



**STUDIO GAFFINO SIM**

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



# SCENARI MACRO ECONOMICI E FINANZIARI

## DICEMBRE 2019

*Redatto il 10/12/2019*

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

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

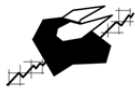
[www.gaffinosim.it](http://www.gaffinosim.it)

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

[amministrazione@gaffinosim.it](mailto: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 DEI MERCATI FINANZIARI PER IL 2020

*PERFORMANCES, DIVIDEND YIELD E P/E IN USD  
DAL 1.1.2019 AL 30.11.2019*

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		28051.41	-112.59	-0.40%	11/29	d	19.31	18.95	16.18	2.25	+20.25%	
12) S&P 500		3140.98	-12.65	-0.40%	11/29	d	20.89	19.16	17.40	1.85	+25.30%	
13) NASDAQ		8665.47	-39.70	-0.46%	11/29	d	32.02	26.43	22.42	1.02	+30.60%	
14) S&P/TSX Comp		17040.20	d	-74.32	-0.43%	11/29	d	17.28	15.84	14.58	3.00	+22.13%
15) S&P/BMV IPC		42820.18	d	-279.93	-0.65%	11/29	d	16.65	15.13	13.49	3.17	+3.36%
16) IBOVESPA		108233.28	d	-56.81	-0.05%	11/29	d	16.97	14.94	12.79	2.97	+12.81%
2) EMEA												
21) Euro Stoxx 50		3703.58	-0.90	-0.02%	11/29	d	20.00	15.49	14.12	3.32	+18.62%	
22) FTSE 100		7346.53	d	-69.90	-0.94%	11/29	d	17.74	13.52	12.73	4.90	+10.62%
23) CAC 40		5905.17	-7.55	-0.13%	11/29	d	20.67	16.09	14.46	3.13	+20.00%	
24) DAX		13236.38	-9.20	-0.07%	11/29	d	24.49	15.62	13.82	2.98	+20.51%	
25) IBEX 35		9352.00	d	-7.00	-0.07%	11/29	d	15.24	13.00	12.02	4.36	+5.27%
26) FTSE MIB		23259.33	-83.09	-0.36%	11/29	d	14.01	11.89	11.37	4.16	+22.02%	
27) OMX STKH30		1730.25	-5.05	-0.29%	11/29	d	18.35	16.76	15.86	3.92	+13.69%	
28) SWISS MKT		10493.24	d	-35.90	-0.34%	11/29	d	24.51	17.74	16.13	2.99	+22.31%
3) Asia/Pacifico												
31) NIKKEI		23529.50	d	+235.59	+1.01%	07:15	d	18.74	17.94	16.74	1.93	+17.65%
32) HANG SENG		26462.54	d	+116.05	+0.44%	08:18		11.21	10.50	9.97	3.75	+2.42%
33) CSI 300		3836.06	d	+7.39	+0.19%	08:00	d	13.45	12.54	11.00	2.22	+24.54%
34) S&P/ASX 200		6862.27		+16.27	+0.24%	07:08	d	20.27	18.03	17.37	4.43	+16.83%

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

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

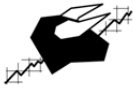
SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

www.gaffinosim.it

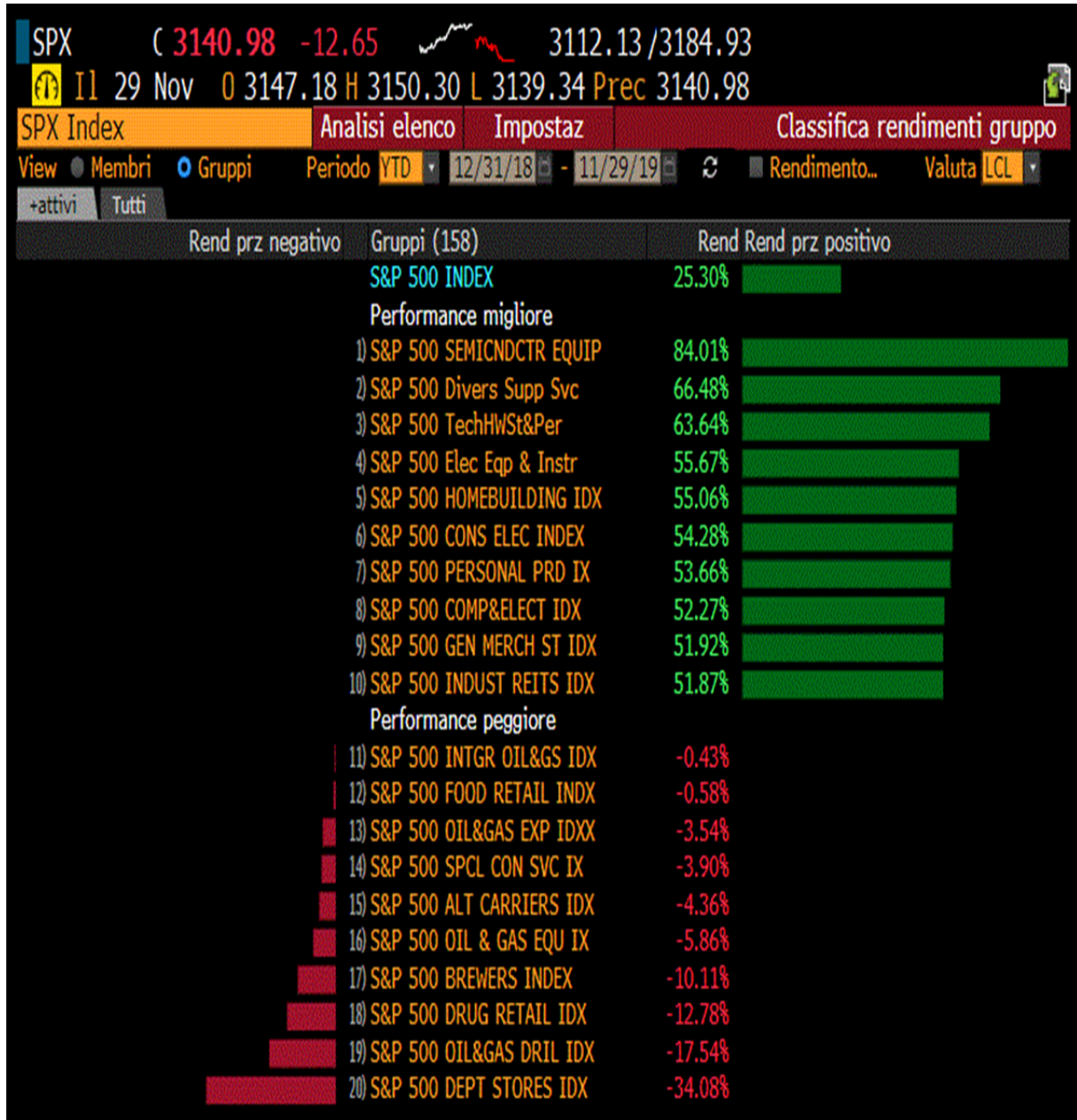
CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.  
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007  
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL  
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007  
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999  
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA  
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)



**STUDIO GAFFINO SIM**  
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



## PERFORMANCES SETTORIALI SP500 DAL 1.1.2019 AL 30.11.2019



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

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

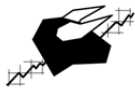
www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

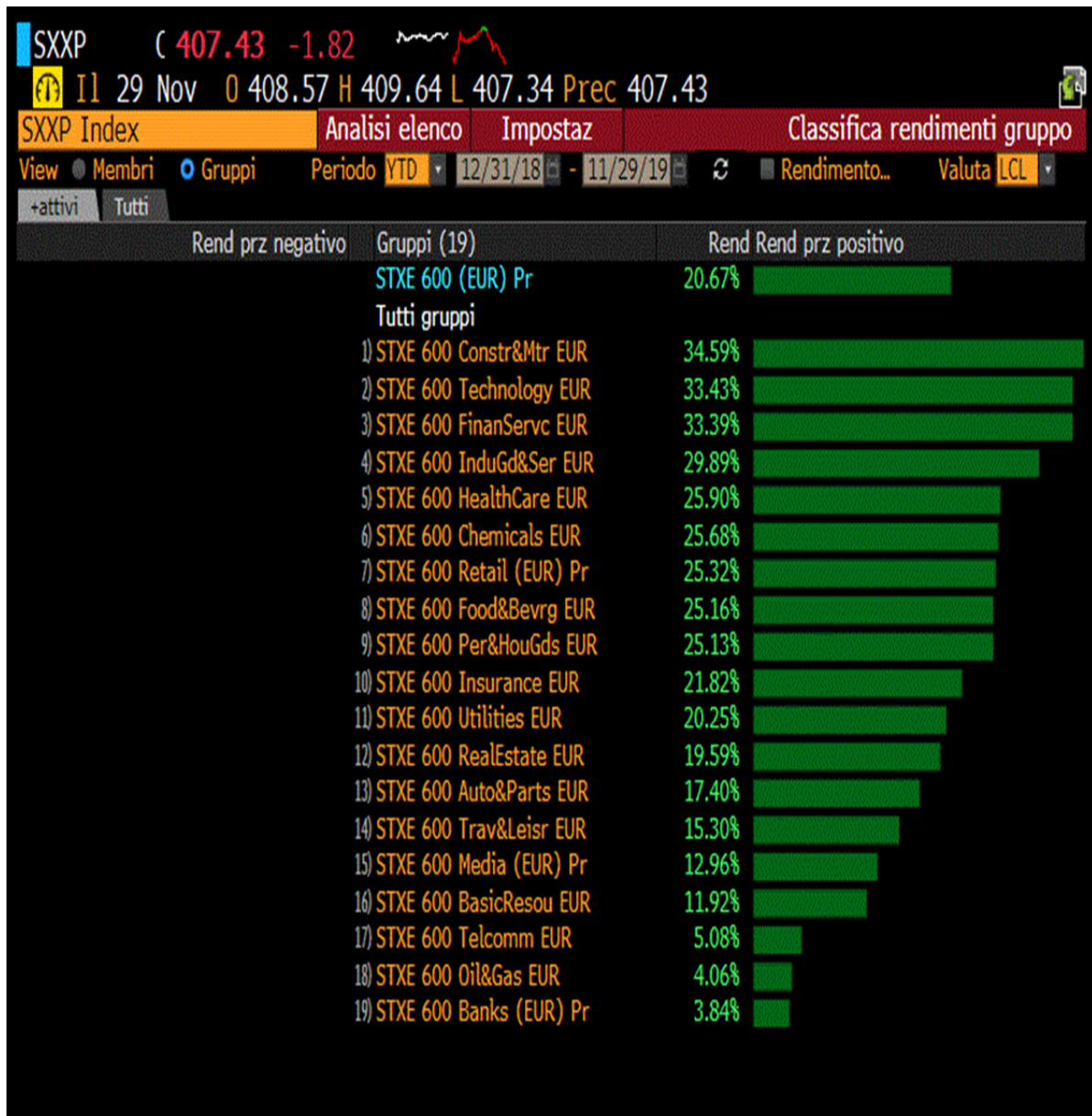
CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.  
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007  
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL  
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007  
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999  
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA  
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)



**STUDIO GAFFINO SIM**  
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



## PERFORMANCES SETTORIALI EURO STOXX 600 DA 1.1.2019 A 30.11.2019



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

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

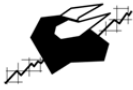
www.gaffinosim.it

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



## Sp500 (LINEA BIANCA ) e Dax (LINEA GIALLA ) a confronto dal 1.1.2000 al 30.11.2019



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

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

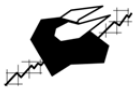
[www.gaffinosim.it](http://www.gaffinosim.it)

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

[amministrazione@gaffinosim.it](mailto: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



## Mercati obbligazionari mondiali al 30.11.19 Rendimenti a 10 anni in BLU

Regionale		Invio	Impost	Mercati oblg mondiali							
91 Oblg		92 Spread	93 Curve								
Scad	10 anni			Intervallo				3 mesi			
Regione	RMI	Titolo	Bid	Ask	Rnd	Vzn rnd	Rnd	Min	Intrv	Mass	Vzn 3M
1) Americhe											
10) Stati Uniti		T 1 3/4 11/29	99-05	99-06	1.840	+6.4		1.457		1.942	+34.4
11) Canada		CAN2 3/4 06/29	106.956	106.997	1.458	-0.6		1.112		1.620	+30.0
12) Brasile (USD)		BRAZIL4 1/2 29	105.030	105.416	3.799	+0.9		3.674		3.915	+8.2
13) Messico (USD)		MEX4 1/2 04/29	109.361	109.808	3.277	+2.2		3.176		3.533	+9.9
2) EMEA											
19) Regno Unito		UKT0 7/8 10/29	101.352	101.377	0.730	+3.6		.400		.807	+32.2
20) Francia		FRTR 0 11/29	99.890	99.931	0.007	+6.1		-.402		.053	+40.9
21) Germania		DBR0 08/15/29	102.919	102.948	-0.299	+6.5		-.710		-.238	+40.6
22) Italia		BTPS 3 08/29	115.030	115.062	1.337	+11.0		.805		1.337	+37.6
23) Spagna		SPGB0.6 10/29	101.134	101.177	0.478	+6.8		.101		.478	+35.9
24) Portogallo		PGB1.95 06/29	113.871	113.954	0.451	+5.9		.110		.451	+32.8
25) Svezia		SGB0 3/4 11/29	106.795	107.025	0.042	+4.9		-.377		.048	+40.7
26) Paesi Bassi		NETHER0 3/4 29	103.952	104.005	-0.163	+6.5		-.564		-.116	+39.6
27) Svizzera		SWISS 0 06/29	105.919	106.326	-0.640	+2.1		-1.067		-.446	+41.6
28) Grecia		GGB3 7/8 03/29	120.158	120.553	1.485	+7.4		1.137		1.625	-9.7
3) Asia/Pacifico											
29) Giappone		JGB 0.1 09/29	101.424	101.584	-0.061	+3.0		-.297		-.038	+21.6
30) Australia		ACGB 2 3/4 29	115.552	115.624	1.091	+6.0		.878		1.293	+17.4
31) N. Zelanda		NZGB 3 04/29	114.337	114.604	1.338	+6.2		.973		1.461	+30.9
32) Corea Sud		KTB1 7/8 06/29	102.475	102.756	1.663	+2.7		1.311		1.817	+35.2
33) Cina		CGB3.29 05/29	100.632	100.681	3.206	+3.9		2.995		3.302	+14.2

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)

## SCENARIO MACROECONOMICO 2020

### LA POLITICA MONETARIA IN AREA EURO

Fra gli economisti e gli asset manager serpeggia sempre piu' una domanda cruciale :

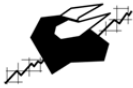
**Nei prossimi cinque anni le banche centrali intraprenderanno finalmente la strada della normalizzazione dei tassi di interesse ( leggi: rialzo dei tassi ) ?**

Difficile dirlo. La ricerca di inflazione non ha dato frutti sperati . Ed alcuni ritengono che il target BCE del "2% o poco al di sotto" sia un obiettivo oramai datato e non rispondente al mutato scenario economico post-Lehman Bros. .

Anzi è probabile una recessione globale nel biennio 2020-2021 ( fatta eccezione per gli USA ) che deprimera' ulteriormente le aspettative inflazionistiche.

E allora quali sono le opzioni delle banche centrali dato che hanno una 'cassetta degli attrezzi' vuota?

La riunione Bce del luglio 2019 ( quando annunciarono il nuovo QE ) è stata significativa tanto quanto il discorso 'Whatever it takes' di Mario Draghi del luglio 2012. Perché ci fa riflettere su quanto possa durare il mondo a tassi negativi . Dobbiamo infatti prendere atto di un fatto sostanziale: **se non intervengono i governi con politiche economiche concretamente espansive la Bce sara' impegnata in una politica monetaria molto accomodante non per mesi , ma per anni** . Almeno fino a quando non saranno raggiunti gli obiettivi di inflazione a medio termine.



**STUDIO GAFFINO SIM**

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



Ma attenzione: secondo le ultime proiezioni OCSE del 21 novembre u.s. ( di cui alle pagine successive) la crescita tendenziale nell'area euro si aggira intorno all'1% - 1.2% per il biennio 2020-2021 (\*) e per questo, insieme ad un debito eccessivo ( che limita i programmi di ampliamento della spesa pubblica e di tagli fiscali a causa delle regole di Maastricht ) e insieme a fattori demografici ( invecchiamento della popolazione e tasso di disoccupazione ancora elevato ), è difficile immaginare una ripresa dell'inflazione verso il 2% nel breve periodo . Un aumento dei prezzi duraturo infatti puo' avvenire solo da un aumento dei consumi , cioè inflazione endogena .

---

**(\*) = “... We now estimate global GDP growth to have been 2.9% this year and project it to remain around 3% for 2020-21, down from the 3.5% rate projected a year ago and the weakest since the global financial crisis. Short-term country prospects vary with the importance of trade for each economy though. GDP growth in the United States is expected to slow to 2% by 2021, while growth**

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

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

[www.gaffinosim.it](http://www.gaffinosim.it)

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

[amministrazione@gaffinosim.it](mailto: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 Japan and the euro area is expected to be around 0.7 and 1.2% respectively....” -OCSE –  
ECONOMIC OUTLOOK- NOV. 2019***

Pensiamo quindi che i tassi negativi rimarranno un dato di fatto per gli investitori europei per anni. : alla luce dei 7.500 miliardi di euro parcheggiati sui conti deposito BCE che subiscono l’erosione dell’inflazione in termini reali, le banche non hanno per ora intenzione di impiegarli nell’ economia reale , prestare soldi aumenta il rischio di maggiori NPL in portafoglio , e tra l’ altro “consuma capitale” perche’ il loro CET1 non puo’ scendere al di sotto dei livelli regolamentari ...chi glielo fa fare ? Di certo cambieranno il loro comportamento solo a tempo debito, cioè solo quando prestare alle imprese sara’ una attivita’ veramente remunerativa, perche’ l’ economia sara’ finalmente ripartita .

Quello che anni fa era concepito come “lo straordinario” (cioè i tassi negativi e il QE ) è diventato ordinaria amministrazione . I tassi bassi e i QE a tempo indeterminato sono la nuova normalità. Le future recessioni economiche richiederanno ulteriori politiche che probabilmente includeranno misure fiscali e attenueranno ancora di più i confini tra le leve monetarie e fiscali, ma non saranno così impulsive , perche’ saranno sempre temperate dal rispetto dei parametri di Maastricht.

Il quadro istituzionale dell’Ue rende più difficile tale coordinamento politico, ma le sfide poste dal basso tasso di crescita strutturale e da un’inflazione costantemente al di sotto degli obiettivi cominciano a richiamare l’attenzione dei policy maker.

**STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.** SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

[www.gaffinosim.it](http://www.gaffinosim.it)

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

[amministrazione@gaffinosim.it](mailto: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)

## MACRO OUTLOOK PER IL 2020

### FONTE : OCSE – INTERIM OUTLOOK NOV. 2019

*OECD area, unless noted otherwise*

	Average 2012-2019	2018	2019	2020	2021	2019 Q4	2020 Q4	2021 Q4
	Per cent							
<b>Real GDP growth<sup>1</sup></b>								
World <sup>2</sup>	3.3	3.5	2.9	2.9	3.0	3.0	2.9	3.1
G20 <sup>2</sup>	3.6	3.8	3.1	3.2	3.3	3.2	3.2	3.3
OECD <sup>2</sup>	2.1	2.3	1.7	1.6	1.7	1.8	1.7	1.7
United States	2.4	2.9	2.3	2.0	2.0	2.3	1.9	2.0
Euro area	1.5	1.9	1.2	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2
Japan	1.1	0.8	1.0	0.6	0.7	1.0	0.8	0.8
Non-OECD <sup>2</sup>	4.4	4.6	3.9	4.0	4.0	3.9	3.9	4.1
China	6.9	6.6	6.2	5.7	5.5	6.1	5.5	5.5
India <sup>3</sup>	7.1	6.8	5.8	6.2	6.4			
Brazil	-0.1	1.1	0.8	1.7	1.8			
<b>Unemployment rate<sup>4</sup></b>	6.6	5.3	5.2	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
<b>Inflation<sup>1,5</sup></b>	1.6	2.3	2.0	2.1	2.1	1.9	2.1	2.1
<b>Fiscal balance<sup>6</sup></b>	-3.6	-2.9	-3.2	-3.3	-3.3			
<b>World real trade growth<sup>1</sup></b>	3.4	3.7	1.2	1.6	2.3	1.1	1.9	2.4

1. Percentage changes; last three columns show the increase over a year earlier.

2. Moving nominal GDP weights, using purchasing power parities.

3. Fiscal year.

4. Per cent of labour force.

5. Private consumption deflator.

6. Per cent of GDP.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

[StatLink https://doi.org/10.1787/888934044784](https://doi.org/10.1787/888934044784)

## **LA CRESCITA MONDIALE NEL 2020 L' OPINIONE DELL' OCSE**

Nella seconda metà di novembre l' OCSE ha pubblicato , come ogni anno , il suo scenario di previsioni per l' economia mondiale nel 2020. Esso merita una approfondita lettura .

Il rallentamento dell'attività riguarda sia i Paesi avanzati sia gli emergenti e dopo la drastica sforbiciata delle precedenti stime dello scorso settembre, le revisioni al ribasso restano frequenti per quasi tutte le aree geografiche prese in considerazione . Secondo l'Outlook semestrale dell'Ocse, gli Usa dovrebbero chiudere il 2019 con una crescita del Pil del 2,3% (dalle stime +2,4% di settembre e +2,8% di maggio), per poi passare al 2% nel 2020-21. Gli ultimi dati usciti il 27 novembre (il Governo USA ha effettuato una revisione al rialzo delle stime crescita PIL 3° trimestre 2019 al +2.1% dal +1.9% della prima stima ) sembrano confortare l' opinione dell' OCSE . Comunque in USA, la politica monetaria accomodante della FED e l'aumento dei salari stimoleranno i consumi e gli investimenti nelle case, ma i dazi e il clima di incertezza continueranno a frenare gli investimenti delle imprese e l'export. Per l'area euro il pronostico è piu' magro : essendo l' area euro quella piu' soggetta a fare le spese della guerra commerciale in corso , le previsioni di crescita sono di +1,2% quest'anno, seguito da +1,1% nel prossimo e poi ancora +1,2% nel 2021. La crescita dei salari e la politica della Bce danno sostegno ai consumi, ma la debole domanda esterna e il basso livello di fiducia pesano anche in questo caso su investimenti ed export.

**Purtroppo , una medesima politica monetaria espansiva ha effetti diversi a seconda della composizione del PIL della nazione che la subisce.**

La FED puo' ottenere piu' successo se fa un QE perche' il 66% del PIL è fatto dai consumi interni e l' abbassamento del costo del credito ha un impatto immediato sui consumi e sugli investimenti interni e quindi sulla crescita della domanda interna.

La BCE invece ha una politica monetaria meno efficace in quei paesi ( Germania e Italia) in cui l' export assume una componente fondamentale del PIL : abbassare i tassi di interesse sino in

territorio negativo non serve se il commercio internazionale non dà la spinta all'export di questi paesi, e quindi le imprese non hanno interesse a domandare più credito alle banche se le prospettive della domanda estera rimangono deboli. Anche se abbiamo tassi di interesse sui minimi storici degli ultimi 70 anni la crescita del PIL dei paesi esportatori non dipende dai tassi di interesse.

Nemmeno per quanto riguarda l'Italia, le previsioni sono rosee (a prescindere dal rischio geopolitico di elezioni anticipate nella primavera / estate del 2020) anche se in leggero miglioramento rispetto alle stime OCSE di questa primavera.

L'Economic Outlook semestrale rivede a +0,2% da zero le previsioni per il Pil italiano nel 2019, conferma a +0,4% la stima per l'anno prossimo e prospetta una crescita dello 0,5% per il 2021. Il rapporto OCSE comunque si aspetta – in maniera ottimistica – che politica di bilancio darà sostegno all'attività attraverso una riduzione dei carichi fiscali e degli oneri sociali, assieme ai maggiori investimenti pubblici e agli incentivi fiscali per le imprese. Ciò presuppone – a nostro parere – che ci sia un governo stabile nel 2020, un governo che sia in grado di costruire una politica economica di ampio respiro e di lungo termine. Ma i rischi di elezioni anticipate incombono sempre sul panorama politico italiano.

Le misure a carico dei conti pubblici e la crescita esterna più bassa (che significa comunque un gettito fiscale più basso) faranno, però, aumentare il debito/Pil fino al 136,2% nel 2020, dal 136% previsto quest'anno, con una discesa al 135,6% solo nel 2021.

Il deficit/PIL è stimato al 2,2% quest'anno e il prossimo e poi al 2% nel 2021.

La disoccupazione italiana dal 10% di quest'anno e del prossimo dovrebbe salire al 10,2% nel 2021. Si prevede che la crescita in Italia riparta molto gradualmente. L'incertezza sulla stabilità politica (male endemico italiano), sul commercio globale e la minore domanda esterna continueranno a pesare sull'export e sulle decisioni di investimento delle aziende.

Per il resto, come detto sopra, Germania e Italia risultano più colpite dal rallentamento del commercio internazionale rispetto a Francia e Spagna, proprio perché ciò riflette la maggiore dipendenza dal settore industriale e dal commercio globale.

E per la Germania c'è anche l'aggravante della crisi del settore dell'auto.

Per la **Germania** infatti il pronostico è di una crescita dello 0,6% quest'anno, seguita da un esiguo +0,4% il prossimo (lo stesso livello dell'Italia, rivisto da +0,6% di settembre e dal +1,2% di maggio) e con +0,9% nel 2021.

Per quanto riguarda la **Francia**, le stime Ocse vedono il Pil francese in progresso dell'1,3% quest'anno, e dell'1,2% nei successivi due, in linea con settembre.

### **E per ciò che riguarda i Paesi emergenti? .**

La crescita in **Cina**, che è sempre meno un motore della crescita globale, dovrebbe segnare un'ulteriore moderazione al 5,7% nel 2020 e al 5,5% nel 2021, dal +6,2% del 2019. L'impatto dell'escalation delle tensioni commerciali si farà sentire sugli investimenti, ma le misure di stimolo fiscale e para-fiscale e la riduzione dei requisiti di riserva dovrebbero contribuire a mitigare le ricadute sulla crescita del credito e della domanda, mentre l'economia prosegue nella sua trasformazione strutturale, con un riequilibrio a favore di consumi e servizi rispetto a export e manifattura.

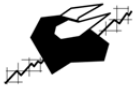
Una piacevole sorpresa viene invece **dall'India**. La crescita dell'India infatti dovrebbe riprendersi dal 5,8% del 2019 al 6,4% del 2021. La riduzione dei costi del credito e delle tasse aiuteranno il rafforzamento degli investimenti, mentre la moderazione dei prezzi del petrolio e i programmi di sostegno al reddito nelle aree rurali sosterranno i consumi.

Ma il problema vero, lo ribadiamo, già sollevato dall'OCSE e da noi più volte sottolineato nel corso dei precedenti comitati di gestione, sta nella generale inefficacia della politica del QE e dei tassi negativi a livello sistemico (esclusa la politica monetaria della FED).

### **La politica monetaria ultra-ribassista non è un arma efficace nella lotta alla contrazione del commercio internazionale.**

Infatti, secondo l'OCSE, per il biennio 2020-2021, una continuazione della guerra commerciale innescata dagli Usa verso la Cina potrebbe ridurre di 0,3-0,4 punti il Pil globale nel 2020 e di 0,2-0,3 punti nel 2021.

I due contendenti sono i più colpiti dallo shock: per gli Usa si tratta di -0,7 punti di Pil complessivi nei 2 anni e per la Cina di -1 punto.



**STUDIO GAFFINO SIM**

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



Ma molti altri Paesi ne risentono. L'Ocse stima che una continuazione della Trade War per l'area euro produrrebbe un impatto di -0,4% sul PIL e per il commercio mondiale di -1,7% sui volumi . Quindi c'è un bisogno urgente di politiche fiscali più ambiziose per sfuggire alla stagnazione interna , sottolinea l'Ocse: dopo le banche centrali tocca ai governi pubblici rilanciare la domanda interna con politiche neo-keynesiane di stimolo all' occupazione e ai consumi .

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

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

[www.gaffinosim.it](http://www.gaffinosim.it)

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

[amministrazione@gaffinosim.it](mailto: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)

## UNO SGUARDO AI MERCATI AZIONARI

Se osserviamo i mercati azionari da inizio anno sino al 30 novembre , non possiamo che esserne soddisfatti. Pochi analisti nelle previsioni di inizio 2019 si aspettavano queste performances .

Così come pochi avevano profetizzato un Bund 10y ancora a rendimento negativo ( -0.35% al 30.11 ).

Ma ora? E' il caso di capitalizzare i profitti e rifugiarsi nella liquidità ? **Forse si.**

I maggiori indici azionari al 30.11.2019 hanno messo a segno plusvalenze a dir poco stellari : si va dal +25% del DAX e del CAC al +28% della Borsa Italiana e , oltre oceano, al +33% del Nasdaq e +30% dell' indice SP500. Eppure il ritmo di crescita degli utili su base annuale , osservando le trimestrali della aziende USA e delle aziende europee al 30 sett. 2019 , è entrato in territorio leggermente negativo ( -1.5% circa su base annuale ). Le aziende , nel loro complesso, guadagnano nel 3° trimestre 2019 leggermente meno di quanto guadagnavano alla fine del 3° trimestre 2018 . E gli ultimi dati dell' OCSE di cui abbiamo ampiamente parlato nelle pagine precedenti fanno prevedere un economia mondiale nel 2020 pressochè stagnante ( ad eccezione degli Stati Uniti ).

Il buon senso ci porta quindi a ritenere che il recente rally , il 2° rally del 2019 ( dai primi di settembre a fine novembre ) si basa unicamente sulle speranze di un miglioramento del clima commerciale USA-Cina e manca del sostegno fondamentale dell'economia reale ( cioè della crescita dei profitti ).

E anche il 1° rally , quello relativo alla 1^ meta' del 2019 (dal 27.12.2018 sino al 30.7.2019) era basato sul "sollievo" generato dalla certezza che la FED non avrebbe proseguito sul rialzo dei tassi, ma che , al contrario, avrebbe iniziato ad abbassare i tassi nuovamente .

**STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.** SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

[www.gaffinosim.it](http://www.gaffinosim.it)

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

[amministrazione@gaffinosim.it](mailto: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)

**Possiamo quindi affermare che tutte e due le gambe rialziste del 2019 sono basate sulla politica monetaria accomodante e sulle attese di una pace commerciale , non su outlook aziendali migliori delle aspettative .**

Le valutazioni poi sono elevate non solo in assoluto, ma anche dal punto di vista relativo ( Prezzo/Utili ).

Infatti, se osserviamo la tabella di cui a pag.17 del presente documento al 30.11.2019 si può notare che il P/E dei vari listini è giunto a livelli eccessivi rispetto ai livelli di P/E del 1° trimestre 2019 .

Il DAX viaggia oggi a un multiplo di 24,5 X (era circa 12 X a fine gennaio ) , mentre l' indice CAC si situa ad un multiplo di 20.7 X ( era di 15 X sempre a fine gennaio) .

**Questi dati espongono i mercati azionari al rischio di possibili battute d'arresto.**

Soprattutto se la “pace commerciale “ tra Cina ed USA , tanto sperata dai mercati e tante volte millantata da Trump , non avrà luogo nel breve termine ( e la recente firma di Trump della legge a favore dei protestanti di Hong Kong non aiuta certamente ad essere ottimisti ) .

L'aumento della valutazione P/E così robusto si basa principalmente , come già detto , sulla politica molto accomodante della FED e della BCE. Non su aspettative di una crescita folgorante degli utili .

I tassi sono veramente ai minimi storici sulla curva governativa e le banche centrali , inondando di liquidità i mercati finanziari , hanno fatto sì che il tasso di dividendo azionario sorpassasse allegramente il rendimento del decennale tedesco o francese ( che ancor oggi giacciono in territorio negativo) . Sono le cose di cui parliamo oramai da mesi nei nostri comitati .

Tutti gli analisti prevedono ora che le banche centrali non modificheranno la propria politica nel prossimo futuro (12/24 mesi ) , il che induce a ritenere che questo potrebbe continuare a supportare le valutazioni azionarie .

**STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.** SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

[www.gaffinosim.it](http://www.gaffinosim.it)

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

[amministrazione@gaffinosim.it](mailto: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)



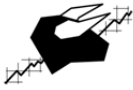
Tuttavia, sullo sfondo di un rallentamento della crescita che si sta profilando negli Stati Uniti e della modesta crescita economica in atto in Europa e, di conseguenza, della continua recessione degli utili, **un'ulteriore espansione delle valutazioni diventa sempre più improbabile** .

Quando i prezzi si discostano dalla capacità reale di produrre utili , potrebbe essere in arrivo uno storno azionario.

### **Salutare , ma fisiologico.**

Un altro segnale di elevata compiacenza degli investitori è dato da altri due indicatori abbastanza attendibili per i mercati azionari : al 30 .11.2019 ( giorno di redazione del presente documento) le posizioni nette su future sul VIX di grandi traders e la PUT/CALL ratio delle contrattazioni su opzioni del paniere SP500 .

- 1) **Future sul VIX** : Gli investitori sembrano essere sempre più a loro agio con l'attuale periodo di bassa volatilità e scommettono su una sua possibile ulteriore riduzione. Le posizioni nette corte nei future sull'indice di volatilità del CBOE (VIX) dei grandi traders hanno raggiunto i livelli più anomali mai visti, secondo gli ultimi dati della Commodity Futures Trading Commission (vedere tabella pagina seguente con la linea arancione) . L'indice VIX è sceso di quasi il 50% quest'anno, favorito recentemente dai segnali di allentamento delle tensioni commerciali. Sebbene un livello molto elevato di posizioni corte sulla volatilità non sia un indicatore temporale, segnala comunque un alto grado di "allegria" per ora. Ciò rende i mercati azionari particolarmente vulnerabili al rischio di eventi negativi (ad es. delusione dal negoziato commerciale) . In passato livelli così alti di compiacenza sono stati seguiti da un calo brusco dell'indice S&P 500 ( vedi ultimo trimestre del 2018 ) .
- 2) **Il put/ call ratio** totale su indice SP500 negli USA: esso è attualmente A 0,47 , cioè le PUT sono IL 47% delle CALL , cioè ai minimi da inizio 2018. Questo basso livello indica che gli investitori prevedono per la stragrande maggioranza un ulteriore andamento positivo del mercato azionario, poiché il volume investito in call supera nettamente quello investito in put. In passato, tuttavia, un livello così basso del put/call ratio è stato di frequente associato a momenti di svolta, o perlomeno un periodo terminale del bull market,



**STUDIO GAFFINO SIM**

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE



cioè alla fine di un periodo di rialzo (vedere tabella pagina seguente ). Si può interpretare che un put/call ratio attorno ai suoi estremi più bassi segnali un tono rialzista troppo esuberante, suggerendo cautela e maggiore probabilità di una flessione dell'azionario.

**INDICE AZIONARIO SP500 (linea bianca ) E NUMERO DELLE  
OPEN POSITION FUTURES SU VIX DEI GRANDI OPERATORI  
(linea arancione ) .**

**PERIODO: GEN.2018 –NOV. 2019**

**SIAMO AI MINIMI STORICI DI -218000 CONTRATTI**

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

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

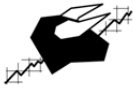
[www.gaffinosim.it](http://www.gaffinosim.it)

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

[amministrazione@gaffinosim.it](mailto: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



**PUT / CALL RATIO SUL TOTALE AZIONI INDICE SP500**  
**SIAMO AI MINIMI DEL RAPPORTO OPZIONI RIBASSISTE SU OPZIONI**  
**RIALZISTE ( 47% )**

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

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

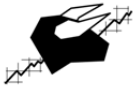
www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

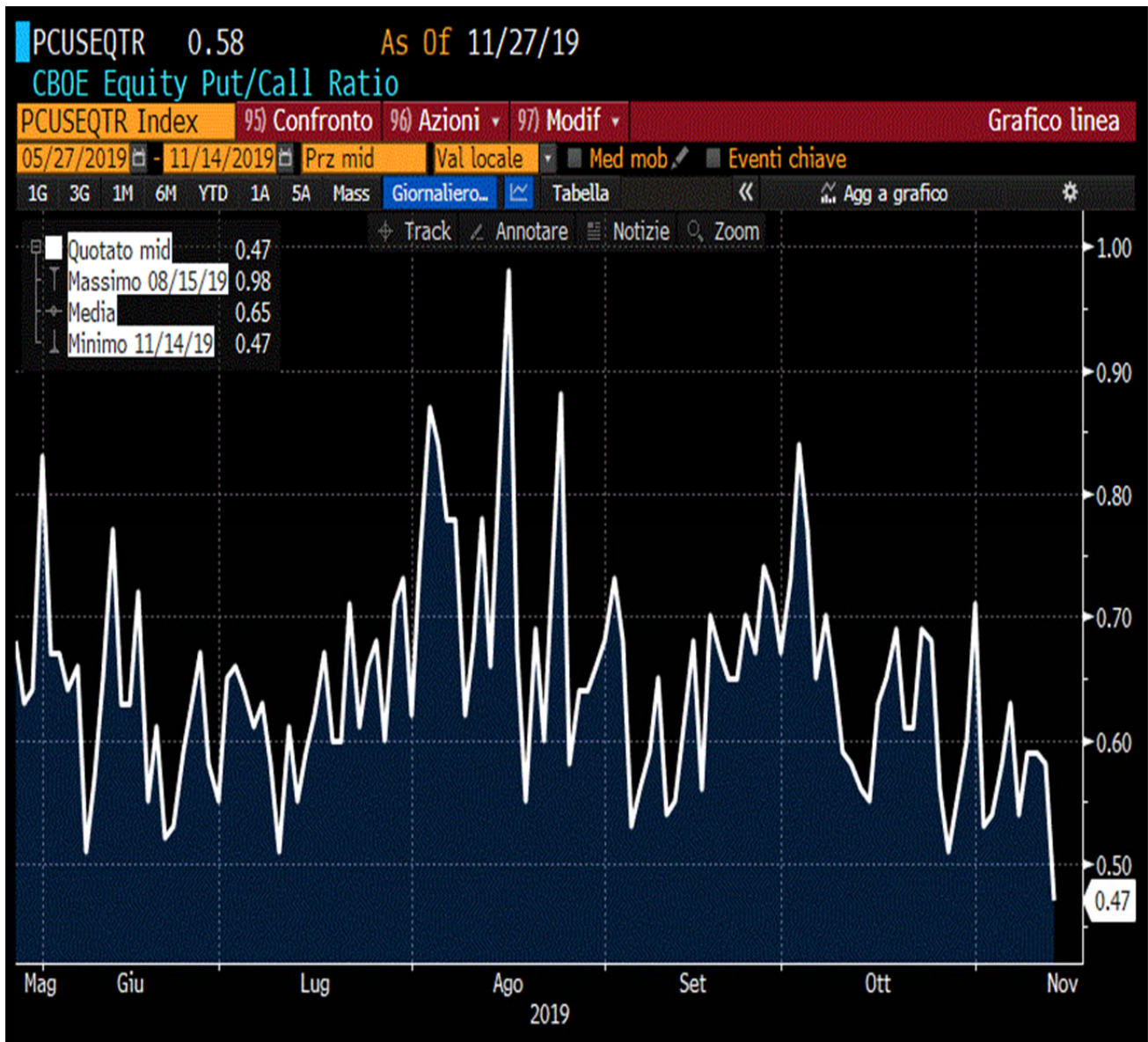
amministrazione@gaffinosim.it

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



Quindi il mercato si sta preparando per una correzione .

Con livelli di supporto identificabili con la media mobile a 200 giorni (Euro STOXX 50 3.420, DAX 12.000, S&P 500 2.890). Tale battuta d'arresto potrebbe anche essere significativa , e impulsiva, cioè dotata di velocità e volumi consistenti .

**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)

Ma di breve respiro.

Non si interrompe il trend rialzista di lungo periodo .

Almeno non si intravedono le condizioni di base per un mutamento del trend azionario primario “bullish “ .

Ma al termine del movimento correttivo ( potrebbe durare anche 1 oppure 2 settimane e, se si ritorna alle MM200gg di cui sopra, avere un ampiezza del -8% oppure -9% dai livelli attuali ) si potrebbero di nuovo presentare ottime occasioni d’ acquisto .

Come è stato ad agosto di quest’ anno: dopo il rally durato fino a fine Luglio è iniziato un movimento correttivo che è durato 1 mese .

Ma chi ha comprato a fine ad agosto ( nuovamente ) ora porta a casa notevoli dosi di profitto .

Così’ è stato anche per chi ha comprato a fine maggio / inizi di giugno .

I bassi tassi di interesse indotti dalle politiche monetarie delle banche centrali infatti , offriranno sempre uno speciale paracadute ai listini azionari , un paracadute che difficilmente si romperà’ nei mesi futuri .

## **PERFORMANCES IN EURO DELLE ASSET CLASS NEL BIENNIO 2018/2019 ANNO 2019 :LINEA VERDE**

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

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

[www.gaffinosim.it](http://www.gaffinosim.it)

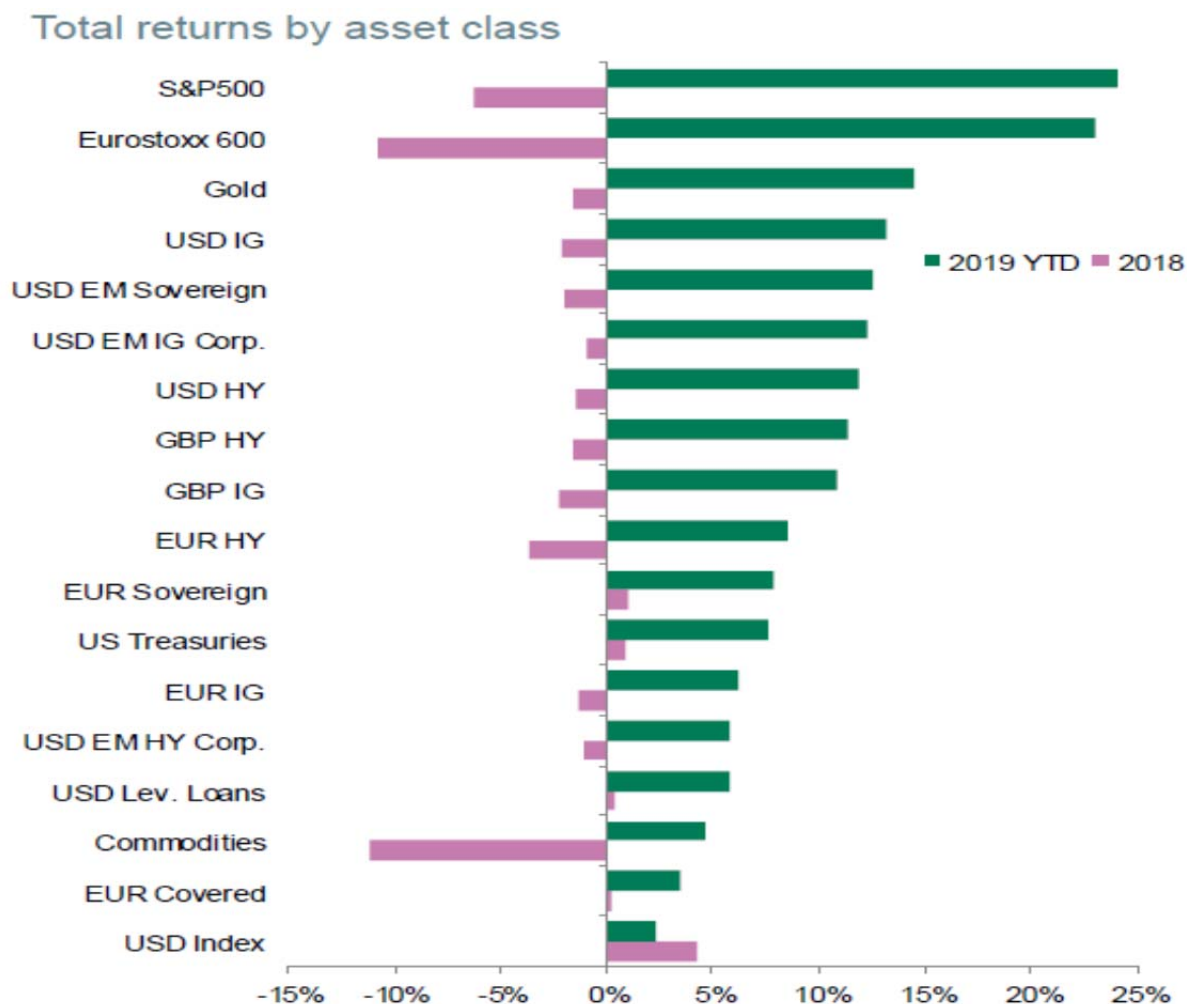
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

[amministrazione@gaffinosim.it](mailto: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)*

## ANNO 2018 : LINEA ROSSA



Fonte: Credit Agricole Credit Outlook 2020 – 24 Nov.2019

## PERFORMANCES DEI COMPARTI

### CREDIT MARKETS IN EURO

DAL 1.1.2019 AL 30.11.2019

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

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

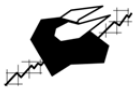
www.gaffinosim.it

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

amministrazione@gaffinosim.it

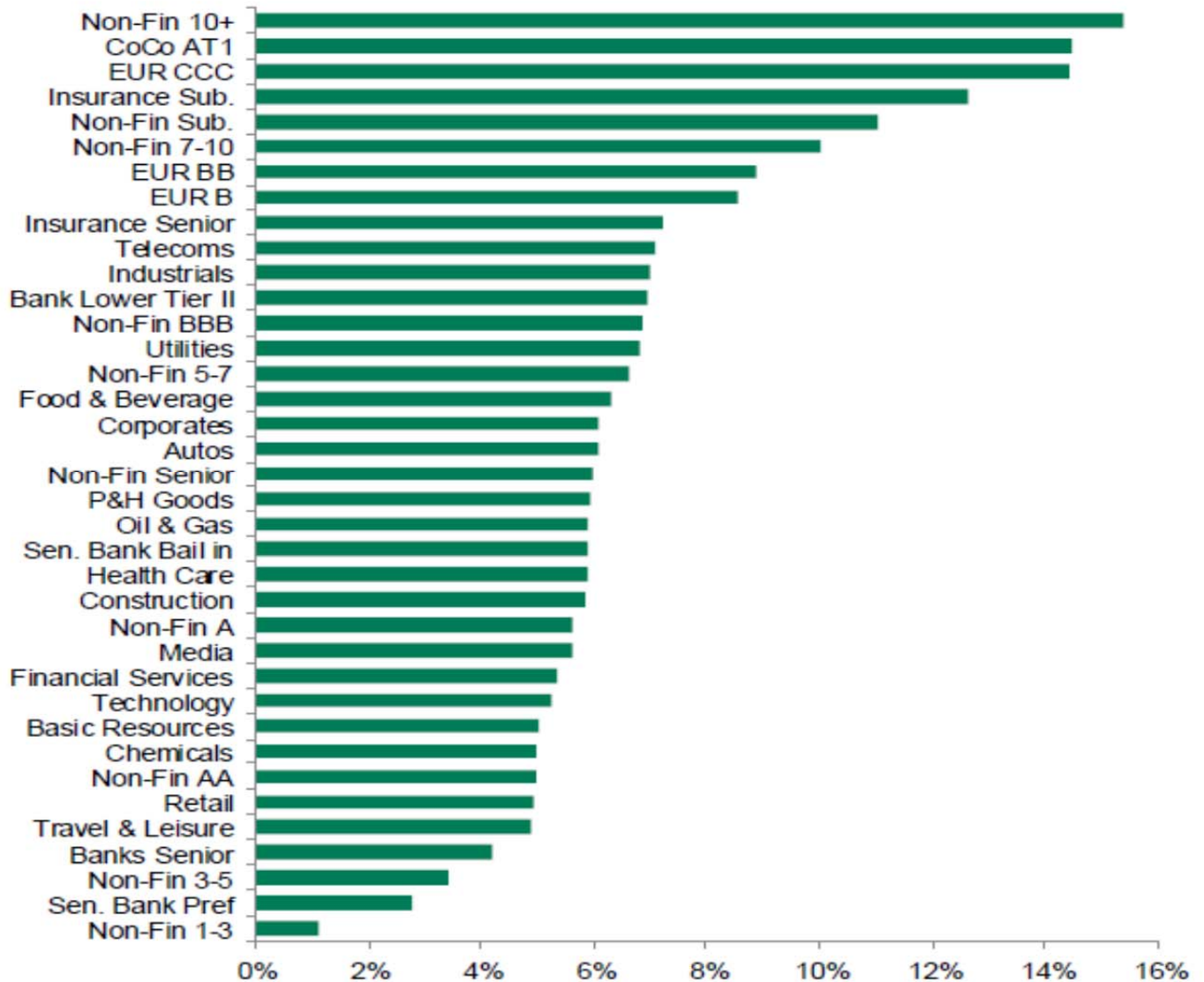
CAPITALE SOCIALE: EURO 2.000.000 I.V.  
CODICE FISCALE/PARTITA IVA: 05843841007  
AUTORIZZATA CON DELIBERA CONSOB N. 12635 DEL  
27/6/2000 E CON D.LGS. N. 164 DEL 17/09/2007  
ISCRIZIONE R. I. ROMA N. 244660/1999  
ADERENTE AL FONDO NAZIONALE DI GARANZIA  
(ART.62 COMMA 1 D.LGS 23/07/96 N.415)



**STUDIO GAFFINO SIM**  
SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

dal  
1985

## Total returns within EUR credit



Fonte : Credit Agricole Credit Outlook 2020 – 24 nov. 2019

## UNO SGUARDO AI CREDIT MARKETS IN EURO: C'E' ANCORA SPAZIO PER UNA PROSECUZIONE DEL RALLY DEGLI HY E DEGLI IG BONDS?

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)

Consideriamo anche i mercati obbligazionari corporate in euro.

Come si vede dalla tabella della pagina precedente i comparti obbligazionari corporate che più hanno vissuto un rally eccezionale sono stati le obbligazioni industriali oltre 10 anni, le obbligazioni Tier1 (cioè i cosiddetti Co.co. bonds) e la parte più bassa del merito creditizio (le obbligazioni spazzatura di livello CCC). Tre classi di debito che in media hanno performato (capital gain + cedola) dal 14% al 15% in questi 11 mesi. Altri settori molto performanti sono state le obbligazioni bancarie /assicurative tier 2 e le obbligazioni ibride industriali (+12% in media).

Quanto spazio c'è per una prosecuzione del rally dei prezzi in atto da gennaio ad oggi? Poco.

I prezzi delle obbligazioni sono saliti molto e quindi gli spread di rendimento sopra la curva swap si sono ridotti moltissimo da gennaio ad oggi, ma non per un miglioramento eccezionale degli indicatori, cioè della leva delle imprese emittenti debito, ma per la discesa dei rendimenti della curva "matrice" ossia di quella curva governativa che influenza la curva dei corporate bond. E non bisogna sottovalutare le attese di una nuova tranche di Quantitative Easing della BCE del 1° semestre 2019, oltre alla nuova politica accomodante della FEDERAL RESERVE.

In parole povere il prezzo dei bond è salito (e i rendimenti con gli spread sono scesi) non perché è salita la qualità del debito dell'emittente, ma perché c'è stata una corsa all'accaparramento di bond con rendimenti positivi, una caccia ai rendimenti alternativi a quelli magrissimi dei titoli di stato.

Ora è arrivato il QE.2

Ma quanto conta l'intervento della BCE sul mercato dei corporate?

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

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

[www.gaffinosim.it](http://www.gaffinosim.it)

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

[amministrazione@gaffinosim.it](mailto: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)



Innanzitutto bisogna dire che la BCE comprerà ( sui 20mld mensili stabiliti ) non più di 5/6 mld di euro di corporate inv. grade. E' molto? No, è poco.

Non accadrà come nel QE.1 ( gen.2015 – dic. 2017 ) , quando la BCE partì con un programma da 80mld mese per ridurlo a 60mld mese nella seconda fase, (di cui 10-12 mld mensili erano corp. Bond ) . Questa volta parliamo di 20mld mese . Quindi , l'impatto di potenziale riduzione degli spread di rendimento delle obbligazioni Inv. Grade proveniente dalle operazioni di QE potrebbe essere più mite dell' impatto che si ebbe sui corporate bonds all' epoca del primo QE. Perché la BCE, mensilmente , di obbligazioni corporate ne compra meno rispetto al 2015.

Inoltre l'impatto del QE.2 sulla riduzione degli spread sarà ridotto anche per un altro motivo .

Non è solo una questione di volumi di acquisti provenienti da Francoforte.

Bisogna tenere conto della pressione rialzista sugli spread ( = prezzi più bassi ) generata da un **peggioramento dello scenario macro-economico** nel 1° trimestre del 2020.

In area euro sta arrivando una stagnazione che logora e indebolisce i bilanci delle aziende con rating in area da B a BBB .

L' impatto benefico dell' intervento della BCE sugli spread ( di intensità comunque inferiore perché gli importi sono ridotti rispetto al 2015/ 2017 ) sarà compensato dal effetto "allargamento" dettato dal continuo rallentamento dell'economia. Meno fatturato significa meno profitti e meno cash-flow.

E quindi assisteremo ad un peggioramento della leva delle aziende ( NET DEBT/EBITDA ), soprattutto nel settore B / BBB . E' un problema di peggioramento della salute dell' emittente , che l' investitore obbligazionario non perdonerà, chiedendo più rendimento .

Quindi bisognerà trattare con cautela i rating HY ( da B a BB+ ) .

Ci sono altri fattori che inducono a cautela . Infatti, bisogna anche pensare **che nel 2020 potrebbe aumentare l' offerta di corporate bond ( sia HY che IG ) sul mercato primario** per effetto dell'enorme mole di scadenza di bond privati nel 1° semestre 2020.

Una offerta maggiore della quantità assorbibile dal mercato .

Il potenziale aumento dell'offerta di corporate bond sul mercato primario in un contesto di acquisti di carta IG per il QE per soli 4 – 5 miliardi di euro al mese potrebbe essere un altro fattore che riduce l'

importanza del beneficio del QE nella contrazione degli spread creditizi.

Pertanto, in un contesto macro-economico piu' debole e in un mercato primario piu' abbondante nel 1° trimestre del 2020 , riteniamo che l'impatto della BCE con il suo QE sui mercati del credito sarà probabilmente più contenuto questa volta.

In soldoni, è piu' probabile un allargamento degli spread creditizi sopra la curva swap nel 1° trimestre del 2020 che non una contrazione dei medesimi . Ma gli spread potrebbero allargarsi anche per altri motivi.

**Bisogna anche tenere conto delle fasi di correzione del mercato azionario e dei loro effetti sui prezzi delle obbligazioni private .**

Storicamente fasi di correzione del mercato azionario comportano fasi di riduzione dei rendimenti governativi e rialzo dei rendimenti corporate , dovute ad allargamento degli spread congiuntamente anche a fasi di aumento degli indici di CDS .

**Le fasi di risk-off sono fasi di vendite simultanee e generalizzate** , cioè avvengono contemporaneamente tra i vari comparti dei mercati finanziari ( equity, commodities e credit markets ) . Quando arrivano pero' queste fasi di risk-off , non tutti i mercati rimangono liquidi : la risposta in termini di liquidita' dei mercati è diversa a seconda dei comparti. Il mercato azionario e quello delle commodities mantiene una sua sufficiente liquidita' . Quello dei corporate no. Lo abbiamo gia' vissuto nell' ultimo trimestre del 2018 . Il mercato azionario crollava , ma se volevi vendere o comprare azioni o comprare oro era sempre possibile.

Nel comparto obbligazionario corporate la liquidita' invece era svanita .

**Quindi non possiamo escludere una fase di illiquidita' degli scambi sui corporate bonds** in caso di volatilita' azionaria nel primo semestre del 2020.

## **OBBLIGAZIONI HY AREA EURO**

**STUDIO GAFFINO S.I.M. S.p.A.** SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

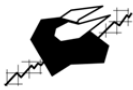
SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

[www.gaffinosim.it](http://www.gaffinosim.it)

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

[amministrazione@gaffinosim.it](mailto: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



## SPREAD MEDIO PONDERATO SOPRA SWAP DA 1.1.19 A 30.11.19

### PANIERE : RATING DA CCC A BB-



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

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

[www.gaffinosim.it](http://www.gaffinosim.it)

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

[amministrazione@gaffinosim.it](mailto: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.** SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

SEDE LEGALE  
Piazza della Libertà, 20  
00192 - Roma

[www.gaffinosim.it](http://www.gaffinosim.it)

Tel. 06.32.41.862  
Fax 06.32.35.545

[amministrazione@gaffinosim.it](mailto: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)