

SCM^{SpA}

SOLUTIONS CAPITAL MANAGEMENT
società di intermediazione mobiliare

NEWSLETTER TRA MERCATI & FINANZA



FIN CHE LA BORSA VA...

A cura di Laura Rampoldi
Investment Manager SCM SIM

3 luglio 2017

Tutti i diritti riservati

I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

Giunti al termine del primo semestre dell'anno qual è il bilancio dei mercati finanziari?

I mercati azionari hanno avuto complessivamente una performance molto positiva. L'indice MSCI World in valuta locale è salito circa del 7%. Se osserviamo lo spaccato per area geografica notiamo che i migliori mercati sono stati quelli emergenti e quello americano. Tuttavia, ragionando da investitori europei e quindi in Euro, se consideriamo il deprezzamento del dollaro americano di circa l'8% ytd, la performance del mercato US si annulla quasi e quella degli emerging markets diventa circa del 9%. Si tratta di performance comunque di tutto rispetto soprattutto alla luce delle innumerevoli incertezze sia politiche che economiche che caratterizzavano questo semestre così come il 2016.

INDICI AZIONARI

Description	Mkt Price	1Day Chg%	YTD	MTD
DOW JONES INDUS. AVG	21349,63	0,29%	8,03%	0,00%
S&P 500 INDEX	2423,41	0,15%	8,24%	0,00%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	6140,42	-0,06%	14,07%	0,00%
S&P/TSX COMPOSITE INDEX	15182,19	-0,21%	-0,69%	0,00%
S&P/BMV IPC	49857,49	1,34%	9,23%	0,00%
BRAZIL IBOVESPA INDEX	62899,97	1,06%	4,44%	0,00%
Euro Stoxx 50 Pr	3441,88	-0,85%	4,60%	0,00%
FTSE 100 INDEX	7312,72	-0,51%	2,38%	0,00%
CAC 40 INDEX	5120,68	-0,65%	5,31%	0,00%
DAX INDEX	12325,12	-0,73%	7,35%	0,00%
IBEX 35 INDEX	10444,5	-0,82%	11,68%	0,00%
FTSE MIB INDEX	20584,23	-0,58%	7,02%	0,00%
OMX STOCKHOLM 30 INDEX	1602,531	-0,66%	5,62%	0,00%
SWISS MARKET INDEX	8906,89	-0,42%	8,36%	0,00%
NIKKEI 225	20055,8	0,11%	4,93%	0,11%
HANG SENG INDEX	25803,65	0,15%	17,28%	0,15%
CSI 300 INDEX	3650,748	-0,44%	10,29%	-0,44%
S&P/ASX 200 INDEX	5684,5	-0,65%	0,33%	-0,65%

FONTE: BLOOMBERG

Anche i mercati obbligazionari corporate, sulla scia di quelli azionari, hanno avuto performance positive, soprattutto nella componente high yield con rendimenti scesi considerevolmente. Anche in questo caso occorre aggiustare le performance dei bond in USD per l'effetto valutario che ha penalizzato il risultato.

INDICI DI CREDITO

Description	Mkt Price	1 Year Chg%	Comment
MARKIT CDX.NA.IG.28 06/22	60,519	-7,07%	Inv Grade Corp CDS US
MARKIT CDX.NA.HY.28 06/22	106,8444	0,69%	No Inv Grade Corp US
MARKIT ITRX EUROPE 06/22	55,77	-16,58%	Inv grade Corp EU
MARKIT ITRX EUR HIVOL 12/18	59,37097		Hi Spread Non Fin EU
MARKIT ITRX EUR XOVER 06/22	246,118	-41,71%	No Inv Grade Corp EU
MARKIT ITRX EUR SNR FIN 06/22	52,194	-41,49%	Inv Grade Fin EU
MARKIT ITRX EUR SUB FIN 06/22	132,438	-89,46%	Inv Grade Sub Fin EU
MARKIT ITRX JAPAN 06/22	39,67992	-15,52%	Inv Grade Corp JAP
MARKIT ITRX ASIAJ IG 06/22	87,63075	-27,94%	Inv Grade Corp ASIA
MARKIT ITRX AUSTRALIA 06/22	83,48694	-19,21%	Inv Grade Corp Australia
MARKIT CDX.EM.27 06/22	95,4093	1,73%	Emerging Mkt Govies

FONTE: BLOOMBERG

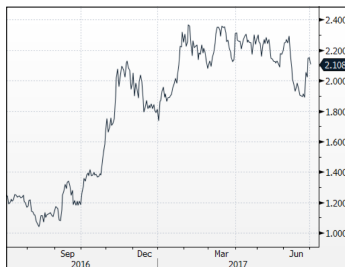
Passando ai mercati obbligazionari governativi europei, dopo un repentino rialzo dei rendimenti a inizio anno, abbiamo assistito ad una stabilizzazione, fino al momento in cui il governatore della BCE, Mario Draghi, durante il meeting dell'8 giugno, ha garantito pieno sostegno della politica monetaria dichiarando che il programma di acquisto titoli (quantitative easing) sarebbe stato esteso in caso di necessità e i tassi di interesse, sebbene non siano in programma ulteriori tagli, sarebbero stati bassi oltre il termine del QE. Da questo momento, dopo un'apparente calma, con i rendimenti tornati ai livelli di inizio anno, il mercato ha iniziato a prezzare le dichiarazioni dei vari membri delle banche centrali che hanno cominciato a fare parecchi riferimenti al concetto di "financial conditions".

TITOLI BENCHMARK OBBLIGAZIONARI 10 ANNI

Description	Mkt Price	1Day Chg%	Yield%
US TREASURY N/B	93,453125	-0,09%	2,30%
CANADIAN GOVERNMENT	98,364	-0,46%	1,70%
FED REPUBLIC OF BRAZIL	108,045	0,06%	4,86%
REPUBLIC OF COLOMBIA	106,39	-0,17%	3,62%
UNITED MEXICAN STATES	103,99	-0,15%	3,58%
UK TSY 1 1/2% 2026	102,678	0,00%	1,19%
FRANCE (GOVT OF)	98,584	-0,13%	0,66%
BUNDESREPUB. DEUTSCHLAND	96,417	-0,09%	0,40%
BUONI POLIENNALI DEL TES	97,057	0,02%	1,97%
BONOS Y OBLIG DEL ESTADO	105,226	0,00%	1,32%
OBRIGACOES DO TESOURO	100,712	0,01%	2,78%
SWEDISH GOVERNMENT	103,084	-0,11%	0,66%
NETHERLANDS GOVERNMENT	99,982	-0,09%	0,50%
SWITZERLAND	112,27	0,04%	-0,12%
HELLENIC REPUBLIC	89,755	0,08%	5,26%
JAPAN (10 YR ISSUE)	100,517	-0,01%	0,04%
AUSTRALIAN GOVERNMENT	113,155	-0,09%	2,57%
NEW ZEALAND GOVERNMENT	112,275289	-0,48%	3,04%
KOREA TREASURY BOND	97,575	0,00%	2,19%

FONTE: BLOOMBERG

RENDIMENTO BTP 10 ANNI



FONTE: BLOOMBERG

Leggermente diverso il caso del mercato obbligazionario governativo americano che ha visto una sensibile riduzione del rendimento decennale passato da un massimo di 2.60% (raggiunto nel mese di marzo 2017) all'attuale 2.30% soprattutto a causa di una riduzione dei dati sull'inflazione e al timore di ritardi nelle politiche economiche espansive del presidente Trump e del conseguente effetto sulla crescita. Abbiamo quindi assistito ad un notevole appiattimento della curva 2-10. Questa settimana, anche in USA, i mercati hanno iniziato a prezzare una maggiore sensibilità delle banche centrali alle condizioni finanziarie e la curva dei tassi ha iniziato ad irripidirsi con l'aumento dei tassi a 10 anni, anche se in misura minore rispetto ai mercati europei.

RENDIMENTO USA 10 ANNI



FONTE: BLOOMBERG

CURVA USA 2-10 ANNI (DIFFERENZA FRA TASSI A 2 E 10 ANNI)



FONTE: BLOOMBERG

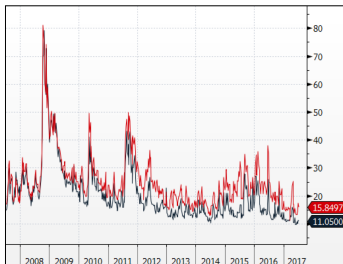
Appare evidente come i mercati, soprattutto i bond governativi, siano molto sensibili alle dichiarazioni dei banchieri centrali che, da una settimana a questa parte, vengono interpretati come più attenti alle “financial conditions” dell’economie più che al livello di inflazione e di tassi. In sostanza ritengono che, se l’economia migliora, la politica monetaria attuale risulta più accomodante, pertanto andrebbe aggiustata per mantenerla invariata. La reazione dei mercati è stata molto netta con un riposizionamento dei rendimenti (sia core che periferici) a livelli più alti e un deciso irripidimento delle curve.

Gli indicatori di volatilità rimangono a livelli ancora bassi soprattutto negli Stati Uniti.

Ciò segnala una “compiacenza” da parte degli investitori che può essere interpretata in due modi: 1) i mercati non scontano nessuna notizia negativa, pertanto, sono estremamente vulnerabili ad eventuali shock politici o economici, 2) la liquidità presente nel sistema è ancora estremamente alta e

la ricerca di rendimenti porta gli investitori ad utilizzare ogni debolezza per entrare sui risky assets.

INDICE DI VOLATILITÀ S&P500 (VIX - Linea Blu) E EUROSTOXX (VSTOXX - Linea Rossa)



FONTE: BLOOMBERG

Cosa è successo al dollaro nel primo semestre?

La valuta americana è passata da 1.05 agli attuali 1.14. Se si ragionasse sulle politiche monetarie divergenti tra Fed e BCE ci si sarebbe dovuti aspettare un rafforzamento del dollaro. Infatti la Fed ha appena alzato i tassi di 25bps per la seconda volta (la banca centrale ha in programma un altro rialzo per questo anno) e si avvicina il momento in cui inizierà a rimuovere tutta la quantità di moneta messa in circolazione negli ultimi anni mentre la BCE oltre a lasciare i tassi invariati, come detto sopra, ha spiegato che garantisce pieno sostegno all'economia. Allora come si spiega questo andamento del dollaro? Il posizionamento sicuramente era sbilanciato, per i motivi già spiegati, sulla valuta americana e l'uscita di dati macro più deboli soprattutto in US rispetto a quelli europei è stata la causa principale della correzione e del riposizionamento degli investitori. Nonostante Draghi abbia garantito

pieno sostegno all'economia è bastato un suo giudizio positivo sullo stato dell'economia europea e sulla ripresa dell'inflazione che immediatamente il cambio euro dollaro ha fatto un balzo verso l'alto (i rendimenti in area Euro sono saliti più di quelli americani e per il differenziale dei tassi l'euro si è avvantaggiato).

ECONOMIC SURPRISE INDEX (Eurozona - Linea Rossa, USA - Linea Blu). Se la linea sale vuole che i dati escono meglio delle aspettative



Fonte: Bloomberg

EURO DOLLARO



Fonte: Bloomberg

MERCATO FINANZIARIO ITALIANO - CASO BANCHE VENETE

In Italia la questione delle banche venete (Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca) si è risolta secondo la normativa italiana, e cioè con l'azzeramento di equity e obbligazioni subordinate, e con l'intervento dello stato che, attraverso l'iniezione di denaro pubblico (si stima intorno ai 17 miliardi di euro), mitigherà gli effetti negativi sui risparmiatori. La parte "good" delle due banche sarà acquistata da Intesa Sanpaolo per la simbolica cifra di un euro mentre la parte "bad" sarà liquidata.

Ovviamente la notizia ha impattato molto positivamente le azioni di Intesa Sanpaolo, considerata beneficiaria di un "regalo" da parte dello stato (l'operazione è neutra rispetto al Common Equity Tier 1 ratio e alla dividend policy) e i bond senior delle banche venete (che in assenza dell'utilizzo della BRRD non sono stati soggetti ad haircut) il cui prezzo è salito di circa 15/20% il giorno successivo all'annuncio.

TITOLO INTESA SANPAOLO (+8% DALL'ANNUNCIO)



Fonte: Bloomberg

COSA CI SI ASPETTA IL PROSSIMO SEMESTRE?

Del fitto calendario elettorale previsto per questo anno mancano all'appello le elezioni tedesche e, forse, quelle italiane, legge elettorale permettendo.

Spostandoci dall'altra parte del mondo avremo a ottobre/novembre il 19° congresso del Partito Comunista Cinese. Si tratta di un appuntamento che si tiene ogni 5 anni e durante il quale si rinnova il Comitato Centrale del partito e soprattutto il Politburo all'interno del quale si trovano gli uomini più potenti del partito. Fino ad allora è interesse del Governo cinese mantenere la situazione economica sotto controllo, motivo per il quale si sono lasciate gonfiare delle bolle nel sistema che gradualmente e "delicatamente" si stanno gestendo per evitare sia che si ingrandiscano ulteriormente sia che scoppino. Dopo tale evento sarà importante valutare la nuova stance del governo cinese per misurarne l'impatto sulla crescita globale (spesso misurata attraverso il sostegno alle materie prime).

Petrolio e inflazione

La ripresa dell'inflazione alla quale abbiamo assistito fino al primo trimestre dell'anno è stata in larga parte giustificata dalla temporanea stabilizzazione del prezzo del petrolio intorno ai 50 dollari e dal conseguente effetto base sui dati del CPI (Indice dei prezzi al consumo). Venuto meno questo effetto l'inflazione si è riportata, nei principali paesi industrializzati, sotto la soglia del 2% e ciò ha avuto conseguenze evidenti sui bond governativi.

Cosa guida il prezzo del petrolio?

Ovviamente la domanda e l'offerta. Lato domanda la graduale ripresa economica un po' di sostegno lo dà anche se non è così forte come ci si potrebbe attendere dopo 8 anni di stimolo monetario. Lato offerta abbiamo l'accordo tra paesi Opec e non Opec circa tagli alla produzione che però non sempre sono rispettati e soprattutto il prezzo di break-even dello

shale oil è sceso e la produzione alternativa è salita parecchio.

Rimane il fatto che un'inflazione guidata essenzialmente dal prezzo delle materie prime e soprattutto da tagli alla produzione e non aumenti di domanda non è un'inflazione che potremmo definire "buona". Quello che è necessario è un'inflazione da domanda e questa dipende dalle tanto attese spese infrastrutturali (sia in US che in Europa) e dall'aumento dei salari. A tale proposito di recente un membro della Fed (Dudley - molto vicino alla Yellen come pensiero) ha dichiarato che gli Stati Uniti sono molto vicini alla piena occupazione e che, se il mercato del lavoro continuerà a contrarsi, i salari aumenteranno gradualmente e l'inflazione tornerà al 2%.

Dovesse succedere si vedrebbe un impatto soprattutto sui consumi e quindi sui ricavi delle corporation americane. E' vero che aumenti salariali vanno ad impattare i costi delle aziende ma, a meno che la situazione non vada fuori controllo, l'impatto dovrebbe essere più che compensato da miglioramenti dei ricavi.

SIAMO VICINI AL PICCO PER I MERCATI AZIONARI E COSA PUÒ PROVOCARNE UNA CORREZIONE?

Valutazioni: non sono più così "cheap" come una volta ma la crescita degli utili è tale da permettere ai mercati di salire senza che i multipli aumentino. Fondamentale che gli utili continuino a crescere e quindi è importante monitorare la reporting season (la prossima negli Stati Uniti inizierà il 10 luglio). Non si ritiene tuttavia che ci siano multipli da bolla che sta per esplodere

Trump: il presidente americano sicuramente è una variabile da considerare. La tanto attesa riforma sanitaria post obamacare sta incontrando difficoltà in Senato all'interno della maggioranza repubblicana stessa. E tale riforma è necessaria affinché poi si possa passare a quella tributaria. La prima riforma ha rilevanza soprattutto per il settore farmaceutico (ovviamente) mentre quella tributaria è importante per l'intero mercato ed è lì che si concentra l'attenzione degli investitori e le aspettative. Ad oggi non è pienamente

incorporata nelle stime degli analisti, motivo per cui un ritardo o modifica non determinerebbe una revisione drastica degli utili tuttavia minerebbe la fiducia e potrebbe comportare revisioni alle stime di crescita del PIL americano con evidenti risvolti negativi per i mercati.

Politica monetaria: gli errori dei policy maker sono la principale causa di fine del ciclo economico e infatti la reazione dei mercati azionari degli ultimi giorni dimostra che il timore degli investitori è proprio che un rialzo prematuro dei tassi possa arrestare la debole ripresa economica. Dalle dichiarazioni fatte finora, il pieno sostegno viene garantito in caso di necessità. La BOJ appare la più accomodante (anche perché il Giappone è il più distante dall'obiettivo di inflazione dichiarato).

Tassi di interesse: qualora per scelte delle banche centrali o per aspettative dei mercati i tassi dovessero muoversi violentemente l'impatto sarebbe nell'immediato negativo per i mercati. Sarebbe da valutare il motivo perché una salita dei tassi determinata da aspettative di crescita andrebbe interpretata positivamente mentre una salita dei tassi determinata da una fiammata di inflazione a sua volta determinata da shock da offerta sarebbe negativo.

L'ideale per i mercati è lo scenario che ultimamente viene sempre più citato fra i commentatori finanziari e cioè il Goldilocks: uno scenario di crescita né troppo forte né troppo bassa, un po' di inflazione (ma non troppa) e i mercati possono continuare a crescere con una volatilità relativamente bassa contando sul supporto delle banche centrali e continuando a sperare in politiche espansive da parte dei governi.

La favola ovviamente non durerà all'infinito ma è necessario essere molto bravi e seguire i mercati da vicino per capire se le turbolenze, che sicuramente ci saranno (e ne abbiamo appena avuto un assaggio), segneranno la fine del ciclo o rappresenteranno invece delle opportunità di acquisto per gli investitori più smart. Ai posteri l'ardua sentenza!



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.