



STUDIO GAFFINO SIM

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



SCENARI MACRO ECONOMICI E FINANZIARI

APRILE 2019

Redatto il 08/04/2019

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



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 borse mondiali nel primo trimestre 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



***Performances , P/E e Tasso di dividendo
delle principali borse mondiali
Data: 30.3. 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



LLP <GO> per aprire in Launchpad

Notizie		Impostazioni		Indici azionari mondiali								
Standard	+Attivi	Volatilità	Coeff	Future	Δ AVAT	1g	%Vzn YTD	USD				
1) Americhe		2g	Valore	Vzn net	Vzn%	Ora	P/E FY1 stm	FY2 stm	RndDv	%YtdCor		
11) DOW JONES		25928.68	+211.22	+0.82%	03/29	c	16.52	15.77	14.36	2.24	+11.15%	
12) S&P 500		2834.40	+18.96	+0.67%	03/29	c	18.69	17.06	15.31	1.94	+13.07%	
13) NASDAQ		7729.32	+60.16	+0.78%	03/29	c	31.51	22.44	19.24	1.08	+16.49%	
14) S&P/TSX Comp		16102.09	d	-53.39	-0.33%	03/29	c	17.99	15.14	13.53	3.10	+14.84%
15) S&P/BMV IPC		43281.28	d	+339.05	+0.79%	03/29	c	16.03	13.57	12.07	2.64	+5.64%
16) IBOVESPA		95414.55	d	+1025.61	+1.09%	03/29	c	15.86	11.53	10.45	3.00	+7.46%
2) EMEA												
21) Euro Stoxx 50		3351.71	+31.42	+0.95%	03/29	c	16.37	13.39	12.19	3.60	+9.43%	
22) FTSE 100		7279.19	d	+44.86	+0.62%	03/29	c	17.13	12.95	11.95	4.88	+10.86%
23) CAC 40		5350.53	+53.99	+1.02%	03/29	c	17.24	13.82	12.64	3.26	+10.83%	
24) DAX		11526.04	+97.88	+0.86%	03/29	c	14.49	12.65	11.46	3.19	+6.96%	
25) IBEX 35		9240.30	d	+65.60	+0.72%	03/29	c	13.26	11.89	11.01	4.23	+6.03%
26) FTSE MIB		21286.13	+205.16	+0.97%	03/29	c	11.49	10.70	9.81	3.82	+13.83%	
27) OMX STKH30		1553.42	-5.90	-0.38%	03/29	c	19.27	15.01	14.05	4.26	+5.38%	
28) SWISS MKT		9477.84	d	+71.91	+0.76%	03/29	c	19.82	15.65	14.41	3.24	+10.89%
3) Asia/Pacifico												
31) NIKKEI		21509.03	d	+303.22	+1.43%	08:15	c	15.82	15.67	14.52	2.08	+6.09%
32) HANG SENG		29517.33	d	+465.97	+1.60%	08:23		11.59	11.45	10.56	3.41	+13.95%
33) CSI 300		3968.93	d	+96.59	+2.49%	08:23		14.97	12.58	11.14	2.01	+35.21%
34) S&P/ASX 200		6217.00		+36.27	+0.59%	07:17	c	16.60	16.08	15.29	4.81	+11.31%

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 2019 Bloomberg Finance L.P.
3N 145368 H442-808-1 01-Apr-19 8:38:15 CEST GMT+2:00

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



**STOXX 600
PERFORMANCE SETTORIALI
1.1.2019 – 30.3.2019**

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



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

amministr@zazione@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



SP500
PERFORMANCES SETTORIALI
1.1.2019- 30.3.2019

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

SEDE LEGALE
Piazza della Libertà, 20
00192 - Roma

www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

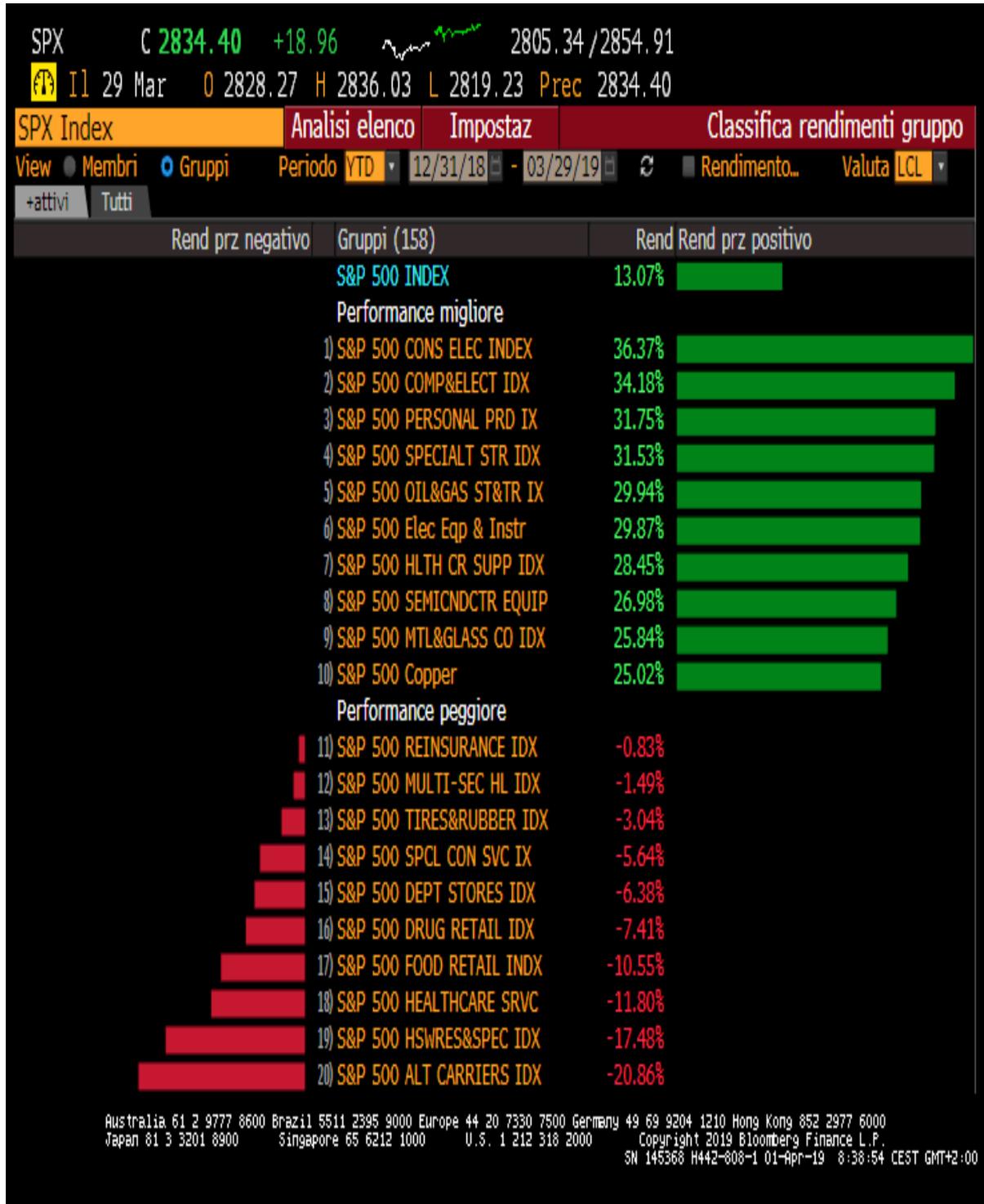
Tel. 06.32.41.862
Fax 06.32.35.545

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



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



STIME CRESCITA ECONOMICA PER IL PERIODO 2019-2022
FONTE: SOCIETE' GENERALE – INVESTMENT IDEAS – 4/ 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



	Current (29/03)	2Q19e	3Q19e	4Q19e	1Q20e	2019e	2020e	2021e	2022e
 Real GDP	2.6	2.1	1.4	1.1	0.5	2.3	0.4	2.0	2.6
CPI	2.2	1.2	1.4	1.9	2.2	1.5	1.9	2.0	1.9
Key rate	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	1.8	1.6	2.9
 Real GDP	0.2	1.8	1.7	1.6	1.2	1.3	1.1	0.7	1.5
CPI	1.5	1.4	1.3	1.1	1.5	1.2	1.3	1.0	1.3
Key rate	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8
 Real GDP	1.3	0.8	1.2	1.2	1.0	1.1	1.1	1.3	1.4
CPI	1.9	1.8	1.7	1.6	2.2	1.7	2.0	1.6	1.5
Key rate	0.8	0.8	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
 Real GDP	1.9	2.7	2.9	-3.4	1.4	1.4	0.8	1.3	1.6
CPI	0.2	0.8	0.5	1.2	1.4	0.7	1.5	1.6	2.0
Key rate	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
 Real GDP	6.4	6.2	6.1	6.1	5.9	6.2	5.7	5.9	6.1
CPI	1.5	2.0	1.8	2.0	2.0	1.9	1.9	2.0	2.5
Key rate	2.55	2.45	2.40	2.35	2.30	2.43	2.26	2.25	2.50

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



Scenario macro-economico e finanziario

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)

PROSPETTIVE ECONOMICHE DI MEDIO PERIODO IN EUROZONA: FORSE ABBIAMO TOCCATO I MINIMI... IL PEGGIO E' ALLE SPALLE ?

Da ben due report di Morgan Stanley e Goldman Sachs usciti alla fine di marzo 2019, sono arrivate stime incoraggianti per il futuro dell'Eurozona. A cominciare è stata Goldman Sachs.

“Ci sono segnali che indicano che il peggio della debolezza è ormai alle nostre spalle”,

hanno assicurato gli economisti del colosso Usa guidati da Jari Stehn. Il rallentamento economico nella zona euro, potrebbe aver raggiunto il suo fondo, il che significa che la tendenza è destinata a migliorare con i prossimi indicatori in uscita ad aprile e maggio del presente anno.

Ma alcuni indicatori già farebbero scorgere un po' di sereno: a differenza delle sorprese negative dello scorso anno, gli ultimi dati sono stati migliori delle aspettative. Tra questi l'indice di sorpresa ovvero il Bloomberg Economic Surprise Index, che ha “girato in positivo” già a partire dalla prima settimana di febbraio per l'area euro. Per gli economisti di Goldman, il Pil dell'Eurozona è destinato a salire dell'1,4% nella seconda metà di quest'anno, dopo l'aumento dell'1% previsto per il primo semestre (stime su stesso periodo anno precedente).

Al tempo stesso la previsione è stabile all'1,4% - 1,5% per l'inflazione. Sebbene gli indicatori di tipo PMI non segnalino ancora una svolta, **siamo in una situazione di minimi congiunturali di breve periodo**: è probabile che a far da traino alla crescita saranno una serie di politiche fiscali più espansive messe in atto da alcuni Paesi membri, i prezzi del petrolio più bassi e una crescita dei salari moderata ma continuativa, che accrescerà i consumi delle famiglie. Sulla stessa lunghezza d'onda Morgan Stanley. Per MS infatti, molti dei problemi osservati nel 2018 stanno iniziando a svanire, compresi quelli dell'industria automobilistica tedesca. Secondo Graham Secker, head of European and UK equity strategy della banca Usa la fiducia dei consumatori francesi si è ripresa anche dopo il colpo legato alle proteste dei Gilet gialli, nonostante la riacutizzazione di metà marzo abbia fatto capire quanto la situazione resti delicata.

Non solo: sempre secondo Goldman Sachs se l'economia Ue sta davvero toccando il fondo, cioè i tassi di crescita più bassi dell'ultimo quinquennio, questa non è una notizia cattiva ma è una notizia positiva per gli stock. Infatti, lo scorso anno una buona parte del rallentamento Ue è stata 'made in Cina'. E il brusco calo della crescita di Pechino ha gravato pesantemente sull'Europa, data la sua sensibilità al commercio e alle esportazioni. Se gli indicatori anticipatori cinesi attueranno una inversione del trend già nel 2° trimestre di quest'anno, è possibile che ci sia un pessimismo esagerato per l'area euro, che esporta grandemente in Cina: il vecchio continente potrebbe sorprendere in senso positivo.

E' necessario osservare i prossimi dati sugli indicatori PMI e di fiducia consumatori per l' area euro di maggio e giugno .

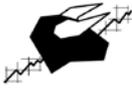
Da tenere sott' occhio anche la Cina , e in particolar modo l'indice Pmi cinese, che in effetti è uscito ben sopra le aspettative in data 1/4/2019 , un indicatore che in genere guida il trend dell'equivalente europeo con alcune settimane di ritardo , soprattutto per la Germania, L' Italia e la Francia .

Se dunque la Cina ha raggiunto i minimi quinquennali di tassi di crescita, una inversione dai minimi per la crescita cinese significa al 90% una inversione della produzione industriale tedesca e francese .

Intendiamoci , se si inverte il trend economico del sud-est asiatico, i tempi di ripresa dell' economia europea non saranno fulminei . Il Purchasing manager index dell'Eurozona reso noto venerdì 22 marzo è stata una vera gelata. Un test molto atteso che ha deluso ogni previsione. L'indice Pmi composito relativo all'insieme delle aziende dell'area euro ha infatti segnato un calo a 51,3 punti, da 51,9 di febbraio, il valore più basso da due mesi.

E per capire che cosa abbia zavorrato la crescita è sufficiente guardare il Pmi del manifatturiero (sempre dell' Eurozona) : qui il calo è a 47,6 punti, da 49,3 del mese precedente, il minimo da sei anni. Particolarmente fosco il risultato della Germania, dove l'indice è sceso a 44,7 punti da 47,6. Numeri che neppure un Ifo superiore alle attese ha contribuito a far dimenticare. Male anche la Francia dove l'indicatore è calato a 48,8 punti da 51.

Ricordiamo che : un valore del Pmi superiore ai 50 punti indica un'economia in espansione; se inferiore significa invece contrazione.



STUDIO GAFFINO SIM
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



BLOOMBERG INDEX OF SURPRISE PER EUROZONA



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 altro gestore che afferma che l' economia europea abbia toccato il fondo e' Schroders , gestore inglese da 450mld di sterline di masse gestite. Il tema di una possibile nuova recessione è sulla bocca di tutti, ma secondo Schroders bisogna porre un freno al pessimismo. Secondo Keith Wade, chief economist & strategist bisogna ritenere che **non assisteremo a una recessione in Europa , ma piuttosto a un rallentamento**, anche se i tempi di una inversione decisa del trend economico restano lunghi perche' gli indicatori di breve termine restano deboli e i volumi degli scambi commerciali a livello globale sono crollati alla fine del 2018.

I prezzi delle commodity industriali, un altro indicatore del ciclo industriale, continuano anch'essi ad essere bassi. Bassi costi di produzione sono garanzia di mantenimento dei margini operativi .

A livello macro economico globale , tuttavia, guardando ad un orizzonte temporale più lungo , molti analisti sono diventati più ottimisti riguardo alla crescita mondiale .

Tre sono i fattori fondamentali che confortano le prospettive di crescita sistemica e che allontanano le ipotesi recessive prolungate:

Il primo è che i **prezzi energetici sono stabilmente più bassi** , e, sebbene si tratti in parte di una conseguenza dell'indebolimento della domanda a livello globale, stanno aiutando ad abbassare il livello di inflazione, che a sua volta sta sostenendo il potere d'acquisto dei consumatori a livello globale ed è garanzia di una continuazione dell' atteggiamento accomodante delle banche centrali per i prossimi mesi.

Il secondo riguarda la **guerra commerciale tra Usa e Cina**, che lentamente sta arrivando ad una fine, perche' i due paesi si stanno avvicinando a un accordo commerciale, concluso quasi al 90% secondo il presidente della camera di commercio USA membro della delegazione USA a Pechino.

L'aumento dei dazi sarà – dopo la conclusione degli accordi - più limitato o addirittura scongiurato , e ciò aiuterà a ridurre i costi dell' import , a proteggere i margini di profitto e a contenere l'inflazione importata.

Tuttavia parte dell'accordo prevedrà maggiori acquisti di prodotti energetici, agricoli e manifatturieri statunitensi da parte della Cina, che probabilmente porterà a una riduzione delle vendite per le aziende ex-Usa alla Cina . L'Europa e il Giappone potrebbero quindi soffrirne per una perdita delle quote del mercato cinese .

Infine, **terzo fattore**, non possiamo non considerare **una politica monetaria più accomodante da parte della Banca Centrale USA e da parte della BCE .** Ciò in parte è una conseguenza del minor livello di inflazione in USA e in Europa . **Il maggior livello di accomodamento delle banche centrali è destinato a durare nel tempo , almeno sino al 2021 , se leggiamo in profondita' gli ultimi discorsi di Powell e di Mario Draghi .**

L'ipotesi piu' realistica per l' area euro è quindi una stagnazione di 2 oppure 3 trimestri , ma non di una recessione , escludendo l' Italia che forse da questo punto di vista, è l' unico vero paese a rischio recessione nel 2019 .

A tal proposito , ci interessano particolarmente le posizioni di **Mario Draghi**.

Nel corso di una conferenza a Francoforte alla fine di Marzo, il presidente della Bce è tornato a rassicurare l'eurozona, sottolineando che l'Eurotower non è a corto di munizioni.

“L'anno scorso si è verificata una perdita di slancio della crescita nell'area dell'euro, che si è estesa al 2019. Finora, l'economia domestica è rimasta relativamente resiliente e i driver dell'attuale espansione rimangono in vigore. Tuttavia, i rischi sull'outlook restano orientati al ribasso e l'incertezza resta elevata”, ha spiegato Draghi.

Il punto è se la domanda interna reggerà a fronte di *“un peggioramento più persistente della domanda estera. Ma una 'fase debole' non anticipa necessariamente una grave caduta in territorio recessivo per l' eurozona : questa è una ipotesi che allo stato attuale ci sentiamo di escludere”*, ha poi aggiunto.

La Bce, ha proseguito Draghi, si aspetta comunque che la crescita dell'Eurozona *“ritorni gradualmente”* a un ritmo vicino al suo potenziale, ma in ogni caso *“la nostra politica monetaria rimarrà accomodante e risponderà a qualsiasi cambiamento nelle prospettive d'inflazione”*.

Il Governatore (ahime' uscente) della BCE infatti ha sottolineato che *“Non siamo a corto di strumenti per adempiere al nostro mandato”*.

Questa affermazione è da intendersi come chiara risposta a quanti sostengono che le armi dell'Eurotower, con tassi ai minimi e un'espansione record del bilancio dopo la fine del QE , potrebbero non bastare a contrastare un forte peggioramento del quadro economico. *“L'impegno a realizzare il nostro obiettivo implica anche un'attenzione ai rischi futuri e una prontezza nel rispondervi, se le prospettive di medio termine dovessero continuare a peggiorare significativamente”*.

L'atteggiamento della BCE quindi è garanzia che i tassi negativi in Europa sono destinati a rimanere ancora per lungo tempo, sia nel mercato monetario che sulla parte corta dei bond governativi.

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)

STATI UNITI : PROSPETTIVE DI MEDIO PERIODO

Negli ultimi due anni, la crescita del Pil USA è passata dall'1,9% del quarto trimestre del 2016 al 2.2% del 4° trimestre 2018. I prossimi due o tre anni dovrebbero vedere un contesto di crescita più basso ma che se confermato comunque renderebbe il ciclo di espansione iniziato nel 2009 il più lungo di sempre. Gli ultimi dati relativi alle buste paga e alla produttività confermano questo trend .

A trainare l'economia sono stati consumi, investimenti e aumento della spesa pubblica soprattutto dopo l'avvento della presidenza Trump , un evento che è stato il motore del rialzo borsistico più inaspettato di sempre, cioè quello del 2017 . I consumi valgono il 69,5% del Pil e gli investimenti fissi delle aziende il 14,5%; insieme fanno l'84% dell'economia. È dunque il settore privato, dopo una fase di riequilibrio durata anni, il principale responsabile della crescita attuale. Il resto è fatto da esportazioni e da investimenti pubblici .

Un grosso aiuto l'ha fornito anche la politica monetaria, con oltre sette anni di tassi reali nulli o negativi e di *Quantitative easing*, cioè l'acquisto da parte della Fed di buoni del tesoro a lungo termine e di obbligazioni garantite da mutui. Certo, i meriti della "Trumponomics" decorrono solo dal 2018. Ma sono destinati a produrre i loro effetti nel 2019 e nel 2020, soprattutto se, dopo lo "scagionamento" del procuratore Mueller, Trump metterà in piedi la 2^a fase del piano di defiscalizzazione delle imprese e di aumento delle spese in infrastrutture .

Il consenso degli analisti e le ultime previsioni della Fed, concordano nel ritenere che anche nel 2019 l'economia americana avrà il vento in poppa , anche se a ritmi meno sostenuti del 2018. Alcune divergenze sorgono sullo scenario a medio termine (2019-2021): mentre Decision Economics prevede una crescita al 3% o più nel 2019, la Fed e il grosso degli altri analisti ritengono che la frenata sarà molto più brusca, attorno al 2.2% . Societe' Generale per esempio prevede 2.3% di crescita per il 2019 .

Cosa fa propendere alcuni economisti per una visione così ottimistica? Il fatto che l'attuale accelerazione non nasce da oggi , ma deriva da anni di vari e diversi impulsi strutturali positivi , che hanno "cementato" numerosi fattori piuttosto incisivi, fra i quali :

1. Una politica monetaria atipica e ultraespansiva della Fed dal 2008 in poi, sostenuta dall'obiettivo dichiarato di raggiungere il pieno impiego e la stabilità dei prezzi. Le paure di un nuovo ciclo di rialzo dei tassi sono state fugate oramai per il 2019, dopo il discorso di Atlanta del Governatore Powell il 4 gennaio di quest'anno. E rafforzate addirittura dalla intenzione (vedi conferenza dell'ultimo meeting FED) di terminare il processo di dimagrimento degli asset in bilancio: a partire da settembre 2019 infatti la FED tornerà a re-investire il 100% dei titoli arrivati a scadenza e rimborsati.

2. La solidità dei bilanci delle grandi imprese e delle grandi istituzioni finanziarie, il cui pieno riequilibrio è attestato dagli indicatori finanziari che, settore per settore, misurano lo stato di salute degli operatori. Unico neo è rappresentato dai debiti delle famiglie, soprattutto in termini di "student-loans" e di "Car-Loans" che hanno raggiunto negli ultimi tempi valori elevati.

3. Crescita degli impieghi e del reddito costante nel tempo. A ciò si unisce la fiducia dei consumatori storicamente forte e in crescita; bassi tassi d'interesse e conseguente abbondanza di credito; crescente ricchezza generata dai buoni andamenti del mercato azionario e dall'aumento dei prezzi delle case nel mercato immobiliare. (Le case infatti vengono usate dagli americani per rifinanziarsi continuamente ri-negoziando lo stesso mutuo più volte nel corso della sua vita)

4. Poiché i profitti delle imprese sono sostenuti, i bilanci aziendali delle grandi multinazionali sono, in generale, abbastanza solidi. Ciò induce le imprese ad assumere, e le banche ad investire e sostenere la crescita delle imprese. In termini occupazionali ciò ha portato ad un tasso di disoccupazione (3.8%) storicamente fra i più bassi negli ultimi 70 anni: **ciò alimenta in maniera strutturale il trend dei consumi delle famiglie, perché aumenta sempre più nel tempo il numero degli occupati in grado di spendere e investire.** Una disoccupazione così bassa è incompatibile con ipotesi recessive nel breve periodo, visto che il 69% del PIL degli Usa è fatto dai consumi.

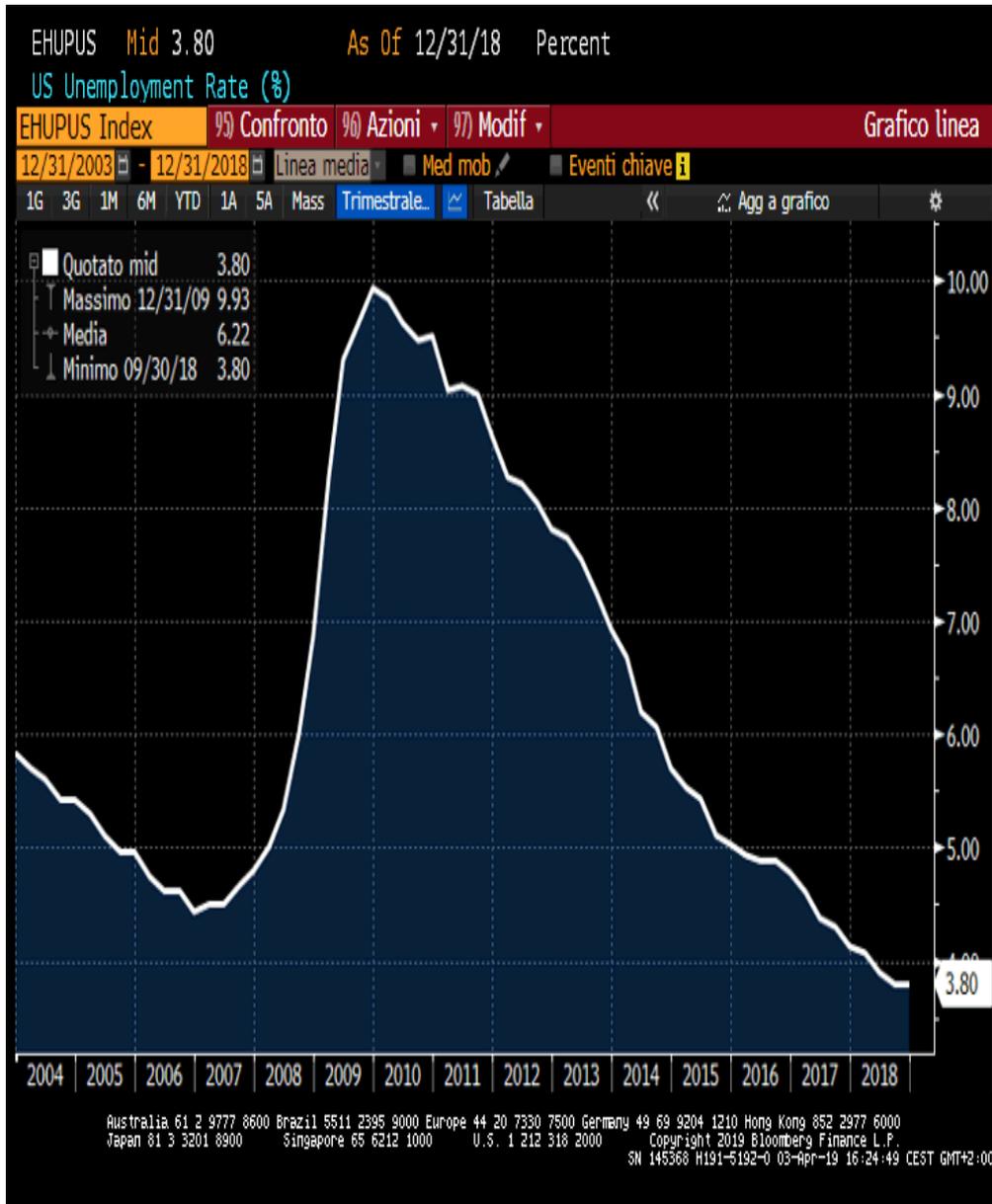


STUDIO GAFFINO SIM

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



DISOCCUPAZIONE USA AI MINIMI STORICI DAL 2004 AD OGGI



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

www.gaffinosim.it

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)

5. Un'inflazione relativamente bassa ma in crescita, e tassi d'interesse bassi ma stabili , hanno sostenuto il potere d'acquisto dei consumatori, moderando i prezzi al consumo e i costi di finanziamento per l' acquisto delle case e per i prestiti personali .

6. Gli sgravi fiscali decisi da Trump, in vigore nel 2019, compensano la politica monetaria più restrittiva (rialzo dei tassi del 2018 e progressiva fine del *quantitative easing a partire dal 2014*), continuando ad alimentare la crescita industriale e l' occupazione , oltre che la fiducia di imprese e consumatori.

Quanto precedentemente elencato delinea un quadro a medio termine (2 anni) caratterizzato da

- A) una crescita reale superiore al tasso potenziale,**
- B) bassa disoccupazione,**
- C) inflazione bassa e stabile,**
- D) crescita del potere d'acquisto**
- E) tassi d'interesse bassi.**
- F) profitti delle aziende dell' SP500 che , aumentati del 20% nel 2018, dovrebbero crescere ancora dell' 8%-9% nel 2019 e del 5% nel 2020 (stime Wells Fargo) .**

In molti trascurano il ruolo della tecnologia in questo lungo ciclo espansivo. Non bisogna farlo .

Gli Usa e il resto del mondo sperimentano oggi appieno gli effetti dell'applicazione in massa di nuove tecnologie (On-line selling, blockchain , Fin-Tech Systems ecc ecc) che contribuiscono ad aumentare la produttività a parità di salario . Il fenomeno è così recente che non esistono ancora dati certi per misurarlo in maniera scientifica , ma esso risulta evidente.

Molti si sono chiesti come mai al crollare della disoccupazione non si sia mai "svegliata" l' inflazione negli USA, cosa che era sempre accaduta nelle precedenti epoche storiche .

In realtà , il nuovo salto tecnologico spiega quel fenomeno di cui sopra, cioè spiega perché è caduta in disuso la nota curva di Phillips, una funzione inversa che metteva in relazione il tasso di disoccupazione e l'inflazione.

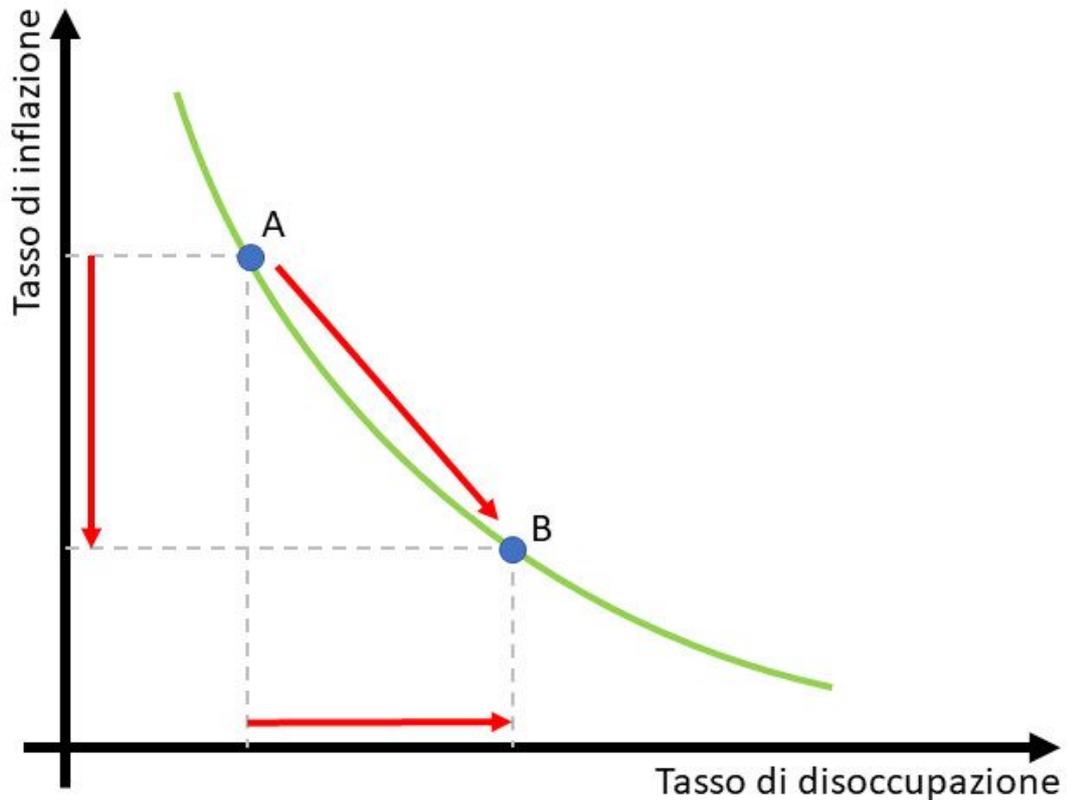
Per anni il rapporto tra questi due dati reali è stato inverso , perche' al crescere della disoccupazione calava l' inflazione (per effetto di una diminuzione dei consumi delle famiglie e della rinuncia ad investire delle imprese) .

Ma se si mettevano in atto misure espansive per l' occupazione , queste venivano prima o poi pagate con una piu' alta inflazione, perché aumentava la crescita e i consumi .

Negli USA del 2° decennio del 21° secolo convivono invece pacificamente bassa inflazione e bassa disoccupazione , rendendo la curva di Philips molto più anelastica, ovvero meno reattiva al calo della disoccupazione.

L'insieme di bassa disoccupazione e inflazione moderata agisce da carburante per la crescita nei prossimi anni , prolungando il ciclo espansivo, anche se a ritmi differenti anno per anno .

LA CURVA DI PHILIPS



La crescita sostenuta e l'ulteriore calo della disoccupazione si rifletteranno sui salari, perché arriverà un momento in cui le aziende entreranno in competizione per accaparrarsi la forza lavoro, saranno disposte a pagare di più gli operai, faranno aumentare la paga oraria e faranno aumentare i prezzi al consumo.

Tuttavia è opinione comune che negli USA le nuove tecnologie contribuiranno a moderare la dinamica inflattiva. Molti centri di ricerca (Oxford Economics per es. e anche OCSE) prevedono che l'inflazione cresca lentamente, superando solo verso metà 2020 l'obiettivo del 2% fissato dalla Fed.

Solo a quel punto, la banca centrale potrebbe alzare i tassi d'interesse e da allora potrebbe (ma non è detto) scattare il conto alla rovescia per la fine del ciclo espansivo.

Oggi possiamo parlare di “decennio d'oro” per l'economia americana. Alla lunga, la Fed prevede un'economia ancora in equilibrio da piena occupazione per il prossimo biennio : crescita intorno al 2% annuo, inflazione al 2% circa, disoccupazione “naturale” al 4%. Questi numeri non sono assolutamente da buttare.

Gli sgravi fiscali di Trump potrebbero aiutare: una marcata riduzione delle tasse alle imprese dovrebbe tradursi in un forte aumento degli investimenti, che a sua volta dovrebbe accrescere la produttività e, dunque, il potenziale di crescita dell'economia. **Gli effetti perversi della “Trump-economics” saranno – nel medio periodo – un aumento del deficit/PIL e del debito /PIL degli Usa , che saliranno ben al di sopra degli attuali livelli fissati, rispettivamente, al 4.2% e al 104%**

L'ottimo stato del settore privato rende l'economia statunitense resistente a eventi avversi, interni o esterni. Pertanto, l'attuale fase di crescita dovrebbe protrarsi almeno fino a tutto il 2020.

MERCATI OBBLIGAZIONARI : QUANTO PUO' DURARE ANCORA LA DISCESA DEI RENDIMENTI GOVERNATIVI?

Nelle ultime settimane i rendimenti dei principali titoli di stato di tutto il mondo sono diminuiti drasticamente.

Il rendimento del Bund a 10 anni è sceso il 1° aprile a -0,03%, con un calo di 23 pb dal +0.20% della fine di gennaio. Il rendimento dei titoli del tesoro USA a 10 anni è crollato di 40 pb dal 2.75% del 1.3.2019 al 2.35% del 27.3.2019. Il rendimento del Gilt britannico a 10 anni è sceso di 30 pb dall'1.30% del 28.2.2019 al 1% del 29.3.2019.

Certamente le cause di ciò sono le profonde revisioni delle stime di crescita. Ma è ragionevole ritenere che le dichiarazioni accomodanti delle banche centrali sono state la ragione principale del calo dei rendimenti.....

I rendimenti sono in un trend discendente da novembre dell'anno scorso, come indicato nel grafico delle pagine seguenti.

Questo trend di discesa ha accelerato in marzo, quando un insieme di fattori ha agito in maniera concomitante, spingendo ulteriormente al ribasso i rendimenti, fra i quali segnaliamo alcuni importanti outlook prodotti da primarie istituzioni internazionali:

- 1) il 6 marzo l'OCSE ha abbassato le stime di crescita per il 2019, in alcuni casi sensibilmente.
- 2) Subito dopo la BCE ha rivisto al ribasso le sue stime di crescita, sottolineando che i rischi restano al ribasso.
- 3) Il 20 marzo la Fed ha colto di sorpresa gli investitori con previsioni molto più prudenti del previsto per il suo tasso di riferimento sui FED FUNDS a 12 e a 24 mesi.
- 4) Due giorni dopo – 22.3.2019 - la debolezza dei PMI di Germania e Francia ha dato ulteriore supporto al mercato obbligazionario.
- 5) mercoledì 27.3.2019 la banca centrale della Nuova Zelanda si è accodata alle esternazioni accomodanti delle banche centrali, e lo stesso giorno Stephen Moore, che il presidente USA Donald Trump intende nominare nel board dei governatori Fed, ha detto che la banca centrale USA dovrebbe “immediatamente” tagliare i tassi di 50 pb.
- 6) Giovedì 28.3.2019 il presidente della BCE Mario Draghi ha fatto nuove dichiarazioni molto caute sulle prospettive di crescita intervenendo alla conferenza La BCE e i suoi osservatori a Francoforte.

Nel corso della conferenza è stato anche rivelato che la BCE sta studiando l'opzione di applicare un tasso sui depositi differenziato sulle riserve in eccesso, a seconda dell'ammontare di tale eccedenza.

La maggior parte dei fattori citati sopra ha avuto un impatto sulle aspettative relative ai tassi di riferimento.

Riguardo alle aspettative per la Fed, i circa 100pb di rialzi attesi a medio termine (due anni) che circolavano nella estate del 2012, sono stati rimossi dai prezzi future dall'inizio di novembre 2018, quando i rendimenti dei titoli del tesoro USA a 10 anni avevano toccato un picco al 3,25%.

Circa 40 pb sono stati "rimossi" a partire dalla pubblicazione dell'Interim Economic Outlook dell'OCSE il 6 marzo .

Per quanto riguarda la BCE, le aspettative di breve termine sui tassi di riferimento sono rimaste pressoché inalterate in quanto era opinione piuttosto diffusa che ulteriori riduzioni dei tassi fossero escluse.

Per contro, le aspettative sui tassi a più lungo termine in area euro sono state pesantemente riviste al ribasso.

Tra novembre e oggi, guardando ai future sul tasso EONIA dell'interbancario euro, le aspettative di mercato su quando il tasso depo tornerà positivo (ora a -0.40%) si sono spostate di tre anni in avanti , cioè dalla primavera 2020 (come era previsto a settembre 2018) alla primavera 2023 secondo le stime della fine di marzo .

Il dibattito intorno al tasso depo differenziato ha aumentato inoltre le possibilità che il tasso depo resti basso più a lungo. Tra l'altro un movimento opposto, cioè una ulteriore riduzione dei tassi, se giudicata necessaria dalla BCE nel frattempo, potrebbe venire implementata senza grossi effetti collaterali.

Ma che cosa potrebbe "smuovere" al rialzo la parte lunga della curva dei Treasury o del Bund? Sicuramente la svolta nella guerra sui dazi doganali tra Cina e Trump, e, ovviamente i dati macro-economici.

Ma soprattutto dati USA "forti" potrebbero innescare una svolta nei rendimenti delle nazioni "core", euro compreso.

Certo , bisognerà anche porre attenzione ai dati tedeschi e francesi .

Per esempio la settimana dall' 8 aprile al 15 aprile dovrebbe portare notizie incoraggianti dalla Germania (dati sulla produzione industriale) e dagli USA (dati sul mercato del lavoro e vendite al dettaglio, indice ISM). Dopo il sensibile calo dei rendimenti, sorprese in senso positivo dai dati potrebbero dare il via a un'inversione di rotta nei rendimenti core , ed impostare nuovi rialzi .
Tuttavia, riguardo ai Bund, dobbiamo ribadire che la BCE ha iniziato a valutare un tasso depo differenziato. Significa che la BCE è disposta a stratificare la “penale” dello 0,40% in piu' livelli (da -0.40 a -0.10) al decrescere del livello di liquidita' che la singola banca detiene presso l' istituto centrale. Meno liquidita' detieni presso di me, e meno ti faccio pagare .

Le possibili implicazioni di questa misura dovrebbero essere giudicate “accomodanti” dai partecipanti al mercato, perche' le condizioni rimarrebbero piu' penalizzanti solo per le banche piu' restie a prestare soldi all' economia reale. .

Altri movimenti al rialzo della parte a lungo termine del governativo tedesco potrebbero venire dalle aspettative inflattive. Infatti, al recente calo del rendimento nominale dei Bund si è accompagnata anche una marcata riduzione delle aspettative di mercato sull'inflazione.

E' quindi importante monitorare la pubblicazione dei dati sui prezzi al consumo per l'area euro nella prima meta' di aprile .

Ma in generale possiamo dire che il permanere in territorio negativo del decennale tedesco è cosa destinata a durare ancora per poco tempo . Piu' probabilmente lo scenario del 2° trimestre 2019 per il decennale in Germania sara' una oscillazione tra 0,10% e 0,30% , cosi' come sottolineato da Commezbank e Unicredit in alcune recenti pubblicazioni a riguardo. L'aumento anticipato dei rendimenti tedeschi a lungo termine dai livelli attuali si basa su alcune ipotesi oramai accolta dalla maggior parte degli analisti :

- a) Brexit ordinata e permanenza nella unione doganale della UK
- b) conclusione positiva del negoziato sul commercio tra USA e Cina
- c) aspettativa che il rallentamento economico trovi a breve il suo punto minimo
- d) risvegliarsi delle aspettative inflazionistiche a partire dal 3° trimestre 2019 , congiuntamente ad un rialzo dei prezzi delle materie prime

E per cio' che riguarda l' Italia?

Sebbene noi non investiamo in BTP oramai da svariati anni (eccezion fatta per il BTP Italia) è bene comunque fare alcune previsioni sulla curva governativa italiana per gli evidenti riflessi sui titoli obbligazionari bancari italiani nel nostro portafoglio .

Secondo Unicredit e Natixis i BTP corrono il rischio di un ulteriore ampliamento dello spread sopra la curva del Bund in gran parte dovuto a motivazioni esterne ai dati macro-economici . Infatti, i BTP italiani hanno perso terreno rispetto agli OAT e ai Bund nell'ultimo movimento ribassista dei rendimenti dei titoli di stato a causa della debolezza degli indici di fiducia domestici –soprattutto- e dell'intensa attività di emissioni sul mercato primario della seconda meta' di Marzo (con un leggero eccesso di offerta sul mercato primario) .

Tuttavia molti sostengono che probabilmente si assisterà – soprattutto dopo le elezioni europee di Maggio – ad un possibile ulteriore ampliamento dello spread tra i rendimenti del BTP e del Bund a 10 anni fino a 300 pb (da 250 pb circa) in un ottica a 6 mesi . I timori si accresceranno cioè non solo per l' aggravarsi del rapporto deficit/PIL e debito /PIL ma anche per il rischio di elezioni politiche anticipate nell' autunno o nell' inverno del presente anno .

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



RENDIMENTI BOND 10Y USA(BLU) E GERMANIA(VERDE) 2010 – 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

amministr@zazione@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



VALE ANCORA LA PENA DI INVESTIRE NEI BOND HIGH YIELD?



Shift della curva dei tassi universo BB area euro dal 1.1.2019 al 30.3.2019 . In basso gli scostamenti assoluti suddivisi per le duration temporali

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 decennio di QE sia da parte della FED che da parte della BCE e delle altre banche centrali su scala mondiale ha dato l'opportunità a molte aziende di indebitarsi a tassi estremamente bassi e quindi migliorare la qualità della loro gestione finanziaria a parità di flussi di cassa .
Salvo poi il generarsi di alcuni eccessi per quegli emittenti già pesantemente indebitati , che non hanno saputo approfittare dei tassi a livello zero o addirittura negativi , per ristrutturare il loro debito e migliorare la struttura del loro bilancio .

Ma più in generale , se si osserva la classe BB- / BB+ la qualità del mercato obbligazionario high yield europeo è fortemente migliorata nell'ultimo decennio. Si tratta adesso di una classe di attivi liquida e diversificata, che comprende società attive in numerosi settori. Secondo Morgan Stanley , oggi, circa il 71% dell'universo di investimento è composto da obbligazioni BB, il primo rating inferiore al livello investment grade; un dato in crescita dal 54% di dicembre 2008.

In tabella osserviamo come dal 1° gennaio 2019 al 1° aprile 2019 la curva dei rendimenti dell'universo BB in euro si è ristretta di ben oltre i 150bps dalla scadenza 7y alla scadenza 10y . Certamente un bel rally , ma in caso di nuovo allargamento degli spreads per effetto di uno storno dei mercati azionari , sicuramente la classe BB sarebbe un ' opportunità' da non sottovalutare .

Tutto sommato ,le società europee non-investment grade sono state nel complesso molto prudenti nell'indebitarsi dalla crisi del 2008. Secondo Pictet , con un debito netto pari a solamente 3,2 volte gli utili al lordo di interessi, imposte, deprezzamenti e ammortamenti (EBITDA), il loro effetto leva netto è inferiore alla media degli ultimi 15 anni (si veda il grafico).

Altri indicatori del livello di indebitamento – compreso il rapporto free cash flow/debito e la copertura degli interessi – mostrano un segmento in buona salute rispetto ai dati storici. Inoltre, il tasso di insolvenza tra gli emittenti obbligazionari high yield europei è solo all'1,5% rispetto al 13% registrato nel corso della grande crisi finanziaria del 2008 / 2009 , e si prevede che rimarrà basso anche nel prossimo anno.

Ovviamente, in caso di recessione, sarà più difficile per le società a più alto indebitamento rifinanziare le loro obbligazioni e i tassi d'insolvenza saliranno su livelli più alti rispetto ai bassi valori attuali. Ma le conseguenze dovrebbero essere comunque limitate a una porzione di debitori BB, dato che la maggior parte degli emittenti high yield europei ha già rifinanziato gran parte del debito a breve termine, spostando il cosiddetto "maturity wall"(ovvero la data in cui la maggior parte del debito dovrà essere ripagato o rifinanziato) al 2022 – 2023 .

Inoltre, prima che tutto ciò avvenga, il recente intervento della banca centrale europea ha ridotto le probabilità di una recessione.

Ricordiamocelo bene: la Federal Reserve statunitense ha segnalato una pausa nel percorso di rialzo dei tassi d'interesse, ed anche la disponibilità a fermare il processo di "dimagrimento" degli asset detenuti in pancia per effetto del QE terminato nel 2014.

La BCE, nel frattempo, ha promesso di mantenere i tassi invariati fino al 2020, e ha presentato un nuovo programma di stimolo TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, ovvero operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine) per supportare il finanziamento da parte delle banche alle aziende nell'eurozona.

E anche la BCE dal canto suo, come la FED, ha dichiarato più volte che intenderà reinvestire il 100% dei titoli in scadenza nel proprio bilancio, garantendo così ancora ampia liquidità al sistema per il biennio 2019 – 2020.

Lo ripetiamo: la combinazione di tassi d'interesse bassi e crescita economica lenta ma costante è generalmente positiva per i mercati obbligazionari high yield in un'ottica di medio periodo, cioè accettando la normale volatilità di breve periodo, quella che si manifesta con periodi di scarsa liquidità e svuotamento dei book di quotazione nel mercato OTC.

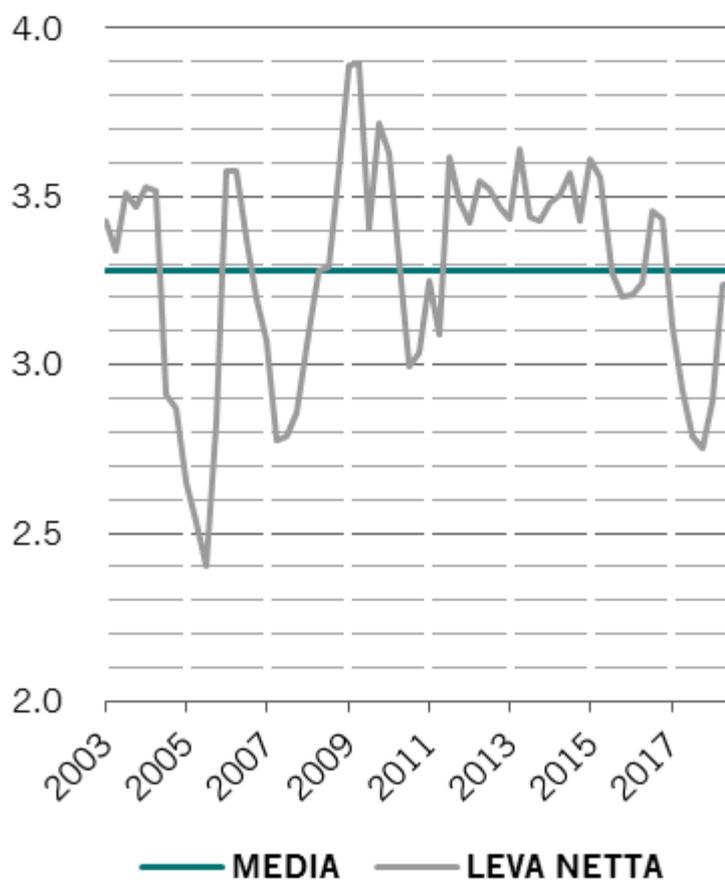
E, in particolare, concentrandosi sul debito con scadenze più brevi, gli investitori hanno la possibilità di garantirsi livelli di reddito maggiori senza la volatilità normalmente associata a questa classe di attivi.

Nei fatti, investire in obbligazioni non-investment grade con duration più breve è una strategia che si è dimostrata indovinata, sia in fasi di mercato turbolente come quella della fine dello scorso anno, sia su orizzonti di più lungo termine. In più, bisogna considerare che il supporto monetario di FED e BCE, essendo un fattore positivo nei confronti del mondo equity, lo sarà anche per il 2019-2020.

DEBITO NETTO/EBITDA PER L' UNIVERSO RATING "BB" - 2003/2018

Fonte Morgan Stanley – Credit Markets Research -dicembre 2018

High yield europeo – effetto leva netto in percentuale dell'EBITDA



📷 Fonte: Morgan Stanley Research. Dati relativi al periodo 01.03.2003-30.09.2018.

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)

MERCATI AZIONARI: 3 MESI DI RALLY ININTERROTTO . CHE COSA FARE ADESSO?

Al di là delle inevitabili considerazioni tecniche circa l' evidente livello di ipercomprato che alcuni mercati azionari hanno raggiunto nel breve periodo , cerchiamo di ragionare sui numeri e sui dati dell' economia internazionale e sull' atteggiamento delle banche centrali che sono i due motori primordiali dei movimenti di fondo - cioè di medio periodo – dei mercati azionari ed obbligazionari .

Nonostante gli evidenti chiaroscuri ed il rallentamento palese degli ultimi mesi, di cui abbiamo ampiamente parlato negli scenari macro-economici degli ultimi 6 mesi , nei prossimi mesi è prevista una crescita economica internazionale di questo tenore :

Crescita mondiale 2019 secondo il FMI

Crescita globale anno 2019 del 3,5% mentre in Europa del 1,6%.

Secondo il governatore della FED Powell

Crescita Usa 2019 a 2,1% da 2,3% del 2018... Nel 2020 a 1,6%

Rialzi dei tassi nel 2019 : non previsti.

Crescita zona euro secondo la Commissione Europea : scenderà all' 1.3% nel 2019 dal 1.9% del 2018 ma risalirà al 1.6% nel 2020

Crescita zona euro secondo la BCE per il 2019 “crescita annua del PIL in termini reali dell' 1,1% nel 2019, dell' 1,6% nel 2020... metteremo mano alla cassetta degli attrezzi della politica monetaria.. TLTRO da settembre ”.

Rialzi dei tassi 2019: non previsti ... Forse alla fine del 2020 sui soli tassi negativi dei depositi

Inversione della Curva dei rendimenti in USA: non è una minaccia!

Molti usano la curva dei rendimenti per proiettare una futura recessione. E' pure vero che le ultime 7 recessioni, sono state anticipate da una curva negativa dei rendimenti. Ma con un tasso di disoccupazione al 3.9% come è possibile ipotizzare un crollo dei consumi a 12 mesi -18 mesi in USA ?

E' importante ricordare ciò che Janet Yellen, ex –governatore FED ha detto il 4 gennaio di quest' anno ad un simposio ad Atlanta *“la curva dei rendimenti inclinata negativamente non necessariamente è un indicatore di recessione!”*

Nel Regno Unito nonostante inclinazione negativa nell' estate del 2006 non c'è stata recessione fino al dicembre 2008 ... E come mai in Giappone, tutte le recessioni che si sono succedute negli anni non sono mai state precedute dalla curva negativa?

Se le curve dei rendimenti fossero predittive di recessione , dovrebbero esserlo ovunque e con le stesse modalita'ma invece non è così'...la curva dei tassi negativa è un'opinione degli investitori dei mercati obbligazionari sul futuro andamento di un' economia , investitori che non hanno necessariamente la sfera di cristallo sull' andamento futuro reale .

Eppure negli ultimi giorni di Marzo è circolata la paura perché la curva dei rendimenti da 3 mesi a 10 anni si è invertita. Come può essere proiettata con affidabilità una futura recessione?

E anche se , per assurdo , assegniamo un valore predittivo alla curva dei tassi USA e la recessione veramente arriverà tra 24 mesi , questo non esclude che tra 24 mesi i mercati siano di nuovo in rally perché i mercati azionari anticipano di molto i trend economici. Si può avere un mercato rally anche durante una recessione .

La storia insegna che da quando la curva dei rendimenti si è inclinata negativamente le recessioni hanno iniziato a dispiegare i loro effetti nei prossimi 18/24 mesi e frattanto i mercati azionari hanno continuato a salire.

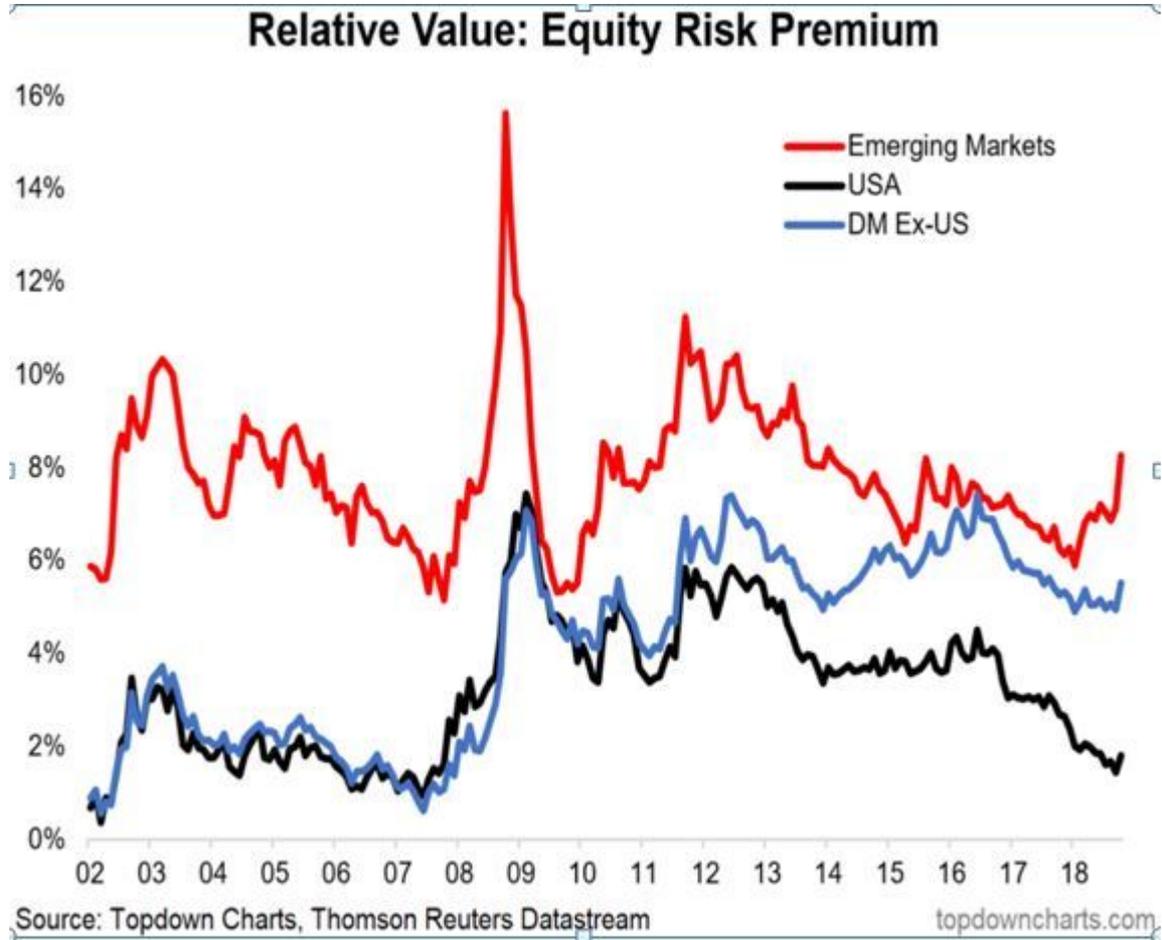
Poniamo a confronto i Mercati azionari con l' economia globale: cosa dicono gli indicatori? Osservando il grafico dell' equity risk premium (differenza tra EPS in % e il tasso di rendimento free risk del governativo a 10 anni) elaborato da Thomson Reuters a febbraio 2019 (come valore ponderato per macro-aree) il valore è ancora positivo, soprattutto per gli emerging markets e i mercati sviluppati ex- USA , e un po' meno per i mercati USA .



STUDIO GAFFINO SIM
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



Equity Risk Premium per gli EM (in rosso), USA (nero) e i mercati sviluppati ex-USA (blu)



Di questo argomento ne abbiamo sempre parlato negli scenari macro-economici degli anni passati, allorquando facevamo il paragone tra il tasso di dividendo (che è piu' piccolo del tasso di EPS, perche' è la quota parte di EPS data agli azionisti). Di nuovo osserviamo che, nonostante il rimbalzo che c'è stato nei primi 2 mesi di 2019, i mercati non possono essere considerati in bolla. Quanto più alto è il premio di rischio azionario, a parità di tutti gli altri fattori, tanto più interessante è detenere azioni. La vera bolla speculativa era quella del 1999-2000 quando il tasso di EPS del Nasdaq era nullo o pressocche' nullo, **ma i rendimento decennale del Treasury era al 6.5% !**

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



INDICE SP500 E RENDIMENTO DECENNALE USA DAL 1999 AL 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

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)

Per il resto , guardando al tasso di dividendo , allo stato attuale i mercati europei offrono un premio superiore a quelli statunitensi . **Se si osserva la tabella di cui alle pagine precedenti , il tasso di dividendo prospettico a 12 mesi del DAX 30 pari al 3.19% si confronta con un Bund a 10 anni allo zero! Ugualmente il tasso di dividendo del CAC40 che è pari a 3.26% si confronta con un tasso decennale dell' OAT di 0.40% !** Invece negli USA il tasso di dividendo dell' SP500 dell 1.94% si confronta con un treasury a 10 anni del 2.5% .

Tuttavia una analisi del premio al rischio non è una profezia di quali mercati saliranno piu' degli altri , perche' bisogna pur prendere in considerazione il tasso di crescita degli utili atteso, la crescita economica attesa, il peso dei buy-back azionari, ecc ecc .

Le trimestrali di Wall Street

Nelle prossime settimane verranno pubblicate le trimestrali americane. Queste sono attese in ribasso in linea con quanto già è accaduto nel quarto trimestre del 2018. (ricordiamoci che nel quarto trimestre 2018 la crescita fu +13,1% contro il 21,7% del terzo trimestre.) . In generale segnaliamo che :

Crescita utili SP500 nel 2018 +20%

Attese primo trimestre 2019 +2%

+2,2% secondo trimestre

+4,5% terzo trimestre

+8,8% quarto trimestre

Stima annuale + 4,5% utili +4,9% fatturati

P/E Dow Jones atteso a 12 mesi a 15.77% sotto la media a 5 anni del 16,4% ma sopra la media a 10 anni del 14,7% (ma nel valore a 10 anni tale media comprende anche il 2009 quando i prezzi erano molto depressi perche' si era ancora vicini allo scoppio della crisi sup-prime e al default della Lehman)

Conclusioni : Nessun indicatore economico coincidente e previsionale ci induce a non preferire l'azionario nei prossimi 12/18 mesi.

Forse , guardando al premio al rischio , e in virtu' della conclusione dell' accordo Cina –USA e della curva dei tassi negativa dei governativi “core” , i mercati europei sarebbero da preferire a quelli americani , perche' il premio al rischio è migliore nei mercati azionari europei che non in quelli americani , soprattutto il settore componentistica auto e settore auto , il settore dei trasporti marittimi e quello degli spedizionieri , e il settore delle linee aeree .

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 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)