

STUDIO GAFFINO SIM

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



SCENARI MACRO ECONOMICI E FINANZIARI PER IL 2019

STUDIO GAFFINO SIM

Redatto il 07/12/2018

UNO SGUARDO ALL'ANNO CHE STA PER FINIRE:

COME SONO ANDATE LE BORSE?

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà , 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)



STUDIO GAFFINO SIM
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



Performances delle principali borse mondiali al 30 novembre 2018
La variazione YTD in EUR in ultima colonna
Indicatori di P/E e DIV.Yield nelle ultime colonne a destra

LLP <GO> per aprire in Launchpad

Notizie ▾		Impostazioni		Indici azionari mondiali						
Standard ▾	+Attivi	Volatilità	<input checked="" type="checkbox"/> Coeff	Future	Δ AVAT	1g	%Vzn YTD	EUR ▾		
1) Americhe										
11) DOW JONES		25338.84	-27.59	-0.11%	11/29	16.90	15.85	14.59	2.22	+8.18%
12) S&P 500		2737.76	-6.03	-0.22%	11/29	18.75	16.73	15.38	1.95	+8.07%
13) NASDAQ		7273.08	-18.51	-0.25%	11/29	40.71	21.30	18.87	1.09	+11.19%
14) S&P/TSX Comp		15194.04	+22.78	+0.15%	11/29	16.59	14.40	12.82	3.17	-6.53%
15) S&P/BMV IPC		41913.45	+923.97	+2.25%	11/29	17.35	14.33	12.36	2.60	-13.04%
16) IBOVESPA		89709.56	+458.74	+0.51%	11/29	20.01	13.51	10.84	3.27	+6.54%
2) EMEA										
21) Euro Stoxx 50		3160.85	-13.31	-0.42%	10:30	14.18	13.27	12.03	3.73	-9.79%
22) FTSE 100		6995.25	-43.70	-0.62%	10:15	15.87	12.37	11.51	4.63	-9.09%
23) CAC 40		4977.58	-28.67	-0.57%	10:30	15.01	13.24	12.17	3.48	-6.31%
24) DAX		11232.66	-65.57	-0.58%	10:30	12.33	12.46	11.20	3.28	-13.04%
25) IBEX 35		9066.10	-32.80	-0.36%	10:15	13.05	12.17	11.17	4.28	-9.74%
26) FTSE MIB		19106.77	-52.83	-0.28%	10:30	10.89	10.65	9.23	4.13	-12.57%
27) OMX STKH30		1510.32	-5.07	-0.33%	10:30	15.56	14.95	13.66	4.55	-9.03%
28) SWISS MKT		8974.23	-41.36	-0.46%	10:15	22.91	16.02	14.45	3.34	-1.21%
3) Asia/Pacifico										
31) NIKKEI		22351.06	+88.46	+0.40%	07:15	15.45	16.12	14.21	1.97	+2.91%
32) HANG SENG		26506.75	+55.72	+0.21%	09:09	10.04	11.14	10.06	3.79	-6.59%
33) CSI 300		3172.69	+35.04	+1.12%	08:00	11.71	11.07	9.69	2.52	-22.17%
34) S&P/ASX 200		5667.16	-91.26	-1.58%	07:09	15.60	14.51	13.87	4.66	-7.73%

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2018 Bloomberg Finance L.P.
SN 145368 H438-3614-1 30-Nov-18 10:30:29 CET GMT+1:00

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà , 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

***In un anno particolarmente volatile,
ancora una volta gli indici europei
si confermano più appetibili rispetto
agli indici americani sia per P/E che per Div.Yield,
ma ciò non implica automaticamente una
miglior performance futura delle borse europee
rispetto alle borse americane per il 2019.***

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà , 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

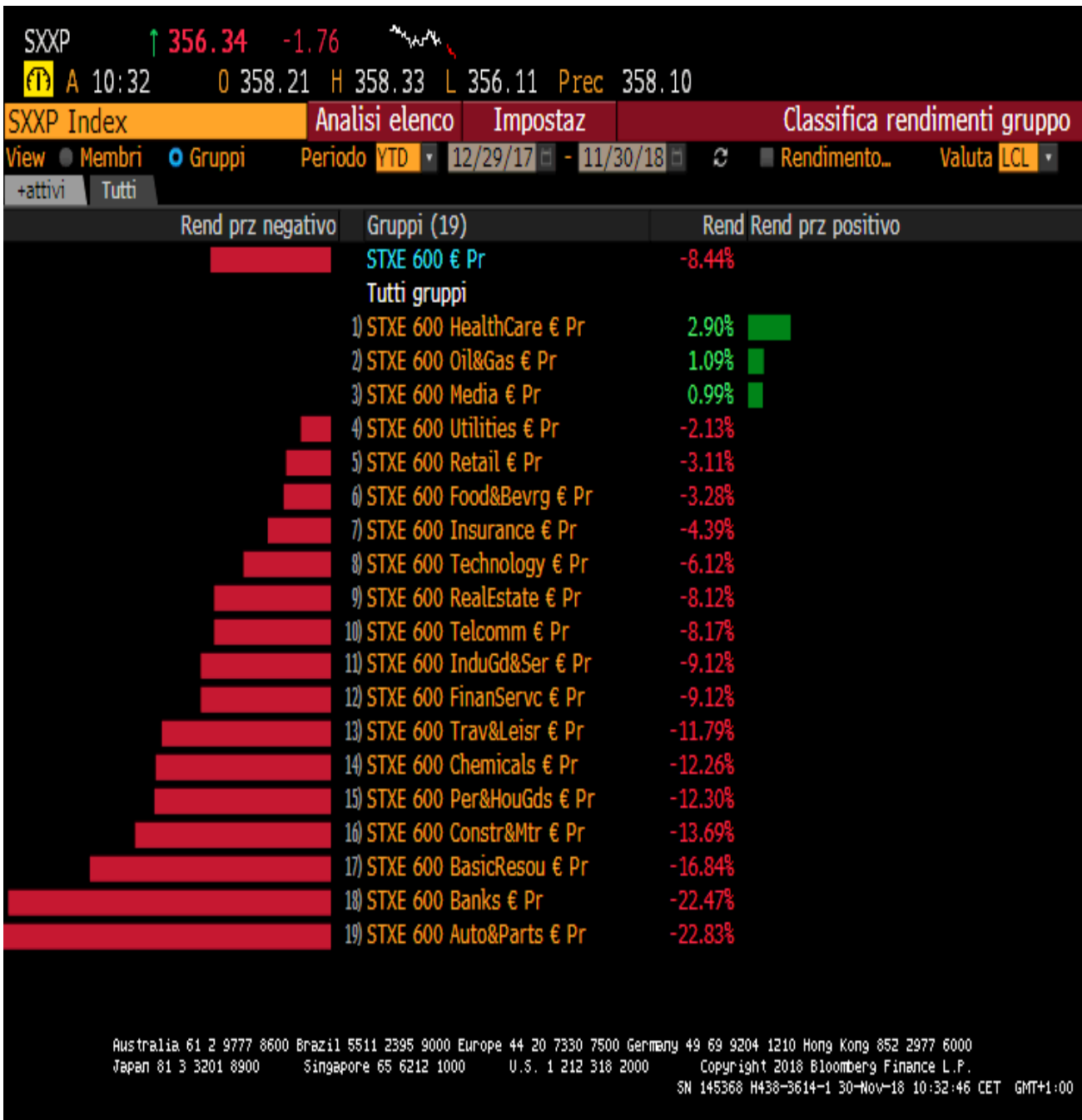
CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)



STUDIO GAFFINO SIM
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



Eurostoxx 600: performances settoriali YTD



STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà , 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

***Quali sono stati i settori
più massacrati nel 2018
nei mercati azionari europei?
La guerra sui dazi ha penalizzato
pesantemente il settore auto (-22%)
il settore bancario (-22%) e quello
delle risorse di base.
Si “salvano” solo il settore energetico,
il settore farmaceutico e quello media:
gli unici a rendimento positivo (anche se limitato).***

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà , 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)



STUDIO GAFFINO SIM
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



PREVISIONI DI CRESCITA MONDIALE

OCSE: Interim Economic Outlook

22 novembre 2018

	2018		2019		2020
World	3.7		3.5	↓	3.5
G-20	3.8	↓	3.7	↓	3.7
Australia	3.1	↑	2.9	↓	2.6
Canada	2.1		2.2	↑	1.9
Euro area	1.9	↓	1.8	↓	1.6
Germany	1.6	↓	1.6	↓	1.4
France	1.6		1.6	↓	1.5
Italy	1.0	↓	0.9	↓	0.9
Japan	0.9	↓	1.0	↓	0.7
Korea	2.7		2.8		2.9
United Kingdom	1.3		1.4	↑	1.1
United States	2.9		2.7		2.1

	2018		2019		2020
Argentina	-2.8	↓	-1.9	↓	2.3
Brazil	1.2		2.1	↓	2.4
China	6.6	↓	6.3	↓	6.0
India¹	7.5	↓	7.3	↓	7.4
Indonesia	5.2		5.2	↓	5.1
Mexico	2.2		2.5		2.8
Russia	1.6	↓	1.5		1.8
Saudi Arabia	1.7		2.6		2.5
South Africa	0.7	↓	1.7	↓	1.8
Turkey	3.3	↑	-0.4	↓	2.7

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà, 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

Anche l'OCSE, come anche il FMI ha ridotto le stime di crescita per il biennio 2019-2020 (le frecce in basso rappresentano le variazioni negative rispetto alle precedenti stime proiettate a settembre del 2018).

Il mondo crescerà ancora, non cadrà in recessione nel corso del 2019, ma certamente crescerà ad un ritmo più lento.

Anche l'inflazione potrebbe essere molto meno aggressiva di quanto non si temeva qualche mese fa.

**Quale sarà crescita globale per il 2019?
Ci sono alcune nuvole all'orizzonte...
...che si possono trasformare in opportunità .**

Ci apprestiamo a concludere anche il 2018, un anno che è stato molto importante per i mercati finanziari, perché si lascia alle spalle l'allegria del 2017 e l'effetto euforico della Trump-Economics.

Certamente per il 2019 un tema importante sarà quello della **volatilità**, ritornata già nei due mesi di ottobre / novembre su livelli che non si vedevano da tempo.

Il regime di volatilità straordinariamente bassa degli anni passati era la conseguenza (ben voluta) del regime di Quantitative Easing e di repressione finanziaria dei rendimenti governativi voluti dalle banche centrali.

I tassi bassissimi e la copiosa erogazione monetaria di tutte le banche centrali (Fed in testa) avevano convinto i mercati che esistesse sempre una ciambella di salvataggio da parte delle banche centrali stesse per tutte le momentanee crisi di liquidità e i crolli in borsa (basti ricordare quelli accaduti nei primi 2 mesi del 2016).

Ciò aveva innalzato il premio al rischio azionario e la "fuga" dai bond verso l'equity. In pratica, gli investitori avevano assunto correttamente che vi fosse la volontà di sostenere a qualsiasi costo il mercato di fronte a tutti gli scossoni e i problemi, riducendo sostanzialmente la volatilità non solo storica, ma anche quella prospettica dei mercati.

Il mondo in cui stiamo vivendo oggi e in cui vivremo nel 2019 è sostanzialmente diverso: **la liquidità è in riduzione** e lo sarà ancora di più guardando avanti.

Tutto questo non può che favorire regimi di volatilità, poiché il rialzo dei rendimenti governativi e degli spread di rendimento impliciti nei bond corporate brucia il premio al rischio espresso dal tasso di dividendo azionario.

È certamente fondamentale che proprio in questi contesti di alta volatilità la gestione attiva da noi sempre attuata rappresenti un fattore cruciale per rispondere pienamente ai bisogni dell'investitore offrendo quella maggiore flessibilità necessaria ad affrontare le fasi difficili, come quella a cui stiamo assistendo nelle ultime settimane: una fase alla quale noi ci eravamo preparati anzitempo, modificando il portafoglio a favore della liquidità, della liquidabilità, e di un basso V.A.R. intrinseco, e sempre sotto-pesando il comparto azionario rispetto al benchmark.

Ma nella volatilità si possono fare affari: saper approfittare delle opportunità che inevitabilmente si presenteranno sarà il compito essenziale del vostro gestore, sempre alla ricerca della qualità ingiustamente maltrattata.

Per quanto riguarda la situazione attuale di economie e mercati, la correzione partita a ottobre è stata il frutto di un mix tossico di diversi fattori. Teniamone conto ora che dobbiamo allargare lo sguardo al 2019. Da un lato, solidi dati macroeconomici negli USA hanno indotto il governatore Powell a dichiarare che - “La FED è ancora lontana dal raggiungimento del livello neutrale dei tassi d’interesse” – **spingendo al rialzo la curva dei rendimenti** statunitense “. (ottobre 2018).

Solo ultimamente (28 novembre) Powell ha assunto un atteggiamento più morbido dichiarando che i Fed Funds attuali sono molto vicino al tesso neutrale per l’economia USA (MA IL DANNO DI OTTOBRE E NOVEMBRE SUI LISTINI AZIONARI ERA ORAMAI STATO FATTO).

Dall’altro lato, la stagione degli **utili societari** negli USA, seppur positiva per sorprese e crescita degli utili, ha sollevato dei dubbi sulla sostenibilità dei livelli di crescita futura, ovvero sui rischi di compressione dei margini futuri: spread creditizi in risalita, pressioni salariali in aumento e guerra tariffaria tra USA e Cina intaccano le prospettive delle imprese e la sostenibilità del trend di crescita dei profitti per il 2019. Non crediamo che il tasso di crescita della redditività aziendale del 2018 possa essere replicato nel 2019. Gli utili ci saranno, ma cresceranno ad una velocità inferiore rispetto agli altri anni.

Potranno quindi esserci delle fasi di aggiustamento dei P/E alle nuove prospettive di crescita più moderata degli utili.

Escludiamo sin da ora una fase recessiva dell’economia globale per il 2019: l’economia mondiale continuerà a crescere, ma non ai ritmi del biennio 2017/2018.

Anzi, qualora vi saranno delle fasi di eccessiva emotività degli investitori, cioè nei momenti di particolare stress del mercato sarà opportuno uno stock-picking volto a cogliere le occasioni rappresentate da quelle aziende ben gestite, con un ottimo cash-flow e che hanno mostrato negli anni una costanza nei flussi di dividendi (per es. settore petrolifero e utilities).

Le performances migliori dei portafogli spesso vengono costruite avendo il coraggio di comprare nei momenti di panico

Il mondo continuerà a crescere: le occasioni saranno sempre presenti sui mercati a aspetteranno solo chi le saprà cogliere.

LA CRESCITA MONDIALE STA DECELERANDO...

MA NON ENTREREMO IN RECESSIONE!

**ECCO MUTAMENTO DELLE 3 PROIEZIONI FATTE DALL'OCSE NELLE 3 PROIEZIONI DI MAGGIO, SET.
E NOV. 2018**

PER LE 3 PRINCIPALI MACRO-AREE SUL TRIENNIO 2018 -2020

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà , 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007
*AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007*
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
*ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)*

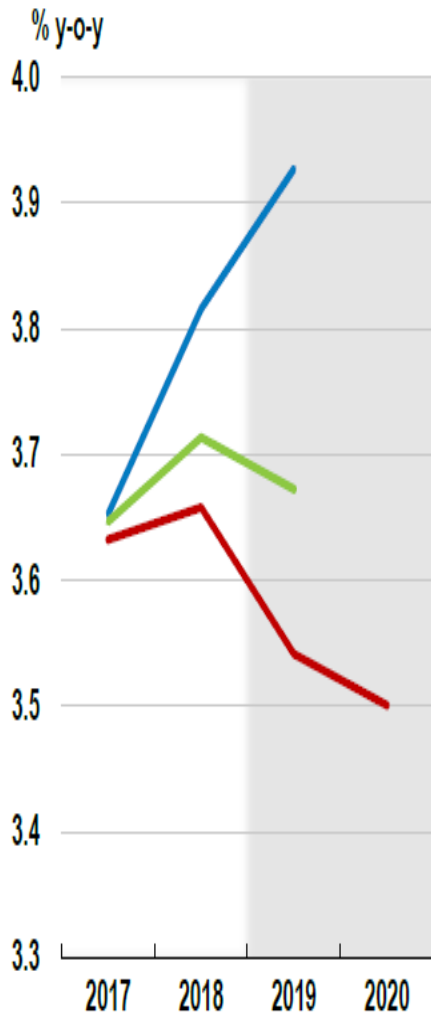


STUDIO GAFFINO SIM
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



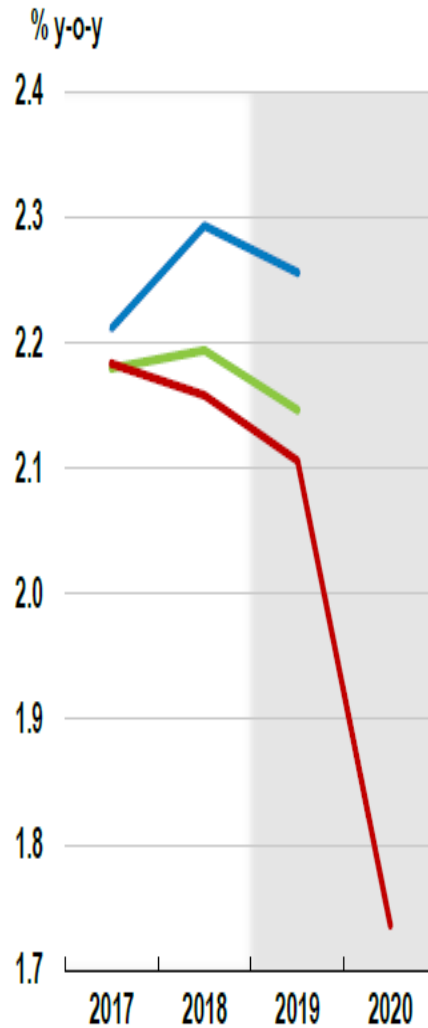
World

— May projections



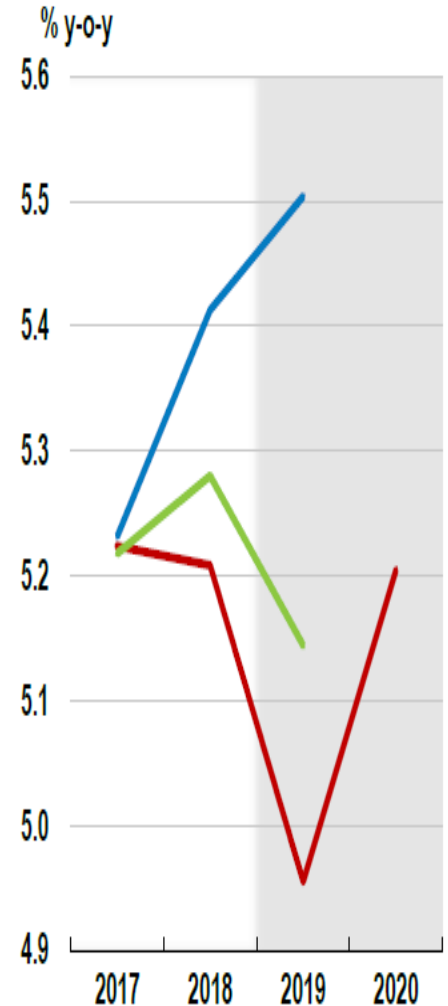
G-20 Advanced

— September projections



G-20 Emerging

— November projections



Un diverso trend degli indicatori anticipatori, la guerra commerciale Cina-USA e le incertezze geo-politiche hanno spinto l'OCSE a rivedere sempre più al ribasso le stime di crescita da questa primavera a questo autunno

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà, 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

D'altronde per il 2019 in Europa, il **negoziato Brexit e tensione politica tra Italia e Commissione Europea** mantengono elevati i premi di rischio: in assenza di un convincente "compromesso" fra le richieste del governo italiano e la necessità di preservare la disciplina fiscale che permetta una credibile riduzione del debito pubblico italiano, ci aspettiamo che lo spread fra BTP e Bund si mantenga su livelli elevati in un intervallo fra 250 e 350 punti base, almeno per il primo trimestre del 2019.

Ugualmente una mancata ratifica dell'accordo voluto da Theresa May da parte del parlamento in UK potrebbe generare altra volatilità, sia sul mercato azionario che in quello dei cambi.

Escludiamo (per ora) elezioni anticipate in Italia nella primavera del 2019: un simile scenario di elezioni anticipate renderebbe assolutamente oscuro l'orizzonte della curva dei tassi italiana e qualsiasi predizione sul livello dell'indice FTSEMIB alla fine del 2019.

Tuttavia riteniamo che i mercati finanziari "costringeranno" prima o poi il governo attualmente in carica a venire incontro alle esigenze di stabilità finanziaria che la UE richiede.

Al termine di questa fase di stress, la "presa di coscienza" della coalizione al governo che un più basso rapporto deficit/PIL sarà oltremodo necessario per assicurare la sostenibilità del debito pubblico per i prossimi anni, porterà ad un accordo e quindi a livelli di spread BTP-Bund più bassi.

Il mercato azionario italiano a questo punto potrà rappresentare una occasione da non sottovalutare, specialmente nel comparto industriale e, in misura minore, nel comparto bancario.

Le tensioni commerciali hanno ulteriormente gravato con il confronto tra **Cina e USA** che raggiunge un nuovo livello di criticità dopo le accuse che il Vice-Presidente Pence ha rivolto alla Cina parlando di "influenza e interferenza maligna" nelle elezioni americane, accuse che hanno gettato benzina sul fuoco della guerra commerciale.

L'arresto della figlia del magnate fondatore e presidente di Huawei per presunti aiuti all'Iran nell'ambito delle infrastrutture tecnologiche non Il summit del G20 a Buenos Aires del 30.11.2018 si è concluso, finalmente, con una tregua di fatto. L'appuntamento del G20 di Buenos Aires tra Trump e il leader cinese Xi Jinping doveva essere fondamentale per valutare se ci poteva essere uno spazio per il cessate il fuoco e scongiurare l'aumento dei dazi al 25% sull'import cinese (rispetto al 10% attuale). **Se al termine della tregua di 90 giorni USA e Cina si accorderanno per una "pace definitiva", si aprono spazi per un rally sostenuto del settore hi-tech e del settore della componentistica auto (e del settore automobilistico in senso stretto) che son stati puniti in maniera feroce nel 2018.**

Ma, lo ripetiamo, per il 2019 l'altro passaggio chiave per permettere un miglioramento delle prospettive sui mercati è nelle mani della FED: in seguito alla correzione di ottobre e novembre, le condizioni finanziarie in USA sono più restrittive (per discesa dell'azionario e per un aumento delle "margin calls sulle posizioni azionarie a leva). Questa restrizione si somma alla restrizione monetaria sottostante della banca centrale americana.

Di conseguenza abbiamo elaborato uno schema, seguito da una tabella alla pagina seguente circa i principali rischi che ci troveremo ad affrontare nel 2019.

IL 2019 SARÀ L'ANNO DELLA PROSECUZIONE DELLA VOLATILITÀ COME È GIÀ ACCADUTO NEL 2018, OPPURE SANCIRÀ IL RITORNO ALLA CRESCITA?

Riteniamo che i fattori di rischio da governare (mediante portafogli ampiamente liquidi e un basso rischio di credito generale) per il 2019 rimangono i seguenti:

1. Eccessivo rialzo dei tassi FED
2. Prolungamento della guerra commerciale USA –CINA
3. Rarefazione del mercato obbligazionario e aumento degli spread
4. Instabilità politica italiana (spread BTP-BUND oltre i 400 bps)
5. Esito negativo della trattativa sul Brexit ed elezioni anticipate in UK
6. Crollo del prezzo del petrolio e danni per i paesi esportatori
7. Crisi dei mercati emergenti e relativo problema del debito
8. Eccessiva frenata della crescita in area euro e in Giappone

SARANNO INVECE FATTORI POSITIVI PER I MERCATI:

1. Robusta crescita dei profitti aziendali
2. Mercato del lavoro stabile e senza aumenti eccessivi del costo della manodopera a livello globale
3. Inflazione contenuta
4. Discesa dei tassi di interesse a lungo termine in area euro che aumenta il premio al rischio azionario e quindi l'appetibilità del comparto
5. Un eventuale nuova fase di accomodamento monetario della BCE con strumenti diversi dal QE (un nuovo TLTRO?)

Nella tabella alla pagina seguente vengono elencate le performances di tutte le asset classes in valuta locale (se non espresse sono sottintese in dollari) per i primi 11 mesi del 2018. Periodo: 1.11.2018 – 20.11.2018. Fonte: Deutsche Bank

Come si può osservare, il 2018 è stato un anno particolarmente difficile e controverso. Poche forme di investimento si sono salvate dalla performance negativa: solo le prime 7 voci su un totale di 52 hanno avuto infatti una performance positiva.



STUDIO GAFFINO SIM
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



#	ASSET	NOME	%YTD LOC	% max px 52 week
1	COMMODITY	NATURAL GAS FUTR Dec18	40,61	17,36
2	EQUITY	Ibovespa Brasil Sao Paulo Stoc	12,64	4,19
3	COMMODITY	PALLADIO	7,64	3,47
4	COMMODITY	COTTON NO.2 FUTR Mar19	5,40	21,18
5	COMMODITY	WHEAT FUTURE(CBT) Mar19	3,70	22,68
6	EQUITY	NASDAQ Composite Index	2,59	12,93
7	COMMODITY	Low Su Gasoil G Jan19	1,20	31,32
8	EQUITY	S&P 500 Index	0,01	9,09
9	BOND	Bloomberg Barclays Asian Pacif	0,19	0,38
10	BOND	Bloomberg Barclays US Corporat	0,24	2,97
11	EQUITY	Dow Jones Industrial Average	0,32	8,58
12	BOND	Bloomberg Barclays Municipal B	0,40	0,71
13	BOND	Bloomberg Barclays EuroAgg Tot	0,48	1,53
14	BOND	Bloomberg Barclays Pan-Europea	0,64	1,46
15	BOND	Bloomberg Barclays US MBS Inde	1,21	1,29
16	BOND	Bloomberg Barclays US Treasury	1,48	1,69
17	BOND	Bloomberg Barclays U.S. Univer	1,97	2,05
18	BOND	Bloomberg Barclays US Agg Gov/	2,32	2,45
19	BOND	Bloomberg Barclays Pan-Europea	2,57	3,62
20	BOND	Bloomberg Barclays Global Agg	3,03	6,20
21	BOND	Bloomberg Barclays Global-Aggr	3,26	4,86
22	COMMODITY	NY Harb ULSD Fut Dec18	3,31	29,47
23	BOND	Bloomberg Barclays Global High	3,51	4,93
24	EQUITY	Nikkei 225	3,57	10,21
25	BOND	Bloomberg Barclays US Corporat	3,74	3,78
26	BOND	Bloomberg Barclays Global Agg	4,29	5,28
27	COMMODITY	BRENT CRUDE FUTR Jan19	4,44	42,36
28	EQUITY	OMX Stockholm 30 Index	5,16	10,98
29	BOND	Bloomberg Barclays Global Infl	5,24	7,12
30	EQUITY	Swiss Market Index	5,53	7,67
31	EQUITY	S&P/ASX 200	5,55	10,12
32	COMMODITY	Oro	6,20	10,56
33	COMMODITY	CORN FUTURE Mar19	6,29	18,59
34	EQUITY	CAC 40 Index	6,39	12,10
35	EQUITY	S&P/TSX Composite Index	7,38	9,49
36	EQUITY	FTSE 100 Index	8,97	11,53
37	COMMODITY	Platino	9,09	17,93
38	EQUITY	IBEX 35 Index	9,79	14,87
39	EQUITY	EURO STOXX 50 Price EUR	9,84	14,27
40	COMMODITY	WTI CRUDE FUTURE Jan19	10,68	48,09
41	COMMODITY	SOYBEAN FUTURE Jan19	11,93	22,81
42	EQUITY	Hong Kong Hang Seng Index	11,99	21,36
43	EQUITY	FTSE MIB Index	12,34	21,90
44	EQUITY	Deutsche Boerse AG German Stoc	12,45	16,71
45	COMMODITY	LME ALUMINUM 3MO (\$)	13,96	39,28
46	COMMODITY	LME COPPER 3MO (\$)	14,60	18,73
47	COMMODITY	Argento	15,82	19,38
48	COMMODITY	GASOLINE RBOB FUT Dec18	16,28	49,87
49	COMMODITY	COFFEE 'C' FUTURE Mar19	20,00	28,77
50	EQUITY	S&P/BMV IPC	20,11	22,87
51	COMMODITY	SUGAR #11 (WORLD) Mar19	20,97	28,61
52	EQUITY	Shanghai Shenzhen CSI 300 Inde	22,17	28,75

15

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà , 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

ECONOMIA MONDIALE

COME VEDE LA SITUAZIONE NEL 2019 L'OCSE?

LE PREVISIONI AL RIBASSO DELL'ECONOMIA MONDIALE FATTE RECENTEMENTE DALL'OCSE PER IL 2019 SI BASANO NON SOLO SU INDICATORI ANTICIPATORI DEL TREND (INDICATORI PMI) MA ANCHE SULL'INVERSIONE DEL TREND DI DATI REALI QUALI:

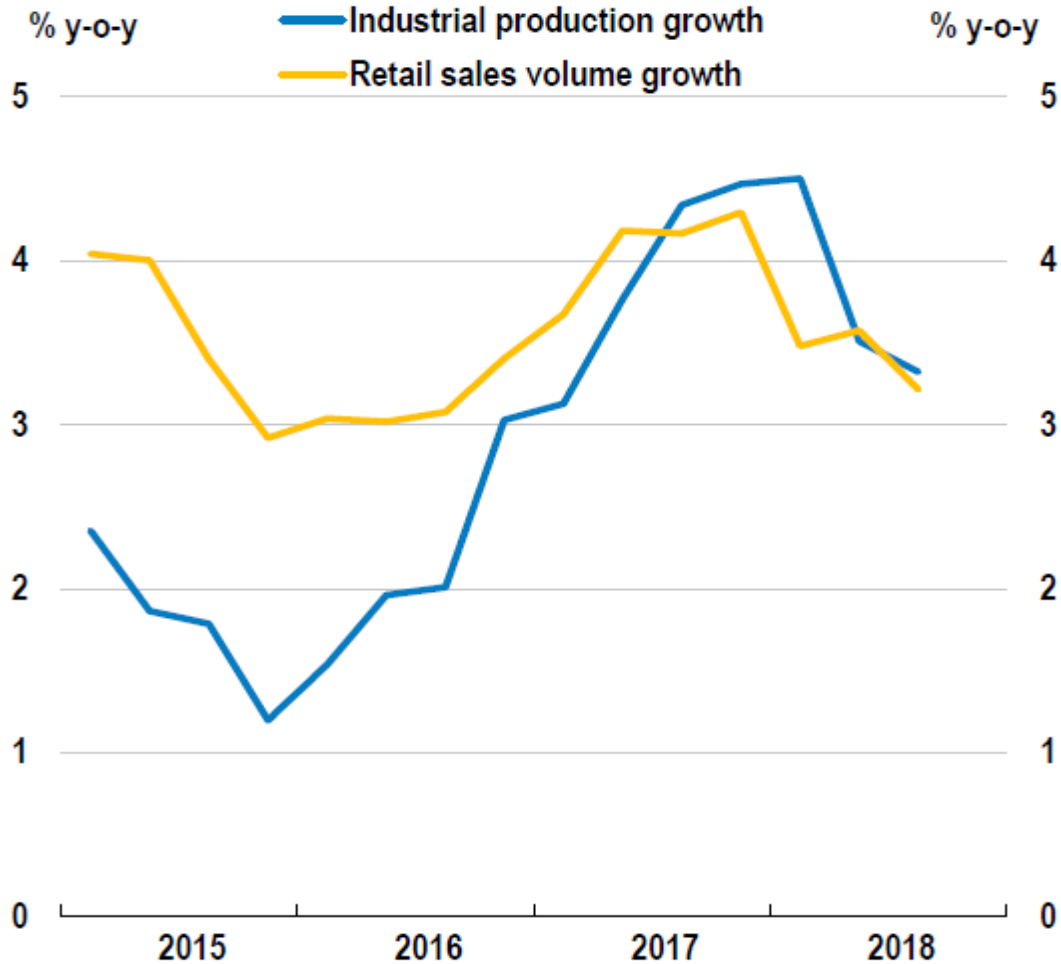
- 1. LA PRODUZIONE INDUSTRIALE E I CONSUMI A LIVELLO GLOBALE, (PRIMA TABELLA)**
- 2. I NUOVI ORDINI PER L'EXPORT DEL S. MANIFATTURIERO (SECONDA TABELLA), E INFINE**
- 3. I VOLUMI DEL TRAFFICO IN CONTAINER DEGLI APPARATI PORTUALI A LIVELLO GLOBALE (TERZA TABELLA)**



STUDIO GAFFINO SIM
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

1985

Global short-term activity



17

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà, 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

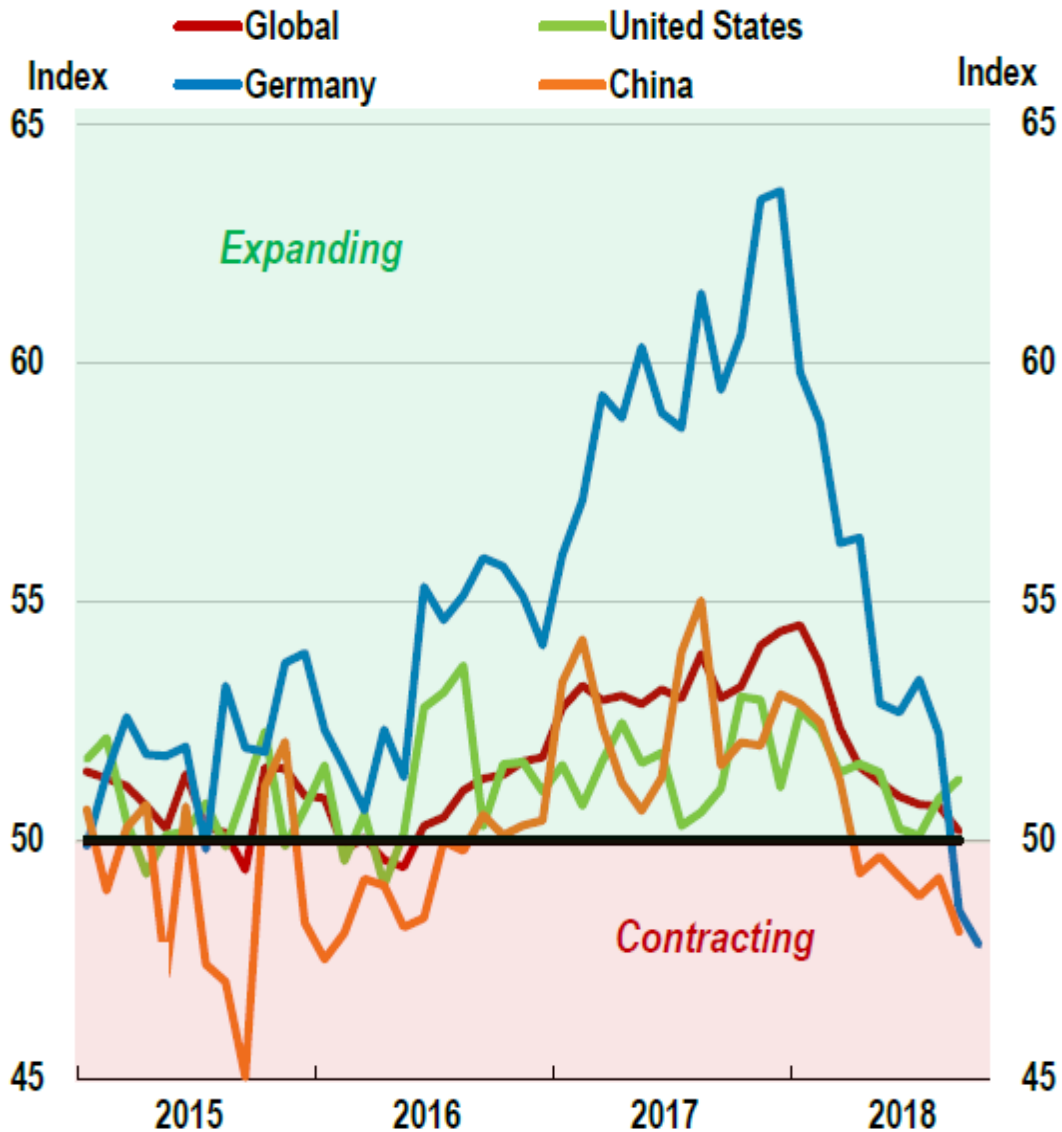
Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)



Manufacturing new export orders

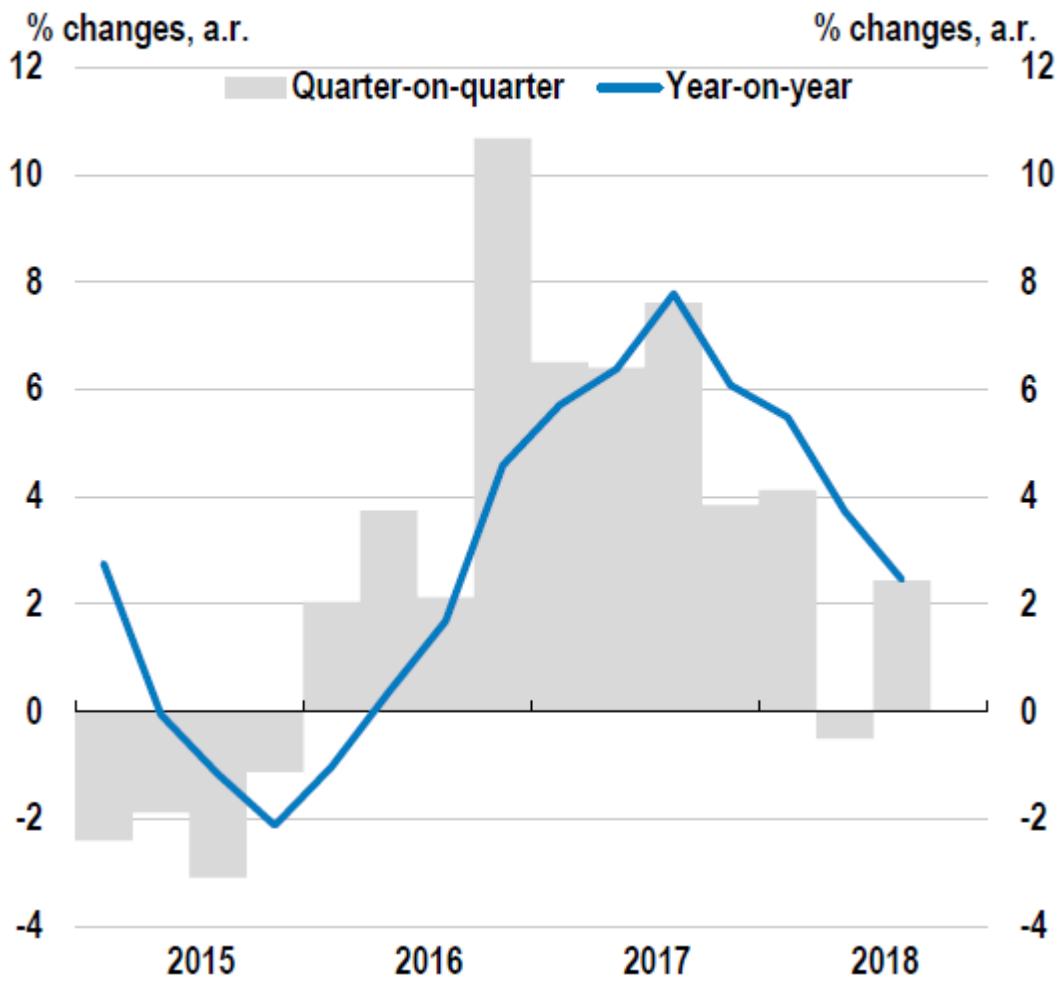




STUDIO GAFFINO SIM
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

1985

Container port traffic



STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà , 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

QUALI POLITICHE MONETARIE PER IL 2019?

PER QUANTO RIGUARDA LE POLITICHE MONETARIE, IL 2019 DOVREBBE ESSERE L'ANNO DELLA FINE DEL Q.E DELLA BCE E DELLA PROSECUZIONE DEI RIALZI (UNO OPPURE DUE) DA PARTE DELLA FED.

QUESTO AUTOMATICAMENTE IMPLICA CHE SALIRANNO LE CURVE GOVERNATIVE? NON È DETTO.

SE INFATTI AVREMO UN PIÙ BASSO PREZZO DEL PETROLIO E DELLE MATERIE PRIME, UNITO AD UN PIÙ BASSO TASSO DI CRESCITA DEI CONSUMI E DEGLI INVESTIMENTI, CAMBIERANNO LE ASPETTATIVE INFLAZIONISTICHE DEI MERCATI: IL 2019 POTREBBE ADDIRITTURA ESSERE L'ANNO DELLA NUOVA DISCESA DEI RENDIMENTI DEI BOND GOVERNATIVI, SOPRATTUTTO NELLA PARTE A LUNGO TERMINE DELLA CURVA, CIOÈ NEL TRATTO (7Y – 10 Y).

NELLE DUE TABELLE SEGUENTI MOSTREREMO L'ANDAMENTO NEL TEMPO DEI BILANCI DELLE 3 BANCHE CENTRALI PIÙ IMPORTANTI RISPETTO AL PIL DEL PAESE DI APPARTENENZA E, SUBITO DOPO, IL MUTAMENTO REPENTINO NEGLI ULTIMI 2 MESI DELLE ASPETTATIVE INFLAZIONISTICHE IN AREA EURO MISURATO DAI CONTRATTI SWAP SU INFLAZIONE 5Y5Y

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà , 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

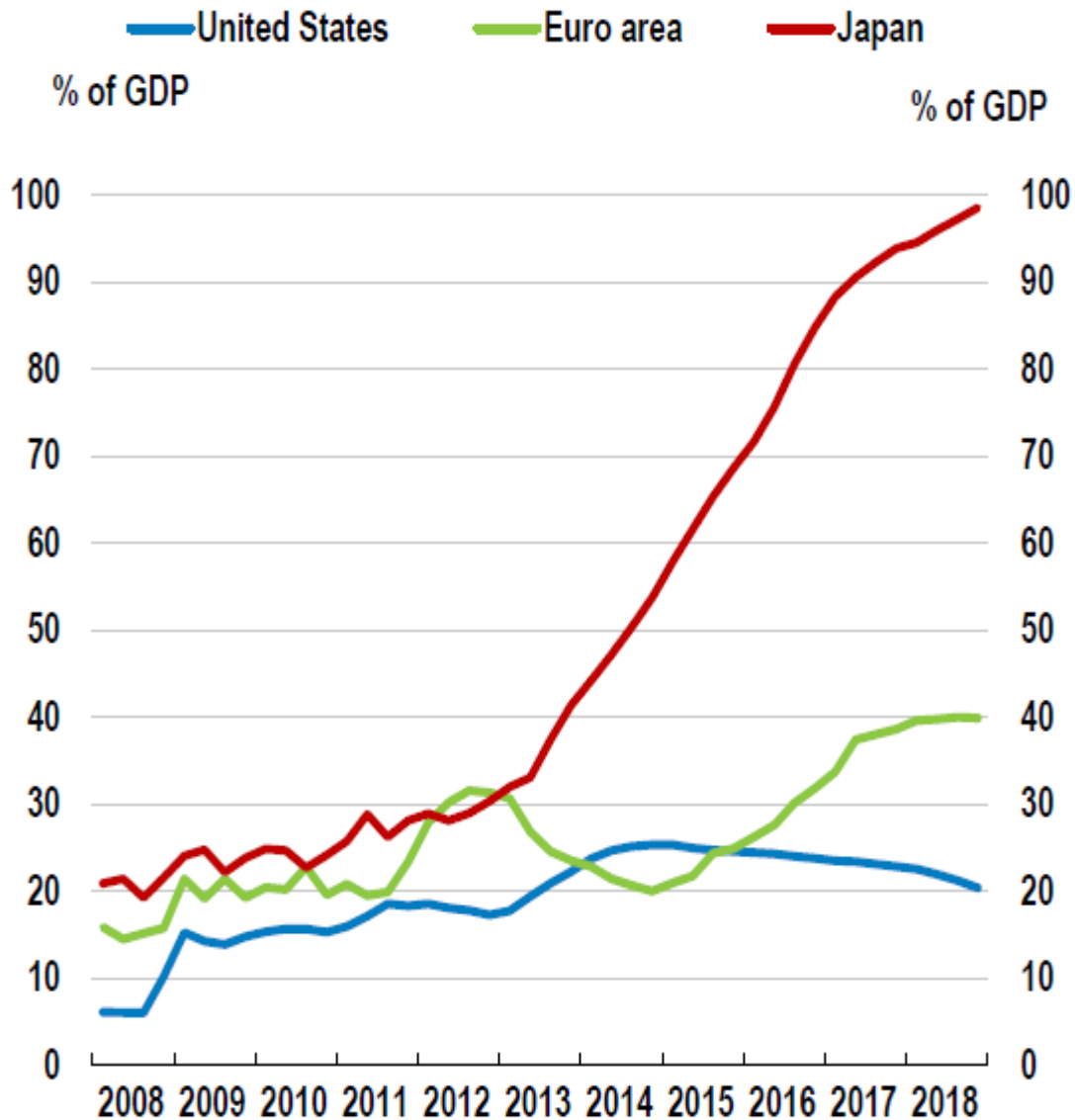
CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL 27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA (ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)



STUDIO GAFFINO SIM
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

1985

Central bank total assets



STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà , 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

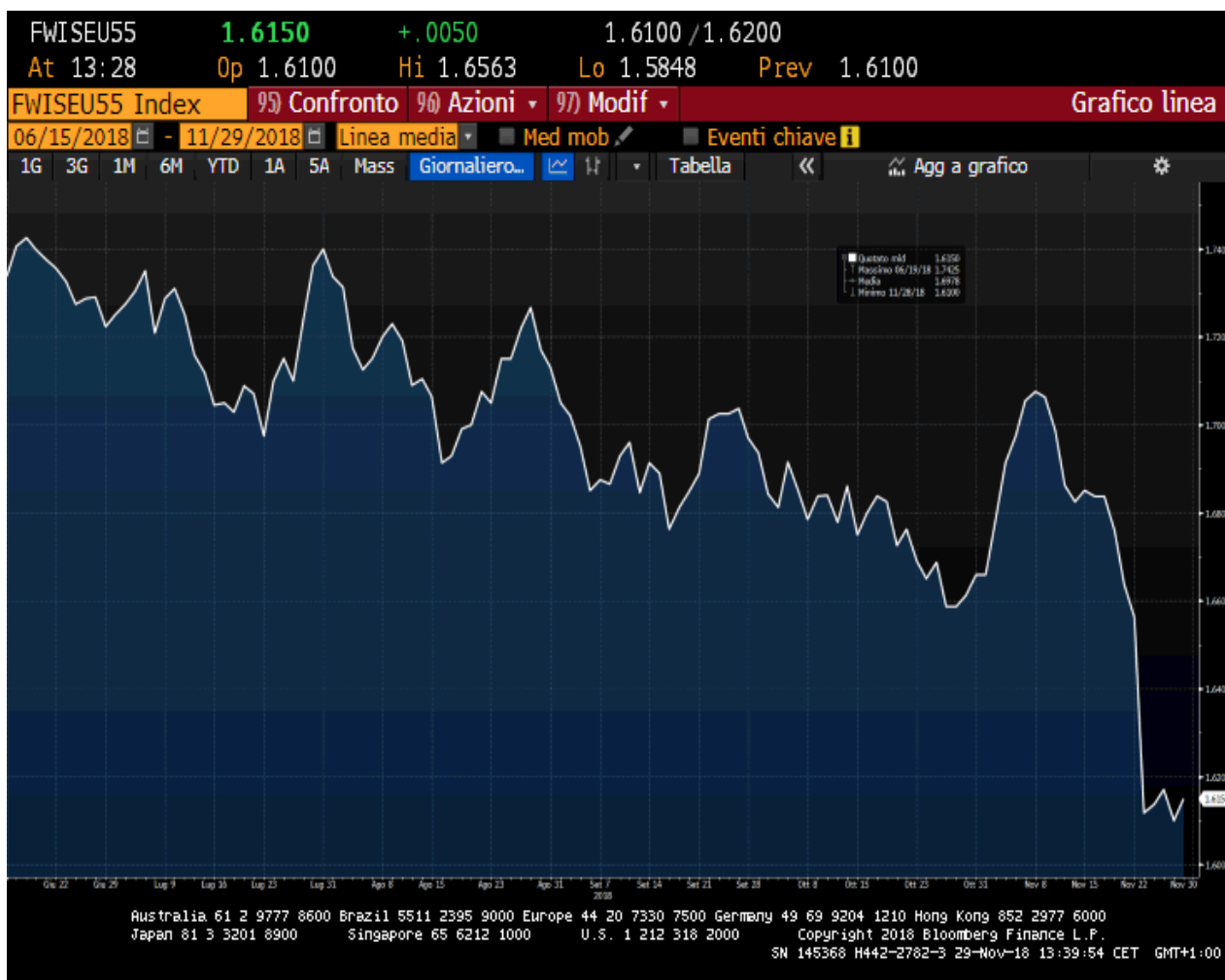
amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

**ANDAMENTO DEL PREZZO STRIKE PER I CONTRATTI SWAP SU INFLAZIONE IN AREA EURO SU
BASE QUINQUENNALE CON DECORRENZA TRA 5 ANNI**

(UR INFLATION SWAP 5Y5Y)

PERIODO 15 GIUGNO - 30 NOVEMBRE 2018



STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà , 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

UN'ALTRA RAGIONE CHE SPINGE L'OCSE (MA ANCHE IL FMI) A IPOTIZZARE UNA FRENATA DEL TASSO DI CRESCITA GLOBALE DELL'ECONOMIA È IL CONTRIBUTO NEGATIVO DATO DALL'AUMENTO DELLE TARIFFE DOGANALI. LA GUERRA COMMERCIALE IN ATTO, SE PROTRATTA ANCHE PER IL 2019, PORTERÀ AD UNA CONTRAZIONE DEL COMMERCIO INTERNAZIONALE E QUINDI ANCHE DEL PIL MONDIALE. NELLA TABELLA SOTTOSTANTE L'OCSE HA SIMULATO IL FRENO ALLA CRESCITA DAL 2019 AL 2021 DERIVANTE DAL PROGRESSIVO AUMENTO DELLE TARIFFE, IVI COMPRESO IL FRENO AL COMMERCIO MONDIALE.

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà , 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL 27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA (ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)



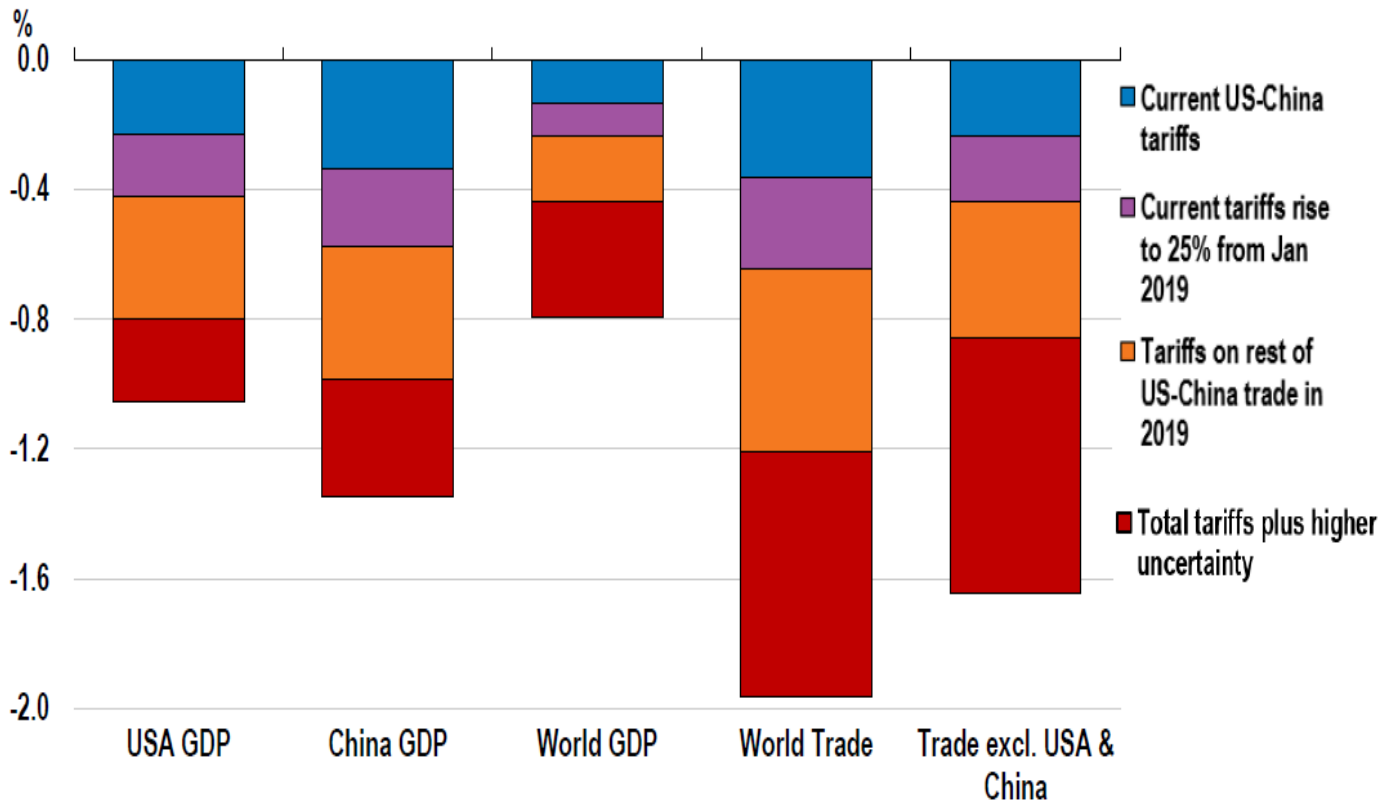
STUDIO GAFFINO SIM
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

1985



Tariff hikes act as a brake on GDP growth

Impact on GDP and trade by 2021, per cent difference from baseline



STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà, 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

MERCATI AZIONARI NEL 2019

Dopo le premesse di cui alle pagine precedenti, dovremmo aspettarci una crescita degli utili societari meno robusta rispetto al 2018, perché indotta da una crescita economica meno solida e dalla presenza delle ripercussioni, delle guerre commerciali iniziate da Trump a febbraio del 2018. La tensione tra forze opposte (restringimento della liquidità delle BC e rallentamento dei profitti e del PIL a livello globale) è destinata a proseguire nei prossimi mesi. Il ritmo con il quale il bilancio della Fed dovrebbe ridursi ha raggiunto il picco ad inizio ottobre; nel frattempo, il programma di acquisto di attivi della Banca Centrale Europea giungerà al termine a fine anno. Ma come abbiamo detto già nelle tabelle precedenti, questo non necessariamente comporterà un rialzo repentino della curva dei tassi governativi. Ma non eviterà un rialzo degli spread dei corporate bond, che avranno rendimenti invece in salita nel 2019. E questo perché, sebbene gli utili societari continueranno a crescere, ci sono segnali di un possibile rallentamento dello slancio della crescita, forse prevedibile, perché nel 2019 si esaurirà la spinta dell'apolitica economica di Trump (effetto "una tantum" della politica fiscale). Pur tuttavia, per il brevissimo periodo, dopo lo storno di Ottobre e Novembre, i parametri di **valutazione classici (P/E e P/B)** indicano che le azioni globali sono in territorio ancora "buy", seppure con ampi scarti di valutazione all'interno della classe di attivi.

Il settore automobilistico ad esempio appare molto stressato (P/E bassi), mentre al contrario il settore hi-tech appare ancora in territorio di iper-comprato (P/E alti).

Nei grafici della pagina seguente abbiamo rappresentato le elaborazioni Bloomberg dei trend di borsa dell'indice SP500 e dell'indice Dax da 10 anni ad oggi e, come si può notare, non possiamo dire di essere in territorio di bolla speculativa, visto che la linea dei P/E giace al di sotto della linea dei Prezzi. (diversamente dal biennio 2008-2009).

Fasi di correzione saranno quindi inevitabili, ma una eventuale fine della guerra sui dazi e uno stop della FED alla politica rialzista dei tassi di interesse (il discorso di Powell del 28.11.2018 sembrerebbe aprire degli spiragli per un solo rialzo dei tassi nel 2019) possono lasciare spazio a un sentiment positivo sul mercato azionario globale e favorire quei settori che più sono stati colpiti durante il 2018 (banche, telecomunicazioni, automobilistico).



STUDIO GAFFINO SIM
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



INDICE DAX (IN BIANCO) E P/E RELATIVO (IN VERDE) DAL 2008 AD OGGI



STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà , 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministratore@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

MERCATI CREDITIZI NEL 2019: IL PROBLEMA DELLA LIQUIDITÀ E LA NECESSITÀ DI UN ATTENTO BOND PICKING NELLA SELEZIONE DEGLI EMITTENTI.

Gli emittenti di obbligazioni con rating BBB, quelle appena un grado al di sopra di quelle high-yield, rappresentano attualmente la metà del valore dell'universo investment grade a livello mondiale (12.5T di dollari), come si può vedere nella tabella alle pagine seguenti. Una situazione che potrebbe avere serie conseguenze in una fase di flessione del mercato, come già sta accadendo da questa estate.

Un profondo cambiamento nel mercato delle obbligazioni societarie potrebbe rendere la prossima crisi, quando verrà e SE verrà, piuttosto diversa da quelle precedenti. Rispetto ai cicli precedenti, la proporzione delle obbligazioni con il rating investment grade (IG) minore possibile (ossia BBB) è eccezionalmente elevata, essendo bruscamente aumentata negli ultimi dieci anni. Il debito con rating BBB adesso rappresenta circa la metà dell'intero mercato IG sia in Europa che negli Stati Uniti.

Una ragione per questo aumento è che molte aziende, sfruttando i tassi bassi dal 2010 al 2017, si sono rivolte al mercato del credito per ottenere finanziamenti (e dato che le banche hanno ridotto i prestiti per via di normative più stringenti circa i coefficienti di patrimonializzazione più rigidi richiesti agli istituti di credito). **Che cosa ci hanno fatto con questi soldi?** Le società hanno fatto intensamente ricorso a prestiti per finanziare le acquisizioni. E infatti le aziende che operano nei settori delle telecomunicazioni e dei beni di consumo, particolarmente attive nelle operazioni di fusione e acquisizione, rappresentano una porzione corposa degli emittenti delle obbligazioni con rating BBB. Ma c'è altro.

Nel frattempo infatti c'è anche stato un aumento dei riacquisti di azioni proprie e un aumento dei pagamenti di dividendi. Il debito è servito cioè per operazioni straordinarie, oppure per il semplice roll-over della carta in scadenza e, solo in minima parte, destinato a finanziare investimenti e aumentare il fatturato.

Di conseguenza, l'attuale mercato obbligazionario BBB è, nel complesso, significativamente più rischioso rispetto a 5 oppure 7 anni fa, anche perché (vedi la seconda tabella di cui alle pagine seguenti) i tassi stanno iniziando a salire per gli emittenti, aumentando il costo al quale le aziende raccolgono denaro sul mercato.

Ciò costituisce un problema, perché in momenti di rallentamento delle economie, come potrebbe essere il 2019 o comunque di aumento dei tassi di insolvenza, una notevole porzione dei debitori BBB tende a essere declassata, con il deteriorarsi della loro situazione finanziaria. La linea di confine è la BBB-. L'emittente BBB- è in una situazione di debolezza dal punto di vista del rating: se si subisce un downgrade, fa allontanare l'emittente dall'universo investment-grade sospingendolo verso il mercato high yield. I settori più difensivi che hanno faticato a tenere il passo con la crescita generale

degli utili tenderanno a essere maggiormente penalizzati dal rialzo degli spread (settore delle materie prime, delle telecomunicazioni per es.).

E qui entriamo nel vivo del rischio liquidità 2019 per le obbligazioni corporate. Infatti, a seguito dei downgrade, i fondi passivi di tipo ETF o comunque i portafogli concentrati soprattutto o esclusivamente sul debito investment-grade saranno quelli costretti a vendere la BBB- divenuta BB+ all'improvviso. **A qualsiasi prezzo.** Ecco quindi un rischio che si potrebbe concretizzare l'anno prossimo. La illiquidità tipica del mercato delle obbligazioni corporate di questo ultimo trimestre del 2018 potrebbe diventare un "leit-motiv" anche per il 2019.

Un rischio sistemico non più relegato solo ai bond BBB- ma a tutto il comparto HY (cioè da BB+ in giù).

E, contrariamente al trend dei rendimenti dei bond governativi, (in probabile riduzione) i rendimenti dei bond corporate potrebbero avere un andamento completamente opposto, cioè al rialzo. Non per effetto di un aumento del rischio di tasso di interesse. Ma per effetto del solo aumento del rischio credito. Ma alla fine di questo processo di "aggiustamento" degli spread, ovvero sia al termine del movimento di "normalizzazione" del mercato del credito, allorché i rendimenti di un emittente corporate saranno finalmente commisurati al rischio di solvibilità e non più artificialmente compressi dal QE delle banche centrali, al termine di questa fase dicevamo, **si creeranno anche qui, come nel comparto azionario, delle situazioni di particolare interesse che varrà la pena di sfruttare.**

Indubbiamente, l'impatto sul segmento high-yield sarà anche maggiore, dato che il mercato sarà costretto ad assorbire un volume maggiore di titoli che di recente hanno subito un downgrade. Nelle precedenti flessioni di mercato delle obbligazioni private, circa il 5-10% del debito statunitense con rating BBB è stato oggetto di downgrade secondo la PIMCO, per un valore di circa 60-80 miliardi di dollari in media.

In base alla dimensione attuale del mercato delle obbligazioni BBB, pari a circa 3.100 miliardi di dollari (stime Moody's), ogni flessione di rating equivalente genererebbe almeno 150 miliardi di dollari dei cosiddetti "fallen angel". (le EX BBB- che entrano nel mondo BB+). Sarebbe cifra enorme da assorbire, per un universo high yield che vale 1.5T di dollari. L'unico modo in cui il mercato può assorbire questi "fallen angel", in un momento in cui le condizioni di liquidità saranno probabilmente tese, è attraverso il prezzo. Ciò potrebbe incidere anche sulle nuove emissioni HY, poiché i costi aumentano per i debitori.

Riteniamo che sia le obbligazioni high-yield, le obbligazioni bancarie subordinate, le obbligazioni ibride e persino le obbligazioni della fascia bassa dell'investment grade (le BBB- appunto) saranno nel 1° semestre 2019 più rischiose rispetto a quanto attualmente suggeriscono i loro rendimenti.

Certamente non prevediamo per il 2019 un'imminente fine del ciclo del credito, ma succederà che, man mano che questo fenomeno della illiquidità degli scambi peggiorerà, aumenteranno i fattori di stress del mercato obbligazionario, **sino ad un punto di minimo in cui varrà la pena di entrare e comprare debito delle aziende più solide e ingiustamente punite dal mercato.**

Per questo motivo lo Studio Gaffino da tempo si è posizionato su un portafoglio di bond a rating al di sopra di ogni sospetto (A-AA) e fatto di emissioni ad alto flottante, che godono di spread denaro - lettera contenuti e che hanno duration molto corta. Sopportiamo ovviamente una scala di rendimenti vicina allo zero, se non addirittura con rendimenti negativi, ma è il prezzo che accettiamo di pagare per proteggerci dai rischi sin qui descritti.

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà , 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL 27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA (ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)



STUDIO GAFFINO SIM

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



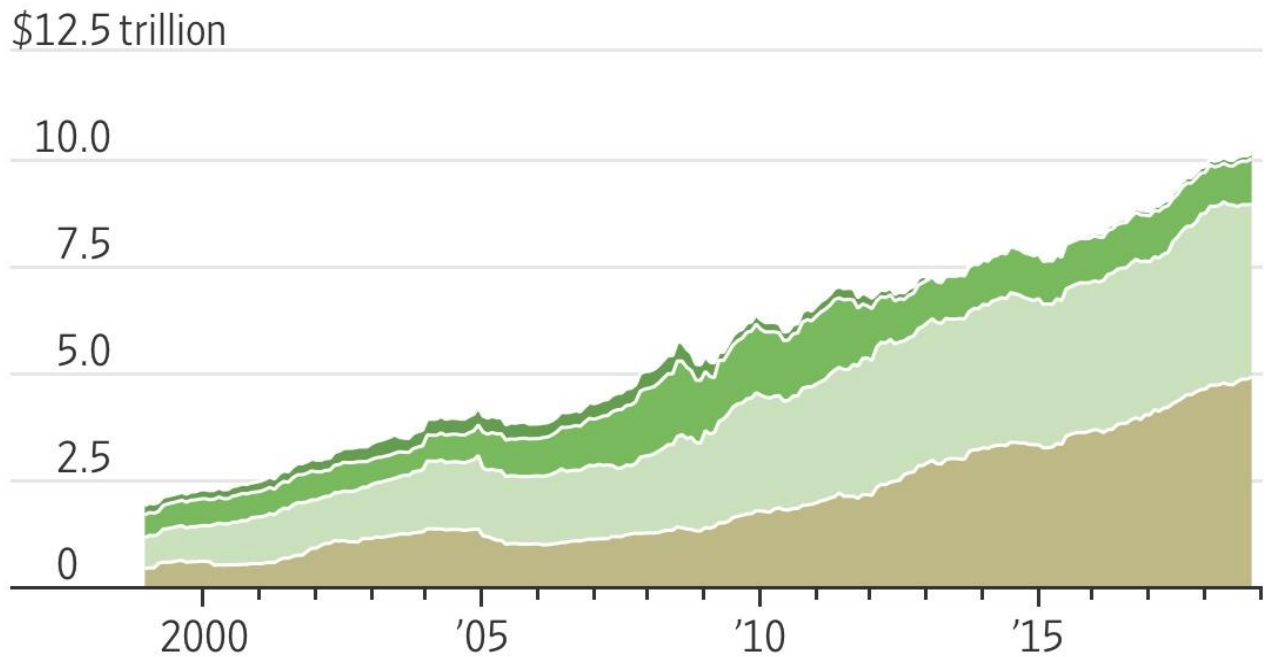
Quality Question

As the investment-grade corporate bond market has ballooned, average credit ratings have fallen.

31

Face value of bonds by rating

■ AAA ■ AA ■ A ■ BBB



Source: ICE Bank of America Merrill Lynch Global Corporate Index via FactSet

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà, 20
00192 - Roma

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

www.gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)



STUDIO GAFFINO SIM

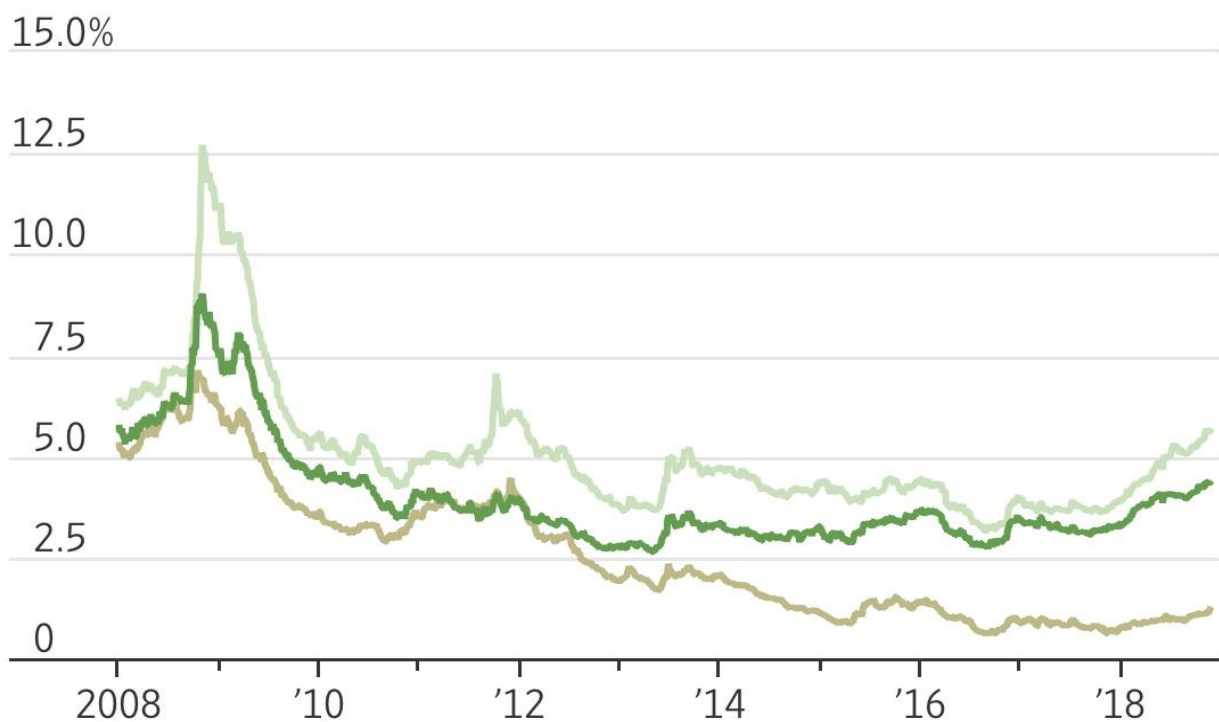
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



Rise Resumed

Corporate bond yields are climbing around the world after falling for years.

■ U.S. ■ Euro ■ Asia (U.S. dollar)



Source: ICE Bank of America Merrill Lynch corporate bond indexes via FactSet

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà, 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)

Disclaimer

IL CONTENUTO DELLE PAGINE PRECEDENTI È STATO PREDISPOSTO DA STUDIO GAFFINO SIM. STUDIO GAFFINO SIM È UN INTERMEDIARIO AUTORIZZATO AI SENSI DI LEGGE, CON DELIBERA CONSOB 12635/2000.

CON QUESTO DOCUMENTO STUDIO GAFFINO PROPONE ALLA VALUTAZIONE DELL'UTENTE INFORMAZIONI DESUNTE DA FONTI RITENUTE AFFIDABILI NEL SISTEMA DEI MERCATI FINANZIARI, E OVE LO RITENGA OPPORTUNO, LA PROPRIA OPINIONE IN MERITO, CON EVENTUALI COMMENTI (NOTE, OSSERVAZIONI, VALUTAZIONI). SI EVIDENZIA CHE LE INFORMAZIONI RIPORTATE, COMUNICATE IN BUONA FEDE E SULLA BASE DEI DATI DISPONIBILI ALLA DATA DI REDAZIONE DEL DOCUMENTO, POTREBBERO NON ESSERE ESATTE, COMPLETE O AGGIORNATE E SONO SUSCETTIBILI DI VARIAZIONI, ANCHE SENZA PREAVVISO, IN QUALUNQUE MOMENTO.

QUESTO DOCUMENTO NON PUÒ IN ALCUN MODO ESSERE CONSIDERATO COME OFFERTA DI VENDITA O DI SOTTOSCRIZIONE O DI SCAMBIO, O COME SOLLECITAZIONE ALL'ACQUISTO, ALLA SOTTOSCRIZIONE O ALLO SCAMBIO DI STRUMENTI FINANZIARI O IN GENERE ALL'INVESTIMENTO, NÉ COSTITUISCE CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI IN STRUMENTI FINANZIARI.

STUDIO GAFFINO, PERTANTO, NON È RESPONSABILE DEGLI EFFETTI DERIVANTI DALL'UTILIZZO DI QUESTO DOCUMENTO.

LE INFORMAZIONI RESE DISPONIBILI ATTRAVERSO IL PRESENTE DOCUMENTO NON DEVONO ESSERE INFATTI INTESE COME UNA RACCOMANDAZIONE O UN INVITO A COMPIERE UNA PARTICOLARE TRANSAZIONE O COME SUGGERIMENTO A PORRE IN ESSERE UNA DETERMINATA OPERAZIONE. CIASCUN INVESTITORE DOVRÀ FORMARSI UN PROPRIO AUTONOMO CONVINCIMENTO BASATO ESCLUSIVAMENTE SULLE PROPRIE VALUTAZIONI IN MERITO ALL'OPPORTUNITÀ DI EFFETTUARE INVESTIMENTI. LA DECISIONE DI EFFETTUARE QUALUNQUE OPERAZIONE FINANZIARIA È A RISCHIO ESCLUSIVO DEI DESTINATARI DELLA PRESENTE INFORMATIVA.

STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà , 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.

CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007

AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007

ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)