



Analisi per il Comitato Investimenti

Aprile 2022

Evoluzione attesa della congiuntura

	Crescita del PIL			Inflazione (CPI)			Disoccupazione		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Eurozona	5,3%	3,2% ↓	2,5%	0,3%	5,7% ↑	2,1%	8,0%	6,9% ↓	6,9%
Francia	7,0%	3,2% ↓	2,0%	0,5%	4,3% ↑	1,8%	8,1%	7,4% ↓	7,2%
Germania	2,9%	2,4% ↓	2,8%	0,4%	6,3% ↑	2,6%	5,9%	5,0% =	5,0%
Italia	6,6%	3,1% ↓	2,0%	-0,1%	6,2% ↑	1,9%	9,4%	9,1% ↓	8,7%
Spagna	5,1%	4,6% ↓	3,5%	-0,3%	7,2% ↑	2,2%	15,5%	13,5% ↓	12,9%
Regno Unito	7,4%	4,1% ↓	1,8%	0,9%	6,8% ↑	2,5%	4,5%	4,0% ↓	4,0%
USA	5,7%	3,3% ↓	2,3%	1,2%	6,4% ↑	2,7%	8,1%	3,6% =	3,5%
Giappone	1,7%	2,3% ↓	1,6%	0,0%	1,3% ↑	0,8%	2,8%	2,6% =	2,5%
Brasile	4,6%	0,7% =	1,6%	3,2%	7,5% ↑	3,9%	13,5%	12,0% ↓	11,1%
Cina	8,1%	4,8% ↓	5,1%	2,5%	2,0% ↓	2,3%	4,2%	3,7% ↓	3,7%
India	8,9%	7,6% ↓	6,9%	6,6%	5,4% =	5,0%	4,2%	3,7% ↓	3,7%
Russia	4,8%	-8,3% ↓	-1,5%	3,4%	19,1% ↑	10,0%	5,8%	5,5% ↑	5,5%

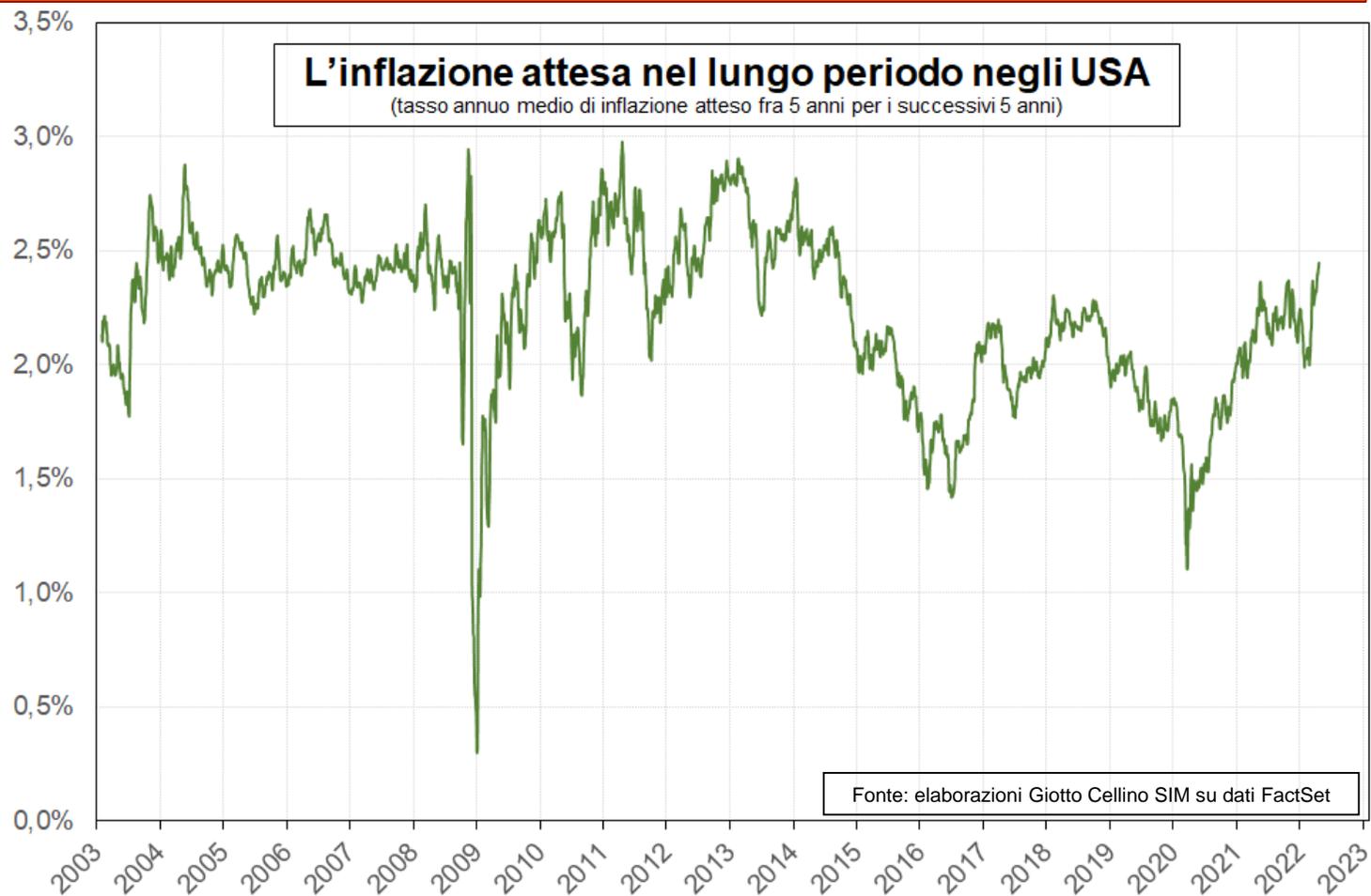
Fonte: FactSet

La tabella riporta i dati di consenso attualmente disponibili(*): come si nota, prosegue il processo di revisione al ribasso delle stime scatenato dall'invasione dell'Ucraina da parte della Russia 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.

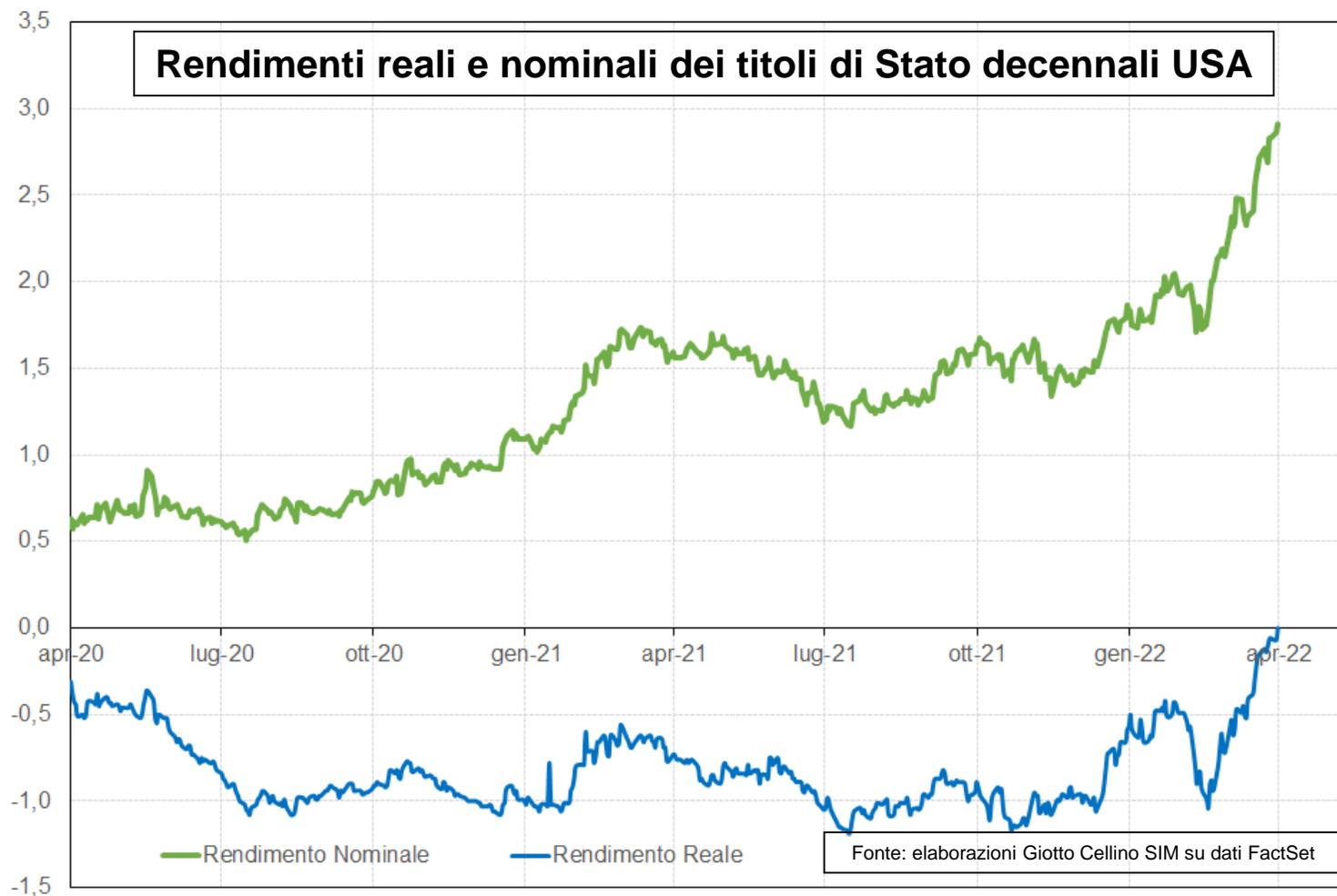
(*): Accanto a ciascuna previsione per l'anno 2022, con riferimento alle previsioni presentate nel precedente Comitato, la freccia rivolta verso l'alto indica una tendenza del consenso a rivedere al rialzo il dato, la freccia verso il basso una tendenza a rivederlo al ribasso, mentre l'uguale affianca valori stabili. Non sono invece possibili i raffronti con il precedente Comitato per le previsioni del 2023, che presentiamo oggi per la prima volta.

Le attese di inflazione

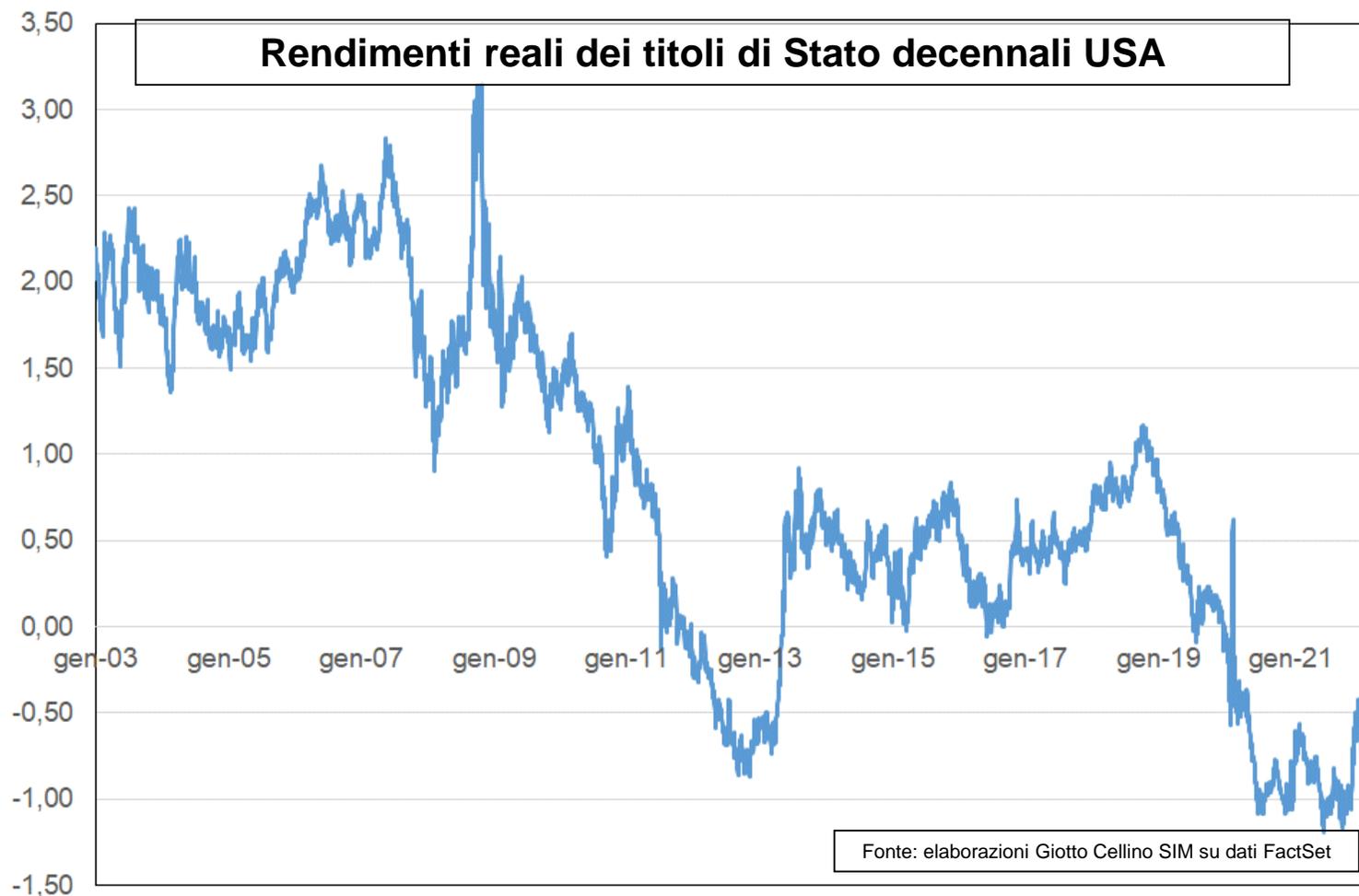


Le attese di inflazione a lungo termine negli USA continuano a crescere, segno che, nonostante il radicale cambiamento di rotta effettuato, la FED fatica a stabilizzare le attese del mercato. La natura del fenomeno inflazionistico, solo in parte dovuto alla domanda e, in larga misura, imputabile a problemi dell'offerta, contribuisce a ridurre la fiducia degli operatori nella capacità della banca centrale di domarlo.

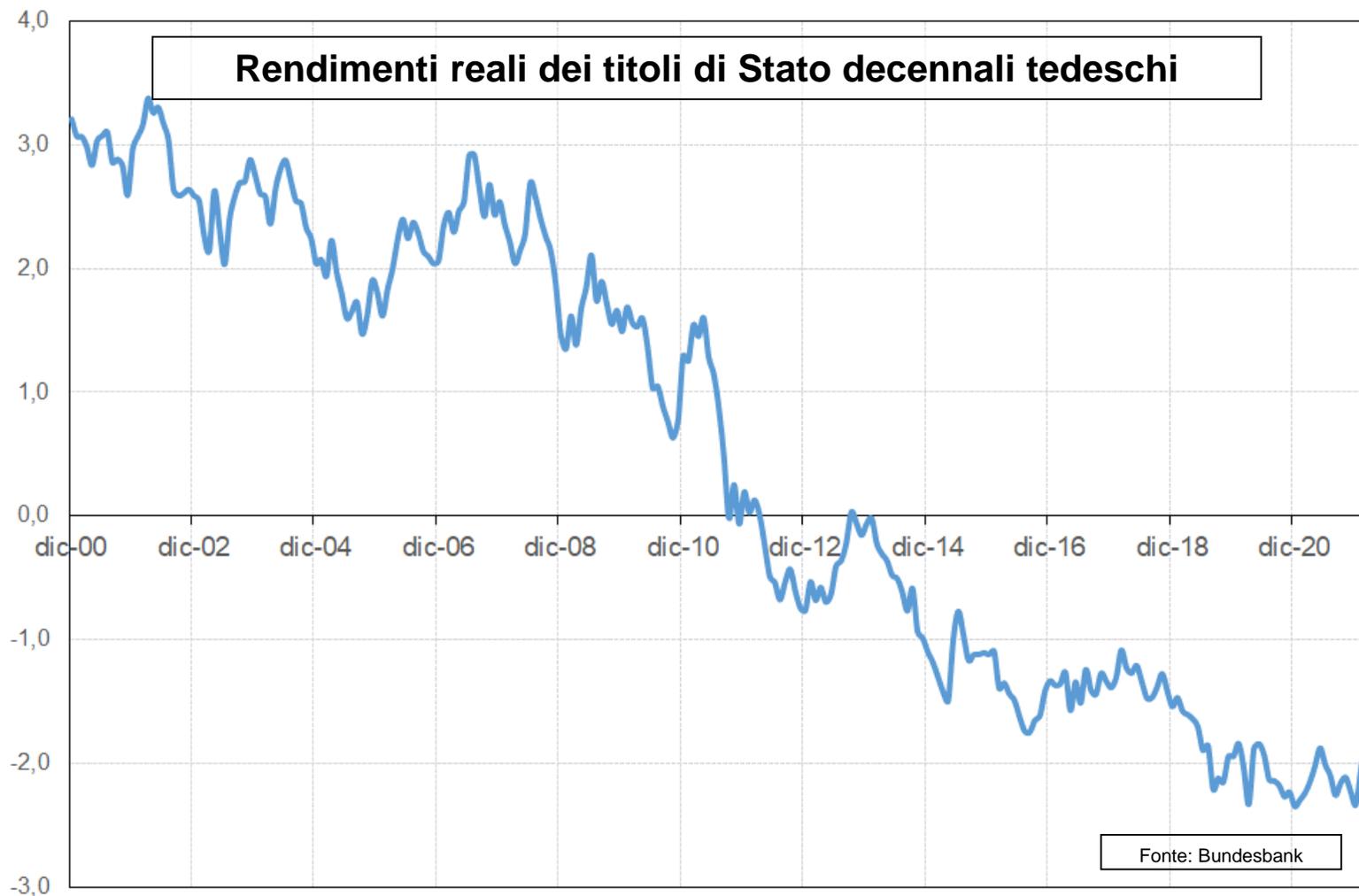
Rendimenti reali e nominali



Negli USA, si osserva un notevole colpo di reni dei rendimenti nominali che, sino a qualche settimana fa, non erano riusciti a tenere il ritmo delle attese di inflazione. Il tasso reale del titolo di Stato a 10 anni è ora riuscito a raggiungere, dopo un lungo periodo di valori negativi, lo zero.



In una prospettiva storica, il livello è ancora decisamente basso, ma occorre prendere atto che, probabilmente, **il periodo dei tassi reali negativi, negli USA, si è concluso.**



Molto differente la situazione in eurozona, dove, con riferimento al tasso risk free offerto dai Bund tedeschi, **il rendimento reale dei titoli decennali risulta ancora profondamente negativo.**

Implicazioni per i mercati azionari e obbligazionari

Le implicazioni per i mercati azionari e obbligazionari mutano leggermente rispetto al precedente Comitato, con particolare riferimento agli USA.

- Per quanto concerne gli investimenti obbligazionari privi di rischio denominati in euro, questi saranno destinati a incorrere in perdite in conto capitale, causate dall'inevitabile rialzo dei tassi, cui dovrebbero seguire rendimenti di lungo termine inadeguati a controbilanciare l'inflazione.
Per quanto riguarda i titoli denominati in USD, rendimenti reali prossimi allo zero segnalano l'avvicinarsi del momento nel quale l'investimento obbligazionario potrà tornare ad essere appetibile.
- I rendimenti attesi dai mercati azionari, se confrontati con quelli delle obbligazioni, continuano ad esprimere premi per il rischio soddisfacenti. Sulla base di quanto osservato in relazione ai tassi obbligazionari reali, tale affermazione è certamente valida per i mercati azionari europei, mentre, per quanto riguarda quello USA, siamo vicini al punto di indifferenza fra le due asset class.

L'impatto della guerra sui mercati

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), così come rimane intatta la condizione di sottovalutazione dei mercati azionari europei, cui si contrappone quello USA, che quota multipli piuttosto elevati.

Occorre però tenere a mente le due criticità già evidenziate nel precedente Comitato:

- **l'accresciuta avversione al rischio dovuta al conflitto Russo-Ucraino, che potrebbe incidere maggiormente sui listini dell'eurozona,**
- **la possibile, anche se al momento improbabile, caduta in recessione dell'eurozona per effetto del conflitto.**

Rendimenti reali di lungo periodo storici e prospettici

	CAPE (19/04/2022)	Rendimento reale annuo <u>atteso</u> (1/CAPE)	Rendimento reale annuo <u>storico</u> (1979-2021)	Excess CAPE Yield	Excess CAPE Yield medio ultimi 25 anni
Italia	18,8	5,3%	5,6%	5,8%	5,9%
Francia	23,2	4,3%	7,7%	4,7%	4,1%
Germania	15,6	6,4%	7,1%	7,4%	3,9%
Spagna	15,2	6,6%	7,3%	7,4%	6,2%
Svizzera	25,9	3,9%	8,1%	3,1%	3,6%
Regno Unito	15,2	6,6%	4,5%	6,9%	5,2%
Giappone	21,9	4,6%	4,3%	4,7%	ND
USA	36,3	2,8%	8,9%	2,6%	2,6%

Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet e Shiller

Sotto il profilo delle valutazioni, la correzione delle quotazioni e la crescita degli utili dovuta all'inflazione hanno determinato un generalizzato calo dei multipli.

L'incremento dei rendimenti obbligazionari ha solo marginalmente intaccato i premi per il rischio di lungo periodo (leggibili nella penultima colonna intestata Excess CAPE Yield) con l'eccezione, di cui si è già detto, degli USA, dove si è assistito ad un forte recupero dei tassi reali con conseguente riduzione del premio per il rischio azionario che è sceso dal 3,0% osservato nel precedente Comitato al 2,6% attuale (comunque in linea con la media degli ultimi 25 anni).

Alla luce delle considerazioni svolte nel precedente Comitato, nonostante l'aspetto valutativo li indichi come preferibili, continuiamo a sospendere, a causa delle incertezze derivanti dal conflitto in Ucraina, il giudizio positivo sui mercati dell'eurozona. La possibilità che lo sconto manifestato da tali mercati possa concretizzarsi in una sovraperformance non è comunque ancora da escludere: **tutto dipenderà dall'evoluzione dello scenario bellico e, soprattutto, da come, e per quanto tempo, verranno applicate le sanzioni sui prodotti energetici, sia quelle già in essere sia quelle che potrebbero essere introdotte in futuro.**

Excess CAPE yield dell'indice S&P 500



Il grafico in pagina riproduce l'andamento storico dell'ECY dell'indice S&P 500 negli ultimi 25 anni confrontato con la media storica (linea rossa tratteggiata). Come osservato, l'indicatore si è «appoggiato» sulla media degli ultimi 25 anni.

Alla luce delle analisi condotte, si mantiene un giudizio positivo sulle prospettive dei mercati azionari.

Come già rilevato nel precedente Comitato, lo scenario di crisi geopolitica impatta sulle scelte geografiche di asset allocation: sulla base delle considerazioni svolte, infatti, si mantiene il giudizio cauto sui mercati dell'eurozona, da sottopesare, e il giudizio neutrale sul mercato USA.

Tanto il giudizio negativo sull'eurozona quanto quello neutrale sugli USA sono da intendersi in senso tattico, suscettibili di revisione qualora la crisi geopolitica dovesse dare segni di stabilizzazione, nel qual caso si potrebbe tornare a dare maggior peso alle valutazioni relative dei mercati (CAPE e ECY favorevoli all'eurozona), riportando a positivo il giudizio sull'eurozona e a negativo quello sugli USA.

Immutati il giudizio positivo sul Giappone e Regno Unito e quello neutrale sui mercati emergenti.

Come più volte evidenziato, occorrerà monitorare con attenzione il mantenimento e le modalità di attuazione delle sanzioni nei confronti della Russia, soprattutto al termine delle ostilità.

In linea generale rimane invariata, stanti le attese di tassi crescenti, 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 dovrebbe ancora apportare un contributo positivo al rendimento dei portafogli obbligazionari, in virtù della generalizzata debolezza dell'euro causata dalla crisi ucraina, debolezza che dovrebbe perdurare sino alla sua conclusione.

Andamento dei mercati da inizio anno

	31-dic-21	21-mar-22	19-apr-22	Variazione da inizio anno	Variazione da precedente comitato
 Mercati azionari (in valuta locale)					
FTSE MIB	27.347	24.295	24.624	-10,0%	1,4%
DAX	15.885	14.327	14.153	-10,9%	-1,2%
CAC	7.153	6.582	6.535	-8,6%	-0,7%
FTSE 100	7.385	7.442	7.601	2,9%	2,1%
S&P 500	4.766	4.461	4.462	-6,4%	0,0%
Nasdaq	15.645	13.838	13.620	-12,9%	-1,6%
Nikkei	28.792	26.827	26.985	-6,3%	0,6%
MSCI E.M.	70.053	64.268	63.481	-9,4%	-1,2%

	31-dic-21	21-mar-22	19-apr-22	Variazione da inizio anno	Variazione da precedente comitato
Settori azionari mondo (indici settoriali FactSet in euro)					
Communications	133	137	145	9,6%	6,0%
Finance	263	265	270	2,5%	1,8%
Transportation	450	456	450	0,0%	-1,4%
Utilities	375	372	399	6,3%	7,1%
Commercial Services	396	358	358	-9,7%	0,0%
Consumer Durables	447	389	400	-10,7%	2,8%
Consumer Services	291	275	283	-2,7%	3,0%
Distribution Services	402	406	413	2,7%	1,7%
Electronic Technology	403	371	360	-10,6%	-2,9%
Energy Minerals	286	341	369	29,1%	8,3%
Health Services	1.064	1.035	1.091	2,6%	5,5%
Health Technology	477	453	460	-3,7%	1,5%
Industrial Services	248	267	279	12,5%	4,4%
Process Industries	598	581	594	-0,8%	2,3%
Producer Manufacturing	394	353	338	-14,3%	-4,3%
Retail Trade	524	494	503	-4,1%	1,8%
Technology Services	544	464	456	-16,2%	-1,6%
Consumer Non-Durables	747	679	705	-5,5%	3,9%
Non-Energy Minerals	547	595	631	15,4%	6,2%

	31-dic-21	25-gen-22	25-gen-22	Variazione da inizio anno	Variazione da inizio anno
Rendimenti obbligazionari					
Rendimento % BTP 10 Y	1,17%	1,97%	2,57%	1,40%	0,60%
Rendimento % Bonos 10 Y	0,57%	1,38%	1,86%	1,30%	0,49%
Rendimento % Bund 10 Y	-0,18%	0,44%	0,94%	1,12%	0,50%
Rendimento % Treasury 10 Y	1,51%	2,31%	2,91%	1,40%	0,60%
Spread Italia (basis point)	135,1	153,1	163,4	28,3	10,3
Spread Spagna (basis point)	74,7	94,1	92,8	18,1	-1,3

	31-dic-21	25-gen-22	25-gen-22	Variazione da inizio anno	Variazione da inizio anno
Materie prime					
Greggio (dollari/barile)	75,33	112,14	102,56	36,1%	-8,5%
Oro (dollari/oncia)	1.830	1.936	1.950	6,6%	0,7%
Rame (dollari/tonnellata)	9.692	10.173	10.381	7,1%	2,0%
Baltic Dry Index	2.217	2.589	2.115	-4,6%	-18,3%
S&P GSCI	561	756	750	33,6%	-0,8%

	31-dic-21	25-gen-22	25-gen-22	Variazione da inizio anno	Variazione da inizio anno
Tassi di cambio dell'Euro					
Dollaro USA	1,14	1,10	1,08	5,4%	2,4%
Yen giapponese	131,0	131,7	139,0	-5,8%	-5,3%
Sterlina britannica	0,840	0,837	0,830	1,1%	0,8%
Franco svizzero	1,036	1,028	1,024	1,2%	0,4%
Corona norvegese	10,0	9,6	9,5	5,5%	1,4%
Corona svedese	10,296	10,426	10,317	-0,2%	1,1%
Dollaro canadese	1,4	1,4	1,4	5,5%	2,0%
Dollaro australiano	1,564	1,489	1,463	6,9%	1,8%
Renminbi cinese	7,248	7,027	6,880	5,3%	2,1%
Real brasiliano	6,334	5,468	5,049	25,5%	8,3%
Lira turca	15,1	16,4	15,8	-4,5%	3,6%

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.