



Analisi per il Comitato Investimenti

Giugno 2022

Evoluzione attesa della congiuntura

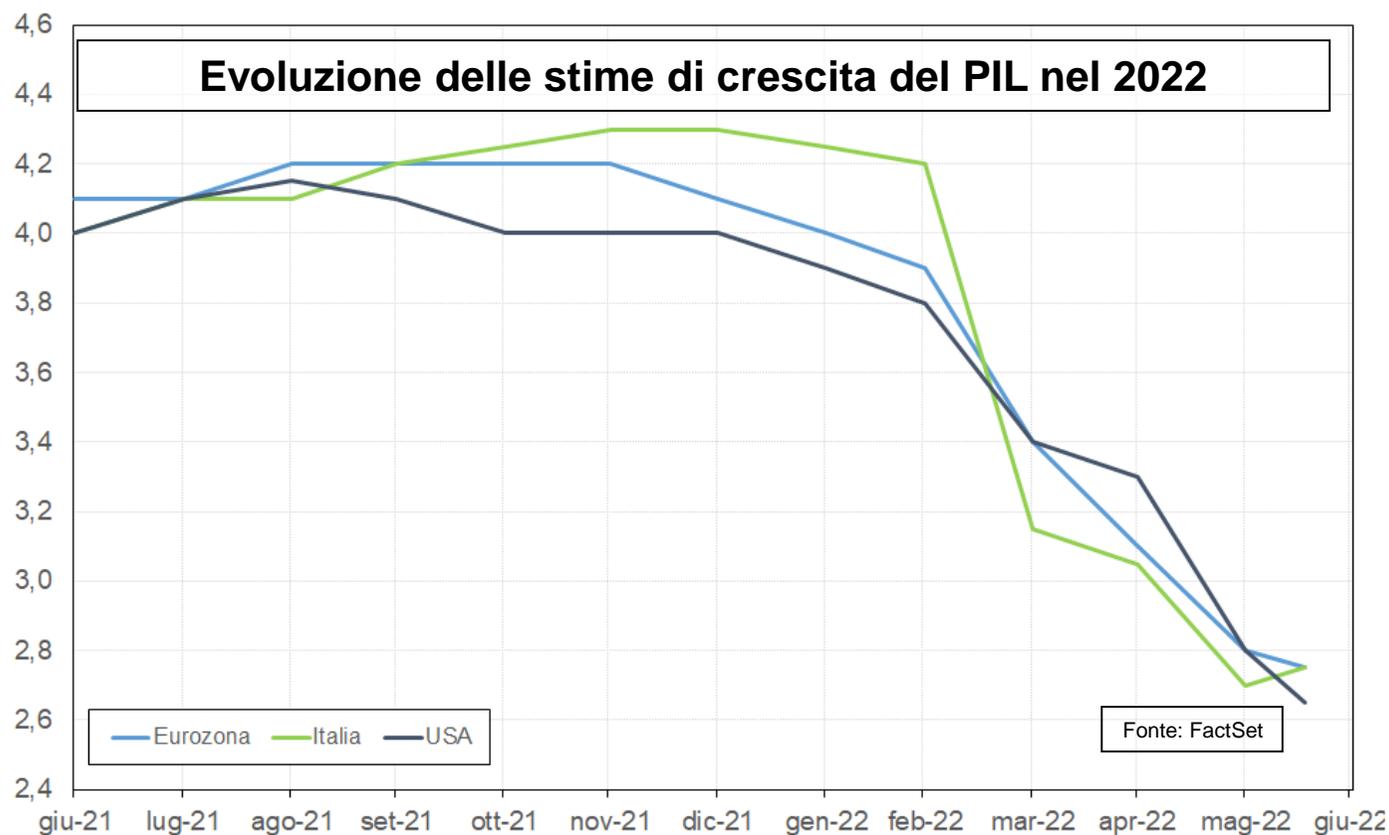
	Crescita del PIL			Inflazione (CPI)			Disoccupazione		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Eurozona	5,3%	2,7% ↓	2,2% ↓	2,6%	6,9% ↑	2,8% ↑	7,7%	6,9% ↑	6,8% ↓
Francia	6,8%	2,8% ↓	1,7% ↓	2,1%	4,9% ↑	2,4% ↑	7,9%	7,3% ↓	7,1% ↓
Germania	2,9%	1,9% ↓	2,3% ↓	3,2%	7,0% ↑	3,3% ↑	5,7%	5,0% =	4,9% ↓
Italia	6,6%	2,8% ↓	2,0% =	1,9%	6,5% ↑	2,4% ↑	9,5%	8,8% ↓	8,6% ↓
Spagna	5,1%	4,5% ↓	3,2% ↓	3,0%	7,8% ↑	2,8% ↑	14,8%	13,4% ↓	12,9% ↓
Regno Unito	7,4%	3,7% ↓	1,3% ↓	2,6%	7,7% ↑	4,0% ↑	4,5%	4,0% ↓	4,1% ↑
USA	5,7%	2,6% ↓	2,0% ↓	4,7%	7,1% ↑	2,9% ↑	5,4%	3,6% =	3,7% ↑
Giappone	1,7%	1,9% ↓	1,8% ↑	-0,2%	1,6% ↑	1,0% ↑	2,8%	2,6% =	2,5% =
Brasile	4,6%	0,9% ↑	1,4% ↓	8,3%	8,5% ↑	4,6% ↑	13,5%	11,5% ↓	11,6% ↑
Cina	8,1%	4,5% ↓	5,1% =	0,9%	2,2% ↑	2,3% =	4,0%	3,9% ↑	3,7% =
India	8,7%	7,3% ↓	6,5% ↓	5,1%	6,1% ↑	5,5% ↑	4,0%	3,9% ↑	3,7% =
Russia	4,8%	-9,0% ↓	-2,0% ↓	6,7%	19,0% ↓	10,0% =	4,8%	7,5% ↑	6,5% ↑

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.

(*): Accanto a ciascuna previsione per gli anni 2022 e 2023, 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.

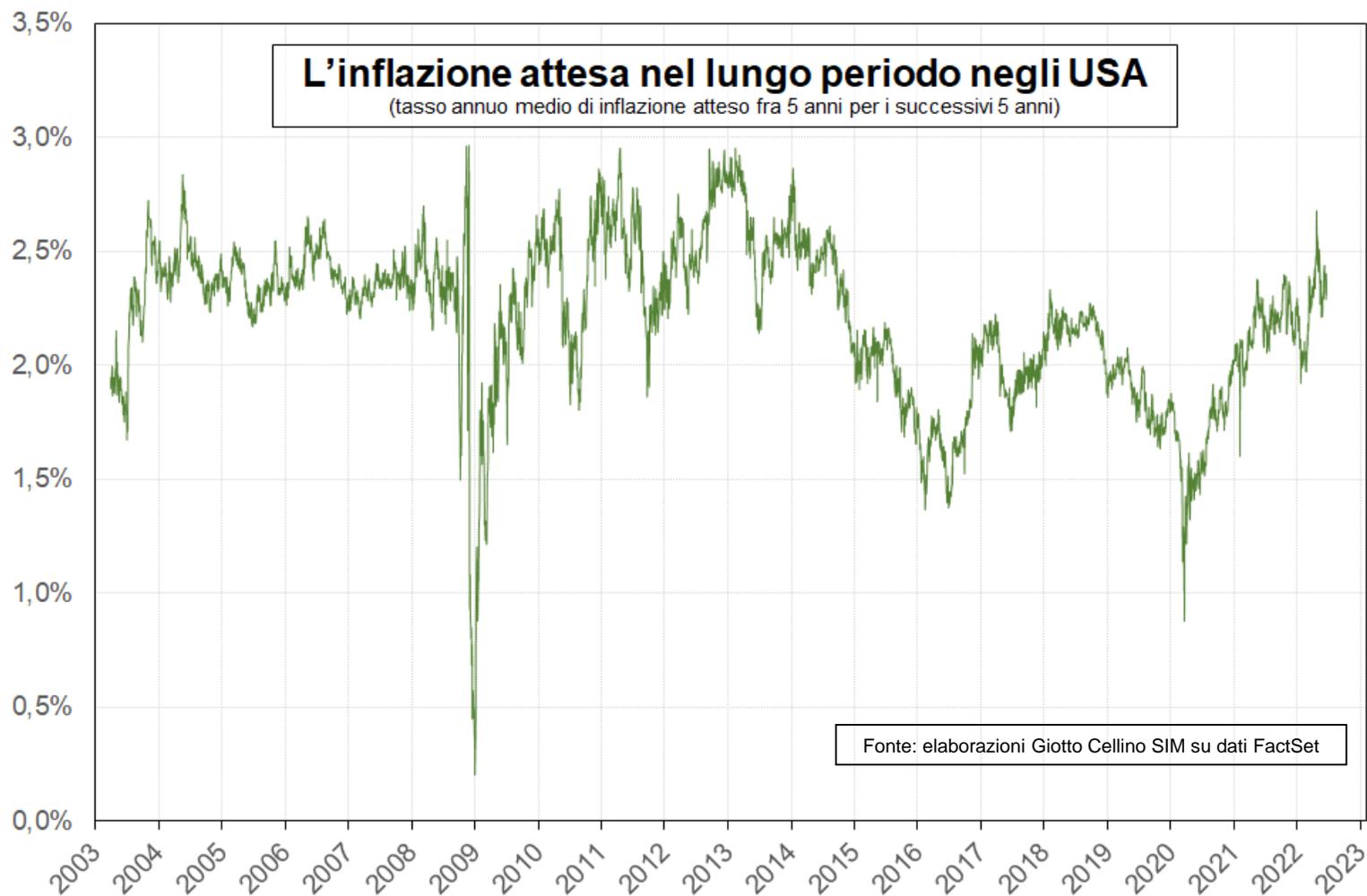
Evoluzione attesa della congiuntura



La tendenza a rivedere al ribasso le stime sembra rallentare in Eurozona, dove le previsioni di crescita per il 2022 appaiono prossime ad una stabilizzazione. In Italia, in particolare, le attese per il 2022 risultano in lieve miglioramento rispetto alle previsioni di fine maggio. La tendenza alla stabilizzazione risulta invece assai meno evidente negli USA.

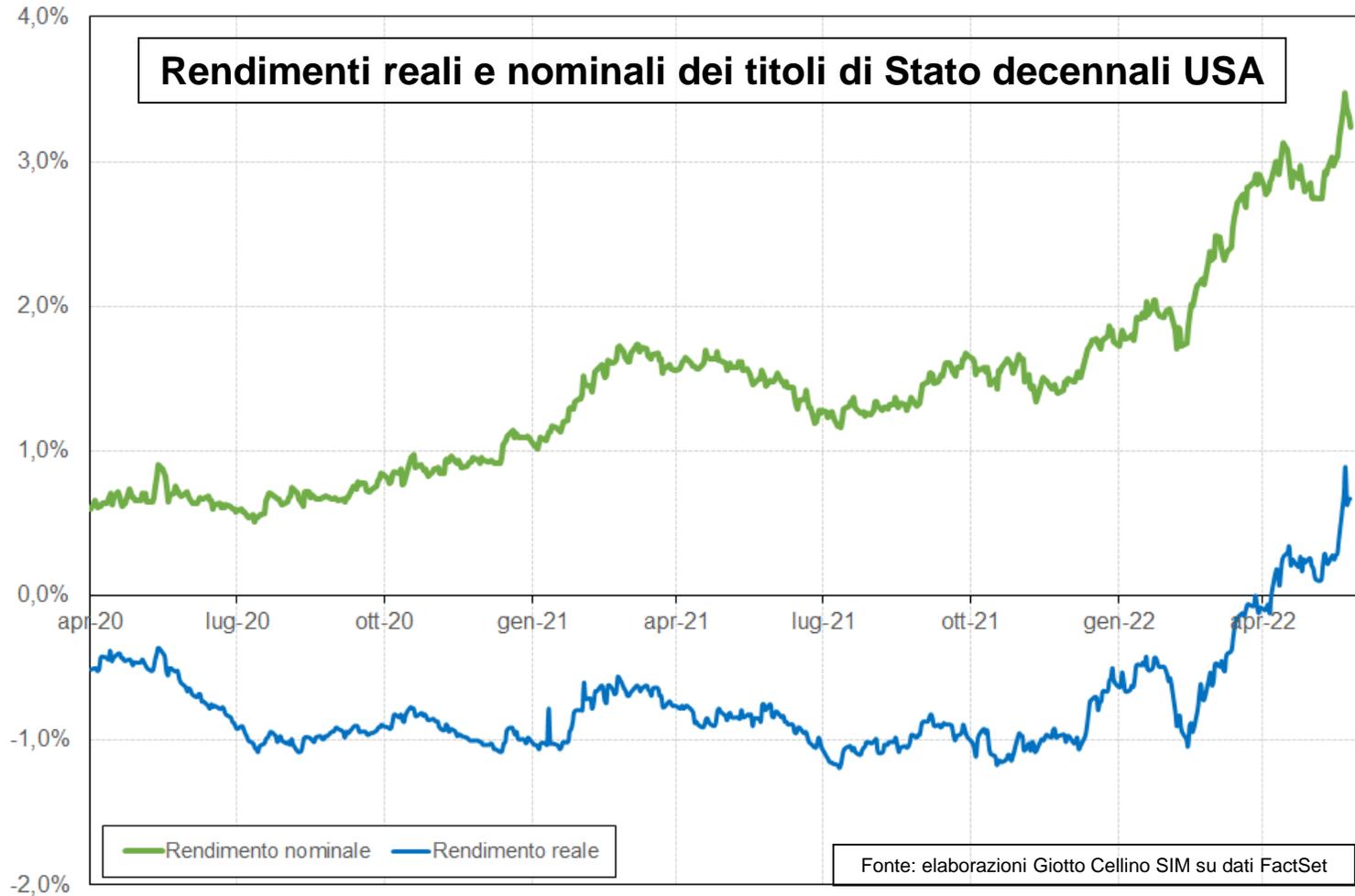
La crescita dovrebbe comunque mantenersi in territorio positivo per tutte le principali aree economiche, scongiurando il temuto scenario stagflazionistico. Diverso il *sentiment* dei mercati azionari, le cui correzioni, soprattutto negli USA, sono oramai tali da anticipare una fase di recessione dell'economia.

Le attese di inflazione

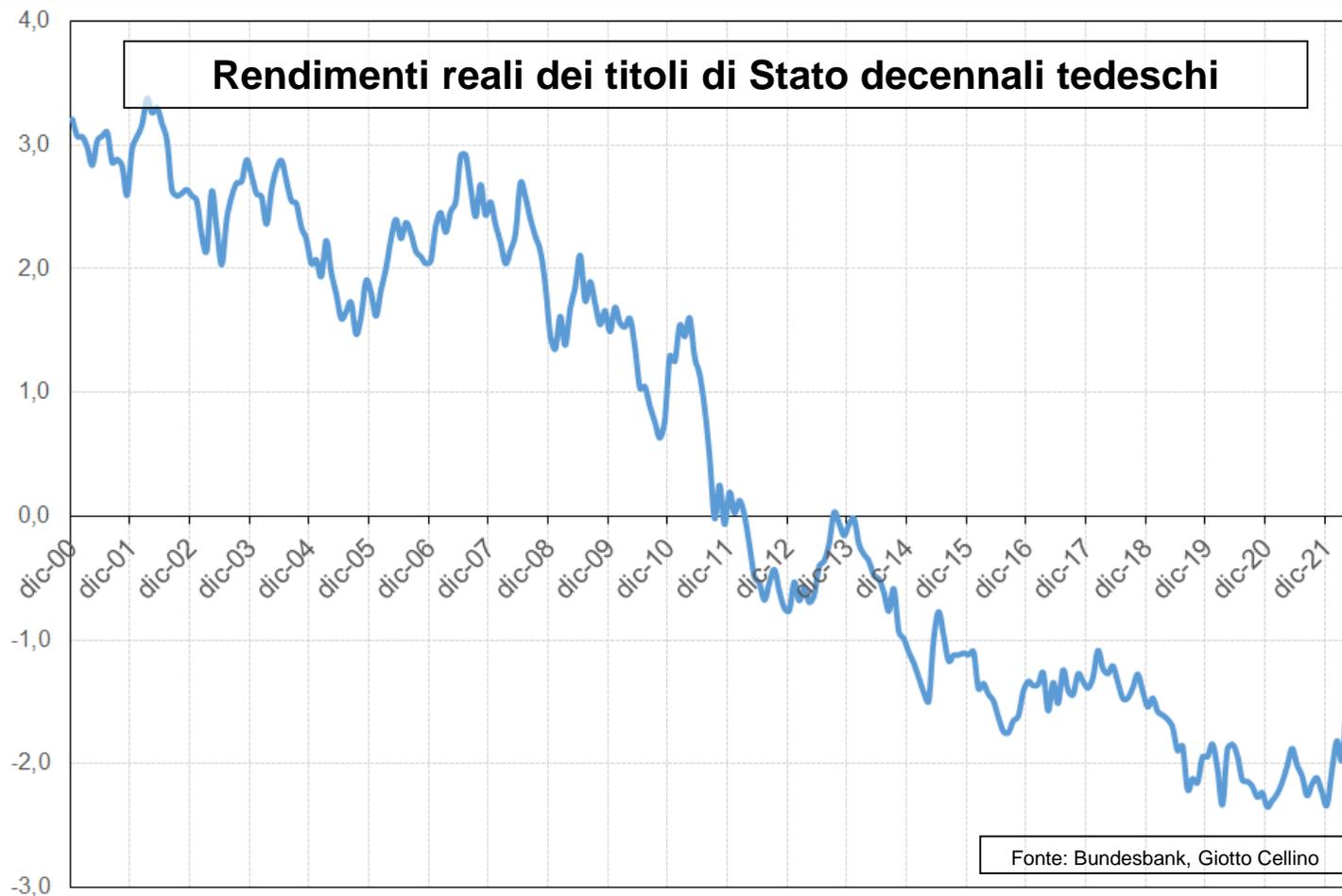


Le attese di inflazione a lungo termine negli USA sono sotto i massimi di aprile, quando raggiunsero il 2,7%, e stazionano in area 2,3% da circa un mese. Simile lo scenario in eurozona, dove l'inflazione di *break-even* calcolata sui titoli di Stato tedeschi decennali si aggira anch'essa attorno al 2,3%.

Rendimenti reali e nominali



Negli USA, dopo due anni trascorsi in territorio negativo, il rendimento reale del titolo di Stato decennale è oramai saldamente in area positiva, anche se il livello raggiunto, pari allo 0,7%, risulta ancora piuttosto modesto in una prospettiva storica.



Differente la situazione in eurozona, dove, con riferimento al tasso risk free offerto dai Bund tedeschi, il rendimento reale risulta negativo da circa 10 anni, anche se si può apprezzare, nelle ultime settimane, un netto recupero.

Seguono le implicazioni per i mercati obbligazionari e azionari dello scenario descritto

- Per quanto concerne gli investimenti obbligazionari privi di rischio denominati in euro, questi presentano ancora rendimenti reali negativi, ma decisamente superiori a quelli che si osservavano nei mesi scorsi. L'inizio della fase di normalizzazione della politica monetaria da parte della BCE ha dunque avviato un processo di innalzamento dei rendimenti anche fra i titoli di miglior qualità. Come si è osservato, il rendimento reale del bund risulta negativo da dieci anni e, considerata la penuria di asset risk free nell'eurozona, non è da escludere che tale rimanga anche in futuro. Dunque, in eurozona la fase di aggiustamento dei rendimenti obbligazionari potrebbe essere prossima alla conclusione. Anche guardando agli emittenti di minor rating, quali l'Italia, i rendimenti oggi appaiono già interessanti e ci inducono a procedere ad un progressivo incremento della duration dei portafogli obbligazionari. Come già segnalato nel precedente comitato, negli USA il processo di innalzamento dei rendimenti appare, a nostro giudizio, quasi del tutto completato.
- Grazie alle profonde correzioni, i rendimenti attesi dai mercati azionari hanno tenuto testa al recupero di quelli delle obbligazioni e continuano ad esprimere premi per il rischio soddisfacenti. Tale affermazione vale soprattutto per i mercati azionari dell'eurozona, **mentre, per quanto riguarda quello USA, confermando quanto già espresso nel precedente comitato, rileviamo di essere giunti al punto di indifferenza fra le due asset class.**

Rendimenti reali di lungo periodo storici e prospettici

	CAPE (17/06/2022)	Rendimento reale annuo atteso (1/CAPE)	Rendimento reale annuo storico (1979-2021)	Excess CAPE Yield	Excess CAPE Yield medio ultimi 25 anni
Italia	16,6	6,0%	5,6%	5,7%	5,9%
Francia	22,6	4,4%	7,7%	4,0%	4,1%
Germania	13,7	7,3%	7,1%	7,5%	3,9%
Spagna	14,4	6,9%	7,3%	6,9%	6,2%
Svizzera	22,2	4,5%	8,1%	3,3%	3,6%
Regno Unito	13,6	7,4%	4,5%	7,2%	5,2%
Giappone	21,9	4,6%	4,3%	4,9%	ND
USA	27,8	3,6%	9,0%	2,6%	2,6%

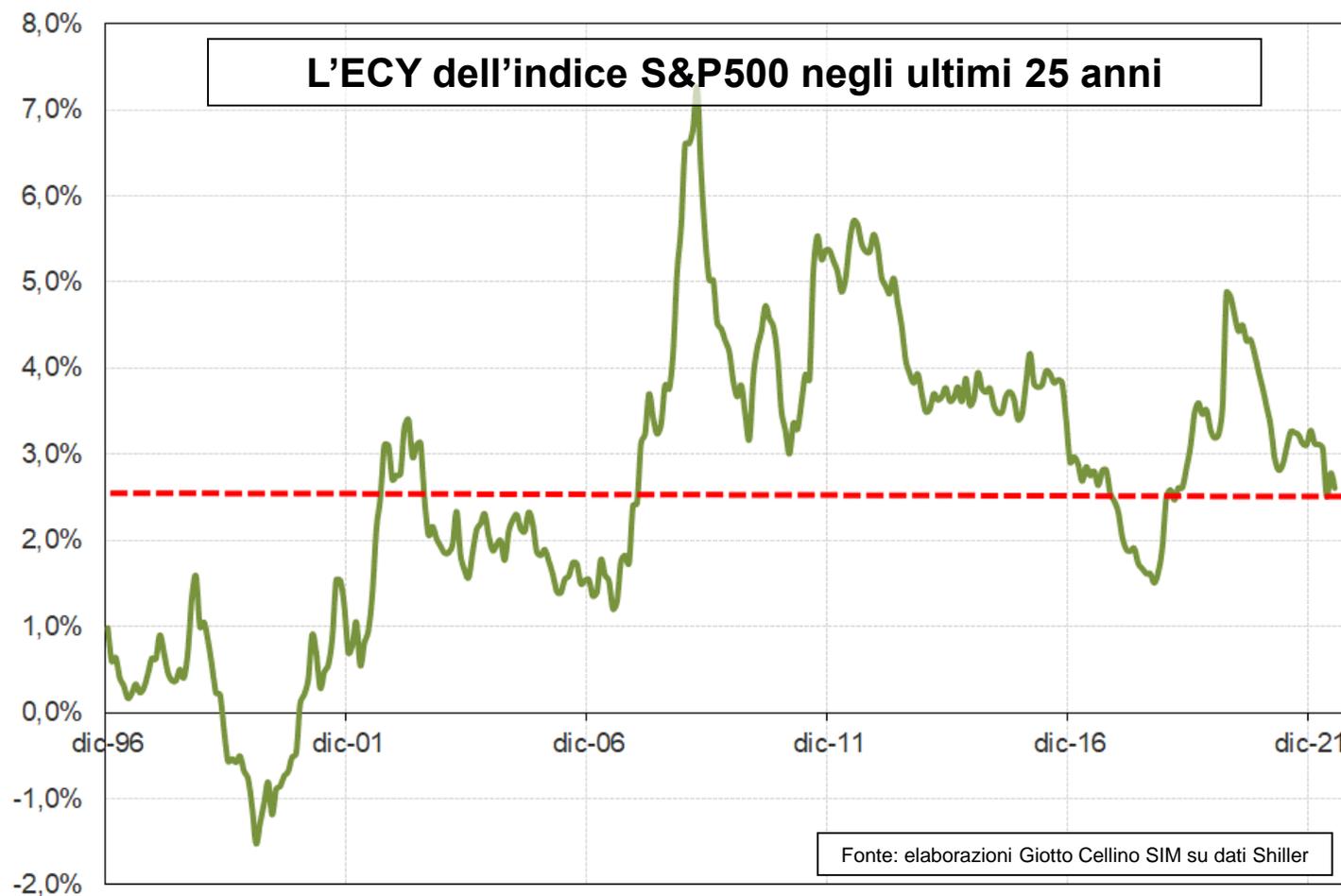
Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet e Shiller

Sotto il profilo delle valutazioni, l'ulteriore correzione delle quotazioni unitamente alla crescita degli utili dovuta all'inflazione hanno determinato un generalizzato calo dei multipli e hanno consentito, come detto, ai rendimenti azionari di assorbire il notevole incremento di quelli obbligazionari.

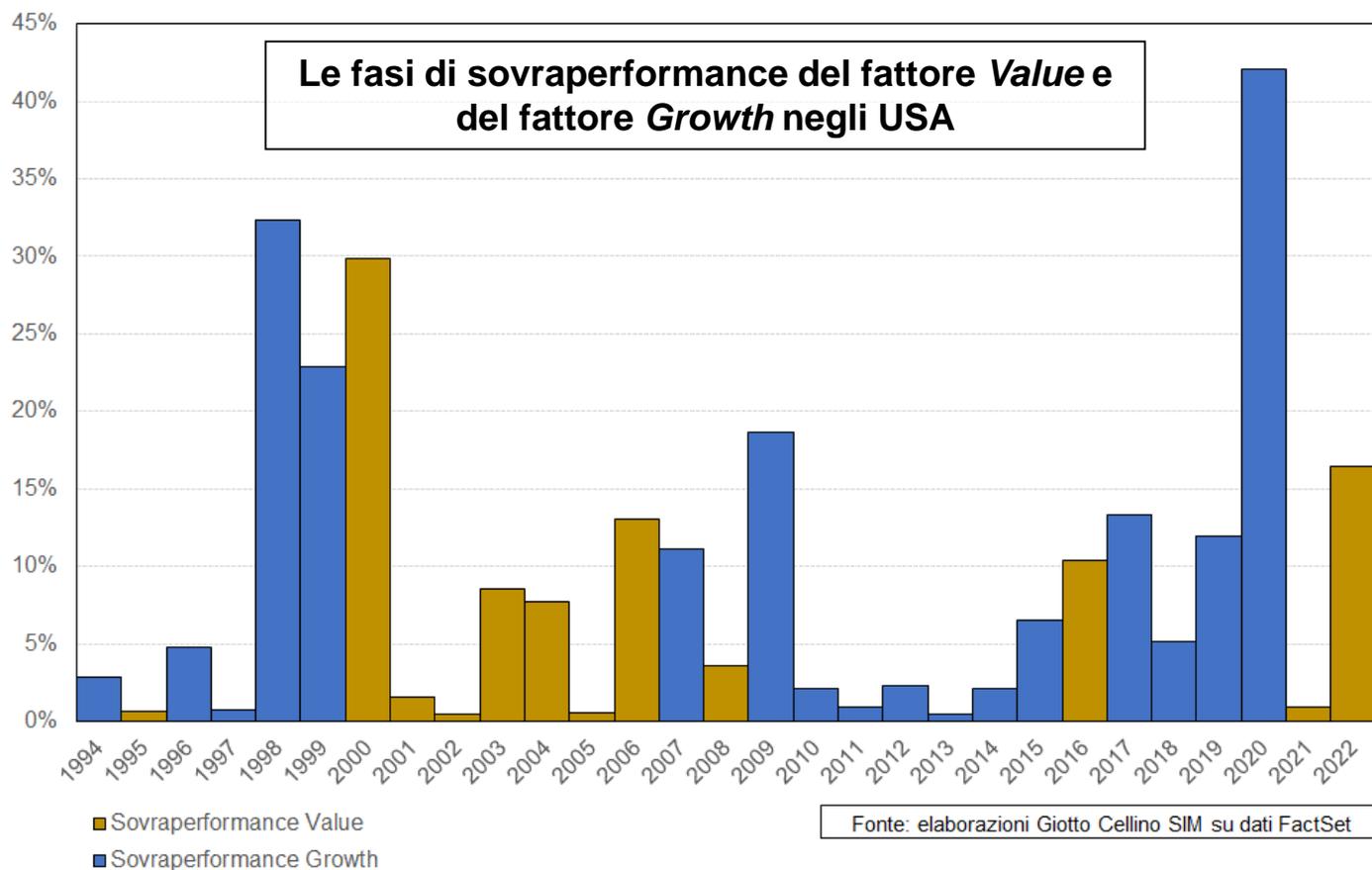
L'incremento dei rendimenti obbligazionari, infatti, ha solo marginalmente intaccato i premi per il rischio di alcuni mercati azionari (leggibili nella penultima colonna intestata Excess CAPE Yield), mentre in alcuni casi il premio è addirittura cresciuto. In particolare, il premio dei mercati italiano e francese si è lievemente ridotto, quello del mercato USA risulta invariato, mentre si osserva un incremento del premio offerto dai mercati tedesco, spagnolo, svizzero, inglese e giapponese.

Si consiglia un graduale ritorno sui mercati dell'eurozona, a lungo sottopesati a causa delle possibili conseguenze della guerra in Ucraina. Nonostante tali timori, i listini del Vecchio Continente continuano a sovraperformare quello USA, inoltre, sotto il profilo dei multipli, la miglior valutazione di tali listini è stata ulteriormente enfatizzata dai recenti ribassi. Manteniamo il giudizio positivo sul Giappone e quello neutrale sui Paesi Emergenti.

Excess CAPE yield dell'indice S&P 500



La rapida e profonda correzione del mercato USA ha consentito all'ECY dell'indice S&P 500 di non scendere al di sotto della media.



Come già più volte richiamato nei precedenti comitati, l'alternanza delle sovraperformance fra il fattore *value* e quello *growth* ha determinato, in passato, lunghi cicli. Anche la sovraperformance del fattore *value* avviata nel 2021 potrebbe avere di fronte a sé una lunga strada, tenuto conto delle attese di un prolungato periodo di inflazione e tassi di interesse relativamente elevati.

Conclusioni

Alla luce delle analisi condotte, si rileva come sia i mercati azionari sia quelli obbligazionari esprimano rendimenti attesi interessanti. Per i mercati obbligazionari si tratta di una rilevante novità, poiché, come noto, proveniamo da anni di rendimenti obbligazionari privi di qualsiasi attrattività. La ricomparsa di un'alternativa riduce la platea di potenziali investitori sui mercati azionari, ma si osserva che, anche grazie ai ribassi delle ultime settimane, i premi per il rischio offerti dalle azioni risultano generalmente adeguati e in alcuni casi superiori alle medie storiche.

Il focus degli investitori si sta spostando dallo scenario di crisi geopolitica in Ucraina ai timori di recessione dovuti all'azione restrittiva delle banche centrali. Come osservato, tali scenari, che contrastano con le previsioni di consenso, sono già in larga misura scontati nei prezzi.

Si suggerisce un graduale riposizionamento sull'eurozona e un mantenimento di una posizione neutrale 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, si invita a incrementare 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, anche se il mutato orientamento di politica monetaria della BCE potrebbe, almeno in parte, controbilanciare tale debolezza.

Andamento dei mercati da inizio anno

	31-dic-21	19-apr-22	17-giu-22	Variazione da inizio anno	Variazione da precedente comitato
 Mercati azionari (in valuta locale)					
FTSE MIB	27.347	24.624	21.789	-20,3%	-11,5%
DAX	15.885	14.153	13.126	-17,4%	-7,3%
CAC	7.153	6.535	5.883	-17,8%	-10,0%
FTSE 100	7.385	7.601	7.016	-5,0%	-7,7%
S&P 500	4.766	4.462	3.675	-22,9%	-17,6%
Nasdaq	15.645	13.620	10.798	-31,0%	-20,7%
Nikkei	28.792	26.985	25.963	-9,8%	-3,8%
MSCI E.M.	70.053	63.481	59.605	-14,9%	-6,1%

	31-dic-21	19-apr-22	17-giu-22	Variazione da inizio anno	Variazione da precedente comitato
Settori azionari mondo (indici settoriali FactSet in euro)					
Communications	133	145	136	2,8%	-6,2%
Finance	263	270	241	-8,5%	-10,8%
Transportation	450	450	419	-7,0%	-7,0%
Utilities	375	399	370	-1,3%	-7,1%
Commercial Services	396	358	307	-22,5%	-14,2%
Consumer Durables	447	400	352	-21,2%	-11,8%
Consumer Services	291	283	237	-18,6%	-16,3%
Distribution Services	402	413	350	-12,8%	-15,1%
Electronic Technology	403	360	316	-21,6%	-12,2%
Energy Minerals	286	369	373	30,5%	1,1%
Health Services	1.064	1.091	980	-7,9%	-10,2%
Health Technology	477	460	415	-13,1%	-9,8%
Industrial Services	248	279	253	2,4%	-9,0%
Process Industries	598	594	563	-5,9%	-5,2%
Producer Manufacturing	394	338	332	-15,6%	-1,5%
Retail Trade	524	503	414	-21,1%	-17,7%
Technology Services	544	456	392	-28,0%	-14,1%
Consumer Non-Durables	747	705	665	-11,0%	-5,8%
Non-Energy Minerals	547	631	537	-1,9%	-15,0%

	31-dic-21	19-apr-22	17-giu-22	Variazione da inizio anno	Variazione da precedente comitato
Rendimenti obbligazionari					
Rendimento % BTP 10 Y	1,17%	2,57%	3,65%	2,48%	1,08%
Rendimento % Bonos 10 Y	0,57%	1,86%	2,82%	2,25%	0,96%
Rendimento % Bund 10 Y	-0,18%	0,94%	1,73%	1,91%	0,79%
Rendimento % Treasury 10 Y	1,51%	2,91%	3,24%	1,72%	0,32%
Spread Italia (basis point)	135,1	163,4	191,8	56,7	28,4
Spread Spagna (basis point)	74,7	92,8	108,9	34,2	16,1

	31-dic-21	19-apr-22	17-giu-22	Variazione da inizio anno	Variazione da precedente comitato
Materie prime					
Greggio (dollari/barile)	75,33	102,54	109,56	45,4%	6,8%
Oro (dollari/oncia)	1.830	1.950	1.840	0,5%	-5,7%
Rame (dollari/tonnellata)	9.692	10.381	9.101	-6,1%	-12,3%
Baltic Dry Index	2.217	2.115	2.578	16,3%	21,9%
S&P GSCI	561	750	754	34,3%	0,5%

	31-dic-21	19-apr-22	17-giu-22	Variazione da inizio anno	Variazione da precedente comitato
Tassi di cambio dell'Euro					
Dollaro USA	1,14	1,08	1,05	8,7%	3,1%
Yen giapponese	131,0	139,0	141,5	-7,4%	-1,8%
Sterlina britannica	0,840	0,830	0,859	-2,2%	-3,3%
Franco svizzero	1,036	1,024	1,017	1,9%	0,7%
Corona norvegese	10,0	9,5	10,5	-4,6%	-9,6%
Corona svedese	10,296	10,317	10,683	-3,6%	-3,4%
Dollaro canadese	1,4	1,4	1,4	5,1%	-0,4%
Dollaro australiano	1,564	1,463	1,515	3,3%	-3,4%
Renminbi cinese	7,248	6,880	7,008	3,4%	-1,8%
Real brasiliano	6,334	5,049	5,365	18,1%	-5,9%
Lira turca	15,1	15,8	18,1	-16,6%	-12,6%

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.