrà aspettare gli inizi del prossimo anno, evitando sovrapposizioni con Deutsche Bank e Unicredit.

La conversione delle obbligazioni subordinate in azioni andrà molto probabilmente in porto, come si augurano i vertici. Non è certamente un segnale rassicurante per il mercato in quanto significa che i 5 miliardi di aumento cash annunciati il 29 luglio si sono dimostrati eccessivamente ottimistici. Così si chiede agli obbligazionisti subordinati di diventare soci per rafforzare il capitale. Una mossa per scongiurare foschi scenari da *bail-in* stile Banca Etruria nel caso in cui la ricapitalizzazione dovesse fallire, anche se poi gli effetti sarebbero abbastanza simili. Difficile ora fare previsioni su quali livelli di seniority dei titoli sarà coinvolto nella conversione "volontaria".

Le ultime indiscrezioni però, includono anche alcuni bond senior. Di conseguenza, se confermate, tra i subordinati difficilmente verrà escluso qualcuno.

BANCA MONTE DEI PASCHI - ULTIMO ANNO



Fonte: Bloomberg

Il titolo azionario non arresta la sua discesa, segnando nuovi minimi di giorno in giorno. Non sorprenderebbe un annuncio di un accorpamento per farlo ritornare sopra l'Euro, esattamente come fatto negli Aumenti di Capitale precedenti e forse per consentirgli di scendere ancora.

In questo contesto difficile quindi che il FTSEMIB possa andare bene. Le banche continuano a essere molto presenti nell'indice anche se di mese in mese la loro capitalizzazione si riduce.

Il mese di settembre si è chiuso con una perdita di poco superiore ai 4 punti percentuali. Meglio è andato per gli altri principali indici europei in area -2% e un sorprendente FTSE 100 quasi invariato a +0.07% (ma denominato in British pound).

ANDAMENTO INDICI AZIONARI

Description	Mkt Price	1Day Chg%	1 Month Chg%
DOW JONES INDUS. AVG	18308.15	0.91%	-0.99%
S&P 500 INDEX	2168.27	0.80%	-0.54%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	5312.002	0.81%	1.18%
S&P/TSX COMPOSITE INDEX	14725.86	-0.19%	-0.47%
MEXICO IPC INDEX	47245.8	-0.89%	-1.13%
BRAZIL IBOVESPA INDEX	58367.05	0.03%	-2.10%
Euro Stoxx 50 Pr	3002.24	0.36%	-2.52%
FTSE 100 INDEX	6899.33	-0.29%	0.07%
CAC 40 INDEX	4448.26	0.10%	-2.07%
DAX INDEX	10511.02	1.01%	-1.62%
IBEX 35 INDEX	8779.4	-0.19%	-1.45%
FTSE MIB INDEX	16401	0.38%	-4.56%
OMX STOCKHOLM 30 INDEX	1439.083	0.30%	0.13%
SWISS MARKET INDEX	8139.01	-0.31%	-1.87%
NIKKEI 225	16449.84	-1.46%	-2.81%
HANG SENG INDEX	23297.15	-1.86%	0.13%
CSI 300 INDEX	3253.285	0.27%	-1.84%
S&P/ASX 200 INDEX	5435.921	-0.65%	1.17%

Fonte: SCM SIM SPA

Anche sul fronte credito pochi segnali incoraggianti per l'ultimo trimestre dell'anno. Il credit default swap a 5 anni dell'Italia è arrivato a 150 punti base, in aumento di circa 30 punti dai minimi della scorsa estate. L'avvicinarsi del referendum infatti aumenta l'incertezza sul futuro del governo italiano e pertanto, nonostante i continui acquisti da parte della Banca Centrale Europea, le vendite sui governativi periferici hanno determinato un aumento del premio al rischio, compensato, per questo mese, dall'ulteriore discesa dei tassi d'interesse di riferimento (curva swap), il cui movimento è andato in direzione opposta a quella americana.

Aumentato il divario tra Spagna e Italia anche a seguito delle incertezze politiche nel nostro paese e per la crescita dell'economia del paese che rimane sempre a valori prossimi allo zero nonostante gli sforzi fatti in questi ultimi anni dal governo.

Segno che non si è affatto abbastanza e che la politica monetaria della BCE non è in grado di stimolare efficacemente l'economia reale, a parte forse in Germania e pochissime altre eccezioni in Europa.

CDS 5 ANNI USD ITALIA



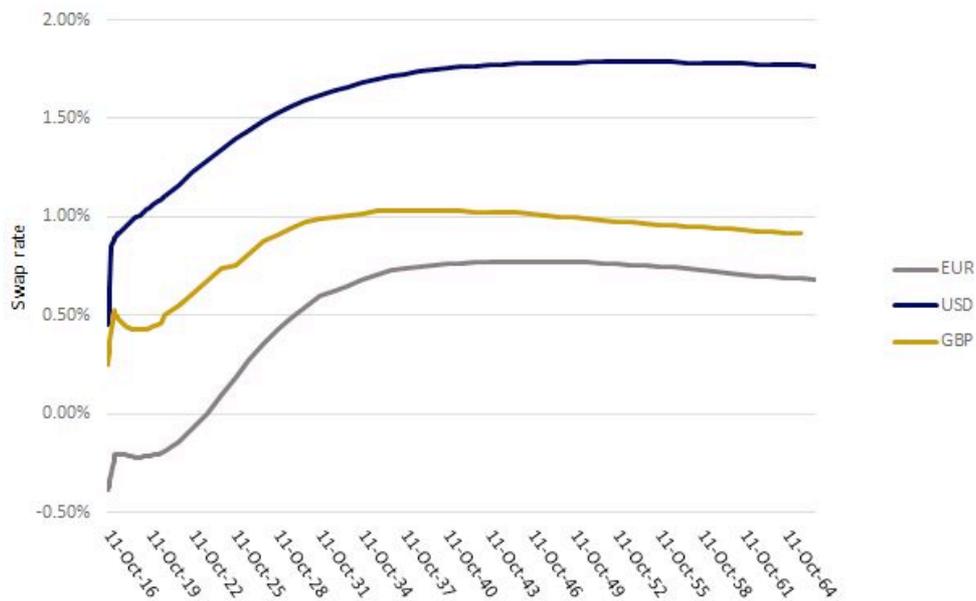
Fonte: Bloomberg

TITOLI BENCHMARK OBBLIGAZIONARI 10 ANNI

Description	Mkt Price	1Day Chg%	Yield%
US TREASURY N/B	99.140625	-0.31%	1.60%
CANADIAN GOVERNMENT	104.655	-0.38%	0.99%
FED REPUBLIC OF BRAZIL	111.3	-0.22%	4.52%
REPUBLIC OF COLOMBIA	110.75	-0.14%	3.16%
UNITED MEXICAN STATES	107.675	-0.12%	3.16%
UK TSY 1 1/2% 2026	107.12	-0.23%	0.75%
FRANCE (GOVT OF)	103.682	0.03%	0.12%
BUNDESREPUB. DEUTSCHLAND	101.21	0.03%	-0.12%
BUONI POLIENNALI DEL TES	103.76	0.31%	1.19%
BONOS Y OBLIG DEL ESTADO	109.8	0.32%	0.88%
OBRIGACOES DO TESOURO	96.383	-0.13%	3.31%
SWEDISH GOVERNMENT	108.393	0.06%	0.16%
NETHERLANDS GOVERNMENT	104.883	0.01%	0.00%
SWITZERLAND	118.163	0.15%	-0.57%
HELLENIC REPUBLIC	70.968	-0.06%	8.19%
JAPAN (10 YR ISSUE)	102.01	-0.02%	-0.11%
AUSTRALIAN GOVERNMENT	120.346	0.50%	1.91%
NEW ZEALAND GOVERNMENT	120.8285566	0.61%	2.27%
KOREA TREASURY BOND	104.725	0.31%	1.42%

Fonte: SCM SIM SPA

CURVA DEI TASSI D'INTERESSE



Fonte: SCM SIM SPA

Last Update 2-Oct-2016

Cosa attendersi per i prossimi mesi?

1. L'esito incerto del referendum costituzionale in Italia potrebbe essere fonte di instabilità. La data prevista è il 4 dicembre.
2. Le elezioni americane sono un'altra fonte di incertezza per i mercati. Manca circa un mese ma i vari esiti dei sondaggi potrebbero essere un market mover anche nelle prossime settimane.
3. Tassi in salita in US significano problemi per i mercati emergenti in assenza di crescita.
4. Per la discesa dei tassi d'interesse in Europa risulta rischioso posizionarsi in maniera preponderante su titoli ritenuti a basso rischio come bund o oat (titoli di Stato Francesi). Il rischio di steepening della curva diventa maggiore ogni giorno che passa, a meno che la Banca Centrale non annunci palesemente l'intenzione di rivolgere in maniera preponderante i suoi acquisti sulla parte lunga della curva dei titoli governativi.
5. Tassi in salita, borse in discesa e credit spread in aumento sono tutti fattori decisamente destabilizzanti. Scenari che si verificano quando "scoppia una bolla"; evento la cui probabilità di realizzarsi, in assenza di politiche fiscali e di integrazione realmente a sostegno dell'economia europea, diventa di giorno in giorno purtroppo maggiore.



SCM Sim - 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

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.