

SCM^{spa}

SOLUTIONS CAPITAL MANAGEMENT
società d'intermediazione mobiliare

NEWSLETTER
"TRA MERCATI E FINANZA"

"Mercati finanziari: il rally di fine anno"

A cura di

Antongiulio Marti
Area Investimenti SCM SIM

19 Dicembre 2016

Tutti i diritti riservati

Andamento Mercati

INDICI AZIONARI

Description	Mkt Price	1Day Chg%	YTD
DOW JONES INDUS. AVG	19843,41	-0,04%	13,88%
S&P 500 INDEX	2258,07	-0,18%	10,48%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	5437,162	-0,36%	8,58%
S&P/TSX COMPOSITE INDEX	15252,2	0,22%	17,23%
MEXICO IPC INDEX	45121,39	-1,64%	4,99%
BRAZIL IBOVESPA INDEX	58389,04	-0,01%	34,69%
Euro Stoxx 50 Pr	3251,55	-0,24%	-0,49%
FTSE 100 INDEX	6995,55	-0,23%	12,07%
CAC 40 INDEX	4814,89	-0,38%	3,83%
DAX INDEX	11394,94	-0,08%	6,07%
IBEX 35 INDEX	9354,5	-0,62%	-1,99%
FTSE MIB INDEX	18935,78	-0,42%	-11,59%
OMX STOCKHOLM 30 INDEX	1545,016	-0,21%	6,79%
SWISS MARKET INDEX	8211,34	-0,20%	-6,88%
NIKKEI 225	19391,6	-0,05%	1,88%
HANG SENG INDEX	21832,68	-0,85%	-0,37%
CSI 300 INDEX	3328,983	-0,51%	-10,78%
S&P/ASX 200 INDEX	5562,082	0,53%	5,03%

Fonte: elaborazione SCM SIM su dati Bloomberg

RENDIMENTI BOND 10Y

Description	Mkt Price	1Day Chg%	Yield%
US TREASURY N/B	90,71875	0,07%	2,59%
CANADIAN GOVERNMENT	97,151	0,04%	1,83%
FED REPUBLIC OF BRAZIL	103,048	0,00%	5,37%
REPUBLIC OF COLOMBIA	103	0,15%	4,10%
UNITED MEXICAN STATES	99,25	0,25%	4,22%
UK TSY 1 1/2% 2026	100,457	-0,11%	1,45%
FRANCE (GOVT OF)	98,127	-0,13%	0,71%
BUNDESREPUB. DEUTSCHLAND	96,884	-0,16%	0,33%
BUONI POLIENNALI DEL TES	98,505	0,09%	1,78%
BONOS Y OBLIG DEL ESTADO	105,22	0,13%	1,35%
OBRIGACOES DO TESOIRO	93,038	0,25%	3,75%
SWEDISH GOVERNMENT	103,328	-0,24%	0,65%
NETHERLANDS GOVERNMENT	100,31	-0,13%	0,47%
SWITZERLAND	112,843	-0,07%	-0,10%
HELLENIC REPUBLIC	77,26	0,00%	7,14%
JAPAN (10 YR ISSUE)	100,653	0,30%	0,03%
AUSTRALIAN GOVERNMENT	111,798	-0,24%	2,80%
NEW ZEALAND GOVERNMENT	109,099096	-0,30%	3,44%
KOREA TREASURY BOND	97,469	-0,08%	2,18%

Fonte: elaborazione SCM SIM su dati Bloomberg

Situazione Europea

PRINCIPALI EVENTI (26 NOV - 19 DIC)
• 30 novembre: accordo dell'OPEC sul taglio della produzione del petrolio.
• 4 dicembre: referendum costituzionale Italia.
• 8 dicembre: decisione sui tassi ECB e conferenza Draghi.
• 10 dicembre: adesione della Russia all'accordo dell'OPEC del 30 novembre.
• 14 dicembre: decisione sui tassi FOMC e conferenza Yellen

Il mese di Dicembre è iniziato con uno degli eventi più temuti del 2016 dai mercati finanziari: **il Referendum Costituzionale Italiano del 4 dicembre.**

Sin dall'inizio dell'anno, questo evento era stato dipinto come il terzo dei c.d. *black swan* del 2016 dopo il Referendum inglese sulla Brexit e le elezioni presidenziali americane di novembre. Tutti ricorderanno, tuttavia, che nel caso del referendum inglese al forte calo dei mercati dei primi giorni era seguito un repentino recupero degli indici azionari, favorito dall'idea che l'uscita della Gran Bretagna dall'UE avrebbe avuto tempi lunghissimi. Nel caso delle elezioni di Trump si è verificato un recupero dei mercati ancora più veloce grazie alla maggiore stabilità politica e alle prospettive di realizzazione del piano di governo sancite dalla conquista del Congresso da parte dei Repubblicani. In Italia, una vittoria del NO era stata dai più annunciata come la definitiva capitolazione del progetto europeo, con la fine di ogni processo riformista e il conseguente crollo del sistema bancario europeo (tra tutti ricordiamo l'articolo apparso il 27 novembre 2016 sul Financial Times, che titolava "*Fears mount of multiple bank failures if Renzi loses referendum*").

Ma tutto ciò non è avvenuto. La schiacciante vittoria del NO – seguita dalla crisi di Governo con le dimissioni del Presidente del Consiglio Renzi – è stata salutata da un fragoroso *rally* degli asset italiani, con in testa i titoli finanziari. L'impressione è che questa volta la sorprendente reazione dei mercati, dipenda principalmente da ragioni di natura tecnica: infatti nel caso del referendum italiano, i sondaggi delle settimane precedenti al voto davano così per scontato la vittoria del NO che al 4 dicembre la maggior parte degli investitori, a fronte del materializzarsi dello scenario peggiore, era sottopesata di *equity*. Le successive ricoperture (*short squeeze*) hanno fatto il resto e contribuito ad un forte rialzo di tutti i mercati azionari della zona Euro nel periodo immediatamente successivo al referendum. Il rialzo degli indici azionari è rimasto sostenuto nel corso del mese di dicembre a seguito delle **decisioni della BCE annunciate l'8 dicembre**. La Banca Centrale Europea ha esteso gli *Asset Purchase Programmes* (APP) per 9 mesi (anziché per i 6 mesi ipotizzati), assicurando 540 miliardi di acquisti in più fino alla fine del 2017; ben oltre i 480 miliardi previsti. Allo stesso tempo, la BCE ha allargato il raggio di acquisto dei titoli al di sotto della soglia del tasso di deposito (-0,40%), e ha ridotto gli acquisti di 20 miliardi al mese, portandoli da 80 a 60 miliardi di euro, realizzando quello che a tutti gli effetti appare l'inizio di un tapering ben mascherato. Tuttavia, sul mercato azionario è prevalsa la notizia dell'estensione temporale del Quantitative Easing, e questo si è tradotto in una crescita dell'*equity* europea. Inoltre, il simultaneo *steepening* della curva dei tassi di interesse europei, ha nuovamente portato beneficio al settore bancario.

Situazione Europea

Inoltre, il simultaneo *steepening* della curva dei tassi di interesse europei, ha nuovamente portato beneficio al settore bancario.

EUROSTOXX 50



Fonte: elaborazione SCM SIM su dati Bloomberg

FTSE MIB



Fonte: elaborazione SCM SIM su dati Bloomberg

Eurostoxx Banks



Fonte: elaborazione SCM SIM su dati Bloomberg

Situazione Europea

BTP 10Y



Fonte: elaborazione SCM SIM su dati Bloomberg

OAT 10Y



Fonte: elaborazione SCM SIM su dati Bloomberg

BUND 10Y

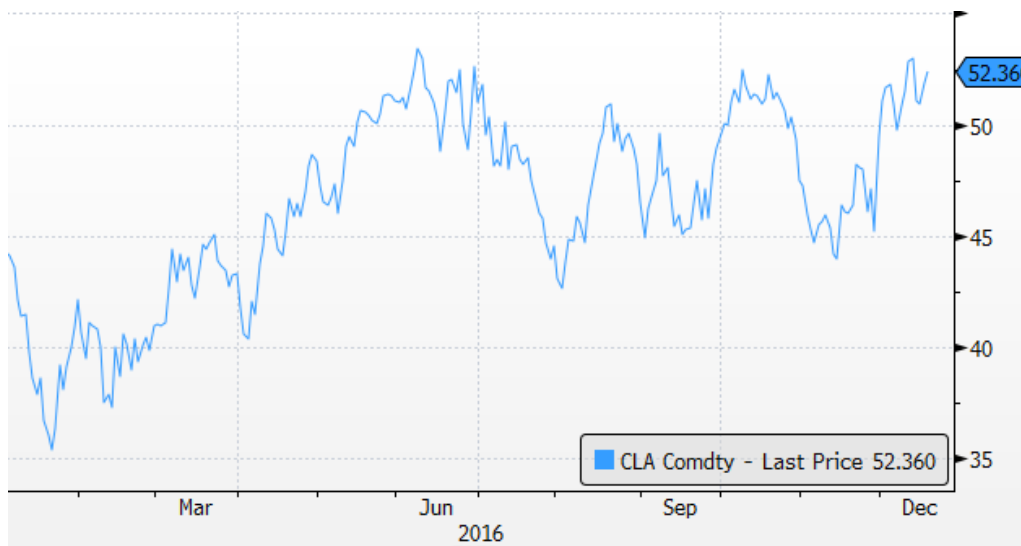


Fonte: elaborazione SCM SIM su dati Bloomberg

Situazione Americana

Il 10 dicembre 2016 è stata annunciata l'adesione della Russia al taglio della produzione del petrolio deciso dall'OPEC (già annunciato il 30 novembre), con la conseguente riduzione della produzione di oltre 300 mila barili al giorno. La notizia ha spinto le quotazioni del petrolio dai 45\$ di fine novembre a oltre 52\$ dollari al barile, fino ad un massimo di 54\$ al barile.

FUTURE SUL WTI



Fonte: elaborazione SCM SIM su dati Bloomberg

La crescita degli indici americani è rimasta robusta, sostenuta dai buoni dati sulla salute dell'economica USA e dalla sintonia ancora in atto tra Trump e i mercati finanziari.

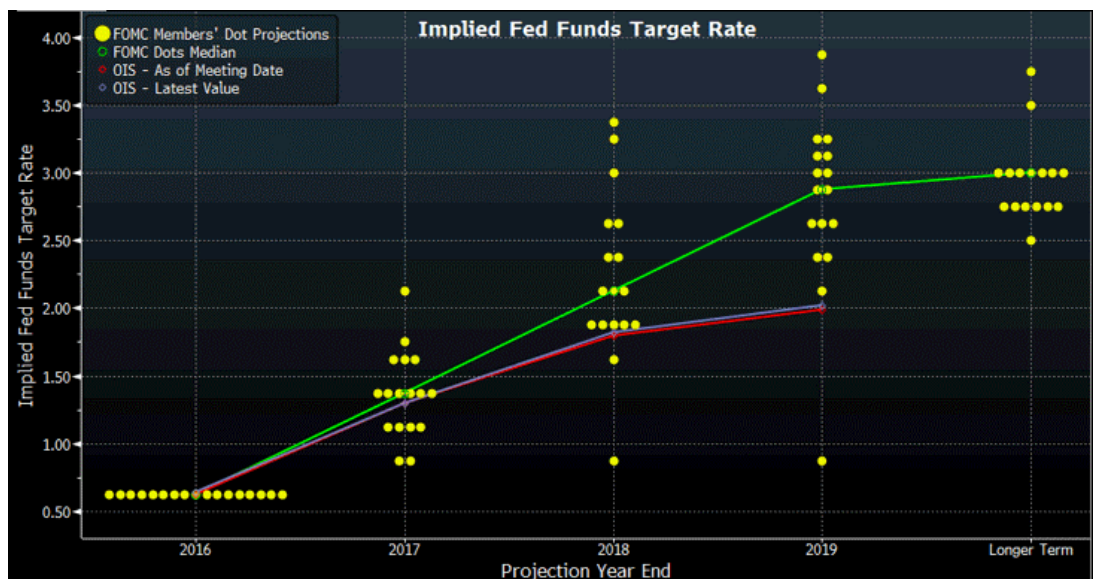
L'indice S&P 500, dopo aver rotto con slancio i 2200 punti ad inizio dicembre, ha toccato nuovi massimi storici (insieme al DJ Industrial) alla vigilia delle **decisioni del FOMC del 14 dicembre sui tassi americani**.

Le decisioni di Janet Yellen non sono state disattese e il rialzo dei tassi americani è avvenuto come previsto (rialzo di un quarto di punto che porta i tassi allo 0,75%). Al rialzo di 0,25 punti si è aggiunta la modifica alle median expectations sui Fed Funds, che ora indicano 3 rialzi nel corso del 2017 contro i 2 previsti a settembre 2016.

La Yellen ha dichiarato che "la proiezione mediana dei tassi sale all'1,4% alla fine del prossimo anno, al 2,1% alla fine del 2018, e al 2,9% entro la fine del 2019".

Situazione Americana

FOMC DOT PLOT



Fonte: Bloomberg

Le previsioni di crescita e inflazione sono state riviste al rialzo e la Presidente della FED ha dichiarato che il mercato del lavoro americano è tornato quasi ai livelli pre-crisi.

Una serie di dati macro americani ha confermato il *sentiment* post FED:

- Philly Fed: 21,5 da 7,6 e vs attese per 9.1;
- Empire NY manufacturing: 9 da 1,5 vs attese per 4;
- Homebuilders confidence: (70 da 63).

Il risultato sul mercato non si è fatto attendere: dollaro e tassi in forte salita.

L' EUR/USD ha bucato la resistenza posta in area 1,055, arrivando sotto 1,04.

TASSI DI CAMBIO

Description	Mkt Price	1Day Chg%	1 Month Chg%
EUR-USD X-RATE	1,0459	0,08%	-3,75%
EUR-SEK X-RATE	9,765	0,05%	6,26%
EUR-NZD X-RATE	1,5001	-0,21%	-5,58%
EUR-NOK X-RATE	9,0373	-0,30%	-6,04%
EUR-JPY X-RATE	122,74	-0,39%	-6,03%
EUR-GBP X-RATE	0,83764	0,03%	13,58%
EUR-DKK X-RATE	7,4341	0,00%	-0,39%
EUR-CHF X-RATE	1,07257	-0,05%	-1,27%
EUR-CAD X-RATE	1,39587	0,12%	-7,10%
EUR-AUD X-RATE	1,43397	0,25%	-3,80%

Fonte: elaborazione SCM SIM su dati Bloomberg

Situazione Americana

Le decisioni della FED hanno portato ad un aumento del rendimento del decennale americano (Treasury 10yrs) con un irripidimento della curva dei tassi. Tuttavia, Wall Street è sembrata più incline a guardare agli euforici dati macro che all'impatto dei tassi e del superdollaro sul ciclo economico.

TREASURY 10YRS



Fonte: elaborazione SCM SIM su dati Bloomberg

ANDAMENTO INDICE SP500



Fonte: elaborazione SCM SIM su dati Bloomberg

Situazione Americana

ANDAMENTO INDICE NASDAQ



Fonte: elaborazione SCM SIM su dati Bloomberg

Appare quindi evidente un andamento completamente differente se paragonato al rialzo dei tassi avvenuto un anno fa, quando - a seguito dell'inasprimento della politica monetaria e delle svalutazioni dell'Eurozona e del Giappone - i mercati mondiali (in primis, gli emergenti) erano fortemente scesi, anche per effetto della svalutazione cinese e della deflazione.

In quell'occasione la Pax valutaria firmata a Shanghai a febbraio 2016 aveva poi riportato la quiete, con la Fed che aveva arrestato l'ascesa del dollaro e la Cina impegnata a contenere la svalutazione e riaprire i rubinetti dello stimolo.

Sarà necessario ora comprendere come gli elementi di squilibrio, presenti ad inizio anno e ritornati oggi (forza del dollaro, inflazione in crescita e impennata dei tassi) verranno gestiti per evitare conseguenze brusche per l'economia americana e per i mercati emergenti.

Focus: situazione banche italiane

I problemi delle banche europee, ma specialmente di quelle italiane, sono principalmente legati alla bassa redditività sugli attivi (sfavorita dalla politica monetaria accomodante) e alla copertura sui *Non Performing Loans* (NPL). Nell'ultimo mese la prima è stata MPS con la conversione dei bond subordinati e l'ennesimo aumento di capitale da 5 miliardi di euro da chiudere entro il 31 dicembre 2016 (se ciò non avverrà appare probabile che MPS sarà nazionalizzata, con buona pace dell'UE). Quindi, è stata la volta di Unicredit, il cui CEO Jean Pierre Mustier ha avuto il placet dal Cda al nuovo Business Plan denominato "Transform 2019": aumento di capitale da 13 miliardi di euro, oltre 14.000 esuberanti con la chiusura di 883 filiali, cessione di 18 miliardi di NPL italiani, vendita di Pioneer alla francese Amundi e cessione definitiva di Bank Pekao. Questi interventi, insieme a rettifiche su crediti pari a 8 miliardi di euro, porteranno una copertura delle sofferenze pari a oltre il 70%: una soglia rilevante soprattutto se confrontata con la media degli istituti italiani. Inoltre, la redditività del Gruppo (ROE) è prevista al 9% nel 2019. Il piano aggressivo di pulizia di bilancio di Unicredit è la cartina tornasole di una situazione di forte fragilità del sistema bancario europeo, che ben è riflessa nelle valutazioni di mercato. Infatti, rispetto ai titoli finanziari americani, i multipli a cui girano le banche europee, e soprattutto le banche italiane, sono davvero risibili. Si prenda ad esempio Unicredit: a fronte di un ROE di 3,9, capitalizza circa 0,4 volte il suo patrimonio netto tangibile (*tangible book value*), rispetto ad un multiplo delle banche americane ben superiore all'unità (es. Bank of America Price/Book Value 1,44; ROE 5,8).

TABELLA COMPARATIVA SUI MULTIPLI DEL SETTORE BANCARIO

Company Name	Fiscal Period	Price to Tang BV Actual	Return on Equity	Return on Invested Capital	Return on Total Capital	Tier 1 Ratio Actual
UniCredit	06/30/2016	0.40x	3.9%	0.8%	0.5%	11.30
Average		1.21x	6.5%	3.0%	2.2%	13.37
Median		1.00x	6.8%	3.3%	2.2%	12.80
Intesa Sanpaolo	09/30/2016	0.99x	-	-	-	14.10
UBS Group	09/30/2016	1.33x	6.5%	2.5%	2.1%	16.90
Deutsche Bank	09/30/2016	0.48x	-3.0%	-0.8%	-0.6%	12.30
Banco Popolare Societa	06/30/2016	0.29x	-	-	-	14.85
Banca Popolare di Milano	06/30/2016	0.38x	-	-	-	12.18
BNP Paribas A	09/30/2016	0.89x	7.1%	1.1%	1.1%	12.70
Banca MPS	06/30/2016	0.06x	-	-	-	12.89
Bank of America	09/30/2016	1.44x	5.8%	3.1%	2.1%	12.50
Citigroup	09/30/2016	1.00x	6.4%	3.5%	2.3%	14.23
Wells Fargo	09/30/2016	2.19x	11.3%	5.4%	4.3%	12.36
Bank of NY Mellon	09/30/2016	3.61x	8.5%	5.5%	3.6%	11.80
JPMorgan Chase & Co.	09/30/2016	1.82x	9.2%	3.8%	2.8%	13.60

Fonte: elaborazione SCM SIM su dati Factset

Focus: situazione banche italiane

Appare evidente che le attuali condizioni del sistema bancario europeo non consentano ancora un allineamento dei multipli con il settore finanziario americano, ma è chiaro che la risoluzione dei problemi delle banche europee sarebbe l'occasione per una vera e propria inversione del ciclo ribassista.

I prossimi mesi saranno determinanti per il sistema bancario italiano.

EUROSTOXX BANK 5 YRS



Fonte: elaborazione SCM SIM su dati Bloomberg

US FINANCIALS 5YRS



Fonte: elaborazione SCM SIM su dati Bloomberg



SOLUTIONS CAPITAL MANAGEMENT
società d'intermediazione mobiliare

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

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 sottoporrà 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.

Via Maurizio Gonzaga 3 - 20123 Milano Phone +39 02 00633300 Fax +39 02 00633399 Pec scmsim@legalmail.it www.scmsim.it

Capitale Sociale deliberato € 2.077.714,00, versato e sottoscritto € 1.909.880,00. P.Iva 06548800967 REA MI 1899233

Iscritta all'Albo dei Gruppi di SIM Iscritta all'Albo delle SIM al n. 272 con delibera Consob n. 17202 del 02/03/2010

Iscritta al RUI al n. D-000416928 Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia