

WeeklyNews

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

19 novembre 2013



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

Gli operatori mantengono elevata la propensione al rischio come testimonia il fatto che **i mercati finanziari continuano a premiare le buone intenzioni** prima ancora dei fatti. Era successo negli Stati Uniti con la politica monetaria della FED, in Europa con le parole pronunciate da Draghi nel luglio 2012, in Giappone con l'annuncio della nuova politica economico-monetaria di Abe ed ora la storia sembra ripetersi con la Cina. La Borsa di Shanghai (una delle peggiori del 2013, con una performance negativa di oltre 3 punti percentuali da inizio anno) **ha reagito positivamente alla diffusione dei dettagli sul programma di riforme elaborato dal 3° Plenum del Partito Comunista**. Se è vero che gli oltre 60 interventi annunciati rappresentano il più ampio e profondo pacchetto di riforme dell'ultimo decennio (ed è andato anche al di là di quelle che erano le più ambiziose aspettative di mercato), è altrettanto vero che **la prova della verità sarà rappresentata dall'esecuzione del programma** considerato che vi sono gruppi di interesse/potere a livello governativo e dei settori controllati dalla Stato che potranno resistere al cambiamento.



Questa elevata propensione al rischio che continua a caratterizzare i mercati è alimentata da due fattori:

- **dal venire meno (almeno a livello di percezione) dei cosiddetti tail risks** (rischi sistemici) con i quali si è convissuto per tutta la prima parte del ciclo di ripresa economica;
- **dalla politica monetaria estremamente espansiva in tutti i Paesi sviluppati** che nella sostanza dà poche alternative all'investimento azionario; in questo senso un ulteriore supporto è giunto la settimana scorsa dall'intervento della Yellen di fronte alla Commissione bancaria del Senato, in occasione del quale sono emersi due passaggi, in particolare: 1) l'andamento del mercato del lavoro e dell'economia è largamente al di sotto del potenziale; 2) non si vede un disallineamento nelle valutazioni degli assets.

Al di là di questi due driver appena citati, va tenuto presente che a questo punto del ciclo, il rialzo delle Borse, per essere sostenibile sul medio termine, **non può più prescindere da una adeguata crescita degli utili**. A questo proposito:

- sul fronte americano con i risultati del 3° quarter potrebbe essere stato raggiunto un punto di flesso degli utili aziendali dato che dopo numerosi trimestri sono giunti alcuni segnali di accelerazione, anche in termini di ricavi;
- a livello europeo la situazione è differente, considerato che la earning season sul 3Q è stata piuttosto debole (complice anche l'effetto valutario, in termini di ricavi è stata probabilmente la peggior reporting season dal 2009) e le ancora elevate stime di consensus potrebbero riproporre la situazione sul 4Q; per contro, lo scenario sugli utili potrebbe essere più costruttivo sul 2014, con il progressivo miglioramento dell'economia europea che dovrebbe consentire di centrare le aspettative di crescita dei profitti (anche perché l'alto tasso di espansione atteso per il prossimo anno è principalmente conseguenza della revisione al ribasso che ha caratterizzato il 2013).

Nell'insieme sembrerebbero esserci **le condizioni per restare costruttivi sul mercato azionario sul medio periodo**, per quanto nei prossimi mesi dovranno essere attentamente monitorate le variabili alla base della crescita degli earnings.

Riteniamo, invece, che **l'incertezza sulle prossime mosse della FED**, su cui si concentra al momento l'attenzione degli operatori, **potrebbe tradursi in un modesto incremento della volatilità di breve termine**, con impatti limitati sia sulla curva che sulle valute emergenti, anche perché al di là del tapering la politica monetaria resterà comunque ancora espansiva a lungo.

Fermo restando quanto sopra, se si guarda:

- alla performance realizzata da inizio anno (+26% S&P500 e +21% DAX);
- al quadro tecnico (RSI, distanza dalle medie);
- agli elevati livelli di ottimismo;
- all'aspetto valutativo (con le Borse che si sono portate avanti rispetto alla crescita degli utili, come testimonia un multiplo di quasi 15x gli utili sul 2014 per lo S&P500);
- ai potenziali elementi di volatilità (tapering, questione fiscale americana);

ribadiamo le nostre scelte di asset allocation che mirano **tatticamente a consolidare parte dei guadagni sull'azionario**, favorendo strumenti di liquidità prontamente smobilizzabili qualora il mercato offrisse interessanti opportunità d'investimento.



Europa

I primi dati sulla crescita del 3Q non hanno riservato particolari sorprese. Il **Pil area Euro** ha fatto segnare un progresso trimestrale dello 0,1%, in rallentamento dai mesi primaverili (+0,3%), che avevano però beneficiato di effetti climatici e di calendario.

A livello di singoli paesi il la **Germania** ha confermato il ruolo di traino nei confronti degli altri paesi europei: pur in rallentamento dal +0,7% t/t del 2Q, il Pil tedesco è stato il più brillante nel 3Q, con un comunque modesto +0,3% t/t. In ripresa le economie dei paesi periferici, con l'**Italia** che rallenta il ritmo di caduta da -0,3% t/t del 2Q a -0,1% t/t nei mesi estivi e l'**economia spagnola** che torna ad espandersi (+0,1% t/t) dopo oltre 2 anni di calo del Pil, sotto le attese invece l'andamento del **Pil francese**, che dopo il +0,5% del 2Q è tornato a scendere nel trimestre appena concluso (-0,1% t/t).

In sostanza i dati del terzo trimestre mostrano che il rallentamento è legato interamente ai paesi più forti (Germania e Francia), con il recupero della "periferia" che ha limato le differenze di trend tra i paesi dell'Eurozona. In prospettiva non sembrano esserci segnali di netta accelerazione per le economie europee, che continueranno su un sentiero di crescita modesta anche nella prima parte del 2014: sotto questo punto di vista, le recenti indagini (PMI, IFO, ZEW) confermano questo tipo di scenario.

L'**inflazione area Euro di ottobre** è stata confermata nella lettura finale, +0,7% a/a dal +1,1% di settembre, e +0,8% a/a quella core dal +1% del mese prima. La variazione mensile è stata negativa di un decimo di punto.

In netto calo anche il **CPI francese**, +0,7% a/a da +0,9% a/a l'headline e +0,6% a/a da +1% a/a la misura armonizzata UE.

Il dato generale sulla **produzione industriale area Euro di settembre** ha deluso le attese, calando dello 0,5% m/m; il dato generale è stato zavorrato dalle performance negative di Germania (-0,8% m/m) e Francia (-0,4% m/m), mentre Italia (+0,2% m/m) e Spagna (+0,4% m/m) sono andate in controtendenza, confermando l'avvicinamento tra centro e periferia europea emerso anche in occasione dei dati sul Pil 3Q. Il terzo trimestre si chiude quindi con una contrazione dello 0,2% t/t (-1% luglio, +1% agosto, -0,5% settembre), dopo il +1% del 2Q.

È proseguito a settembre il momento positivo per gli **ordini industriali italiani**, in rialzo dell'1,6% m/m dopo il +2,2% di agosto: il dato alimenta le aspettative per la continuazione del recupero dell'industria italiana nell'ultima parte dell'anno, anche se la ripresa rimarrà con ogni probabilità su livelli molto modesti.

L'indice **ZEW tedesco** (fiducia investitori e analisti) ha aggiornato i recenti massimi, con la componente aspettative salita di quasi 2 punti a 54,6; in calo di un punto invece la componente condizioni correnti. Il buon andamento dei mercati finanziari sta continuando a sostenere la fiducia degli operatori del settore.



Stati Uniti

Pochi dati negli Stati Uniti.

Le richieste di **nuovi sussidi di disoccupazione** sono rimaste sostanzialmente stabili, a 339 mila unità; dopo la normalizzazione dagli effetti straordinari delle scorse settimane i Jobless Claims sono tornati sul loro sentiero di calo.

Nel terzo trimestre **produttività del lavoro** ha mantenuto il tasso di crescita del 2Q, +1,9% t/t, mentre il **costo del lavoro** ha mostrato una riduzione dello 0,6% t/t, confermando la totale assenza di pressioni inflazionistiche dai salari.

Il deficit della **bilancia commerciale** si è allargato di circa 3 mld \$ a settembre, con l'aumento dell'import (+1,2% m/m) che ha contrastato il calo dell'export (-0,2% m/m): l'effetto sul Pil dovrebbe essere di circa uno 0,3% in riduzione (da +2,8% della prima lettura a +2,5%).

I **prezzi all'importazione** sono scesi ad ottobre dello 0,7% m/m, con il determinante contributo del calo del prezzo del petrolio (-3,6%). La dinamica inflazionistica rimane molto debole in tutte le componenti.

La **produzione industriale** ha fatto registrare un calo dello 0,1% m/m a ottobre, con il settore manifatturiero che però ha mostrato una crescita dello 0,3% m/m; sul dato complessivo hanno pesato soprattutto i cali dei (volatili) settore Utilities (-1,1%) e Minerario (-1,6%), che avevano d'altro canto sostenuto il +0,7% di settembre.

Gli unici dati di sentiment della settimana, l'**indice Empire manifatturiero della Fed di New York** e l'**indice edilizio NAHB**, hanno entrambi deluso le attese. Per quanto riguarda il primo, a novembre il dato si è attestato a -2,2, in calo di quasi 4 punti ma con una buona lettura della componente aspettative che lascia presagire un rimbalzo nei prossimi mesi; stabile a 54 invece l'indice NAHB (contro attese di 55), che ha risentito dell'innalzamento dei tassi.

Legenda

EBITDA	Margine operativo lordo, vale a dire il risultato del gruppo prima degli ammortamenti e accantonamenti, della gestione finanziaria e delle imposte.
EBIT	Reddito operativo, vale a dire il risultato del gruppo prima della gestione finanziaria e delle imposte.
EV (enterprise value)	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.
Dividend yield	Rapporto tra il dividendo annuo e il prezzo in chiusura dell'anno dell'azione. È un indicatore del rendimento immediato.
Embedded Value	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.
P/E (price/eps)	Rapporto tra prezzo e utile per azione (dove quest'ultimo può essere indicato come eps - earnings per share)
CAGR (compound annual growth rate)	Tasso di crescita medio annuo, serve a smorzare l'effetto di volatilità dei rendimenti periodici
Book Value	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.
P/BV	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.
PFN e IFN	Sono rispettivamente la posizione e l'indebitamento finanziario netto.
Core Tier 1	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.
Solvency ratio	Il rapporto preso a riferimento dall'autorità di vigilanza per verificare i livelli minimi di patrimonializzazione delle compagnie assicurative.
SOP (sum of parts - somma delle parti)	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).
NAV (net asset value)	Metodo di valutazione solitamente impiegato per la valorizzazione delle holdings, che prevede la rettifica del patrimonio netto con le plusvalenze/minusvalenze latenti sulle partecipazioni detenute.
Buy back	Operazione realtiva all'acquisto di azioni proprie
VIX	Indice che misura la volatilità implicita nelle opzioni dell'indice S&P500.
Asset Swap Spread	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.
ITRAXX Europe	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.
ITRAXX Crossover	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.
CDS (Credit Default Swap)	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.