

# WeeklyNews

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

24 giugno 2014



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

Dopo la debolezza dell'economia mondiale nel primo trimestre, **gli indicatori di sentiment sono coerenti con un livello di crescita mondiale non lontano dal 3%**, come confermato dai PMI Manifatturieri preliminari di Cina e USA relativi al mese di giugno (pubblicati ieri). Le ultime informazioni disponibili indicano che il ciclo industriale mondiale sta nuovamente accelerando, mentre **il processo di revisione al ribasso delle stime di crescita nei Paesi Emergenti è terminato**, grazie in gran parte alle misure di stimolo fiscale e monetario varate in Cina. Questi elementi dovrebbero più che compensare il crollo del PIL in Giappone post aumento dell'IVA nel 2Q e porre le basi per **un più agevole ritorno al potenziale di crescita dell'economia mondiale nel secondo semestre**.

In questo contesto macroeconomico, **la linea di politica monetaria a livello globale è tornata decisamente espansiva**, guidata dall'annuncio del pacchetto di policy della BCE e da una Fed più dovish del previsto nell'ultimo FOMC. La stabilizzazione delle valute e dei flussi d'investimenti, unita all'indebolimento della crescita economica, ha aperto inoltre **una finestra di opportunità per le Banche Centrali Emergenti per rilassare la politica monetaria**, mentre la Cina ha affiancato maggiori misure di stimolo monetario a quelle fiscali già annunciate.

Nonostante alcune Banche Centrali (come la BOE e la BOJ) abbiano segnalato il proprio disagio temendo di essere prese di sorpresa da una riduzione dell'output gap più rapida del previsto, un cambio di policy significativo non sembra all'orizzonte, anche se **la Fed corre i maggiori rischi (dopo la Bank of England) di «rimanere dietro la curva»** nel caso in cui comparissero pressioni al rialzo sui salari. **Il rischio principale per l'outlook rimane quindi un'ascesa rapida ed improvvisa dei tassi d'interesse USA, che faccia salire la volatilità sui mercati**.

La crescita economica che fatica a raggiungere il potenziale, la permanenza dell'inflazione vicino ai minimi post-crisi finanziaria e l'azione delle Banche Centrali stanno comprimendo i tassi d'interesse e la volatilità, rafforzando il **clima di compiacenza** e spingendo gli investitori nelle asset class rischiose alla ricerca di rendimento. Anche se tali periodi di bassa volatilità possono essere molto persistenti e quello attuale è relativamente breve rispetto ad altri casi analoghi del passato, **il profilo di rischio/rendimento di numerose asset class si è deteriorato** ed è particolarmente vulnerabile in caso di inversione di tendenza, soprattutto se la crescita mondiale dovesse sorprendere al rialzo nei prossimi mesi provocando toni più «hawkish» da parte della Fed. Inoltre le recenti reazioni del petrolio e dei bond dell'Argentina ad alcuni eventi specifici lasciano pensare che **il premio per il rischio geopolitico sia sottovalutato**.

**Le asset class obbligazionarie a spread sono particolarmente esposte**, perché la ricerca del carry ha spinto i rendimenti (nominali e carry) ai minimi post o pre crisi finanziaria, il posizionamento degli investitori è particolarmente pesante, e la liquidità, soprattutto sul mercato secondario, si è molto deteriorata per effetto delle riforme del settore bancario che hanno ridotto l'attività di market-making delle banche. Inoltre negli USA il settore corporate non finanziario sta nuovamente aumentando la leva finanziaria mentre nei Paesi Emergenti la sottovalutazione del debito in valuta forte è svanita e il debito in valuta locale ha prezzato aggressivamente un cambio di politica monetaria in senso espansivo. I prodotti a spread in Euro sono più protetti dall'azione della BCE. Per tali considerazioni abbiamo deciso di **ridurre l'esposizione sulle asset class obbligazionarie, riposizionandoci sulla liquidità e su prodotti flessibili**.

Anche se i mercati azionari difficilmente supererebbero indenni un'improvvisa esplosione di volatilità, **l'equity mantiene un profilo di rischio/rendimento più attraente**. Le valutazioni, per quanto piene, non sono eccessive e l'aumento dei rendimenti obbligazionari (soprattutto se guidato dai tassi reali) in risposta al miglioramento dell'outlook economico non è pregiudizialmente negativo per i mercati azionari. Pertanto **manteniamo l'esposizione sull'equity dei Paesi Sviluppati e riportiamo alla neutralità l'esposizione sull'azionario dei Paesi Emergenti**, alla luce dell'intensificazione delle misure di stimolo fiscale e politico in Cina che si stanno già riverberando positivamente sull'economia.

Con la fine del super-ciclo degli investimenti i mercati delle commodities hanno iniziato a muoversi sulla base delle dinamiche di domanda e offerta di breve termine ed i movimenti delle curve dei futures hanno creato l'opportunità di raccogliere un carry da roll-over. Questo **rende nuovamente attraenti le materie prime in ottica di investimento** per la capacità di fornire un beneficio di diversificazione e di protezione in caso di esplosioni di rischio geopolitico. Aumentiamo pertanto l'esposizione sulle commodities, con una preferenza per il petrolio Brent.



## Europa

Il **PMI composito** area euro è sceso a 52,8 da un precedente 53,5 a fronte di attese invariate. L'indice PMI manifatturiero è calato a 51,9 (da 52,2) in scia ad un calo di 1,8 dell'indice francese. L'indice PMI servizi è calato a 52,8 (da 53,2) in scia all'indice tedesco peggiorato a 54,8 (da 56,0).

In Germania l'**indice ZEW** sulle prospettive per i prossimi mesi è sceso a 29,8 (da 33,1) mentre quello sulla situazione corrente è salito da 62,1 a 67,7 (il massimo dal 2011) suggerendo che l'attività sta tenendo bene in Germania, anche se gli spazi di ulteriore miglioramento sembrano più limitati.

La **seconda stima** dell'**inflazione** ha confermato il calo allo 0,5% a/a nel mese di maggio (da 0,7% a/a).



## Stati Uniti

Nell'**ultimo FOMC** la Governatrice Yellen ha confermato la linea dovish, mantenendo saldamente ancorate alla fine del 2015 le aspettative sul timing del primo rialzo dei tassi. In particolare Yellen ha segnalato che la discesa del tasso di disoccupazione ed il recente recupero dell'inflazione sono in linea con lo scenario della Fed e non richiedono variazioni di policy, dal momento che l'eccesso di capacità produttiva nel mercato del lavoro rimane ampio ed la crescita dei salari al 2% annuo è ancora ai minimi post-crisi. La revisione delle proiezioni di espansione dell'economia si è limitata al 2014 (a 2,2% a fine 2014 da 2,9% di marzo), per il 2015 e 2016 si mantengono rispettivamente al 3,1% e 2,75%.

In leggera discesa le richieste di **sussidi di disoccupazione**, -5 mila a 313 mila unità. Indicazioni dal mercato del lavoro positive e dati sempre coerenti con una creazione di posti di lavoro superiore ai 200 mila posti al mese.

L'**indice Philadelphia Fed** a giugno è salito a 17,8 (da 15,4 di maggio), il massimo da settembre 2013.

L'**indice di fiducia dei costruttori** a giugno è aumentato a 49 da 45 di maggio, riportandosi sui livelli del mese di febbraio.

L'**indice Empire della NY Fed** a giugno è salito solo marginalmente a 19,3 (dal precedente 19) ma ha battuto ampiamente le attese di consenso (correzione a 15) toccando il massimo da giugno 2010.

Il **CPI** componente core a maggio è aumentato di 0,4% m/m (+2,1% a/a) contro attese per +0,2% m/m, sorprendendo verso l'alto.

La stima flash del **PMI manifatturiero** ha segnato un nuovo aumento a 57,5 (da 56,4), il massimo da maggio 2010 con la componente ordini a segnare il maggiore rialzo dando indicazioni espansive anche per il terzo trimestre.

## 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.