



Analisi per il Comitato Investimenti

Marzo 2022

Evoluzione attesa della congiuntura

	Crescita del PIL			Inflazione (CPI)			Disoccupazione		
	2020	2021 (stima)	2022 (previsione)	2020	2021 (stima)	2022 (previsione)	2020	2021 (previsione)	2022 (previsione)
Eurozona	-6,5%	5,3% ↑	3,7% ↓	0,3%	2,6% =	4,5% ↑	8,0%	7,7% ↓	7,0% ↓
Francia	-8,0%	7,0% ↑	3,5% ↓	0,5%	2,1% =	3,2% ↑	8,1%	7,9% ↓	7,5% ↓
Germania	-4,9%	2,9% ↑	3,3% ↓	0,4%	3,2% =	3,6% ↑	5,9%	5,7% =	5,0% ↓
Italia	-9,1%	6,6% ↑	3,7% ↓	-0,1%	1,9% =	4,9% ↑	9,4%	9,5% ↓	9,2% ↑
Spagna	-10,8%	5,0% ↑	5,3% ↓	-0,3%	3,0% =	5,3% ↑	15,5%	14,8% ↓	13,7% ↓
Regno Unito	-9,4%	7,5% ↑	4,3% ↓	0,9%	2,6% =	5,6% ↑	4,5%	4,5% ↓	4,1% ↓
USA	-3,4%	5,7% ↑	3,6% ↓	1,2%	4,7% ↓	5,4% ↑	8,1%	5,4% ↑	3,6% ↓
Giappone	-4,5%	1,7% ↓	2,5% ↓	0,0%	-0,2% =	0,9% ↑	2,8%	2,8% ↑	2,6% =
Brasile	-3,9%	4,6% ↓	0,7% ↓	3,2%	8,3% =	7,1% ↑	13,5%	13,5% ↓	12,2% ↓
Cina	2,2%	8,1% =	5,0% ↓	2,5%	0,9% =	2,1% ↓	4,2%	4,0% ↑	3,8% ↑
India	-6,6%	8,9% ↓	7,9% ↑	6,6%	5,1% ↑	5,4% ↑	4,2%	4,0% ↑	3,8% ↑
Russia	-2,7%	4,8% ↑	-5,5% ↓	3,4%	6,7% =	15,0% ↑	5,8%	4,8% ↓	4,6% ↓

Fonte: FactSet

La tabella riporta i dati di consenso attualmente disponibili(*): appare evidente come l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia abbia avviato un processo di revisione delle stime (al ribasso per la crescita e al rialzo per l'inflazione) che, presumibilmente, non si è ancora esaurito.

Anche immaginando ulteriori tagli nelle stime, la crescita dovrebbe comunque mantenersi in territorio positivo per tutte le principali aree economiche, scongiurando il temuto scenario stagflazionistico.

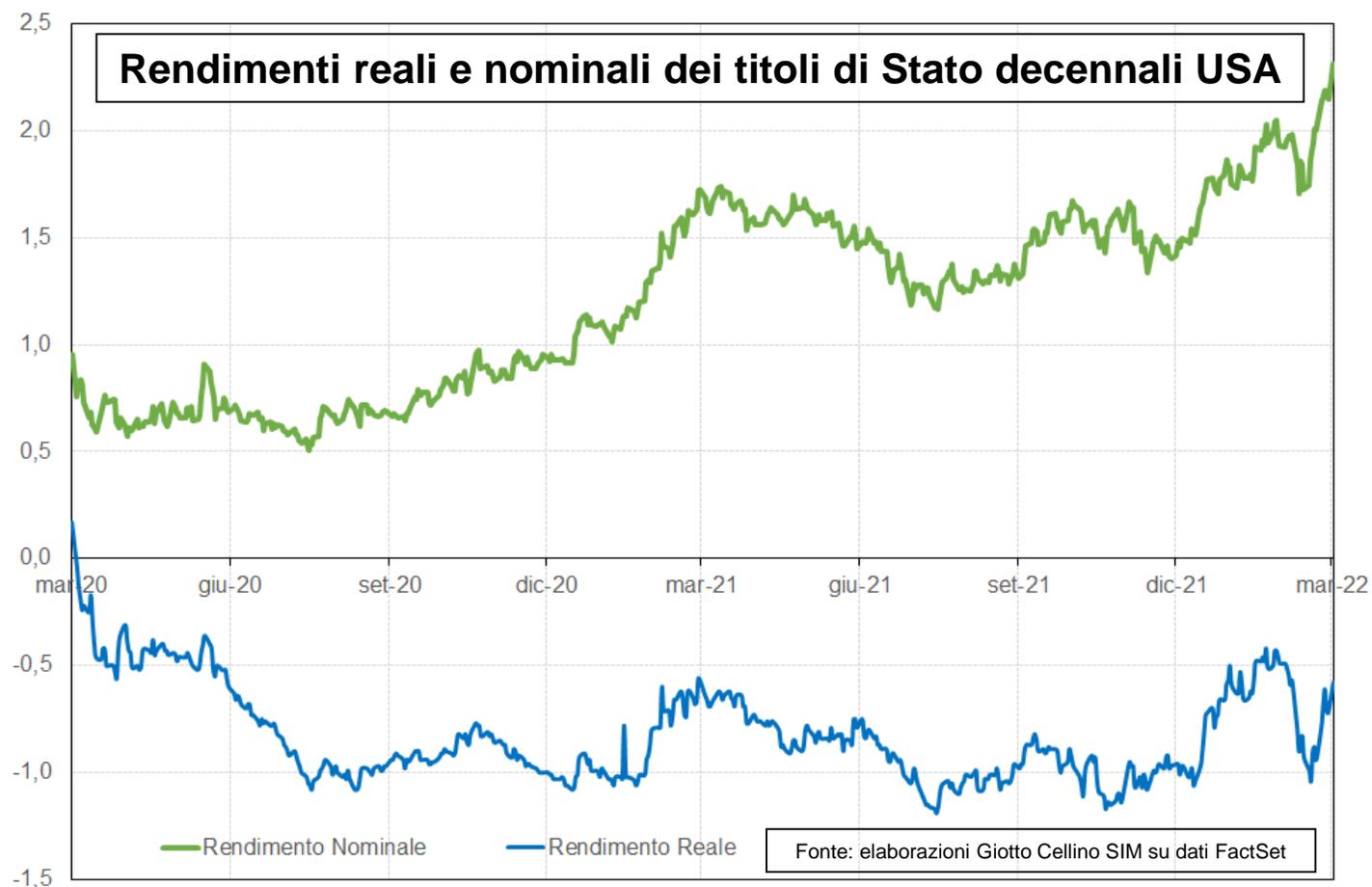
(*): Accanto a ciascuna previsione, la freccia rivolta verso l'alto indica una tendenza del consenso a rivedere al rialzo il dato negli ultimi mesi, la freccia verso il basso una tendenza a rivederlo al ribasso, mentre l'uguale affianca valori stabili.

Le attese di inflazione



Per quanto attiene l'inflazione, l'osservazione del grafico mostra come i primi successi della FED nel contenere le attese di inflazione a lungo termine, ottenuti grazie al cambiamento di rotta nella politica monetaria annunciato tra la fine del 2021 e l'inizio del 2022, siano stati vanificati dall'esplosione del conflitto e dal conseguente rincaro delle materie prime energetiche.

Rendimenti reali e nominali



D'altro canto, l'obiettivo della FED si sta probabilmente ridimensionando al semplice contenimento del fenomeno inflattivo entro limiti "accettabili", tollerando però un prolungato periodo di inflazione decisamente superiore al 2%.

Si osservi al proposito il raffronto fra i tassi nominali e reali riconosciuti dai Treasury decennali negli ultimi 2 anni: a fronte di un significativo incremento dei primi, infatti, è corrisposto un sostanziale ridimensionamento dei secondi.

Tassi reali fortemente negativi caratterizzano tutta la curva dei Treasury americani, evidenziando condizioni monetarie sostanzialmente più espansive di quelle che si potevano riscontrare due anni fa, in corrispondenza del periodo più grave della crisi pandemica.

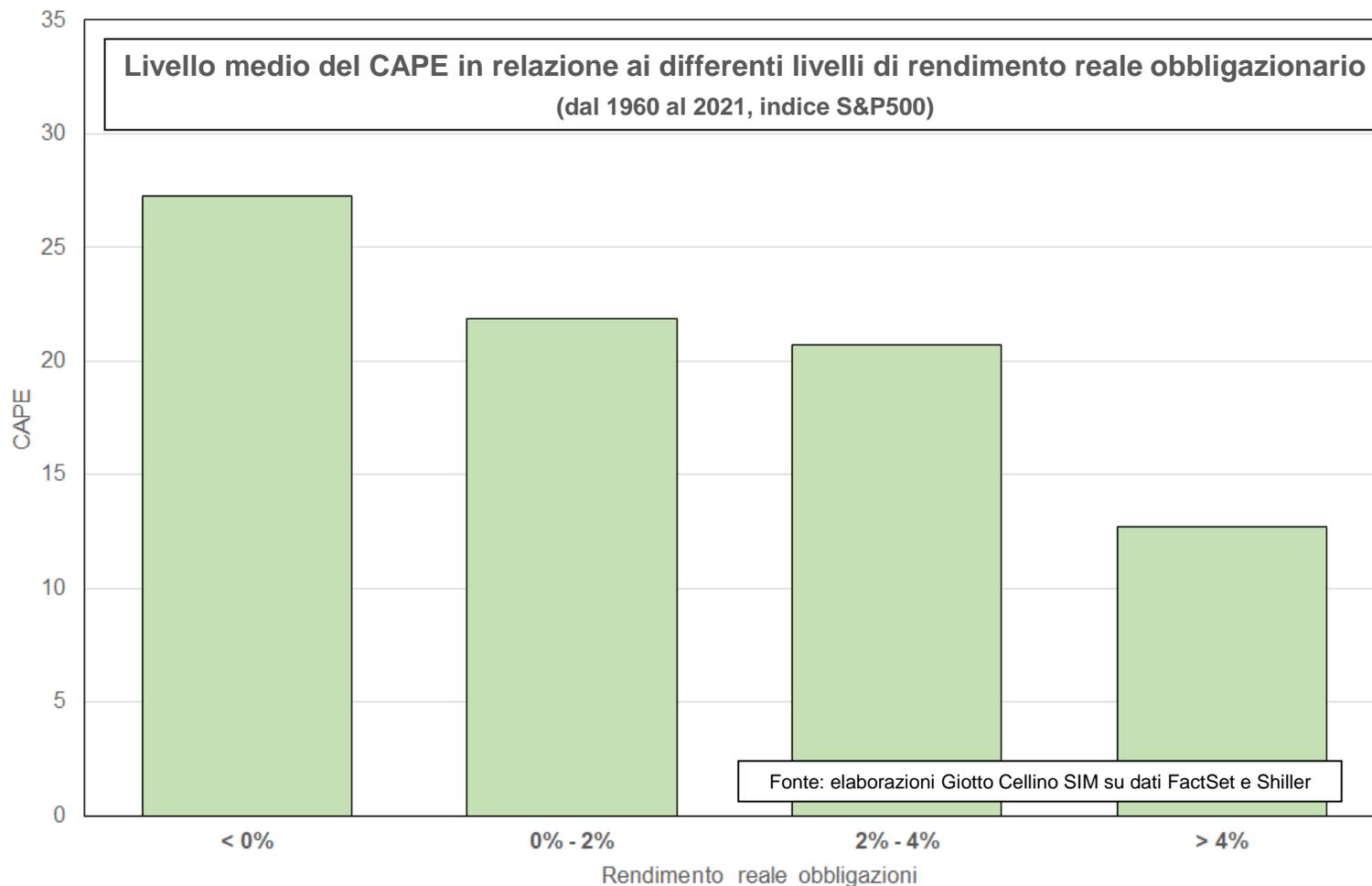
A fortiori, tale atteggiamento dovrebbe essere assunto anche dalla BCE, le cui note rigidità politiche, soprattutto in relazione all'inflazione, potrebbero però renderne più difficoltosa l'implementazione.

Implicazioni per i mercati azionari e obbligazionari

La presenza di tassi nominali crescenti che però, non sopravanzando l'inflazione, preservano rendimenti reali fortemente negativi è fonte di ripercussioni significative sui mercati finanziari.

● Per quanto concerne gli investimenti obbligazionari, questi sono destinati a incorrere nell'immediato in perdite in conto capitale, causate dal rialzo dei tassi, cui dovrebbero seguire rendimenti di lungo termine inadeguati a controbilanciare l'inflazione.

● Per quanto concerne invece i mercati azionari, la crescita dei rendimenti nominali non è sufficiente a deprimerne i multipli, decisamente più sensibili all'andamento dei rendimenti reali, come si può osservare nel grafico qui accanto.



L'impatto della guerra sui mercati

L'attuale livello dei rendimenti reali che, come visto, è significativamente inferiore allo zero, risulta quindi, in una prospettiva storica, il più favorevole ai multipli azionari.

Guardando le sole variabili finanziarie, quindi, la preferenza per l'investimento azionario rispetto all'obbligazionario rimane intatta (la cosa verrà ulteriormente evidenziata dalle tabelle che riportano il CAPE e l'ECY), ma è evidente che, in questo momento, altre variabili possono influenzare l'andamento dei mercati.

Ci riferiamo, in particolare, a:

- l'accresciuta avversione al rischio dovuta al conflitto Russo-Ucraino
- la possibile, anche se improbabile, caduta in recessione dell'eurozona per effetto del conflitto

Si rende quindi necessario monitorare attentamente l'evoluzione della vicenda bellica poiché l'annuncio di una sua sospensione (è difficile immaginare una pace a breve, ma un cessate il fuoco potrebbe essere vicino) contribuirebbe a ridurre sensibilmente il premio per il rischio attualmente incorporato nelle quotazioni.

Ma l'aspetto più rilevante nel lungo termine sarà l'impatto che la guerra potrà esercitare sull'andamento del ciclo economico per effetto delle sanzioni adottate nei confronti della Russia. A tal fine sarà determinante l'atteggiamento che l'Occidente vorrà tenere nei confronti della Russia in termini di sanzioni, dopo l'auspicata fine delle ostilità.

Rendimenti reali di lungo periodo storici e prospettici

	CAPE al 21/03/2022	Rendimento reale annuo <u>atteso</u> di lungo periodo (1/CAPE)	Rendimento reale annuo <u>storico</u> (indice MSCI total return in valuta locale)	Excess CAPE Yield (differenza fra il rendimento reale atteso azionario e il rendimento reale atteso obbligazionario privo di rischio)	Excess CAPE Yield medio ultimi 25 anni
Italia	19,1	5,2%	5,6%	6,1%	5,9%
Francia	23,9	4,2%	7,7%	5,0%	4,1%
Germania	16,7	6,0%	7,1%	7,3%	3,9%
Spagna	15,2	6,6%	7,3%	7,6%	6,2%
Svizzera	26,3	3,8%	8,1%	3,4%	ND
Regno Unito	15,2	6,6%	4,5%	7,1%	5,2%
Giappone	21,9	4,6%	4,3%	4,8%	ND
USA	36,3	2,8%	9,0%	3,0%	2,7%

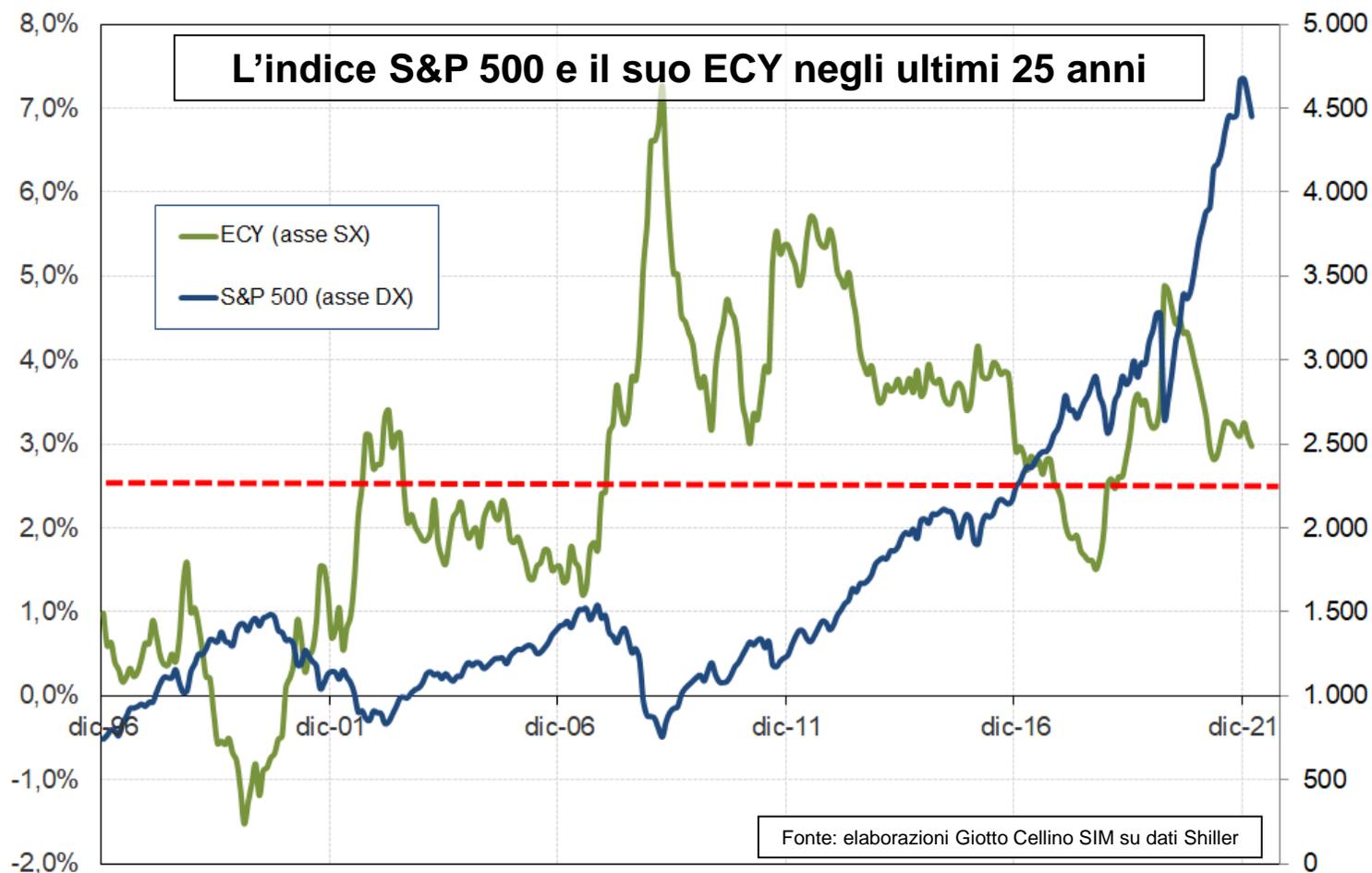
Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet e Shiller

Sotto il profilo delle valutazioni, la severa correzione delle quotazioni conseguenti allo scoppio del conflitto, recuperata in parte nelle ultime settimane, ha determinato una sostanziale riduzione del CAPE, mentre l'incremento dei rendimenti obbligazionari, che come detto ha interessato prevalentemente i tassi nominali, non ha intaccato i premi per il rischio di lungo periodo (leggibili nella penultima colonna intestata Excess CAPE Yield).

Guardando alle sole valutazioni, permane la maggiore appetibilità dei mercati dell'eurozona, del Regno Unito e del Giappone rispetto a quello USA. Tale constatazione deve però oggi essere letta in concomitanza con l'analisi degli effetti della guerra sulle diverse aree economiche: come osservato, la forte dipendenza dei paesi dell'eurozona dalle importazioni di gas russo espone l'Europa continentale ad un rischio recessivo che non coinvolge altre aree.

Per questo motivo, si sospende il giudizio positivo sull'eurozona, conservando invece quello relativo al Regno Unito e al Giappone. La possibilità che lo sconto manifestato dai mercati dell'eurozona possa concretizzarsi in una sovraperformance non è comunque ancora da escludere: tutto dipenderà, come già osservato, dalla permanenza e dalla rigidità di applicazione delle sanzioni al termine della guerra.

Excess CAPE yield dell'indice S&P 500



Il grafico in pagina riproduce l'andamento storico dell'indice S&P 500 e del suo ECY negli ultimi 25 anni confrontato con la media storica (linea rossa tratteggiata). Il valore dell'ECY superiore alla media evidenzia, come più volte sottolineato in questa sede, che tassi reali eccezionalmente bassi sostengono quotazioni azionarie relativamente elevate.

Conclusioni

Alla luce delle analisi condotte, si mantiene un giudizio positivo sulle prospettive dei mercati azionari. Tale giudizio non muta alla luce dello scoppio del conflitto in Ucraina poiché:

- l'impatto di tale tragedia, a livello economico, potrebbe risultare rilevante per la sola eurozona
- la presenza di rendimenti reali negativi su tutte le scadenze delle principali curve dei tassi costituisce un potente sostegno per i mercati azionari.

Il nuovo scenario impatta invece sulle scelte geografiche di asset allocation: sulla base delle considerazioni svolte, infatti, si riduce il giudizio positivo sui mercati dell'eurozona, che da sovrappeso passano ora in sottopeso, mentre si eleva alla neutralità il peso del mercato USA (precedentemente sottopesato). Immutati il giudizio positivo sul Giappone e Regno Unito e quello neutrale sui mercati emergenti.

Come osservato, occorrerà monitorare con attenzione il mantenimento e le modalità di attuazione delle sanzioni nei confronti della Russia al termine delle ostilità, poiché da tali circostanze potrebbe derivare una revisione del giudizio sull'eurozona.

In linea generale rimane invariata l'indicazione di sovrappesare i titoli *value* a discapito dei titoli *growth* e, in considerazione del fatto che lo scenario centrale si caratterizza per un rallentamento della crescita piuttosto che per una recessione, si mantiene anche l'indicazione di preferire i settori ciclici a quelli difensivi.

Per quanto riguarda il comparto obbligazionario, permane l'invito a contenere la *duration* dei portafogli e ad inserire nella componente valutaria divise che dovrebbero trarre beneficio dalla risalita dei prezzi delle materie prime energetiche, quali la corona norvegese.

In generale, la diversificazione valutaria, stante la debolezza dell'euro derivante dalla crisi Ucraina, dovrebbe ancora apportare rendimenti aggiuntivi ai portafogli obbligazionari.

Andamento dei mercati da inizio anno

	31-dic-21	21-mar-22	Variazione da inizio anno
 Mercati azionari (in valuta locale)			
FTSE MIB	27.347	24.295	-11,2%
DAX	15.885	14.327	-9,8%
CAC	7.153	6.582	-8,0%
FTSE 100	7.385	7.442	0,8%
S&P 500	4.766	4.461	-6,4%
Nasdaq	15.645	13.838	-11,5%
Nikkei	28.792	26.827	-6,8%
MSCI E.M.	70.053	64.268	-8,3%
Settori azionari mondo (indici settoriali FactSet in euro)			
Communications	133	137	3,4%
Finance	263	265	0,7%
Transportation	450	456	1,4%
Utilities	375	372	-0,7%
Commercial Services	396	358	-9,6%
Consumer Durables	447	389	-13,1%
Consumer Services	291	275	-5,5%
Distribution Services	402	406	1,0%
Electronic Technology	403	371	-8,0%
Energy Minerals	286	341	19,2%
Health Services	1.064	1.035	-2,8%
Health Technology	477	453	-5,1%
Industrial Services	248	267	7,8%
Process Industries	598	581	-3,0%
Producer Manufacturing	394	353	-10,5%
Retail Trade	524	494	-5,8%
Technology Services	544	464	-14,8%
Consumer Non-Durables	747	679	-9,1%
Non-Energy Minerals	547	595	8,7%

	31-dic-21	21-mar-22	Variazione da inizio anno
Rendimenti obbligazionari			
Rendimento % BTP 10 Y	1,17%	1,97%	0,80%
Rendimento % Bonos 10 Y	0,57%	1,38%	0,81%
Rendimento % Bund 10 Y	-0,18%	0,44%	0,62%
Rendimento % Treasury 10 Y	1,51%	2,31%	0,80%
Spread Italia (basis point)	135,1	153,1	18,0
Spread Spagna (basis point)	74,7	94,1	19,4
Materie prime			
Greggio (dollari/barile)	75,33	112,12	48,8%
Oro (dollari/oncia)	1.830	1.936	5,8%
Rame (dollari/tonnellata)	9.692	10.173	5,0%
Baltic Dry Index	2.217	2.589	16,8%
S&P GSCI	561	756	34,7%
Tassi di cambio dell'Euro			
Dollaro USA	1,14	1,10	2,9%
Yen giapponese	131,0	131,7	-0,5%
Sterlina britannica	0,840	0,837	0,3%
Franco svizzero	1,036	1,028	0,8%
Corona norvegese	10,0	9,6	4,1%
Corona svedese	10,296	10,426	-1,2%
Dollaro canadese	1,4	1,4	3,4%
Dollaro australiano	1,564	1,489	5,0%
Renminbi cinese	7,248	7,027	3,1%
Real brasiliano	6,334	5,468	15,8%
Lira turca	15,1	16,4	-7,8%

La presente pubblicazione è stata prodotta da Giotto Cellino SIM S.p.A. è indirizzata ad un pubblico indistinto e viene fornita a titolo meramente informativo. Essa non costituisce attività di consulenza da parte della stessa SIM né, tantomeno, offerta o sollecitazione ad acquistare o vendere strumenti finanziari. I dati utilizzati per l'elaborazione delle informazioni ivi riportate sono di pubblico dominio e sono considerati attendibili, tuttavia la Giotto Cellino SIM S.p.A. non è in grado di assicurarne l'esattezza. Tutte le informazioni riportate sono date in buona fede sulla base dei dati disponibili, ma sono suscettibili di variazioni anche senza preavviso in qualsiasi momento dopo la pubblicazione. I dati per i quali non è indicata una fonte sono frutto di valutazioni effettuate dalla SIM stessa. Si declina ogni responsabilità per qualsivoglia informazione esposta in questa pubblicazione. Si invita a fare affidamento esclusivamente sulle proprie valutazioni delle condizioni di mercato nel decidere se effettuare un'operazione finanziaria e se essa soddisfa le proprie esigenze. La decisione di effettuare qualunque operazione finanziaria è a rischio esclusivo dei destinatari della presente informativa.

La Giotto Cellino SIM S.p.A. è un soggetto autorizzato dalla Consob alla prestazione dei servizi di investimento di cui al Testo Unico della Finanza.