



## JCI Capital Limited: il punto della settimana - PAROLA AL MERCATO

di JCI Capital Limited\* (Il Sole 24 Ore Radiocor Plus) - Milano, 05 apr - Si e' conclusa un'altra settimana complessivamente positiva, ancora in scia all'onda lunga della Fed. Janet Yellen in persona ha ribadito la cautela con cui verranno eventualmente alzati i tassi e che questi non sono stati pianificati ma saranno conseguenti allo stato di salute dell'economia.

Nonostante la correzione in atto, riteniamo che un'ulteriore forza del dollaro sia solo rimandata, visto che l'economia americana e' quella piu' avanti nel ciclo di deleveraging e le sue obbligazioni hanno rendimenti ancora appetibili.

Il credito corporate americano e' risultato il miglior performer delle ultime settimane, a dispetto delle previsioni nefaste di inizio anno. Nonostante il recupero, restano notevoli incertezze rispetto alle prospettive future.

Il consolidamento del settore bancario italiano, cenerentola europea tra sorellastre gia' malmesse, ha bisogno di tempistiche ragionevoli e di piani credibili per porre le basi di una ripresa solida, sia in Italia che in Europa. A quindi giorni dall'ultimo FOMC, la lunga mano della banca centrale americana e' riuscita ancora una volta ad afferrare al volo i mercati finanziari, sostenendoli per diverse sedute, con qualche segnale di cedimento solo in chiusura di settimana.

Il discorso di Janet Yellen all'Economic Club di New York ha esplicitato una volta di piu' l'atteggiamento prudentiale della Fed nonche' la cautela massima con cui si procedera' ad eventuali nuovi rialzi nell'anno, vista la poco confortante dinamica del quadro internazionale e la notevole incertezza in termini di impatto sull'economia domestica.

Le classi di investimento piu' rischiose ne hanno beneficiato maggiormente, ma anche il mercato obbligazionario ha incamerato nella curva dei tassi uno scenario di crescita e inflazione che sembra possano rimanere modeste quasi ad oltranza.

In scia a un mercato americano spumeggiante, anche l'Europa ha provato ad accodarsi, anche se con effetti decisamente meno brillanti.

In ottica previsionale riteniamo che il supporto offerto dalla Fed possa rappresentare un solido ancoraggio per i mercati obbligazionari, che beneficiano di un environment accomodante, non minacciato da rigurgiti inflazionistici.

Meno chiaro, al di la' delle ottime performance di breve periodo, il supporto agli asset azionari, che potrebbero rimanere negativamente influenzati da una costante revisione al ribasso degli utili attesi delle aziende americane.

In chiusura di settimana e' stato pubblicato il quarterly review della BIS, la Banca dei Regolamenti Internazionali, sempre poco incline a concedersi divagazioni ottimiste e, anzi, quasi cupa, nel dipingere un quadro che a suo avviso contiene sempre piu' numerosi elementi di preoccupazione per l'economia mondiale. Un paio di elementi chiave.

Il primo e' costituito da un crescente livello di debito pubblico e privato in un mondo in cui la leva dei tassi e della concessione del credito sembra non avere piu' alcun effetto curativo, ma solo palliativo.

Il secondo e' rappresentato dalla crescente diffidenza degli operatori nei confronti del settore bancario, ben evidenziata dalla netta sottoperformance dei titoli del settore rispetto agli indici di mercato.

L'evoluzione di questi due fattori diviene cruciale per le future prospettive dell'economia mondiale, perche' il debito crescente, in assenza di inflazione, non puo' che essere finanziato da una crescita robusta, mentre la fiducia nel sistema bancario e' il fondamentale pre-requisito di qualsiasi scenario benevolo.

Di seguito faremo un paio di approfondimenti relativi alla recente performance della classe del credito e dello stato dell'arte del settore bancario italiano, ritenuto tra i meno solidi nell'Eurozona ed epicentro del terremoto di vendite scatenatosi lo scorso febbraio su tutti i listini mondiali.

E' la fine del rafforzamento del dollaro? Come abbiamo sopra riportato, l'evento principale nelle ultime due settimane e' stato l'intervento di Janet Yellen all'Economic Club di New York. Il governatore ha ribadito con forza che i rischi esogeni sono molto elevati e che la Fed e' disponibile a mantenere per qualche tempo una politica monetaria piu' accomodante di quella richiesta dal tasso reale neutrale per l'attuale fase del ciclo.

Janet Yellen sembra molto lontana da voler combattere un sentiero di futuri rialzi (implicito nella curva dei Fed funds) che rimane costantemente piu' basso di quello previsto dalle proiezioni dei Dots e sembra anzi quasi volerlo avallare. Neanche un dato robusto sull'occupazione e' riuscito a mettere in discussione quello che a tutti gli effetti molti considerano un cambio di passo della banca centrale americana.

Nel segnalare che essere 'behind the curve' e' un rischio calcolato e deliberato, a fronte di persistenti rischi esogeni, quali Cina, petrolio, emergenti, banche europee, Brexit, che ora vengono descritti non piu' cosi' transitori come si voleva far apparire nel 2015, la Fed sembra aver operato un cambio di passo.

Questo ci riporta alle varie teorie complottiste sull'esistenza di un accordo piu' o meno tacito a livello di G4 (Fed, ECB, BoJ, PBoC) mirato ad evitare, per quanto possibile, rafforzamenti eccessivi e/o troppo veloci del dollaro, ormai

largamente considerato il comun denominatore delle varie crisi che il mercato ha dovuto affrontare.

La narrativa funziona piu' o meno cosi': la Cina pretenderebbe maggiore attenzione da parte delle altre banche centrali per evitare rafforzamenti del dollaro (e indebolimenti di EUR e JPY), in cambio della disponibilita' a stabilizzare il piu' possibile lo yuan e a evitare pericolose fughe verso l'ignoto del cambio USD/CNY, forse l'evento piu' temuto dai mercati in assoluto.

Vero o falso che sia a marzo il biglietto verde e' stato il peggiore delle oltre trenta valute che monitoriamo.

E' dunque finito il ciclo di rafforzamento del dollaro, iniziato nel 2011 e che ha avuto un'evidente accelerazione da meta' 2014? In effetti non siamo lontani da livelli che tecnicamente metterebbero in discussione questo trend pluriennale e non si puo' escludere che l'attuale correzione possa avere ancora un po' di spazio. Un'analisi macro di piu' lungo periodo pero' ci fa pensare che un'ulteriore forza del dollaro sia solo rimandata, vista la nostra convinzione che l'economia americana sia, tra quelle sviluppate, quella nettamente piu' avanti nel ciclo di deleveraging tuttora in atto a valle della Grande Crisi Finanziaria.

Inoltre va ricordato che in questo nuovo mondo a tassi zero i rendimenti americani, specialmente nella parte lunga della curva, sono chiaramente da considerarsi degli high yields, rispetto a quelli di altri Paesi sviluppati, e risultano per tanto particolarmente appetibili in un mercato assetato di rendimenti. L'atteggiamento della Federal Reserve, volutamente tardivo, potrebbe anche essere corretto, viste le strutturali spinte deflattive in atto, ma e' destinato ad aumentare la divergenza dei cicli di crescita e, soprattutto di inflazione, fornendo indirettamente un ulteriore supporto al biglietto verde.

La sorpresa del Credito US in un trimestre difficile Con l'ultima settimana di marzo si conclude un trimestre bifronte, in tono moderatamente supportivo (o quantomeno non cosi' negativo) sulle classi di investimento a elevato beta dopo le disastrose prime 6 settimane dell'anno.

Emerging Markets sono sugli scudi, grazie a una Fed piu' attendista di quanto prezzato sul finire del 2015 e al rimbalzo generalizzato delle materie prime.

Borse Europee appesantite dalla pessima performance del settore bancario, e indice Nikkei fra gli sconfitti, nonostante l'ennesima accelerazione del sostegno monetario In un trimestre dunque a elevata volatilita' e dispersione nei ritorni, sembra doveroso segnalare il prepotente ritorno di momentum sul fronte del credito corporate, che partiva da attese di consensus non positive per il 2016, confermate nelle prime settimane dell'anno, sia sul mercato primario, praticamente in letargo, sia sul secondario. Una situazione che era stata poi ulteriormente complicata dall'inesorabile calo del petrolio, fattore critico per il credito US, soprattutto alla luce sia dell'elevato peso delle societa' petrolifere, sia della leva finanziaria media, ampiamente superiore a quella europea.

In uno scenario atteso dunque decisamente poco favorevole all'asset del reddito statunitense, dove addirittura il rialzo atteso nel tasso medio di default indicava la concreta possibilita' di un ritorno negativo per gli indici HY, non stupisce (a posteriori?) che proprio gli indici statunitensi corporate siano stati i principali protagonisti del movimento di reversal avviatosi a meta' febbraio dopo l'allentamento delle pressioni sul petrolio, e rafforzatosi poi dopo il supporto delle banche centrali a marzo.

Guardando nello specchietto retrovisore riteniamo ragionevole credere che il rimbalzo attuale possa essere inquadrato come un temporaneo recupero favorito sia dall'allentamento della pressione sul prezzo del petrolio che dal supporto monetario.

I ripetuti QE hanno spinto diversi settori industriali dell'economia statunitense (Oil&Gas soprattutto, ma non solo) a strutture di capitale eccessivamente indebitate, a elevato rischio di stress finanziario in uno scenario di restrizione del credito. Visto in termini prospettici dunque e' ragionevole ipotizzare un aumento del default rate e un mercato meno pimpante di quello visto nelle ultime settimane.

Il risiko bancario italiano L'approvazione della riforma delle banche popolari e le conseguenti aspettative di consolidamento del settore ancora largamente inefficiente ed eccessivamente frammentato, sono state la spinta che nel 2015 ha portato l'indice delle banche italiane a chiudere l'anno passato con la brillante performance del 15%, dopo aver addirittura raggiunto massimi superiori al 30% nel mese di luglio.

Ma come e' cambiato lo scenario bancario italiano a un anno dall'approvazione della riforma? Attualmente l'indice FTSE Italia All-Share Banks si trova in area 10.255, livello ben inferiore sia rispetto ai massimi di luglio (18.555) sia rispetto alla chiusura della fine dell'anno passato (15.388). A livello nazionale lo scetticismo affonda le sue radici nel salvataggio di novembre delle quattro banche commissariate: Banca Marche, Banca Etruria, Carife e Carichieti. In quell'occasione, infatti, il mercato ha realizzato gli effetti concreti dall'implementazione del bail-in, entrato in vigore a gennaio 2016, con l'azzeramento del valore delle azioni e dei bond subordinati degli istituti coinvolti. La fine del supporto governativo e del coinvolgimento dei contribuenti ha alimentato la preoccupazione tra i risparmiatori, spesso poco informati sui rischi connessi all'investimento in particolari categorie di titoli, e la diffidenza anche tra gli investitori piu' esperti.

A questo si e' aggiunto il crescente sospetto della scarsa qualita' dei crediti erogati dalle banche, in particolare dei crediti in sofferenza che, a livello lordo, nel sistema bancario italiano superano i euro200 miliardi. L'ampio calo subito dai titoli bancari ha accelerato la trattativa con la BCE il cui negoziato si e' concluso con la creazione, su richiesta degli istituti di credito, di differenti veicoli specializzati, SPV, uno per ciascuna banca, in cui i bonds senior potranno godere di garanzie - note come GACS - da parte del governo a prezzi di mercato.

Sebbene questo sia un primo concreto passo nella giusta strada, il processo necessita di un'accelerazione delle

tempistiche, per liberare capitale attualmente impegnato in accantonamenti. Ad oggi l'unico accordo concreto e' quello dello scorso 23 marzo tra Banco Popolare (BP) e Banca Popolare di Milano (BPM). Il Memorandum of Understanding prevede una fusione, che dara' origine al terzo gruppo bancario italiano.

Il tutto dovra' essere approvato da entrambi entro il 1 novembre 2016, ed e' condizionato ad un aumento di capitale di un miliardo di euro per BP, da approvare entro maggio ed eseguire entro ottobre. Le sinergie stimate dalla fusione dovrebbero ammontare a euro365 milioni, di cui euro290 milioni derivanti da una riduzione dei costi e euro75 milioni da un aumento delle revenues. L'intervento della BCE nel ruolo di supervisore del sistema bancario europeo ha reso la trattativa piu' laboriosa. Laddove i risultati degli SREP definivano il livello di capitale di entrambe le banche superiore al requisito minimo richiesto, la BCE ha invece imposto la necessita' di un aumento di capitale per BP, inizialmente ripetutamente scongiurato dal management. Di recente si e' anche vociferato di un aumento di capitale per Banca Carige che insieme a MPS e' tra le banche che ha sofferto di piu' nell'ultimo trimestre. La proposta del fondo Apollo prevede un'offerta di 695 milioni per 3,5 miliardi di euro di crediti in sofferenza, con una valutazione quindi inferiore al 20% del valore nominale. Le perdite conseguenti sarebbero compensate dall'aumento di capitale riservato, che la stessa Apollo Management International sarebbe disposta a sottoscrivere, ottenendo una quota del capitale superiore al 50%.

Al momento l'obiettivo del nuovo Cda e' quello di rifiutare l'offerta di Apollo e proporre un nuovo piano che garantisca una migliore valutazione delle sofferenze, anche grazie alle garanzie del governo (GACS) e indirizzarsi verso una fusione con un'altra banca, evitando l'aumento di capitale. Nuovi dettagli sono emersi per Veneto Banca e Popolare Vicenza, obbligate a un aumento di capitale, rispettivamente per euro1 e euro1.75 miliardi, che riporti il CET1 sopra il minimo imposto dalla Bce, e alla quotazione in borsa che le renda appetibili per eventuali acquisizioni. Mentre l'aumento di capitale di Veneto Banca e' garantito da Banca IMI, che e' sicura di portarlo a termine entro meta' di giugno, si fanno insistenti le voci sulla volonta' di Unicredit di continuare a fare da garante dell'aumento di Popolare Vicenza, dopo che e' stata posticipata la data di avvio del processo al 18 aprile, una settimana dopo rispetto alla precedente versione.

\*societa' inglese specializzata in asset management e investment banking "Il contenuto delle notizie e delle informazioni trasmesse con il titolo "Parola al mercato" non possono in alcun caso essere considerate una sollecitazione al pubblico risparmio o la promozione di alcuna forma di investimento ne' raccomandazioni personalizzate a qualsiasi forma di finanziamento. Le analisi contenute nelle notizie trasmesse nella specifica rubrica sono elaborate dalla societa' a cui appartiene il soggetto espressamente indicato come autore.

L'agenzia di stampa Il Sole 24 Ore Radiocor declina ogni responsabilita' in ordine alla veridicita', accuratezza e completezza di tali analisi e invita quindi gli utenti a prendere atto con attenzione e la dovuta diligenza di quanto sopra dichiarato e rappresentato dalla societa'".

(RADIOCOR) 05-04-16 14:58:45 (0439) 5 NNNN