



SCENARI MACRO ECONOMICI E FINANZIARI

MARZO 2021

Redatto il 08/03/2021

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)



PERFORMANCES INDICI MONDIALI YTD al 28.2.2021 PERFORMANCES VALUTA LOCALE PENULTIMA COLONNA

LLP <go> per aprire in Launchpad Notizie * Impostazioni</go>									Ind	ַב Indici azionari mondiali			
		latilità 🗾 Coe	off III Futi	Ire 🔳	A AVAT fla		Vzn YTD	USI		וכו מבוט	narr me	nulat	
Indice	2g	Valore	Vzn net		en%	Ora	MARKET THE PARTY OF THE PARTY O	Y1 stm F	CONTRACTOR OF STREET	RndDv	%Ytd	%YtdC	
) Americhe													
11) DOW JONES	mark	30932.37	-469.64		-1.50%0	2/26 c	27.54	20.36	17.64	1.96	+1.06%	+1.00	
12) S&P 500	minu	3811.15	-18.19		-0.48%0	2/26 c	30.76	22.22	19.26	1.52	+1.47%	+1.4	
13) NASDAQ	Mary Comme	13192.35	+72.92		+0.56% 0		70.07	32.50	26.75	0.71	+2.36%	+2.3	
14) S&P/TSX Comp	W. W.	18060.26 d	-163.28	88	-0.90% 0	2/26 c	26.41	16.41	14.78	2.87	+3.60%	+3.9	
15) S&P/BMV IPC	~ \	44592.91 d	+282.64		+0.64% 0	2/26 c	19.12	14.01	11.07	1.88	+1.19%	-2.7	
16) IBOVESPA	~~~	110035.17 d	-2221.19	0000	-1.98% 0		31.80	10.84	10.29	1.95	-7.55%	-14.2	
) EMEA													
21) Euro Stoxx 50	man	3636.44	-48.84	M	-1.33%0	2/26 c	54.70	17.97	15.47	2.13	+2.36%	+1.3	
22) FTSE 100		6483.43 d	-168.53	100	-2.53%0	2/26 c	120.38	14.47	12.49	3.34	+0.35%	+2.6	
23) CAC 40	~~~~	5703.22	-80.67	100	-1.39% 0	2/26 c	22.02	18.02	15.20	1.91	+2.73%	+1.6	
24) DAX	mak man	13786.29	-93.04	8	-0.67% 0	2/26 d	46.89	15.38	13.42	2.54	+0.49%	-0.5	
25) IBEX 35		8225.00 d	-92.80	100	-1.12% 0	2/26 c		18.04	13.66	2.75	+1.87%	+0.8	
26) FTSE MIB	~~~ <u>~</u>	22848.58	-214.97	100	-0.93% 0		39.40	13.70	11.25	2.77	+2.77%	+1.7	
27) OMX STKH30	***	2009.90	-29.02		-1.42%0	2/26 c	21,22	18.35	17.17	1.39	+7.21%	+4.9	
28) SWISS MKT	may my	10522.22 d	-136.65		-1.28% 0		23.71	17.52	15.73	3.05	-1.69%	-4.2	
) Asia/Pacifico						ning a si							
31) NIKKEI	~~	29663.50 d	+697.49		+2.41% 0	7:15 c	33.86	23.67	21.64	1.40	+8.09%	+4.7	
32) HANG SENG	My Mari	29462.95 d	+482.74		+1.67% 0	8:29	15.49	13.09	11.52	2.23	+8.20%	+8.1	
33) CSI 300	MIN	5418.78 d	+82.02		+1.54% 0		20.51	14.96	14.13	1.60	+3.98%	+5.0	
34) S&P/ASX 200	(6789.55	+116.28		+1.74% 0		57.91	19.70	18.63	2.64	+3.07%	+4.0	



MERCATI OBBLIGAZIONARI TASSI GOVERNATIVI MONDIALI A 10 ANNI AL 4.3.2021 (IN BLU) MASSIMI E MINIMI IN PENULTIMA COLONNA OSCILLAZIONE TRA MIN E MAX IN ULTIMA COLONNA





PERFORMANCES SETTORIALI EUROSTOXX 600 FEBBRAIO 2021





CREDIT MARKETS : EURO E DOLLARO

CDS SU DEBITO HY AREA EURO (linea gialla) CDS SU DEBITO HY AREA DOLLARO (linea bianca)

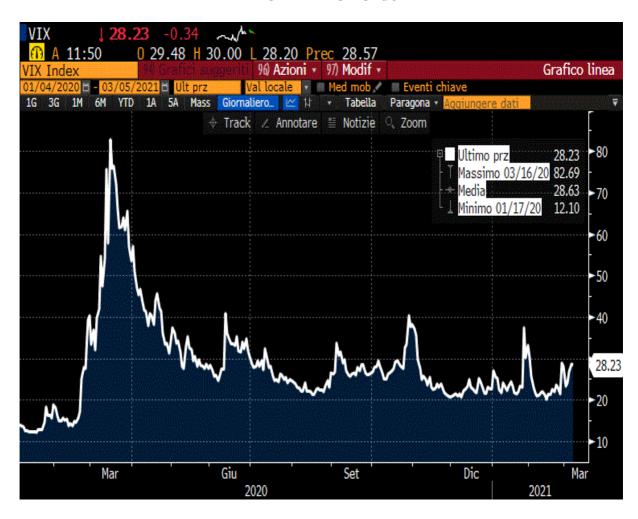


Durante il rialzo dei tassi governativi a livello globale nelle giornate di giovedi' 25 febbraio e giovedi' 4 marzo, anche gli spread di credito High Yield si sono mossi al rialzo ma nulla a che vedere con cio' che successe nella primavera del 2020. Siamo comunque ai livelli minimi da 12 mesi a questa parte.

amministrazione@gaffinosim.it



INDICE VIX DI CHICAGO



Come per gli indici CDS su obbligazioni HY, anche il rialzo del VIX di Chicago avvenuto a fine febbraio e nella prima settimana di marzo non puo' essere considerato eccessivo se si guarda al trend dell' intero 2020, ma puo' essere inquadrato (almeno per ora) nell' ambito di uno storno fisiologico che è avvenuto negli ultimi giorni in tutte le borse mondiali.



LA POLITICA MONETARIA FED 2009 - 2021 ANDAMENTO DEGLI ASSET IN BILANCIO FEDERAL RESERVE



Le dimensioni dell' intervento della FED sul mercato monetario e sulla economia USA nel marzo 2020 e nell' aprile 2020 hanno ben altre dimensioni rispetto a cio' che accadde nel 2008-2009 durante la crisi dei sub-prime.

Nel 2009, in soccorso della grave crisi economica, la FED aveva aumentato gli asset in bilancio di circa 1 trilione di dollari, che su 14.7 trilioni di PIL della fine 2008 rappresentavano circa il 6.8% del PIL ... ed infatti dal marzo 2009 inizia un rally poderoso dell' indice SP500 che durera' fino a luglio 2011.

Un anno fa , a partire dal marzo 2020 la FED aumenta gli asset in portafoglio in soli 2 mesi di circa 3.2 trilioni di dollari , che sui 21 trilioni di dollari di PIL USA di allora , rappresentava il 15.25% del PIL. Come intervento sull'economia, cio' che è accaduto recentemente, rappresenta piu' del doppio dell' intervento del 2009 . Siccome a piu' riprese (e non ultimo nell' intervento al sinposio del Wall Street Journal del 4 marzo) Powell ha riferito che la FED non intende alzare i tassi almeno fino al 2023, non intende modificare il Q.E., e sara' noncurante dell'andamento dell'inflazione, è probabile che questi siano ancora gli inizi del rally azionario dell' indice SP500. Tanto piu' che i profitti delle imprese americane dovrebbero subire una impennata gia' a partire dal 1° trimestre del 2021. Vedi tabelle alle pagine seguenti.

Piazza della Libertà, 20

SEDE LEGALE

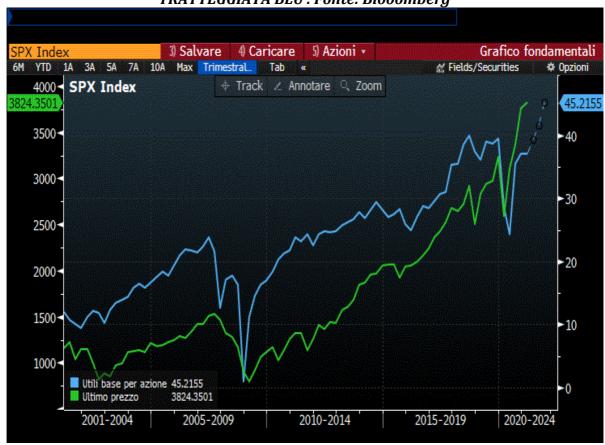


LA POLITICA MONETARIA DELLA FED E L'INDICE SP500 2009 - 2021 Asset in bilancio della federal Reserve (linea gialla) e indice SP500 (linea bianca)





MERCATO AZIONARIO AMERICANO ED ECONOMIA REALE UTILI PER AZIONE (LINEA BLU) E INDICE SP500 (LINEA VERDE) 2001-2020. N.B.: DAL 2021 AL 2023 GLI EPS SONO STIME E SONO DISEGNATE CON LA LINEA TRATTEGGIATA BLU. Fonte: Blooomberg



Qualcuno pensa che l' indice azionario SP500 sia entrato in bolla speculativa. Ma è proprio cosi'? Guardiamo i numeri da vicino. Alla data del 5 marzo 2021 circa il 95% delle aziende dell' SP500 ha pubblicato i bilanci. Secondo Yardeni Research (newsletter del 20 febbraio) l'EPS dell' indice SP500 del 4° trimestre 2020 e' pari a 42.26 dollari . Il dato reale si è dimostrato essere superiore del +14%rispetto alle stime fatte a fine dicembre sull' EPS 4° trimestre della borsa americana.

Il dato di 42.6 \$ coincide con l' EPS dell' SP500 del 4° trimestre 2019 che fu di 42.59\$. Il 4° trimestre 2020 quindi ha gia' fatto gli utili dell' ultimo trimestre 2020, pre-pandemia, quando l'economia USA viaggiava con un tasso di disoccupazione del 3.6%! Il mercato azionario è quindi salito non solo per effetto della moneta pompata dalla FED nel sistema, ma anche perche' le aziende hanno ricominciato a produrre utili. E' ipotizzabile che il 1° trimestre 2021 sia a livelli superiori ai 42 dollari . Le stime di Yardeni Research dell' EPS dell' SP500 per l' intero 2021 si attestano a circa 175\$, cioe' +25% rispetto all' "annus horribilis" 2020, chiuso a 140\$ di EPS, e comunque superiore addirittura ai 163\$ dell' anno 2019. Diversamente da come molti pensano l' indice di borsa SP500 non è poi cosi' disconnesso dall' economia reale . Lo stesso dicasi se analizziamo il dato FATTURATO PER AZIONE e indice di borsa SP500 di cui alla pagina successiva.

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Piazza della Libertà, 20

SEDE LEGALE

00192 - Roma



MERCATO AZIONARIO AMERICANO ED ECONOMIA REALE

INDICE SP500 (LINEA VERDE) E FATTURATO PER AZIONE (LINEA ARANCIONE) DAL 2011 AL 2021. Fonte: BLOOMBERG





EURO-DOLLARO E RIALZO DEI TASSI USA: LA FED NON STARA' A GUARDARE . Confronto tra rendimento del decennale USA (linea bianca) e il tasso di cambio eur-usd (linea gialla) dal settembre 2020 al 5 marzo del 2021.



Fino alla seduta del 25 febbraio, il mercato dei cambi eur/usd sembrava insensibile alla costante ascesa dei rendimenti del decennale USA. Invece dalla seduta del 25 febbraio, in cui il decennale USA arrivo' a toccare anche il livelli dell' 1,62%, sembra che i rendimenti governativi USA tornino ad essere nuovamente i protagonisti del cambio EURO-USD. Se continuasse il rialzo dei rendimenti USA (in una sostanziale calma dei rendimenti del Bund) il temporaneo rafforzamento del dollaro e il ritorno in area 1,18 non puo' essere escluso nel breve termine. Attenzione pero' al peggioramento della bilancia dei commerciale USA: l'ultimo dato segnala un disavanzo di -68.5 mld di dollari, un fattore di freno nel medio termine per il biglietto verde perche' un disavanzo commerciale americano in peggioramento e sempre piu' strutturale comporta un' eccesso di offerta di dollari sul mercato dei cambi proveniente dagli importatori USA verso il resto del mondo . Il rafforzamento del dollaro durera' poco pero'. Infatti, non è pensabile che la FED rimanga a guardare immobile questa eccessiva volatilita' dei rendimenti : eccessivi rialzi dei rendimenti disturbano l' efficacia della politica monetaria espansiva e l'enorme sforzo fatto sin qui dalla FED per pompare liquidità all' economia. E , soprattutto, fanno esplodere la spesa per interessi . E quindi il rapporto deficit/PIL degli USA (giunto oramai a 3.3 trilioni di dollari, cioè il 14% del PIL americano). Quindi , se i tassi governativi in USA salgono ancora, ci aspettiamo dalla FED un intervento di Q.E. suppletivo per calmare le acque agitate del mercato obbligazionario ed evitare l'insorgere delle problematiche succitate. Tale intervento di acquisto titoli, volto ad abbassare la curva governativa dei rendimenti, diventerebbe essenziale anche per un altro motivo: con tassi governativi piu' bassi si puo' riportare il mercato forex verso un dollaro debole, che è molto utile per spingere l'export USA e facilitare la ripresa dell'economia americana. La FED vuole un dollaro debole, non un dollaro forte.

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Piazza della Libertà, 20

SEDE LEGALE



SCENARIO DI BREVE PER I MERCATI AZIONARI

L'attuale situazione del mercato azionario è un buon esempio del "tiro alla fune" in cui si trovano gli investitori : da una parte il desiderio di aumentare la quota azionaria in portafoglio tra le speranze di un ritorno alla vita normale post campagna vaccinazione e dall' altra le preoccupazioni per un ritorno massiccio dell' l'inflazione e del rialzo dei tassi di interesse.

I principali mercati azionari come l'S&P 500 e anche lo STOXX Europe 600 hanno hanno oscillato a zig zag da metà gennaio, quando è iniziato l'aumento dei rendimenti obbligazionari. Cio' è apparso evidente nella seduta del 25 febbraio giovedi', allorquando il decennale USA arrivo' a toccare 1.60%, e ugualmente nella seduta del 4 marzo con test nuovamente in area 1,57%.

E' probabile che nel mese di Marzo ci sia una battuta d'arresto temporanea per i mercati azionari e un sell-off sui mercati obbligazionari ma, se i dati macro effettivi dell' inflazione al consumo dovessero essere deludenti, nessuna pressione duratura dall'aumento dei rendimenti obbligazionari è prevista per questa primavera . Ma cio' che conta di piu', alla luce delle tavole bloomberg pubblicate nelle pagine precedenti, è capire che ci muoviamo in un contesto di "sano " rialzo dei listini , supportato da aspettative di ripresa dei consumi e da banche centrali compiacenti, oltre che da campagne di vaccinazione sempre piu' massicce e programmi di spesa pubblica a sostegno del reddito e dell' occupazione in tutto il mondo. Un aumento dei rendimenti obbligazionari non implica necessariamente un contesto negativo per le azioni, a condizione che esso rifletta una ripresa della crescita economica (in particolare negli Stati Uniti) e, di conseguenza, forti tassi di crescita degli utili delle imprese.

I settori particolarmente ciclici e "value" reagiscono all'aumento dei rendimenti obbligazionari con una sovraperformance, mentre i settori difensivi o "Growth" normalmente non ne beneficiano.

Molti analisti quindi stanno raccomandando da mesi oramai, in un ottica di medio termine, di sovrappesare i settori ciclici come prodotti per la casa, automobili e ricambi auto, risorse di base, prodotti chimici e beni e servizi industriali.

Come evidenziato nella tabella riguardante il VIX di Chicago delle pagine precedenti , il livello di volatilità è ben lungi da quello della primavera del 2020, ma essendo certamente aumentato rispetto a gennaio , riflette la restante incertezza degli investitori sulla portata della ripresa economica e sul tasso di recovery degli utili aziendali. Dobbiamo abituarci alle fassi di "assestamento " dei listini . Ciò significa che le fluttuazioni e le battute d'arresto temporanee sono destinate a rimanere con noi, e sono state recentemente ulteriormente peggiorate dall'incertezza del mercato obbligazionario. Il timore è che eccessivi rialzi dei tassi possano bruciare il premio al rischio sinora offerto dal dividendo delle azioni Tuttavia, la tendenza generale verso livelli più alti del mercato azionario nel corso dell'anno dovrebbero rimanere intatti finché la ripresa degli utili aziendali rimane dinamicamente positiva e in attesa della fine dei lockdown su scala globale.



Se si guarda alla tabella delle performances settoriali dello STOXX600 di cu a pag. 10 del presente documento, le risorse di base, le banche e quello dei viaggi e divertimento sono (nell' ordine) i 3 sotto-settori piu' sovraperformanti del bimestre gennaio –febbraio. Ed è giusto che sia stato cosi', a scapito del settore farmaceutico e del settore tecnologico : se la gente tornera' a circolare liberamente , i consumi di base (energia, alimentare e materie prime) , i prestiti delle banche per finanziare tali consumi, e i consumi voluttuari (turismo e divertimento) saranno in prima linea nella ripresa economica delle nazioni. E' giusto quindi che gli analisti non si aspettano una fine del trend di sovraperformance a medio termine dei ciclici e delle risorse di base (minerario, alimentare) cosi' come del settore banche . Finché l'aumento dei rendimenti sara' un riflesso del rafforzamento delle prospettive di crescita economica, come nel attuale, qualsiasi battuta d'arresto nei settori ciclici dovrebbe essere limitata e temporanea. E quindi occasione di ingresso. Nelle fasi di uscita dalle recessioni, storicamente , i guadagni dei settori ciclici hanno sempre beneficito in modo sproporzionato dell'accelerazione della crescita economica.

Sempre guardando a cio' che è successo nel bimestre gennaio – febbraio , il settore delle risorse di base è quello che meglio ha performato .

Le materie prime sono salite ai massimi da quasi otto anni, spinte prevalentemente dalla robusta domanda derivante dal rimbalzo dell'economia globale. Mentre le società minerarie europee stanno crescendo di pari passo con i prezzi dei metalli. Gli analisti ritengono che, nell'ipotesi di un nuovo "superciclo" delle materie prime, le azioni di questo settore appaiono ancora a buon mercato rispetto al resto del mercato. Assieme allo STOXX BASIC RESOURCES, cioè il settore delle risorse di base (che è salito del 14.3% YTD) c'è anche lo STOXX Europe 600 Banks che è attualmente la stella luminosa, con un certo slancio positivo del +12.3% da inizio anno . Si tratta del maggior guadagno in 2 mesi da novembre, quando i mercati hanno accolto la notizia dei progressi nelle vaccinazioni, e il secondo miglior bimestre da aprile 2009, quando i mercati si sono ripresi dalla crisi finanziaria globale. Per questo motivo l' indice di borsa italiana (in cui le banche hanno grossa prevalenza) è risultato il miglior indice nei primi 2 mesi dell' anno, con un +2.77% di performance, anche migliore del CAC40 che ha realizzato un +2.73%.



Ci sono infatti tre fattori che influenzano positivamente il settore bancario:

- 1. l'ampio sostegno politico del nuovo governo italiano, che aumenta la probabilità di riforme strutturali e di un migliore percorso di crescita in Italia, riducendo potenzialmente le divergenze economiche e gli squilibri finanziari tra i paesi della zona euro;
- 2. una tendenza graduale verso rendimenti obbligazionari più elevati con una curva dei rendimenti più ripida, che aumenta la redditività delle banche grazie a una trasformazione delle scadenze più favorevole(raccolgono a breve termine a tassi zero e prestano sui mutui e alle imprese a tassi crescenti);
- 3. un aumento degli utili del settore superiore alla media, anche se da un livello significativamente più basso.

Per il momento i mercati sembrano sottostimare quindi il problema degli accantonamenti per aumento degli NPL in portafoglio crediti . O forse lo hanno rimandato al 2022.



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, MA COSTITUISCE SOLAMENTE UN UTILE SUPPORTO ALLA INFORMAZIONE FINANZIARIA

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.