ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI
MILANO

S.A.F.
SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO

La congiuntura economica

Il mercato dell'incertezza

GIAN PAOLO RIVANO

23 MARZO 2017

I mercati nel dopo Trump

I mercati azionari / 1

Indice Dow Jones – Andamento ultimi due anni

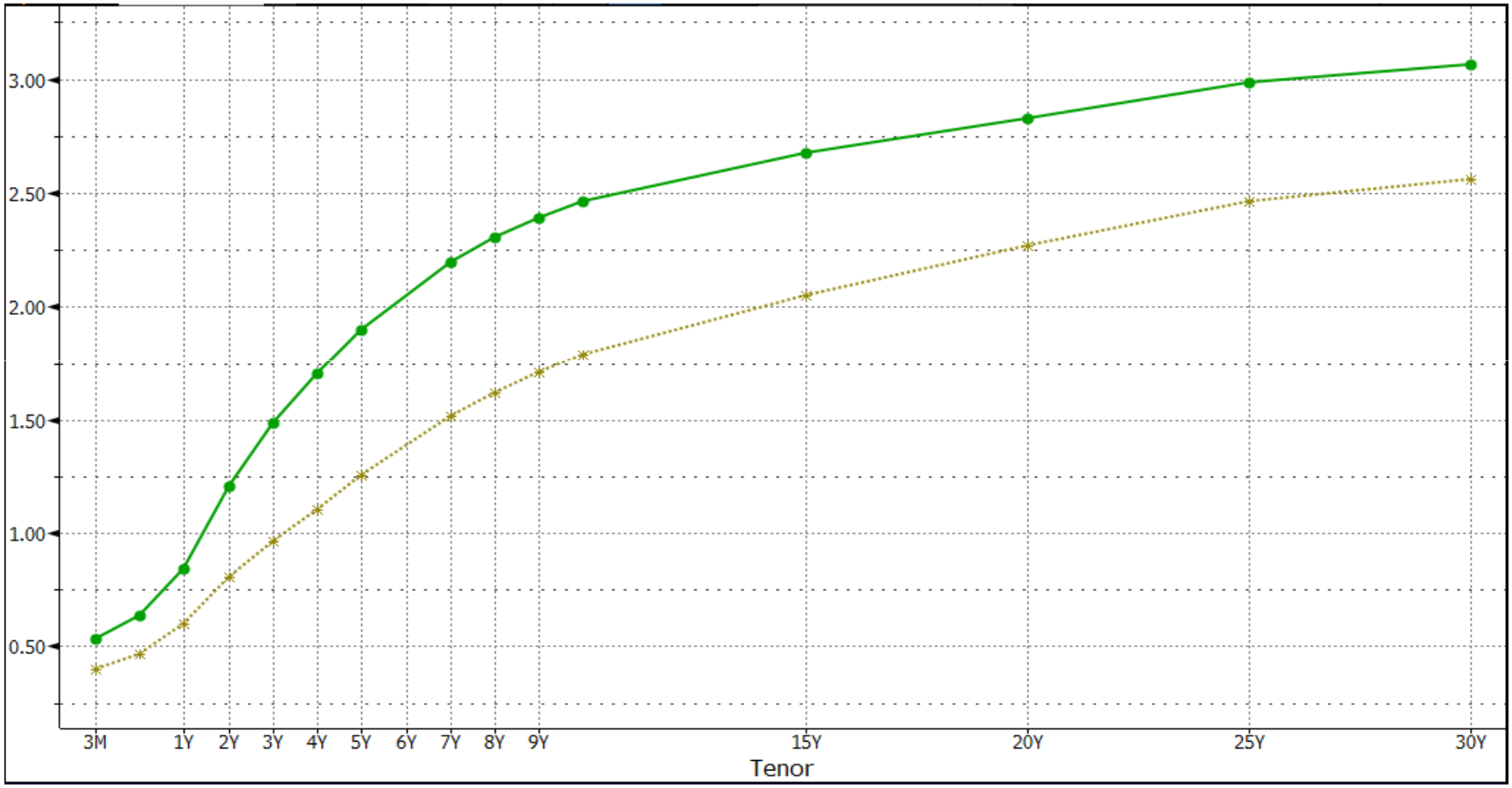
I mercati azionari / 2

Principali indici azionari mondiali – Andamento da inizio novembre 2016

	Security	Currency	Price Change	Total Return	Difference	Annual Eq
1)	SPX Index	USD	13.83%	14.78%	-2.31%	44.77%
2)	SX5E Index	EUR	16.35%	17.09%		52.73%
3)	MXEF Index	USD	10.48%	11.16%	-5.93%	32.83%

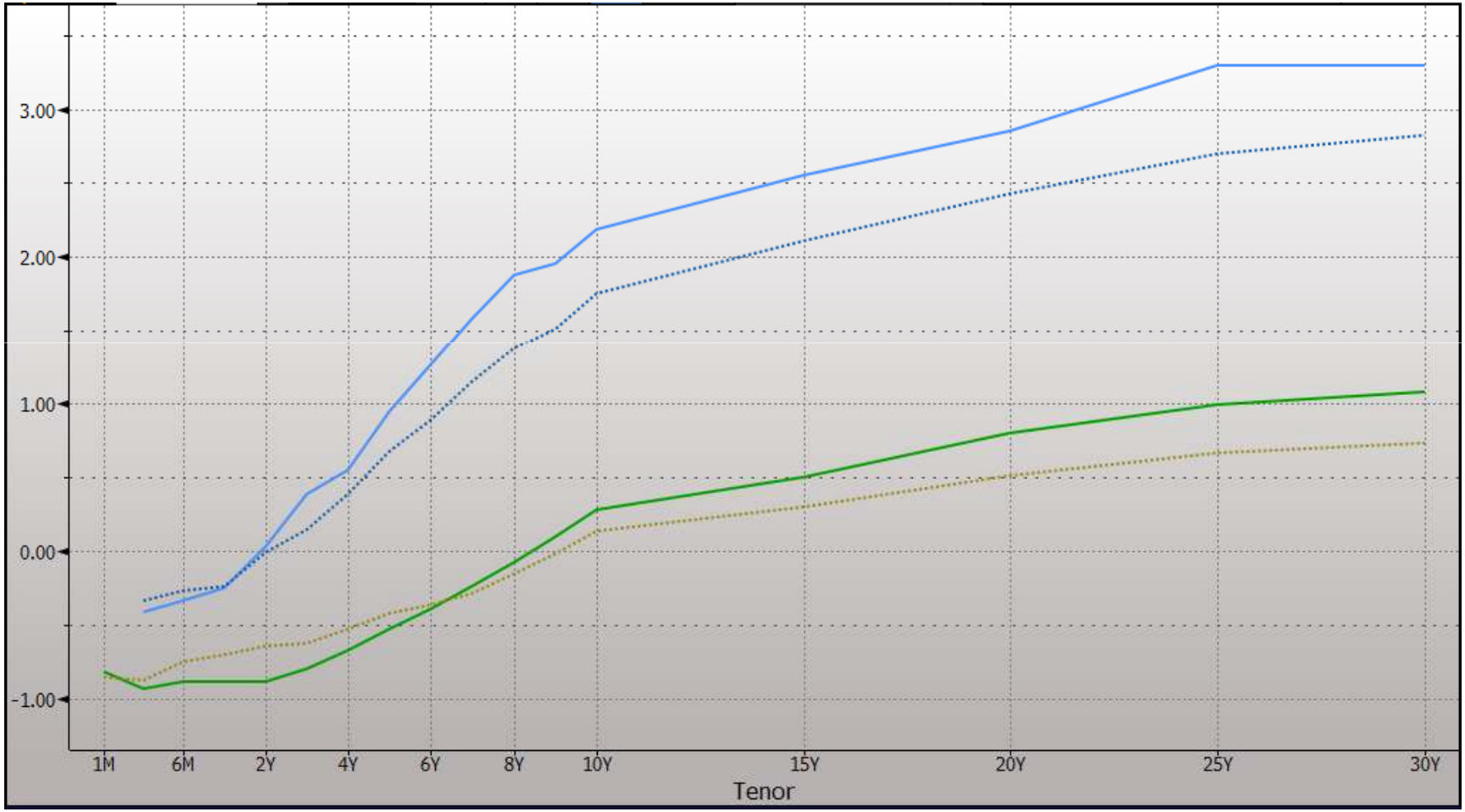
I tassi di rendimento obbligazionari / 1

I tassi di rendimento dei titoli governativi statunitensi – marzo 2017 vs novembre 2016



I tassi di rendimento obbligazionari / 2

I tassi di rendimento dei titoli governativi Italiani e tedeschi – marzo 2017 vs novembre 2016



I mercati del dopo Trump

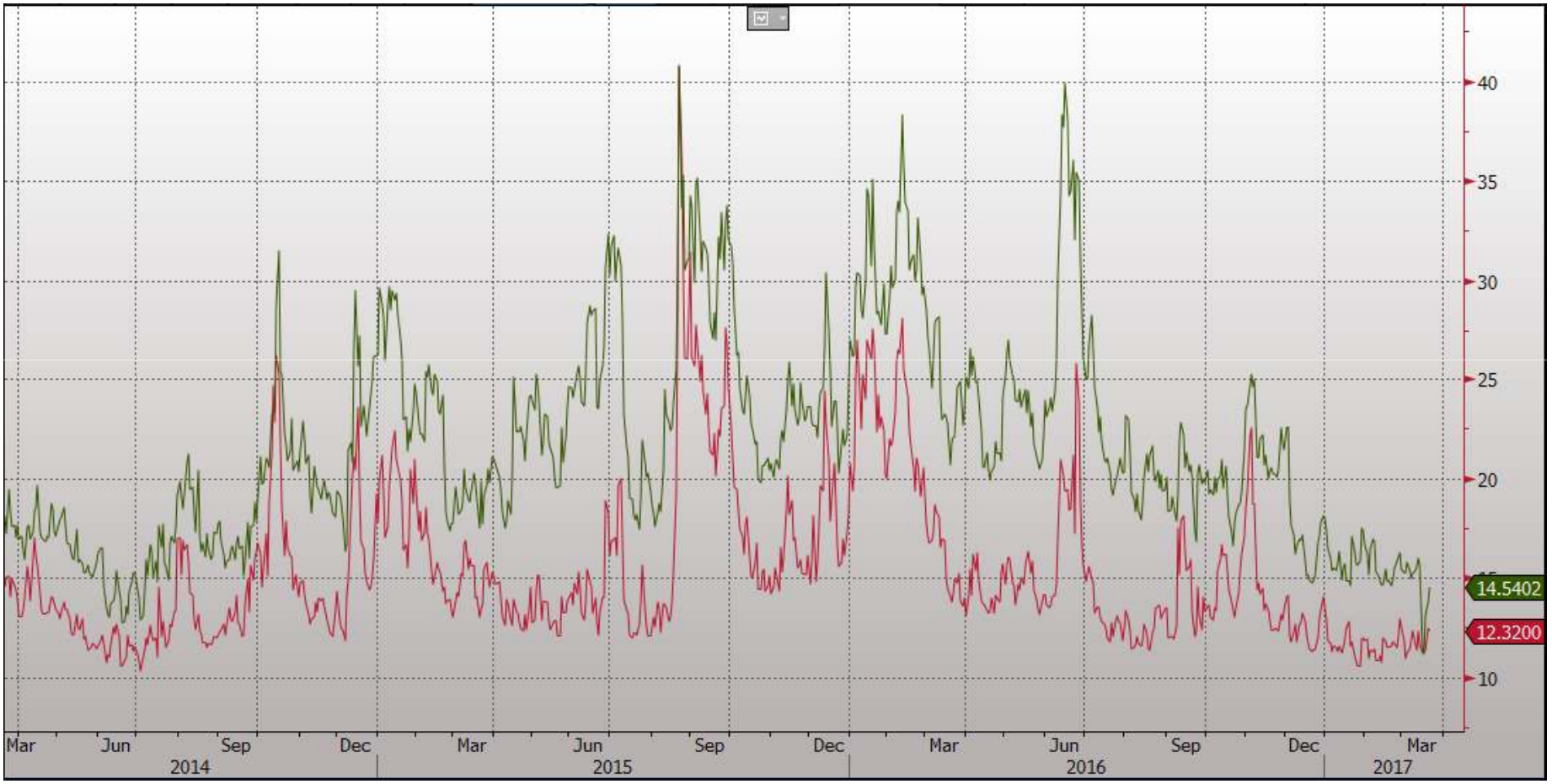
Le significative ed inattese performance del mercato azionario scontano una svolta rilevante nella politica fiscale statunitense, in grado di dare un nuovo impulso ad un ciclo economico arrivato ormai all'ottavo anno di espansione. La reale implementazione della riforma fiscale e la capacita' della stessa di avere un positivo effetto contagio sulle economie europee rappresentano un primo elemento di incrinatura, in uno scenario che evidenzia esclusivamente elementi di positivita'.

Il rapporto price/book value dei principali indici azionari mondiali

Price/book value principali indici azionari mondiali

La volatilita’ dei mercati azionari

VIX – VSTOXX



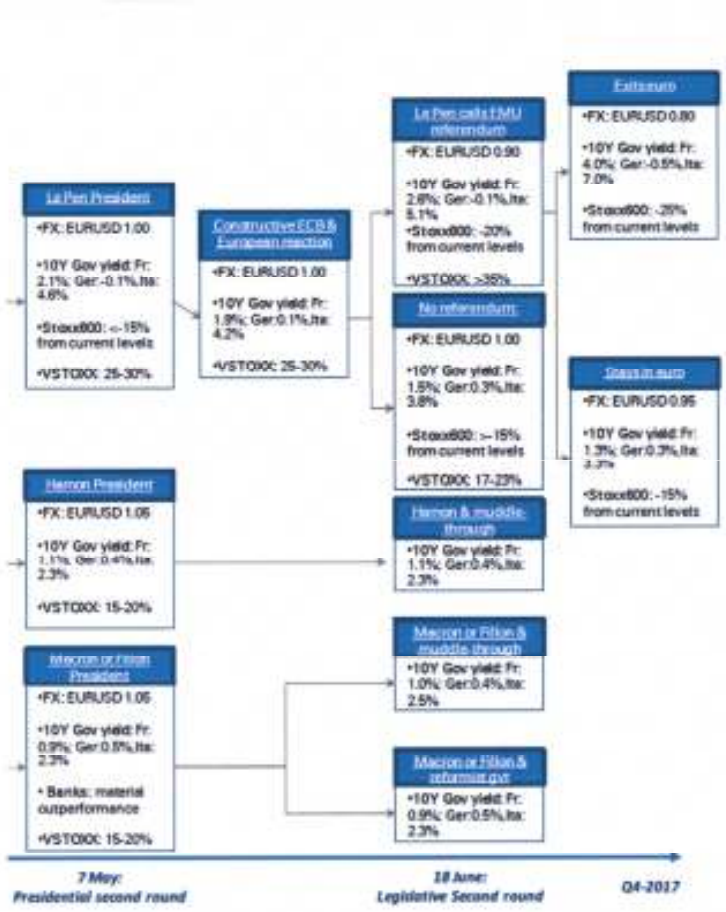
Le sfide del secondo trimestre

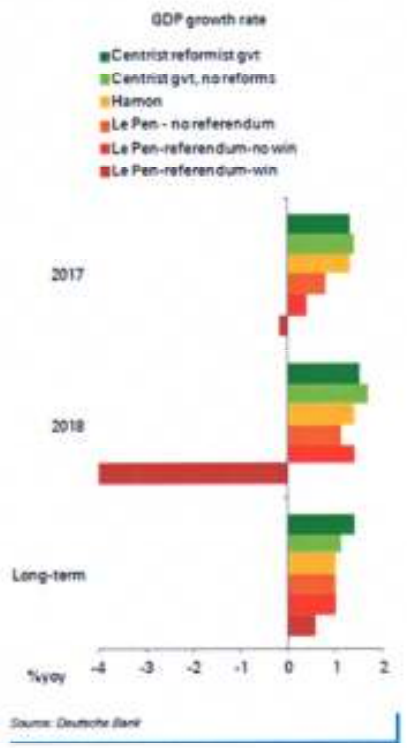
Lo scenario geo politico

I mercati europei entrano nel secondo trimestre con alcuni elementi di incertezza legati principalmente allo scenario geo politico.

Il primo aspetto di criticita' e' certamente rappresentato dalla elezioni presidenziali francesi, che potrebbero fornire lo spunto per una nuova vittoria delle forze euro scettiche, arrivando a minare la solidita' dell'architettura della moneta unica.

L’impatto delle elezioni francesi…





…e gli altri rischi che spesso dimentichiamo

La situazione interna della Grecia, con il 15% della popolazione che vive con un reddito inferiore ai 180 euro al mese rappresenta un elemento, oggi, non considerato dai mercati, ma pronto a tornare alla ribalta.

Un numero crescente di osservatori e' propenso a ritenere che nel corso del 2017 la Grecia arrivi a chiedere l'applicazione della procedura di uscita dall'euro.

Lo scenario del secondo trimestre

I dati macroeconomici di partenza

dati e numeri di mercato — INDICATORI MACROECONOMICI

		Last	Previous quarter	Previous semester	Previous year
GDP (% YoY)	US	1,9	3,5	1,4	0,9
	Europa	1,7	1,8	1,6	2
	Giappone	1,2	1,2	2,2	-1
PMI	US	57,7	54,5	51,7	49,7
	Europa	56	54,4	52,6	53
	Giappone	53,3	52,4	50,4	50,1
PRODUZ. INDUSTRIALE (% YoY)	US	0,31	0,72	-1,13	-1,36
	Europa	0,6	2,5	1,3	3,6
	Giappone	3,7	3,2	1,5	-4,2
CONSUMER CONFID.	US	114,8	113,3	103,5	94
	Europa	-6,2	-5,1	-9,2	-9,8
	Giappone	42,7	39,3	43,2	39,9
VENDITE DETTAGLIO (% YoY)	US	5,7	4,4	3,3	3,5
	Europa	1,2	1,2	1,1	2,1
	Giappone	1	0,7	-1,7	-0,7
INFLAZIONE (YoY)	US	2,7	2,1	1,5	1
	Europa	2	1,1	0,4	-0,2
	Giappone	0,4	0,3	-0,5	-0,1
DISOCCUPAZIONE	US	4,7	4,9	4,87	5
	Europa	9,7	9,93	10,13	10,5
	Giappone	3,07	3,03	3,17	3,27

Un altro modo di leggere l'inflazione

View
IN CRESCITA

I grafici a lato riportano il confronto tra

- INDICE INFLAZIONE CLASSICO (blu)

- INFLAZIONE ISTANTANEA (rosso)

Mentre il primo indice misura l'inflazione a cadenza mensile, tornendo quindi un dato ritardato, il secondo è calcolato con cadenza giornaliera e misura i prezzi in tempo reale di un paniere di migliaia di prodotti venduti online.
Quest'ultimo può quindi essere considerato un anticipatore del primo.

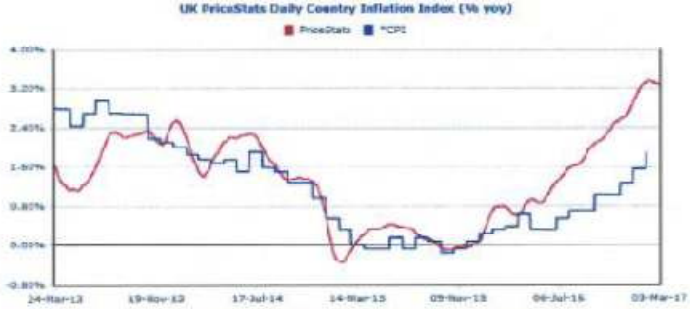
A lato sono riportati le aree geografiche nelle quali esiste un maggior differenziale tra i due valori (da notare U.S., con un'inflazione istantanea vicina al 4%).

Fonte: SSGA

U.S.

INDICE INFLAZIONE CLASSICO 2.7

INFLAZIONE ISTANTANEA 3.7



U.K.

INDICE INFLAZIONE CLASSICO 1.9

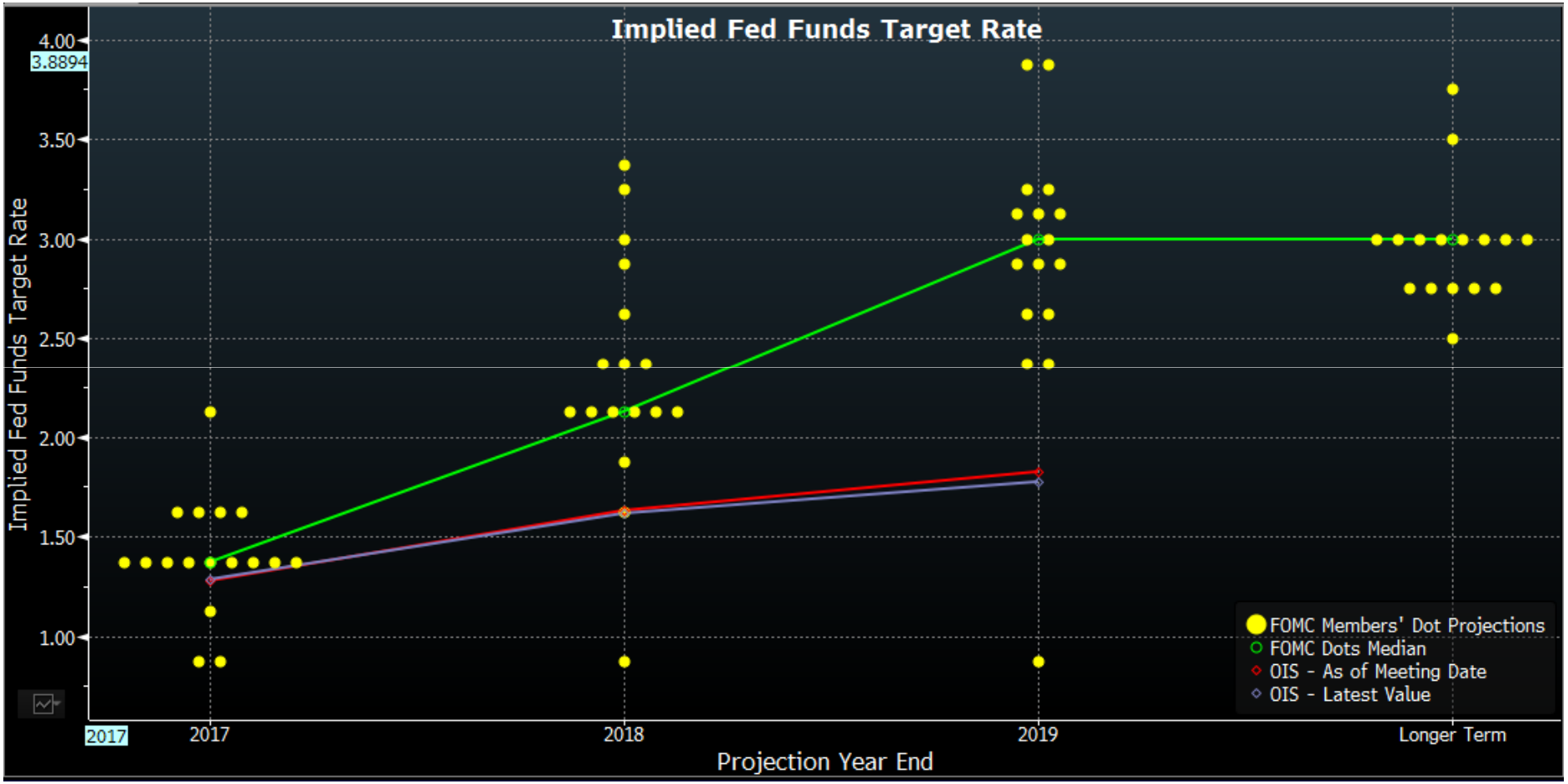
INFLAZIONE ISTANTANEA 3.2

DEVELOPED MARKETS

INDICE INFLAZIONE CLASSICO 1.5

INFLAZIONE ISTANTANEA 2.5

Le attese sui tassi statunitensi / 1



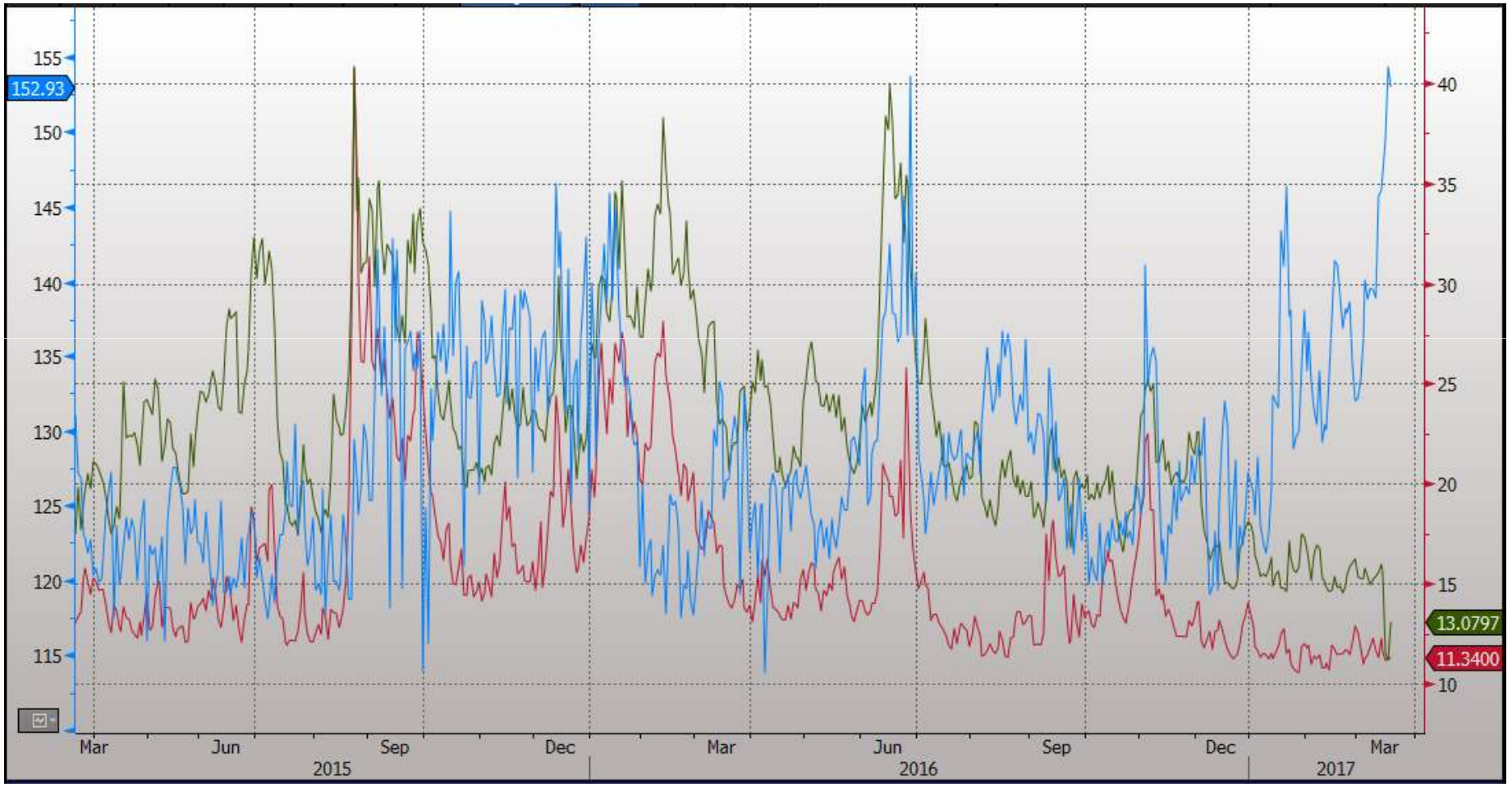
Le attese sui tassi statunitensi / 2

I mercati finanziari oggi scontano complessivamente 3 rialzi dei tassi negli Stati Uniti nel 2017. Un approccio maggiormente restrittivo della politica monetaria da parte della Fed rappresenterebbe un elemento di sorpresa per i mercati.

La forza del ciclo ecomico e la possibile staffetta tra politica monetaria e stimolo fiscale potrebbero non escludere un tale scenario.

Una lettura meno tranquillizzante della volatilita'…

VIX – VSTOXX-SKEW INDEX



…ma fondamentali rassicuranti in area euro…

	CY 2014	CY 2015	CY 2016	Current	CY 2017 Est	CY 2018 Est
12 Months Ending	12/31/2014	12/31/2015	12/30/2016	03/22/2017	12/30/2017	12/30/2018
Price/Earnings	18.95	21.56	19.00	20.00	14.67	13.31
Price/Earnings before XO	18.80	21.53	18.96	19.96		
Price/Earnings, Dil. Cont Ops	15.54	15.38	15.53	16.18		
Price/Earnings, Positive	17.81	16.84	17.10	17.85	14.67	13.31
Price/Cash Flow	6.45	4.72	5.61	5.55	8.10	7.46
Price/Sales	0.94	1.03	1.12	1.16	1.12	1.09
Price/EBITDA	6.35	7.24	7.03	7.29	6.37	5.95
Price/Book Value	1.45	1.50	1.53	1.57	1.54	1.46
EV/Sales	1.21	1.29	1.39	1.45	1.40	1.36
EV/EBITDA	8.11	9.04	8.76	9.11	7.96	7.44
Dividend Yield	3.70	3.59	3.60	3.43	3.52	3.74
Dividend Yield (Gross)	3.70	3.59	3.60	3.43		
Dividend Yield (Net)	3.50	3.43	3.50	3.32		
Free Cash Flow Yield	7.45	14.70	11.98	12.43		

…e non troppo cari anche negli Stati Uniti

	CY 2014	CY 2015	CY 2016	Current	CY 2017 Est	CY 2018 Est
12 Months Ending	12/31/2014	12/31/2015	12/30/2016	03/22/2017	12/30/2017	12/30/2018
Price/Earnings	18.33	18.83	20.49	21.49	18.17	16.21
Price/Earnings before XO	20.06	22.80	23.46	24.59		
Price/Earnings, Dil. Cont Ops	18.33	18.83	20.49	21.49		
Price/Earnings, Positive	18.10	18.33	19.58	20.49	18.04	16.18
Price/Cash Flow	11.00	10.78	12.36	12.97	12.61	11.39
Price/Sales	1.81	1.84	1.97	2.07	1.94	1.85
Price/EBITDA	9.79	10.44	10.65	11.22	9.37	8.66
Price/Book Value	2.82	2.77	2.93	3.08	2.86	2.68
EV/Sales	2.07	2.15	2.30	2.41	2.26	2.16
EV/EBITDA	11.19	12.17	12.46	13.10	10.94	10.12
Dividend Yield	1.95	2.15	2.09	1.98	2.08	2.23
Dividend Yield (Gross)	1.95	2.15	2.09	1.98		
Dividend Yield (Net)	1.95	2.15	2.09	1.98		
Free Cash Flow Yield	5.35	5.61	4.96	4.72		

Le attese per il secondo trimestre / 1

Statisticamente il secondo trimestre dell'anno fornisce un contributo positivo alla performance complessiva annuale dei mercati azionari, almeno sino al tradizionale…."sell in may".

Il protrarsi di un livello di volatilita' storica molto bassa puo' pero' essere letto come un indicatore contrarian relativamente alla capacita' dei mercati di mantenere intatto il trend in atto.

Le attese per il secondo trimestre / 2

Lo scenario base rimane favorevole ai mercati azionari: ciclo economico e dinamica dei prezzi spingono a privilegiare gli investimenti "risk on".

Il basso livello della volatilita' storica e l'avvicinarsi di eventi esogeni devono pero' suggerire un approccio caratterizzato da una certa cautela, nel quale parziali coperture delle posizioni in essere o azioni di take profit trovano una piu' che ragionevole motivazione.