



Analisi per il Comitato Investimenti

Aprile 2023

Evoluzione attesa della congiuntura

	Crescita del PIL (*)			Inflazione (*) (CPI)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Eurozona	3,5% ↑	0,5% ↑	1,2% ↓	8,4% =	5,7% ↓	2,6% ↑
Francia	2,6% =	0,5% ↑	1,1% =	5,9% =	5,3% =	2,5% ↑
Germania	1,9% =	0,1% ↑	1,3% =	8,7% =	6,2% ↑	2,8% ↑
Italia	3,8% ↓	0,6% ↑	1,0% ↓	8,7% =	6,6% =	2,3% ↓
Spagna	5,3% ↓	1,3% ↑	1,5% ↓	8,3% =	3,9% ↓	2,6% ↑
Regno Unito	4,1% ↑	-0,4% ↑	0,9% ↓	9,1% =	6,5% ↓	3,1% ↑
USA	2,1% =	0,9% ↑	1,2% ↓	8,0% =	4,1% ↑	2,5% =
Giappone	1,0% ↓	1,2% ↓	1,0% ↓	2,5% ↑	2,3% ↑	1,2% =
Brasile	2,9% ↓	0,9% ↑	1,7% ↓	9,3% =	5,1% ↑	4,0% =
Cina	3,0% =	5,3% ↑	5,0% =	2,0% =	2,3% =	2,3% ↓
India	7,0% ↑	5,8% ↓	6,2% ↓	6,7% =	5,3% ↑	4,7% ↓
Russia	-2,1% ↑	-2,7% ↑	1,3% ↓	13,8% =	7,0% ↓	5,0% =

Fonte: FactSet

Come si vedrà meglio nella prossima tabella, il rallentamento delle attese di crescita dovuto alla possibile stretta del credito da parte delle banche regionali USA è collocato fra il terzo e il quarto trimestre di quest'anno e impatterà soprattutto sul 2024, anno per il quale prevalgono nettamente le revisioni al ribasso delle attese di crescita.

Per quanto riguarda l'inflazione, si osserva per il 2023 un lieve ritocco al rialzo in Eurozona una altrettanto moderata revisione al ribasso per gli USA, mentre il ritorno al 2% continua a non essere considerato possibile nel 2024, anno nel quale, comunque, si dovrebbe osservare un brusco calo.

Si nota infine il permanere dell'ottimismo sull'economia cinese che, grazie alla riapertura post COVID, dovrebbe tornare a crescere ad un ritmo del 5% sia nel 2023 che nel 2024, senza sperimentare l'elevata inflazione che sta affliggendo i paesi occidentali.

La tabella riporta i dati di consenso attualmente disponibili(*). I dati per il 2022, sia relativi alla crescita sia all'inflazione, sono oramai stabilizzati e oggetto solamente di lievi ritocchi

La crisi bancaria USA ha solo parzialmente incrinato l'ottimismo che aveva caratterizzato le settimane scorse circa la possibilità di evitare una severa recessione nel corso del 2023 e le previsioni per l'anno in corso continuano ad essere riviste al rialzo.

(*) Accanto a ciascuna previsione, 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.

Evoluzione attesa della congiuntura

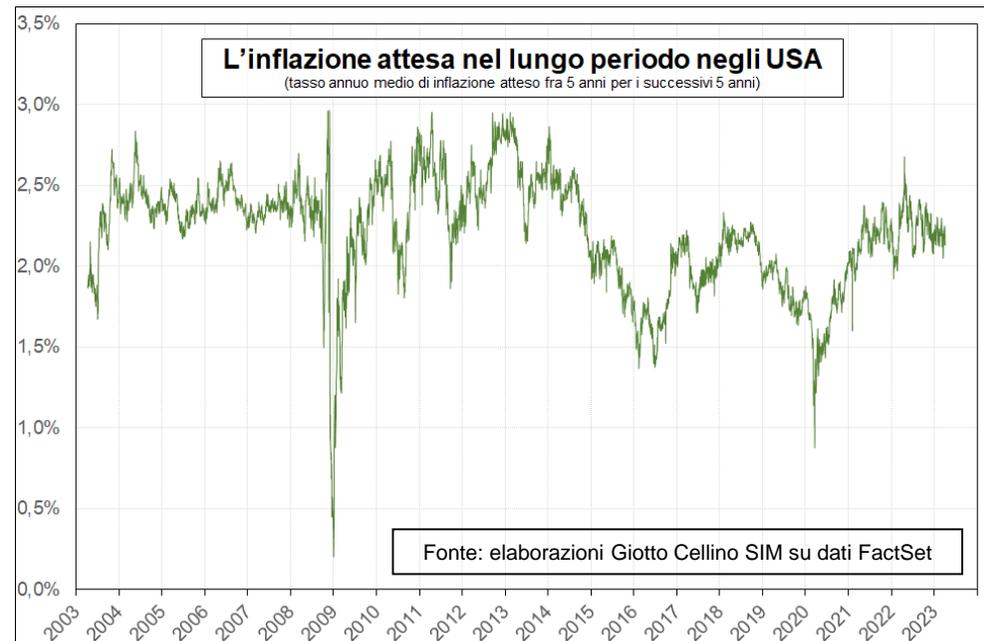
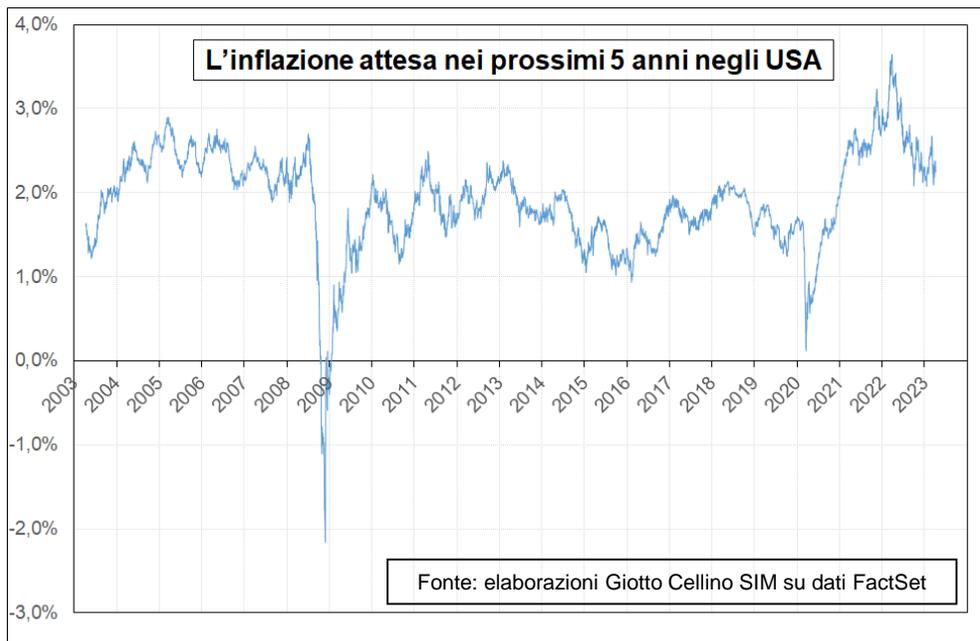
	Crescita trimestrale del PIL (*)				
	IV trimestre 2022	I trimestre 2023	II trimestre 2023	III trimestre 2023	IV trimestre 2023
Eurozona	0,0% ↓	-0,1% ↑	0,1% =	0,2% ↑	0,2% =
Francia	0,1% =	0,1% ↑	0,2% ↑	0,2% ↓	0,3% ↓
Germania	-0,4% =	-0,2% ↑	0,2% ↑	0,1% ↓	0,2% ↓
Italia	-0,1% ↓	-0,1% ↑	0,2% ↑	0,3% ↓	0,2% ↓
Spagna	0,2% =	0,0% ↑	0,3% ↑	0,3% ↓	0,3% ↓
Regno Unito	0,1% ↑	-0,1% ↑	-0,2% =	0,1% ↑	0,3% ↑
USA	2,6% ↓	1,6% ↑	0,0% ↑	-0,5% ↓	0,2% ↓
Giappone	0,1% ↓	1,3% ↓	1,3% ↑	1,3% ↑	0,9% ↓
Brasile	-0,2% ↓	N.D. =	N.D. =	N.D. =	N.D. =
Cina	0,0% =	2,1% ↑	1,9% ↑	1,5% ↑	1,1% =
India	4,4% ↑	3,9% ↑	5,6% ↓	6,9% ↑	6,8% ↑
Russia	N.D. =	N.D. =	N.D. =	N.D. =	N.D. =

Fonte: FactSet

Come detto, stando al consenso attualmente disponibile, l'effetto frenante della crisi bancaria USA si osserverà negli ultimi due trimestri dell'anno e coinvolgerà esclusivamente le economie occidentali, relativamente alle quali abbondano le revisioni al ribasso delle attese di crescita. Al momento il consenso vede però solo un trimestre di crescita negativa (il terzo) per gli USA.

(*) Accanto a ciascuna previsione, 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.

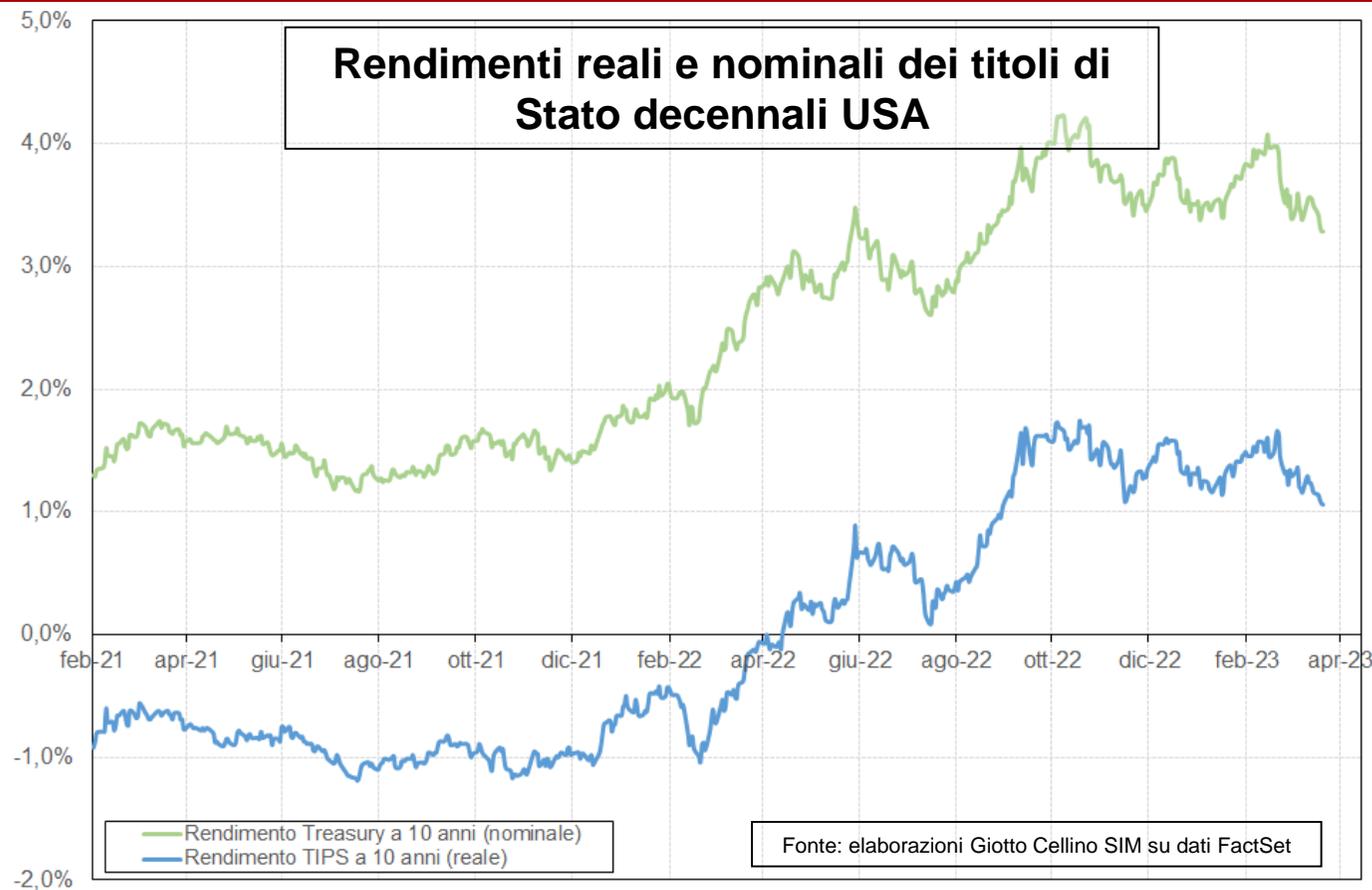
Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali



Le attese di inflazione rappresentate nei grafici sono ricavate dai differenziali di rendimento fra i titoli di Stato Usa nominali e quelli indicizzati all'inflazione (c.d. *breakeven inflation*).

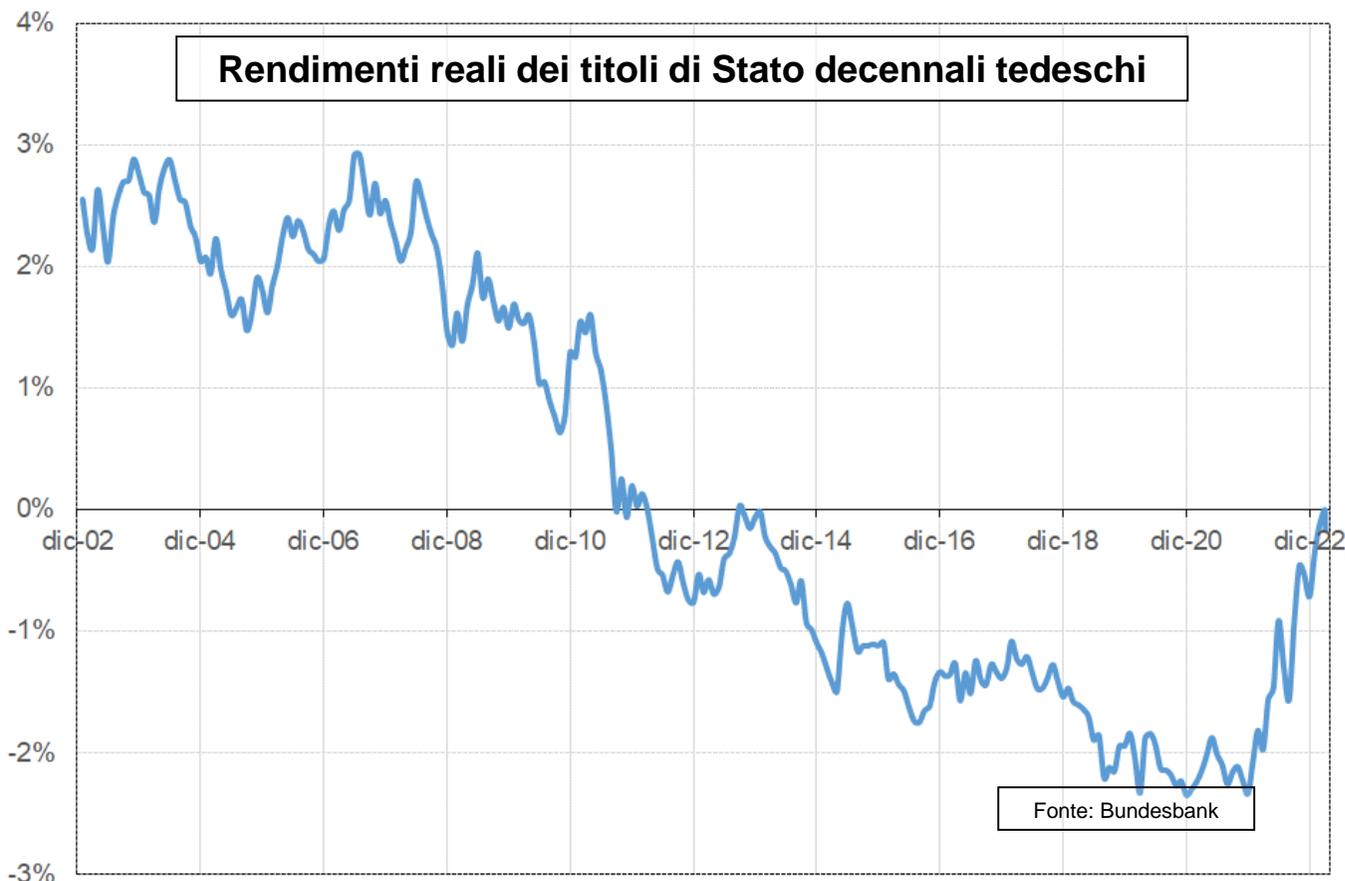
Le attese di inflazione per i prossimi 5 anni (grafico di sinistra) si trovano ora circa a metà della banda di oscillazione entro la quale si muovono da settembre 2022, compresa fra il 2 e il 2,50%.

Molto simili le attese per il quinquennio successivo (grafico di destra).



I timori di recessione hanno determinato un brusco calo del rendimento nominale dei titoli di Stato USA decennali, ora pari al 3,30%, cui è corrisposto un altrettanto marcato ribasso del rendimento reale: il TIPS decennale rende l'1,10% contro il 2% attorno al quale oscillava prima della grande recessione successiva al fallimento di Lehman Brothers e dell'era delle politiche monetarie super espansive che ne è seguita. **Per quanto significativamente ridimensionata, permane quindi negli USA l'anomalia di rendimenti reali privi di rischio particolarmente contenuti.**

Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali



Anche il rendimento reale del Bund decennale, calcolato dalla Bundesbank come differenza fra il rendimento nominale del titolo e le previsioni di inflazione a 10 anni desumibili dal consenso degli analisti, è diminuito ed è tornato in territorio negativo (-0,20%), molto lontano da quello osservato negli USA e dal dato storico precedente la grande recessione: tra il 2000 e il 2008, infatti, il rendimento reale del Bund ha oscillato intorno al 2,50%.

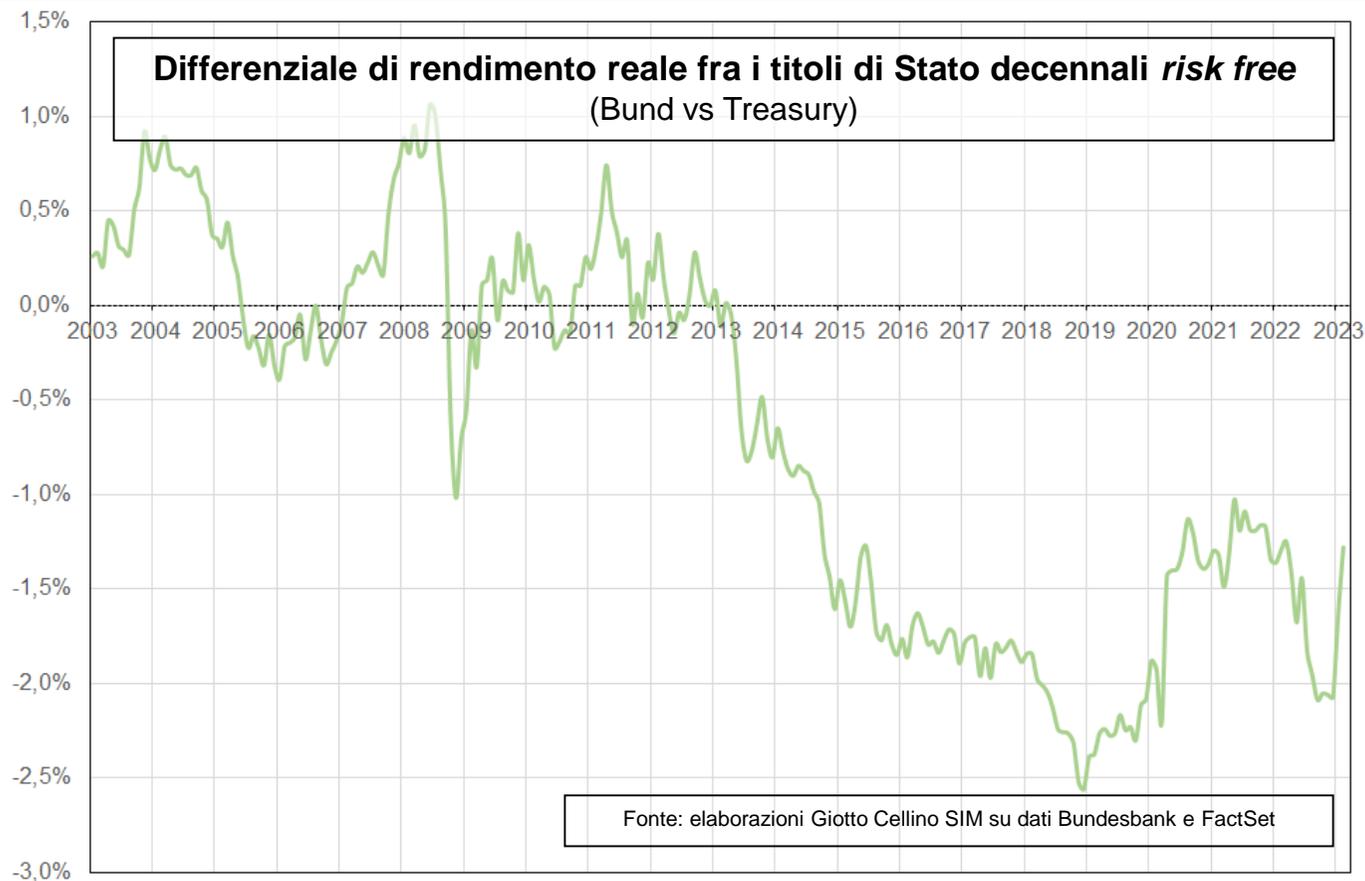
In Eurozona, dunque, è ancora più marcata l'anomalia di rendimenti reali privi di rischio significativamente inferiori alla norma.

La *breakeven inflation* dell'Eurozona, calcolata sui rendimenti dei titoli di Stato tedeschi, è scesa al 2,30%, sia per i prossimi 5 anni che per i successivi 5.

Per quanto attiene le attese di inflazione, sia negli USA che in Eurozona, si ribadisce l'ipotesi che il fenomeno della deglobalizzazione, per le ragioni più volte richiamate (*), dovrebbe determinare nel prossimo quinquennio un livello di inflazione superiore alle attuali attese di mercato, oscillando nella fascia 3-4% anziché in quella 2-3%.

(*) Si veda: [«Mercati instabili: quali opportunità di investimento?»](#), p. 6.

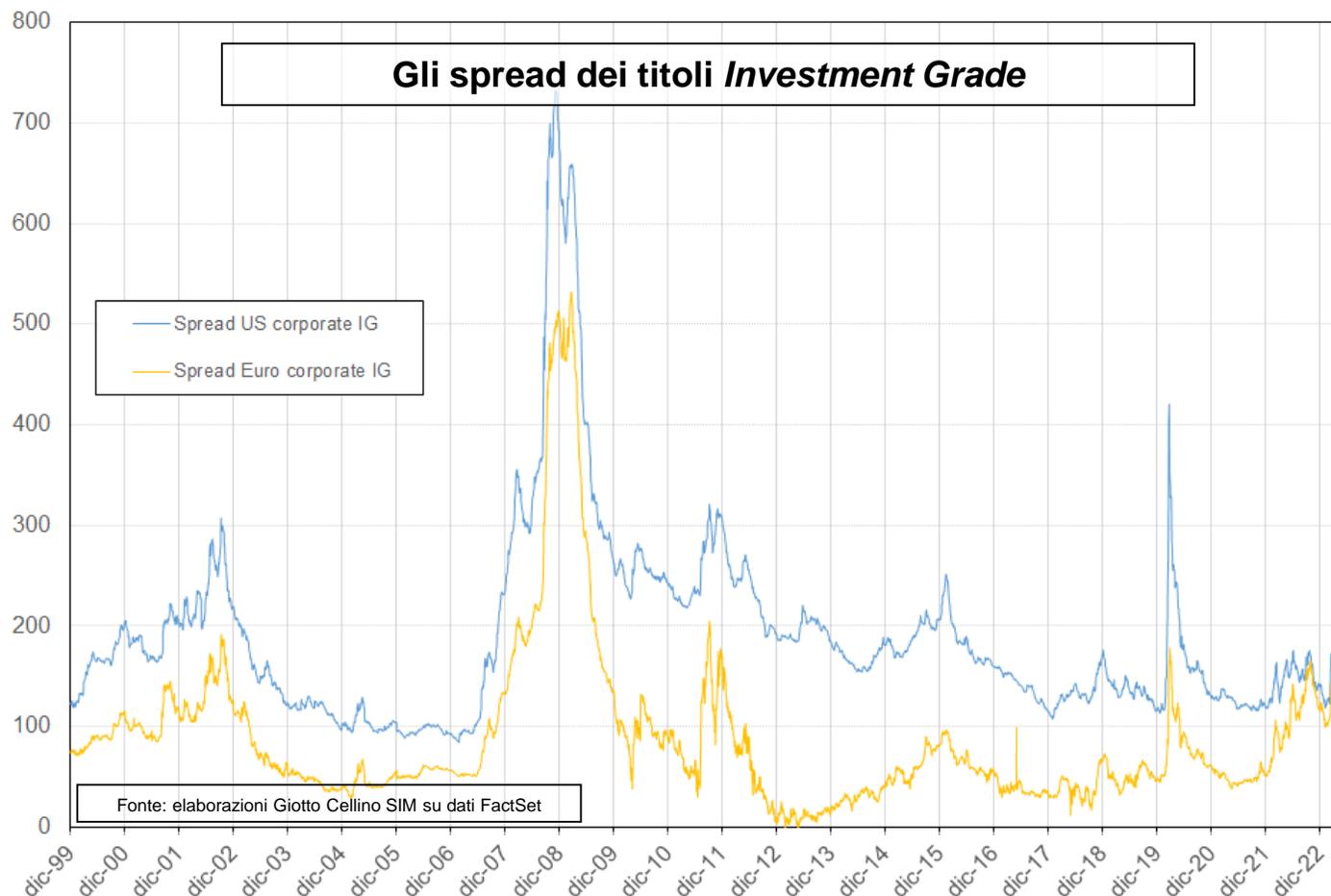
Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali



Come si può osservare, il differenziale di rendimento reale tra Bund e Treasury decennali ha oscillato intorno allo zero fino al 2012/2013 per poi scendere stabilmente in area negativa. In un contesto "normale", come più volte osservato (*), il differenziale dovrebbe tornare a muoversi nell'intorno dello zero: attualmente, però, non si riscontrano le condizioni necessarie per riportare, nel medio/breve termine, il rendimento del Bund su livelli paragonabili a quello del Treasury.

(*) Si veda per esempio.: [«Mercati instabili: quali opportunità di investimento?»](#), p. 8.

Gli spread obbligazionari

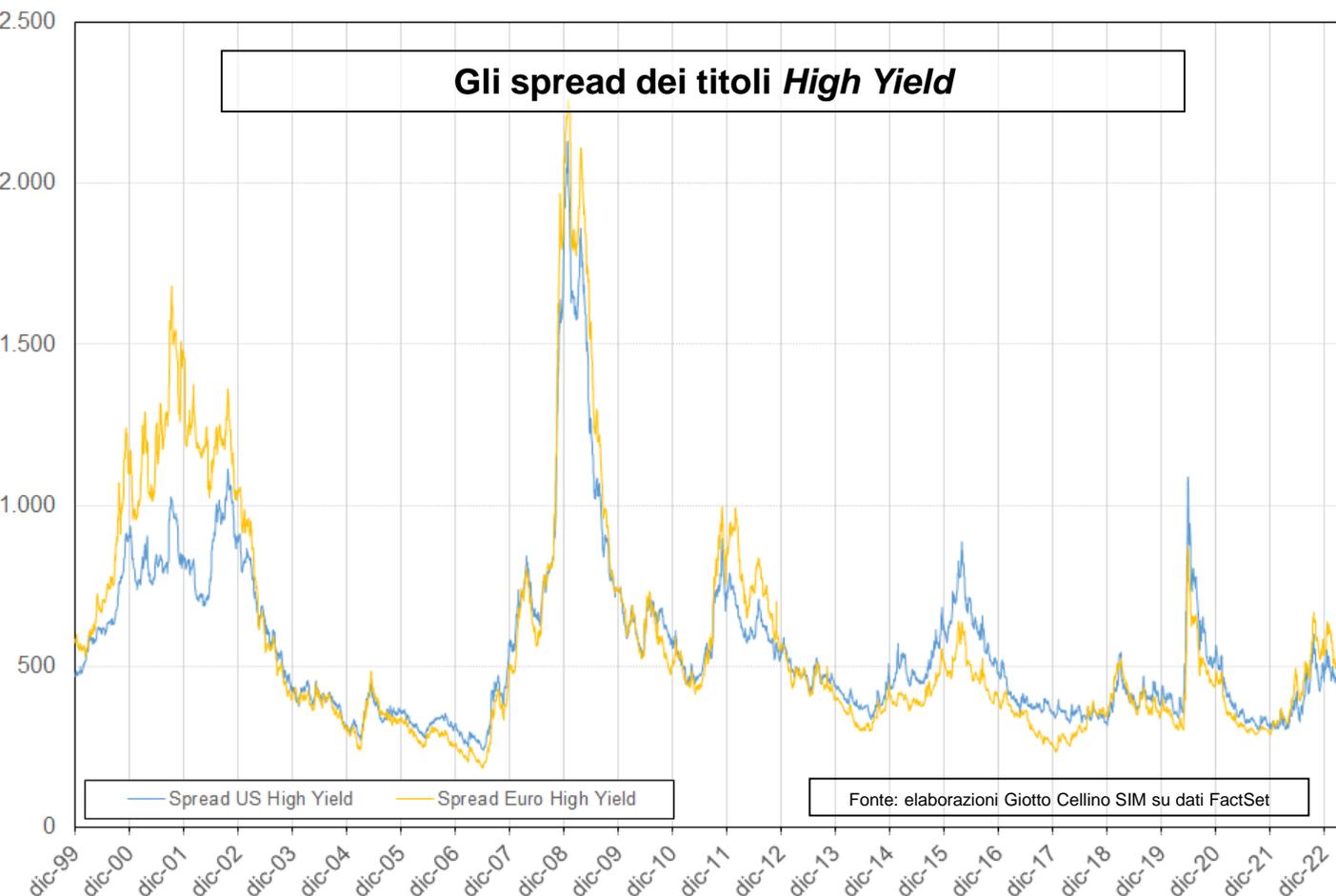


Le emissioni corporate *investment grade* (IG) in euro, a differenza di quelle denominate in dollari, continuano a offrire uno spread che risulta superiore alla media storica: esse costituiscono quindi una buona opportunità di investimento.

Lo spread inferiore alla media, tenuto conto del rischio di una stretta creditizia negli USA, porta ad esprimere un giudizio più cauto sulle obbligazioni IG denominate in dollari, anche se, come detto, le attese di consenso non vedono per il momento all'orizzonte una severa recessione.

Gli spread obbligazionari

Gli spread dei titoli *High Yield*

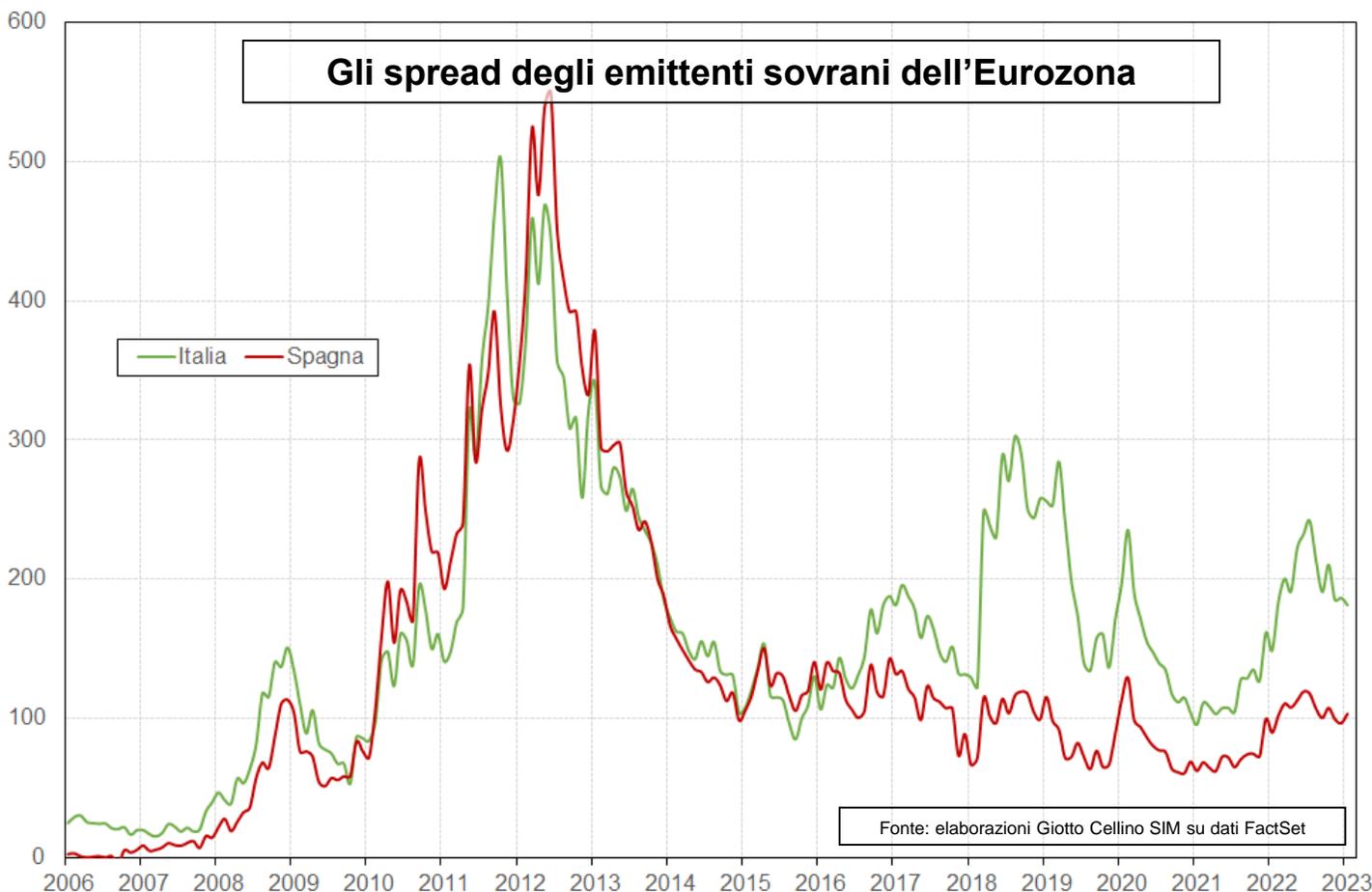


Anche gli spread delle obbligazioni HY, dopo i picchi autunnali, si sono ridimensionati, seguendo un percorso simile a quello descritto per quelli delle obbligazioni IG.

Sia per gli emittenti in euro che per quelli in dollari, gli spread sono scesi al di sotto della media di lungo periodo.

Il rischio di una stretta creditizia negli USA suggerisce una certa cautela in relazione alle obbligazioni HY, soprattutto per quelle USA.

Gli spread obbligazionari



Per quanto attiene gli spread sovrani dell'Eurozona, prosegue il restringimento di quello italiano, avviato successivamente all'insediamento del nuovo Governo, mentre quello spagnolo si mantiene stabile da circa un anno poco al di sopra di quota 100 basis point.

Permane il giudizio positivo sui titoli emessi dal Tesoro italiano, caratterizzati da un buon rapporto rischio/rendimento.

Rendimenti e premi per il rischio di lungo periodo storici e prospettici

	CAPE (31/03/2023)	Rendimento reale annuo atteso (1/CAPE)	Rendimento reale annuo storico (1979-2022)	Excess CAPE Yield	Excess CAPE Yield medio ultimi 25 anni
Italia	16,7	6,0%	4,9%	5,5%	6,0%
Francia	23,3	4,3%	7,2%	3,6%	4,2%
Germania	15,8	6,3%	6,1%	6,3%	4,2%
Spagna	14,8	6,7%	6,8%	6,2%	6,3%
Svizzera	22,4	4,5%	7,4%	3,7%	3,6%
Regno Unito	13,3	7,5%	4,9%	6,8%	5,4%
Giappone	19,3	5,2%	4,1%	5,6%	4,3%
USA	29,9	3,3%	7,9%	2,4%	2,8%
Cina	12,6	7,9%	5,3%	6,9%	4,6%

Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet, Shiller e Barclays

Il rendimento atteso di Italia, Germania e Regno Unito si mantiene al di sopra della media storica, quello spagnolo risulta in linea mentre Francia e Svizzera presentano valori inferiori. Al di fuori del Vecchio Continente, le valutazioni del mercato giapponese prospettano un rendimento atteso superiore al dato storico mentre negli USA il CAPE continua a segnalare una sopravvalutazione considerevole, evidenziata da un rendimento atteso significativamente inferiore al dato storico.

Grazie al modesto rendimento reale privo di rischio, in Eurozona il premio per il rischio (ECY) risulta accettabile anche dove il rendimento atteso appare modesto, come in Francia. L'ECY in Italia e in Spagna risulta sostanzialmente in linea con la media, mentre in Germania è superiore al dato storico: al di fuori dell'Eurozona, in Giappone e nel Regno Unito l'ECY supera la media storica. Infine, appare in via di riassorbimento l'anomalia del mercato USA, sul quale, accanto ad una forte sopravvalutazione, si è a lungo osservato un premio per il rischio in linea con la media. La lenta crescita dei rendimenti reali privi di rischio sta infatti concorrendo ad un calo dell'ECY che invia ora un segnale concordante con quello ricavabile dal CAPE.

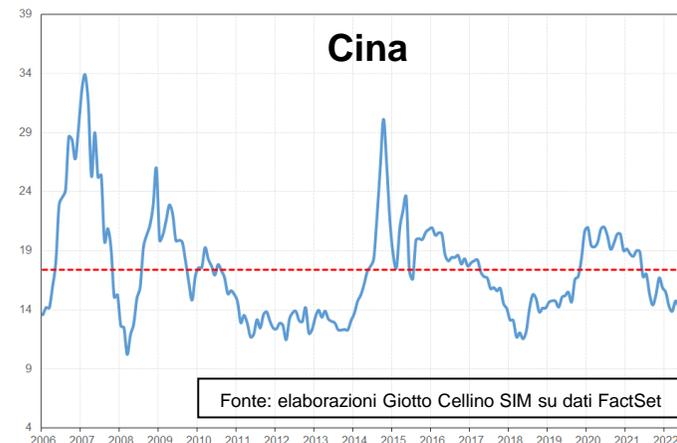
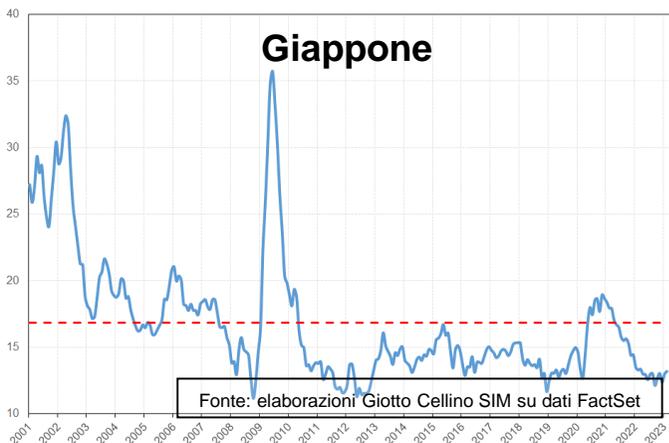
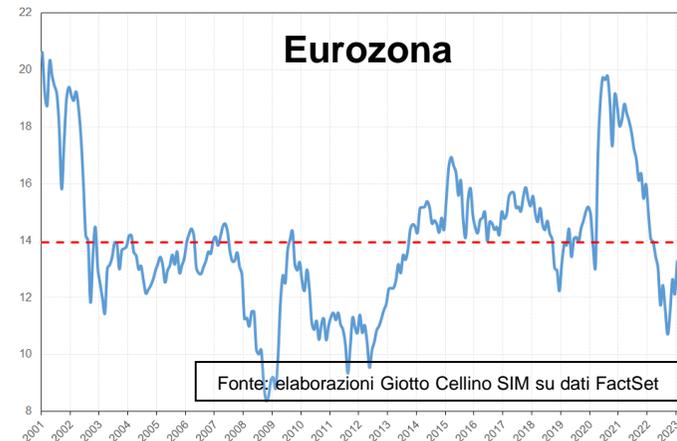
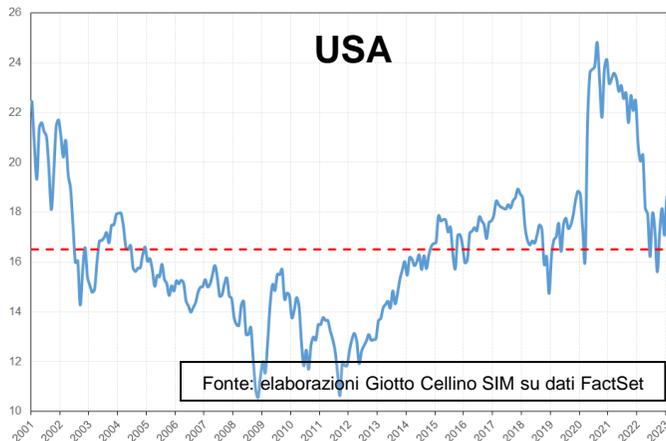
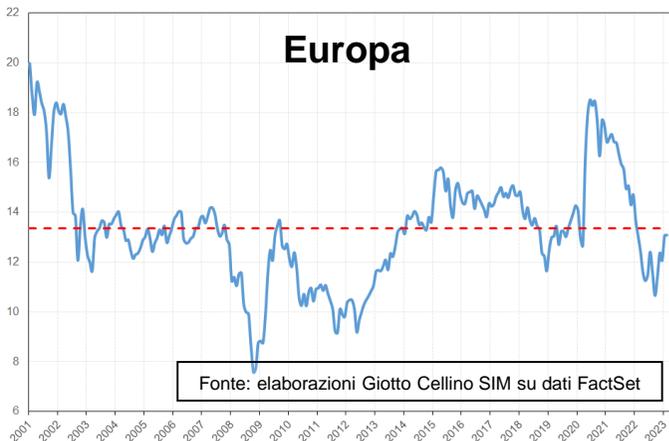
NOTE ALLA TABELLA

Il CAPE e l'ECY degli USA sono riferiti all'indice S&P 500, quelli della Cina all'indice MSCI China, gli altri agli indici nazionali elaborati da FactSet. Il rendimento reale annuo storico di tutti i mercati è riferito agli indici nazionali MSCI total return in valuta locale. La metodologia di calcolo e l'interpretazione dei valori indicati in tabella sono illustrati in: [«Il Cyclically Adjusted Price Earnings e l'Excess CAPE Yield»](#).

Il rendimento storico del mercato britannico è riferito al periodo 1988-2022, quello del mercato cinese al periodo 2002-2022. Gli ECY medi del mercato giapponese e cinese sono calcolati su dati riferiti, rispettivamente, agli ultimi 17 e agli ultimi 18 anni.

Rapporto prezzo/utile forward

(prezzo corrente rapportato agli utili attesi nei 12 mesi successivi)



I grafici rappresentano il rapporto prezzo/utile *forward* a 12 mesi, un multiplo più "veloce" del CAPE, rispetto al quale risulta molto più sensibile agli effetti congiunturali.

L'analisi conduce ad esiti concordanti con quelli ottenuti dal CAPE: l'Europa (in particolare l'Eurozona), il Giappone e la Cina quotano a livelli inferiori alla media storica (linea rossa tratteggiata), mentre appare evidente la sopravvalutazione degli USA, il cui multiplo, sia pure in misura meno marcata di quanto osservato tramite il CAPE, eccede la media storica.

Implicazioni per i mercati azionari e obbligazionari dello scenario descritto

- I rendimenti reali dei titoli *risk free* denominati in euro risultano prossimi allo zero e, per quanto positivi, quelli sui titoli in dollari sono comunque inferiori ai livelli precedenti le politiche monetarie super espansive. Ne deriva un contesto di premi per il rischio azionari elevati (in Europa e in Giappone) e accettabili, anche se in progressivo deterioramento, negli USA. Oltre che con un premio per il rischio in calo, il mercato USA deve fare i conti con una considerevole sopravvalutazione, anche se questa, come illustrato a pagina 11 del [precedente comitato](#), risulta in progressiva riduzione grazie all'azione congiunta della crescita degli utili, sostenuta dall'inflazione, e della correzione dei corsi azionari. Le valutazioni in Europa e in Giappone, invece, risultano ancora generalmente interessanti.
- Per gli investimenti obbligazionari in euro, il rialzo dei rendimenti nominali non è ancora sufficiente a rendere appetibili i titoli *risk free*. Rendimenti interessanti si possono ottenere sui titoli *high yield* (rispetto ai quali si invita ad una certa cautela in considerazione dei rinnovati timori di recessione) e nella fascia bassa degli emittenti *investment grade* (con particolare attenzione ai titoli di Stato italiani). Diversa la situazione negli USA, dove, per quanto ancora modesti se osservati in una prospettiva storica, i rendimenti dei titoli privi di rischio risultano già attraenti (anche se i recenti cali dei rendimenti dei titoli a più lunga scadenza portano a pensare che si possano cogliere in futuro migliori occasioni di ingresso).
Il permanere di timori legati all'inflazione e i recenti cali dei rendimenti dei titoli a lunga scadenza suggeriscono ancora cautela relativamente ai titoli ad elevata *duration*, che comunque potranno essere accumulati nel tempo, approfittando delle fasi di debolezza.
Si continua a guardare positivamente all'investimento in titoli indicizzati all'inflazione.

Il rischio che una stretta creditizia causata dalla crisi delle banche regionali possa provocare una recessione negli USA ha riportato in auge timori che sembravano essersi dissolti. Comunque, le previsioni attualmente disponibili suggeriscono solo la possibilità di un rallentamento della crescita, soprattutto nelle economie occidentali, il cui effetto più vistoso dovrebbe osservarsi nel terzo trimestre di quest'anno, quando negli USA ci si attende una crescita negativa. A seguire, anche nel 2024 l'economia europea e quella USA sono viste crescere ad un ritmo meno sostenuto di quanto precedentemente ipotizzato. Non si osservano invece revisioni al ribasso per la crescita cinese che dovrebbe quindi continuare a beneficiare dell'effetto positivo delle riaperture post-COVID.

Dunque, la politica monetaria restrittiva e la temuta stretta creditizia da parte delle banche USA, si oppongono all'espansione del ciclo economico, mentre le politiche fiscali rimangono generalmente espansive.

Costituiscono invece indubbiamente fattori sfavorevoli alla congiuntura e ai mercati azionari il perdurare del conflitto in Ucraina, cui si associa il rischio di escalation, le rinnovate tensioni fra la Cina e Taiwan e un'inflazione che, pur avendo probabilmente superato il picco, non appare ancora del tutto sotto controllo. Come già constatato nei precedenti Comitati, i rendimenti attesi dei mercati azionari e di quelli obbligazionari, pur in presenza di rilevanti differenze, risultano generalmente appetibili. Le eccezioni più significative a questa affermazione sono il mercato azionario USA, ancora troppo caro, e l'investimento obbligazionario *risk free* denominato in euro che, anche sulle scadenze più lunghe, non è in grado di salvaguardare adeguatamente il potere d'acquisto del capitale investito.

Permane il giudizio positivo sui mercati azionari dell'Eurozona, sostenuti dalle interessanti valutazioni; analogo giudizio, per il medesimo motivo, si esprime sul mercato giapponese e su quello britannico. Positivo, come in precedenza, anche il giudizio sui mercati emergenti, sostenuti dalla riapertura della Cina, mentre a causa delle valutazioni elevate si mantiene negativo il giudizio sul listino USA.

Conclusioni

Rimane invariata, stanti le attuali attese di inflazione e il livello raggiunto dai tassi, l'indicazione di sovrappesare i titoli *value* a discapito dei titoli *growth* (per una dettagliata disamina delle argomentazioni a supporto di questa indicazione, si veda [«Value vs Growth»](#)).

Le mutate prospettive congiunturali inducono ad una maggiore cautela sui titoli appartenenti ai settori ciclici anche se le valutazioni sovente interessanti e le attese di crescita che, per quanto declinanti, non indicano una vera e propria recessione, non ci portano ad esprimere un giudizio negativo.

Per quanto riguarda il comparto obbligazionario, si mantiene il suggerimento di sfruttare le possibili fasi di debolezza per accumulare titoli a elevata *duration*.

In assenza di rendimenti reali positivi sui titoli *risk free* in euro, si suggeriscono emittenti corporate, sia *high yield* che *investment grade* di fascia bassa e i titoli di Stato italiani, sia nominali che indicizzati all'inflazione.

In relazione alla componente valutaria, si reitera l'invito ad inserire nei portafogli divise che potrebbero trarre beneficio dalla scarsità delle materie prime energetiche, quali la corona norvegese. Per quanto concerne invece il dollaro, lo spazio di ulteriore indebolimento della divisa USA sembrerebbe oramai contenuto, stanti il forte deprezzamento già osservato e il differenziale dei rendimenti che dovrebbe sfavorire l'euro .

Andamento dei mercati da inizio anno

	31-dic-22	28-feb-23	5-apr-23	Variazione da inizio anno	Variazione da precedente comitato
Mercati azionari (in valuta locale)					
FTSE MIB	23.707	27.478	26.867,39	13,3%	-2,2%
DAX	13.924	15.365	15.520	11,5%	1,0%
CAC	6.474	7.268	7.316	13,0%	0,7%
FTSE 100	7.452	7.876	7.663	2,8%	-2,7%
S&P 500	3.840	3.970	4.090	6,5%	3,0%
Nasdaq	10.466	11.456	11.997	14,6%	4,7%
Nikkei	26.095	27.446	27.813	6,6%	1,3%
MSCI E.M.	57.479	58.331	59.336	3,2%	1,7%

	31-dic-22	28-feb-23	5-apr-23	Variazione da inizio anno	Variazione da precedente comitato
Settori azionari mondo (indici settoriali FactSet in euro)					
Communications	130	137	140	7,7%	2,3%
Finance	249	260	240	-3,5%	-7,7%
Transportation	424	442	432	1,8%	-2,2%
Utilities	386	369	378	-2,2%	2,3%
Commercial Services	320	338	329	2,9%	-2,6%
Consumer Durables	304	354	339	11,8%	-4,2%
Consumer Services	246	268	265	7,6%	-1,1%
Distribution Services	379	385	379	0,0%	-1,5%
Electronic Technology	309	347	360	16,6%	3,8%
Energy Minerals	367	366	368	0,1%	0,4%
Health Services	1.084	1.036	1.039	-4,2%	0,3%
Health Technology	445	438	444	-0,3%	1,4%
Industrial Services	269	278	274	1,8%	-1,6%
Process Industries	526	553	530	0,7%	-4,2%
Producer Manufacturing	328	359	342	4,4%	-4,9%
Retail Trade	412	427	426	3,4%	-0,3%
Technology Services	371	399	423	14,1%	6,1%
Consumer Non-Durables	706	728	745	5,5%	2,4%
Non-Energy Minerals	539	569	556	3,2%	-2,3%

	31-dic-22	28-feb-23	5-apr-23	Variazione da inizio anno	Variazione da precedente comitato
Rendimenti obbligazionari					
Rendimento % BTP 10 Y	4,64%	4,53%	4,05%	-0,59%	-0,49%
Rendimento % Bonos 10 Y	3,61%	3,63%	3,22%	-0,39%	-0,41%
Rendimento % Bund 10 Y	2,53%	2,67%	2,19%	-0,34%	-0,48%
Rendimento % Treasury 10 Y	3,88%	3,92%	3,29%	-0,59%	-0,63%
Spread Italia (basis point)	210,4	186,7	185,8	-24,6	-0,9
Spread Spagna (basis point)	107,5	96,6	102,8	-4,7	6,2
Materie prime					
Greggio (dollari/barile)	80,16	76,88	80,61	0,6%	4,9%
Oro (dollari/oncia)	1.825	1.827	2.020	10,7%	10,6%
Rame (dollari/tonnellata)	8.387	8.844	8.780	4,7%	-0,7%
Baltic Dry Index	1.515	990	1.525	0,7%	54,0%
S&P GSCI	610	582	590	-3,3%	1,4%
Tassi di cambio dell'Euro					
Dollaro USA	1,07	1,06	1,09	-2,2%	-2,8%
Yen giapponese	140,8	144,5	142,8	-1,4%	1,2%
Sterlina britannica	0,887	0,876	0,876	1,2%	0,0%
Franco svizzero	0,987	0,994	0,987	0,0%	0,7%
Corona norvegese	10,5	11,0	11,4	-7,7%	-3,7%
Corona svedese	11,120	11,060	11,344	-2,0%	-2,5%
Dollaro canadese	1,4	1,4	1,5	-1,6%	-1,8%
Dollaro australiano	1,574	1,573	1,626	-3,2%	-3,3%
Renminbi cinese	7,419	7,359	7,508	-1,2%	-2,0%
Real brasiliano	5,635	5,537	5,512	2,2%	0,4%
Lira turca	20,0	20,0	21,0	-4,9%	-4,7%

Fonte: FactSet

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.