

# BIMReport

A cura della Direzione Advisory di Bim, Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni.

13 gennaio 2015



Bim, Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni, è leader tra le società italiane specializzate nelle attività di private banking. Quotata alla Borsa Italiana dal 1991, fa parte del Gruppo Bancario Veneto Banca.

Banca Intermobiliare ha 14 miliardi di euro di patrimoni amministrati e gestiti, circa 900 dipendenti ed è presente nelle principali città italiane con 29 filiali e 200 Private Bankers con esperienza pluriennale nell'ambito della consulenza finanziaria. Banca Intermobiliare controlla, tra l'altro, Symphonia sgr - società leader in Italia nella gestione di portafoglio - e Banca IPIBI Financial Advisory S.p.A.



## Il Punto

Per il momento sui mercati finanziari continua a prevalere una buona dose di volatilità, alimentata anche dalla presenza di una serie di questioni, tuttora aperte, per le quali si possono individuare differenti, se non addirittura opposte, chiavi di lettura:

- Il deludente dato sull'incremento dei **salari americani** deve essere interpretato come un rischio per la propensione alla spesa dei consumatori oppure come la "scusa" per la FED per essere ancor più "paziente" nel processo di rialzo dei tassi di interesse?
- **Il crollo del prezzo** del petrolio sarà fonte di crisi finanziarie (nel settore corporate piuttosto che nell'ambito di alcune economie emergenti) e costituisce la spia di un cattivo stato di salute dell'economia globale oppure rappresenta una forte leva espansiva, soprattutto per i paesi consumatori?
- La BCE sta dando un ulteriore giro di vite sui livelli di **patrimonializzazione delle banche** oppure, come ha dichiarato il vicedirettore di Banca d'Italia e membro del Consiglio di Vigilanza della BCE, Fabio Panetta, le richieste avanzate nei colloqui in corso con gli istituti di credito sono assolutamente allineate a quanto emerse lo scorso ottobre in occasione della diffusione dei risultati del Comprehensive Assessment?
- L'aumento di capitale del Banco Santander "alza l'asticella" per tutto il comparto oppure si tratta di un caso "company specific"?
- **Draghi** saprà avviare il nuovo round di politiche non convenzionali con la necessaria determinazione oppure prevarrà una soluzione di compromesso con la Bundesbank?
- **Le elezioni parlamentari in Grecia** rappresenteranno l'inizio di una fase di rottura con l'Europa (con potenziale contagio agli altri paesi deboli dell'Unione) oppure saranno l'avvio di una nuova fase di dialogo che potrà portare ad un compromesso tra le richieste avanzate da Tsipras in campagna elettorale (Syriza continua a guidare i sondaggi con circa 3 punti di vantaggio su Nea Dimokratia) e le imposizioni giunte dalla Troika?

E' plausibile che in uno scenario di questo tipo si sia andati incontro ad un incremento strutturale della volatilità, tanto più che vi sono anche le condizioni tecniche per una fase di consolidamento: una correzione

sino in area 1970-1950 dell'S&P500 sarebbe fisiologica senza dover andare a scomodare un orizzonte temporale di lungo termine ed anche su una Borsa già caratterizzata da un deciso ritracciamento come quella italiana resta uno spazio di ribasso prima di arrivare su livelli particolarmente delicati (vedi l'area 17500 di FTSEMIB).

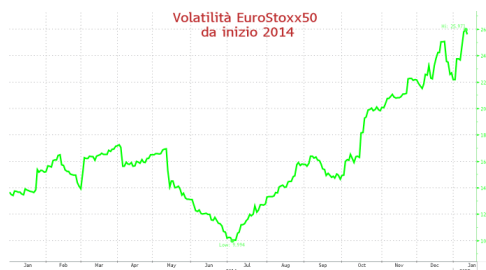
Tuttavia, se si prescinde dalla volatilità di breve periodo, crediamo vi siano le condizioni per essere costruttivi sui mercati azionari sul medio termine:

- su un orizzonte temporale più ampio dovrebbero **prevalere gli effetti positivi del calo del prezzo del petrolio**;
- con riferimento alla FED riteniamo emblematiche le parole di Charles **Evans**, Presidente della FED di Chicago: **"Non penso che dovremmo avere fretta nel rialzo dei tassi"**;
- per quanto vi possano ancora essere delle criticità su casi specifici, **il sistema bancario europeo ha superato la fase più delicata del processo di rafforzamento patrimoniale** e questo dovrebbe dispiegare i suoi effetti, seppur modesti, sul ciclo del credito;
- per quanto riguarda le prossime mosse della BCE, acquistano un certo significato le parole del Governatore della Banca Centrale austriaca, Ewald **Nowotny** (non propriamente una "colomba"), secondo cui: "bisogna sempre considerare che gli interventi di politica monetaria dispiegano i loro effetti con un certo delay temporale e, quindi, **se si vuole fare qualcosa è opportuno farlo prima piuttosto che dopo**";
- la **Grecia** resta un elemento di disturbo, ma riteniamo che nel tempo tenderà a prevalere l'approccio costruttivo delle varie parti in causa e **si troverà un seppur non facile compromesso**.

Tra l'altro, con riferimento all'andamento dell'economia, è vero che il Global PMI Index sta fornendo dei segnali di rallentamento, ma va tenuto presente che:

- gli **Stati Uniti**, pur decelerando rispetto al ritmo non sostenibile del terzo trimestre 2014 (+5%), **dovrebbero comunque mantenere un buon tasso di espansione sull'intero anno** (intorno al 3% contro il 2.4% stimato per l'anno scorso);
- la **Cina**, anche sulla base delle recenti dichiarazioni dei vertici politici, sembra intenzionata ad accontentarsi ed allo stesso tempo difendere **una crescita del 7%** (rispetto al circa 7.5% che dovrebbe essere stato registrato nel 2014);

considerati i depressi livelli di partenza, **l'Europa dovrebbe andare verso un miglioramento ciclico**, favorito anche dalla svalutazione dell'Euro, dal ribasso del petrolio e dall'evoluzione del ciclo del credito.





## Europa

I dati sulla **produzione industriale di novembre** hanno generalmente deluso le attese, con Germania e Francia in calo mese su mese e solo l'Italia con un dato positivo.

La **produzione industriale tedesca** si è contratta di uno 0,1% m/m (atteso +0,3%), principalmente a causa del calo del settore energetico (-2,4% m/m) e di quello delle costruzioni (-0,6% m/m). Negativi anche gli **ordini all'industria** tedesca, -2,4% m/m dopo due mesi positivi; sono scesi in particolare gli ordini domestici (-4,7% m/m), con quelli dall'estero comunque in lieve calo.

Negativo anche l'andamento della **produzione industriale francese**, in calo di tre decimi a novembre dopo il -0,7% m/m del mese prima e in rotta per un quarto trimestre di contrazione.

Leggera sorpresa positiva invece per **l'industria italiana**, la cui produzione è aumentata di tre decimi di punto rispetto a ottobre, pur rimanendo sempre in territorio negativo anno su anno (-1,8% dal -3% di ottobre) e ad un 26% dai livelli pre crisi. Il dato di novembre è ancora più positivo considerando che il settore energetico si è contratto del 2,4% a fronte di un +0,7% della produzione manifatturiera (+8% il settore farmaceutico).

Il dato generale **area Euro sulle vendite al dettaglio di novembre** ha fatto registrare un +0,6% m/m, stessa variazione del mese precedente. Rialzi nell'intorno del punto percentuale per i paesi maggiori Germania, Francia e Spagna (dato italiano non ancora disponibile). I dati dei primi 2 mesi del 4° trimestre fanno presagire un'accelerazione dei consumi rispetto al 3Q, anche grazie all'ulteriore calo dell'inflazione legato al crollo del petrolio.

I **prezzi alla produzione area Euro** sono scesi più del previsto a novembre, arrivando a -1,6% a/a e alimentando le aspettative per il QE europeo.

L'**indice di fiducia della Commissione UE** è rimasto stabile a 100,7 a dicembre, livello coerente con tassi di crescita vicini allo zero. È scesa la fiducia dell'industria, a causa del calo degli ordini domestici, mentre è migliorata quella dei servizi; in netto calo le aspettative di prezzo, a conferma che il ribasso dei fattori produttivi dovrebbe essere passato rapidamente ai consumatori.



## Stati Uniti

Dai **verbali del FOMC di dicembre** è emerso che la Fed farà riferimento all'inflazione core (escluse quindi le variazioni dei prezzi energetici) per le scelte sui tassi, riducendo l'importanza del possibile sconfinamento in negativo (causa petrolio) dei prezzi. La normalizzazione dei tassi potrebbe avvenire anche con questi livelli di inflazione core (1,7% a/a), anche se ogni decisione seguirà naturalmente l'evoluzione dei dati.

I verbali non modificano in sostanza le aspettative sulla tempistica del primo rialzo (metà 2015), anche se le colombe del comitato propendono per un'attesa anche fino al 2016.

Le nuove richieste di **sussidi di disoccupazione** si sono stabilizzate sotto quota 300 mila unità (298 mila), livelli sempre coerenti con una creazione mensile di oltre 200 mila posti di lavoro.

Le nuove richieste di **sussidi di disoccupazione** si sono confermate stabili sotto quota 300 mila unità (294 mila) nella prima rilevazione del 2015, livelli sempre coerenti con una creazione mensile di oltre 200 mila posti di lavoro.

L'**Employment report** è nuovamente andato oltre le attese, con 252 mila nuovi posti di lavoro creati a dicembre e una revisione complessiva dei due mesi precedenti positiva per 50 mila unità. Il tasso di disoccupazione si è ridotto di due decimi al 5,6%, nuovi minimi da metà 2008, mentre il calo della forza lavoro ha determinato una discesa di 2 decimi del tasso di partecipazione, al 62,7%.

L'unica nota controcorrente è arrivata dai salari medi orari, scesi dello 0,2% mese su mese e a +1,7% a/a dal precedente +1,9% (già rivisto al ribasso da +2,1%): la forte creazione di posti di lavoro non si è ancora trasmessa all'aumento degli stipendi, anche se si dovrebbe trattare solo di un rallentamento temporaneo del meccanismo di trasmissione destinato a rientrare nei prossimi mesi nel caso la creazione di posti di lavoro continuasse su questa traiettoria.

## Legenda

<b>EBITDA</b>	Margine operativo lordo, vale a dire il risultato del gruppo prima degli ammortamenti e accantonamenti, della gestione finanziaria e delle imposte.
<b>EBIT</b>	Reddito operativo, vale a dire il risultato del gruppo prima della gestione finanziaria e delle imposte.
<b>EV (enterprise value)</b>	Somma della capitalizzazione di mercato e dell'indebitamento finanziario netto. Tale dato viene impiegato nel calcolare i multipli EV/Sales, EV/EBITDA e EV/EBIT.
<b>Dividend yield</b>	Rapporto tra il dividendo annuo e il prezzo in chiusura dell'anno dell'azione. È un indicatore del rendimento immediato.
<b>Embedded Value</b>	È la somma tra il patrimonio netto rettificato ed il valore del portafoglio in essere. È un elemento centrale per stimare il valore di una compagnia vita, vi è escluso il valore attribuito alle nuove vendite previste per il futuro.
<b>P/E (price/eps)</b>	Rapporto tra prezzo e utile per azione (dove quest'ultimo può essere indicato come eps - earnings per share)
<b>CAGR (compound annual growth rate)</b>	Tasso di crescita medio annuo, serve a smorzare l'effetto di volatilità dei rendimenti periodici
<b>Book Value</b>	Il patrimonio netto (mezzi propri) della società. L'eventuale specificazione " <i>tangible</i> " sta a indicare che il dato è rettificato (in diminuzione) degli avviamenti presenti in bilancio e di eventuali altre poste immateriali.
<b>P/BV</b>	Rapporto tra il prezzo e il patrimonio netto della società. Serve per avere un'idea immediata di quanto il mercato valuta il patrimonio netto di un'azienda.
<b>PFN e IFN</b>	Sono rispettivamente la posizione e l'indebitamento finanziario netto.
<b>Core Tier 1</b>	Misura della solidità patrimoniale delle banche, determinata come rapporto tra patrimonio netto rettificato (prevalentemente degli avviamenti) e RWA (risk weighted assets), le attività ponderate per il rischio.
<b>Solvency ratio</b>	Il rapporto preso a riferimento dall'autorità di vigilanza per verificare i livelli minimi di patrimonializzazione delle compagnie assicurative.
<b>SOP (sum of parts - somma delle parti)</b>	Metodo di valutazione solitamente impiegato per la valorizzazione dei gruppi conglomerati, che prevede la somma delle singole business units (valutate indipendentemente) al netto delle voci negative di bilancio (indebitamento, fondi pensioni, fondi rischi-spese, etc).
<b>NAV (net asset value)</b>	Metodo di valutazione solitamente impiegato per la valorizzazione delle holdings, che prevede la rettifica della patrimonio netto con le plusvalenze/minusvalenze latenti sulle partecipazioni detenute.
<b>Buy back</b>	Operazione realtiva all'acquisto di azioni proprie
<b>VIX</b>	Indice che misura la volatilità implicita nelle opzioni dell'indice S&P500.
<b>Asset Swap Spread</b>	Rendimento differenziale in basis points dell'emissione rispetto al corrispondente rendimento sulla curva dei tassi swap. L'Asset Swap Spread è un indicatore immediato della percezione del rischio sulla singola obbligazione: tanto più alto è lo spread tanto più basso è il suo rating implicito.
<b>ITRAXX Europe</b>	Appartiene alla famiglia degli indici standardizzati del credito ITRAXX creati e gestiti dalla International Index Company. L'indice Itraxx Europe è costituito dai CDS di 125 emittenti europei investment grade maggiormente liquidi (i componenti sono equi pesati). Vi sono due differenti indici per i CDS a 5 ed a 10 anni; sono disponibili anche sub indici settoriali.
<b>ITRAXX Crossover</b>	Composto dai CDS di 50 emittenti europei sub investment grade maggiormente liquidi. Vi sono due differenti indici per i CDS a 5 ed a 10 anni.
<b>CDS (Credit Default Swap)</b>	Costo della protezione in basis point per coprirsi contro il rischio di default di un determinato emittente. Il costo si intende annuo. Può essere utilizzato come hedging di una posizione in portafoglio o può assumere un'ottica speculativa. Tutti gli scambi avvengono OTC. Il CDS a 5 anni è quello standard (più liquido), ma è possibile ottenere quotazioni per tutta la curva.

## Informazioni importanti

Le informazioni e i dati contenuti nel presente documento hanno finalità promozionale e non sono da intendersi come ricerca in materia di investimenti ai sensi degli artt. 27-28 del Regolamento della Banca d'Italia e della Consob (cd Regolamento Congiunto) né mira a fornire raccomandazioni di cui agli artt. 69 e seguenti del Regolamento 11971/99 e successive modifiche. Il documento non fornisce raccomandazioni personalizzate riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario.

Le informazioni contenute non costituiscono proposta di vendita o invito ad operare e non si rivolgono ad alcun soggetto specifico.

Le informazioni sono state elaborate da Banca Intermobiliare sulla base di fonti ritenute attendibili ma della cui accuratezza e completezza Banca Intermobiliare non può essere ritenuta responsabile. Le informazioni fornite sono valide esclusivamente con riferimento alla data nella quale sono state prodotte. Occorre pertanto verificare le informazioni prima di agire in seguito alle stesse.

BIM declina ogni responsabilità in ordine ad eventuali perdite dirette o indirette derivanti dall'utilizzo delle informazioni contenute nei documenti.

Le informazioni devono essere usate soltanto per scopi informativi privati del lettore e non costituiscono un'analisi di tutte le questioni trattabili. Prima di effettuare qualsiasi operazione, l'investitore dovrà considerare la rilevanza delle informazioni ai fini delle proprie decisioni, alla luce dei propri obiettivi di investimento, della propria esperienza, delle proprie risorse finanziarie e operative e di qualsiasi altra circostanza.

È consentito scaricare sul proprio computer i report o le informazioni in esso contenute e stamparne copia esclusivamente per uso personale e non commerciale, a condizione che non siano alterate le avvertenze relative a marchi commerciali o altri diritti proprietari. E' vietato trasferire, trascrivere, distribuire o riprodurre le informazioni o creare un link al sito senza il preventivo accordo di Banca Intermobiliare S.p.a.

Ogni forma di alterazione, parziale o integrale, è da ritenersi vietata.

## Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni S.p.a.

**Sede generale: via Gramsci 7, 10121 Torino. Tel. 011. 0828.1.**

- Capitale sociale : Euro 156.209.463,00
- Numero di iscrizione al Registro Imprese di Torino: 02751170016 C.C.I.A.A. di Torino n. REA 600548
- Codice Azienda Bancaria n. 3043.7 e Albo Banche n. 5319;
- Adesione al Fondo Nazionale di Garanzia e al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi;
- Appartenenza al Gruppo Bancario Veneto Banca (iscritto all'Albo dei gruppi bancari in data 08/06/1992 cod. n. 5035.1) e soggetta ad attività di direzione e coordinamento di Veneto Banca S.c.p.a.