



Analisi per il Comitato Investimenti

Luglio 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% =	1,5% ↓	2,6%	7,3% ↑	3,5% ↑	7,7%	6,8% ↓	6,8% =
Francia	6,8%	2,4% ↓	1,4% ↓	2,1%	5,6% ↑	3,3% ↑	7,9%	7,3% =	7,2% ↑
Germania	2,6%	1,7% ↓	1,7% ↓	3,2%	7,6% ↑	3,7% ↑	5,7%	5,0% =	4,9% =
Italia	6,6%	2,8% =	1,3% ↓	1,9%	6,7% ↑	3,3% ↑	9,5%	8,4% ↓	8,4% ↓
Spagna	5,1%	4,2% ↓	2,2% ↓	3,0%	7,9% ↑	3,2% ↑	14,8%	13,3% ↓	12,8% ↓
Regno Unito	7,4%	3,6% ↓	0,8% ↓	2,6%	8,4% ↑	4,7% ↑	4,5%	3,9% ↓	4,1% =
USA	5,7%	2,3% ↓	1,5% ↓	4,7%	7,8% ↑	3,3% ↑	5,4%	3,6% =	3,9% ↑
Giappone	1,7%	1,7% ↓	1,8% ↓	-0,2%	1,9% ↑	1,1% ↑	2,8%	2,6% =	2,5% =
Brasile	4,6%	1,2% ↑	1,1% ↓	8,3%	8,9% ↑	5,3% ↑	13,5%	11,0% ↓	10,5% ↓
Cina	8,1%	4,0% ↓	5,2% ↑	0,9%	2,2% =	2,3% =	4,0%	4,0% ↑	3,9% ↑
India	8,7%	7,2% ↓	6,0% ↓	5,1%	6,5% ↑	5,0% ↓	4,0%	4,0% ↑	3,9% ↑
Russia	4,7%	-8,4% ↑	-2,5% ↓	6,7%	15,7% ↓	8,5% ↓	4,8%	7,5% =	6,0% ↓

Fonte: FactSet

La tabella riporta i dati di consenso attualmente disponibili(*): come si nota, prosegue il processo di revisione al ribasso delle stime di crescita scatenato dall'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. Fra le poche eccezioni, si segnala il caso dell'Italia il cui andamento congiunturale, come avevamo già anticipato nel corso del precedente Comitato, sta dando inattesi segnali di tenuta.

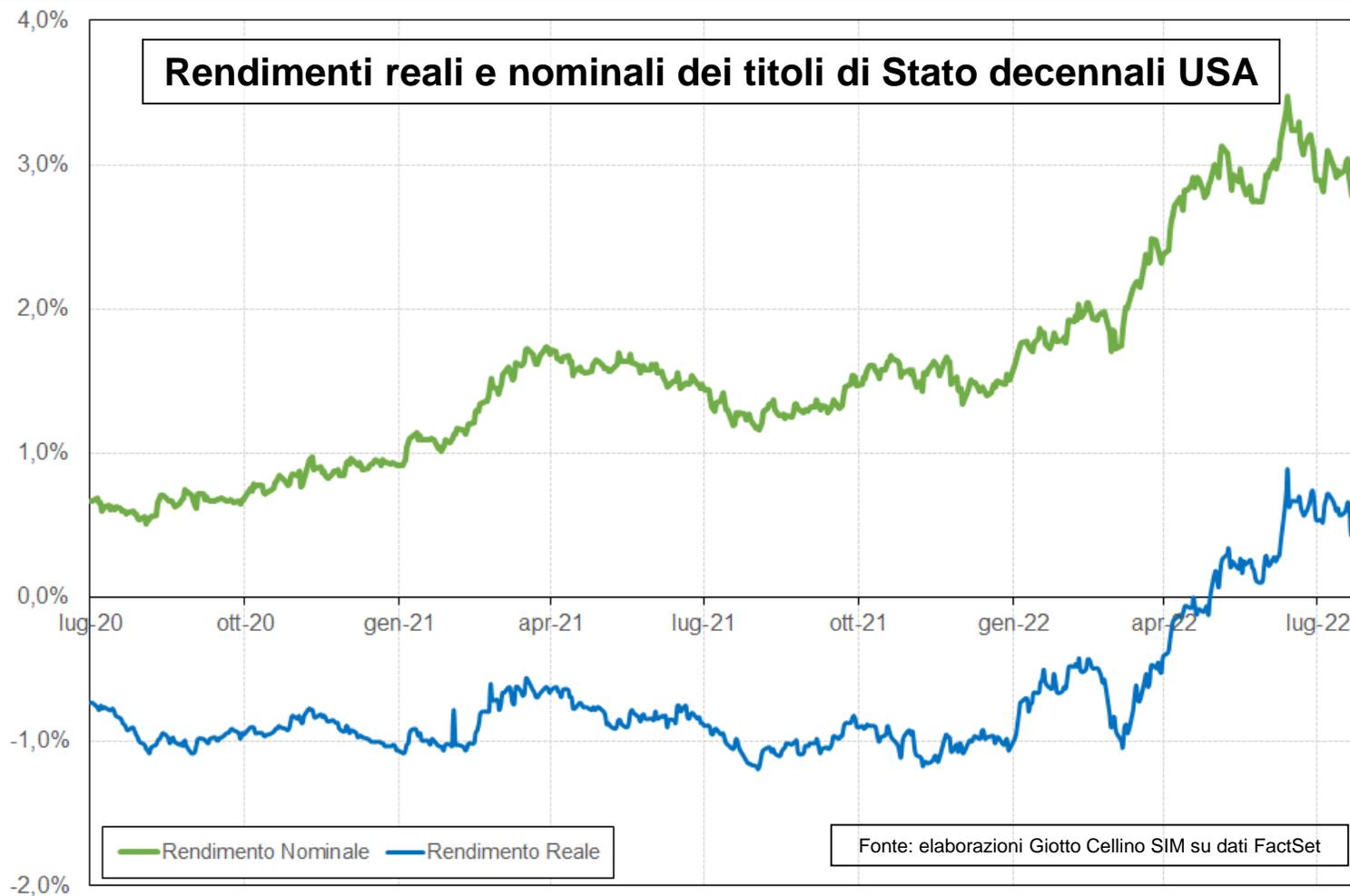
(*) Accanto a ciascuna previsione per gli anni 2022 e 2023, con riferimento alle previsioni presentate nel precedente Comitato, la freccia rivolta verso l'alto indica una tendenza del consenso a rivedere al rialzo il dato, la freccia verso il basso una tendenza a rivederlo al ribasso, mentre l'uguale affianca valori stabili.

Le attese di inflazione



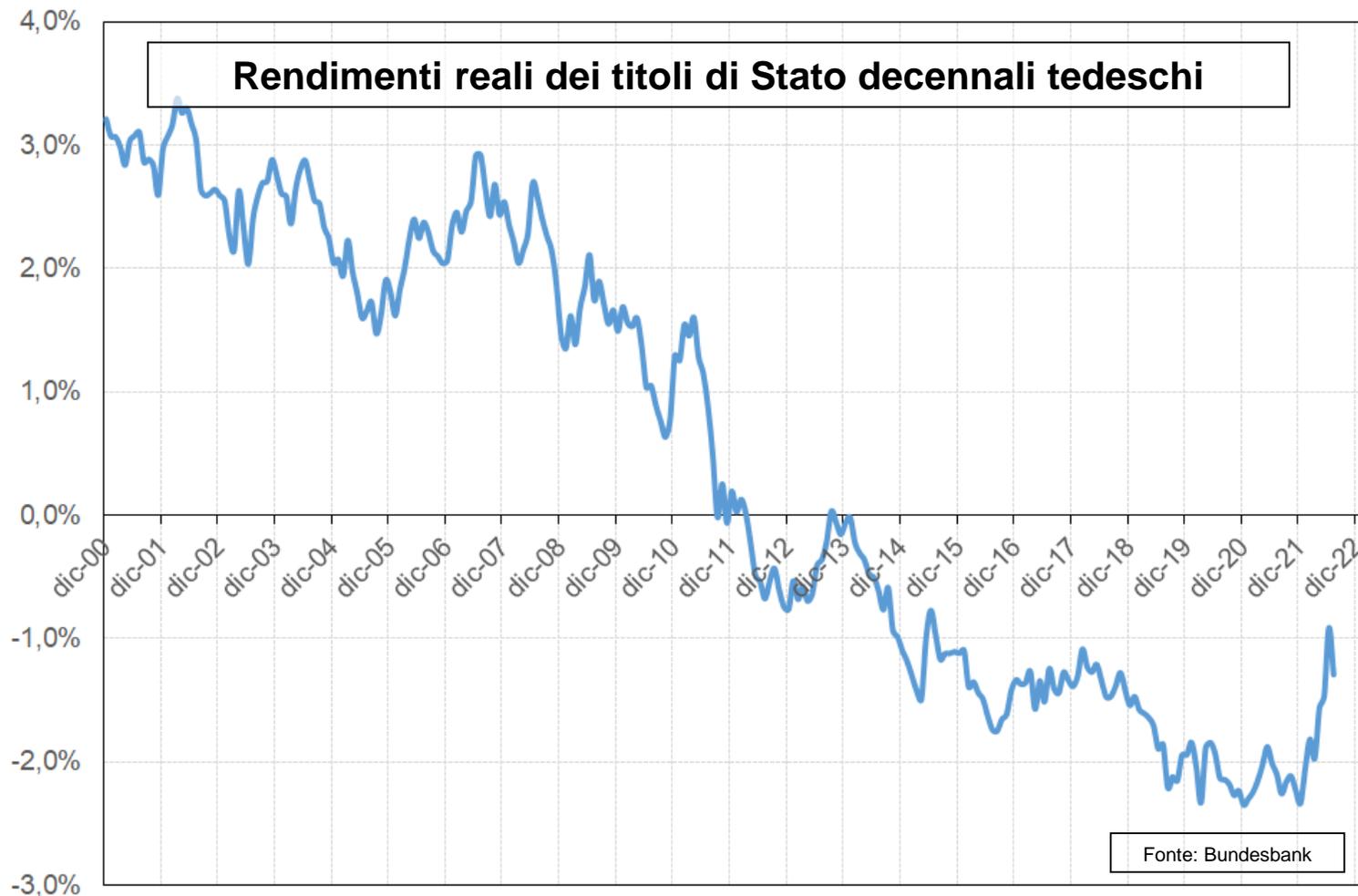
Le attese di inflazione a lungo termine negli USA stanno continuando a decrescere e sono oramai molto vicine al 2%. La FED sembrerebbe dunque riuscita a convincere i mercati della propria capacità di riportare l'inflazione vicina all'obiettivo.

Rendimenti reali e nominali



Negli USA, dopo due anni trascorsi in territorio negativo, il rendimento reale del titolo di Stato decennale è tornato in area positiva, anche se, dopo avere sfiorato l'1%, si è notevolmente ridimensionato, giungendo in area 0,5%, livello che risulta ancora piuttosto modesto in una prospettiva storica.

Rendimenti reali e nominali



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: a nostro giudizio, vi sono i presupposti perché continui ad esserlo ancora a lungo.

Gli utili del secondo trimestre 2022 delle società quotate

(indici nazionali elaborati da FactSet)

	% società che hanno riportato gli utili del Q2 2022	Crescita media utili rispetto al Q2 2021	Sorpresa rispetto alle attese degli analisti (*)
Francia	51,0%	+ 77,4%	+ 8,2%
Germania	35,6%	- 4,5%	+ 9,3%
Italia	52,4%	+ 52,3%	+ 19,6%
Spagna	56,3%	+ 84,4%	+ 8,8%
Regno Unito	30,3%	+ 93,8%	+ 20,6%
Svizzera	38,9%	- 30,0%	- 19,4%
USA	63,4%	+ 9,2%	+ 2,0%
Giappone	63,1%	- 0,7%	- 20,7%

(*) Differenza fra gli utili effettivi e quelli attesi

La stagione degli utili del secondo trimestre 2022 è oramai giunta ad uno stadio piuttosto avanzato. Si è trattato di un test importante per i mercati azionari, poiché numerosi osservatori, giudicando le attese degli analisti eccessivamente ottimistiche, avevano da tempo messo in guardia gli investitori: la pubblicazione degli utili societari conseguiti nella prima metà dell'anno, a loro dire, avrebbe potuto rivelarsi l'occasione nella quale l'ottimismo degli analisti avrebbe fatto i conti con la realtà di un'economia in recessione.

Come si può leggere nella tabella, con l'eccezione delle società quotate di Svizzera, Germania e Giappone, in generale si è invece osservata una significativa crescita degli utili realizzati nel secondo trimestre del 2022 rispetto a quelli dell'omologo periodo del 2021. I dati risultano anche decisamente migliori rispetto a quanto atteso dagli analisti, che dunque non sembrerebbero avere peccato di eccessivo ottimismo. Le sorprese positive si sono rivelate particolarmente significative in Italia e nel Regno Unito, mentre solo in Svizzera e Giappone quanto comunicato dalle società ha deluso significativamente le aspettative.

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

- Come osservato, i rendimenti obbligazionari dei titoli denominati in euro di emittenti *risk free* risultano ancora negativi in termini reali, comunque 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, è probabile che tale rimanga anche in futuro. Confermiamo che in eurozona la fase di aggiustamento dei rendimenti obbligazionari potrebbe essere prossima alla conclusione. Guardando agli emittenti di basso rating, l'introduzione da parte della BCE di un meccanismo per il contenimento della frammentazione ha costituito un'importante novità, cui i mercati hanno reagito con favore. Per quanto riguarda in particolare l'Italia, però, occorre osservare che tale positiva novità trova contrappeso nell'incertezza politica dovuta alle imminenti elezioni. Dunque, pur esprimendo rendimenti interessanti, i titoli di Stato italiani, in particolar modo quelli caratterizzati da elevata *duration*, andranno dosati con prudenza nei portafogli. Come già segnalato nei precedenti comitati, negli USA il processo di innalzamento dei rendimenti può dirsi quasi del tutto completato: in futuro, quindi, il rendimento del titolo decennale potrebbe oscillare all'interno di una fascia il cui baricentro si colloca, a nostro giudizio, attorno al 3%.
- Grazie alle profonde correzioni ed alla tenuta degli utili aziendali nel secondo trimestre 2022, i rendimenti attesi dai mercati azionari hanno tenuto testa al recupero di quelli delle obbligazioni, continuando 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 nei precedenti comitati, rileviamo di essere giunti al punto di indifferenza fra le due *asset class*.**

Rendimenti reali di lungo periodo storici e prospettici

	CAPE (26/07/2022)	Rendimento reale annuo atteso (1/CAPE)	Rendimento reale annuo storico (1979-2021)	Excess CAPE Yield	Excess CAPE Yield medio ultimi 25 anni
Italia	16,1	6,2%	5,6%	6,8%	5,9%
Francia	21,9	4,6%	7,7%	5,1%	4,1%
Germania	13,6	7,3%	7,1%	8,4%	3,9%
Spagna	14,1	7,1%	7,3%	8,0%	6,2%
Svizzera	23,6	4,2%	8,1%	3,7%	3,7%
Regno Unito	12,9	7,7%	4,5%	8,4%	5,2%
Giappone	21,9	4,6%	4,3%	4,9%	ND
USA	29,6	3,4%	9,0%	3,1%	2,6%

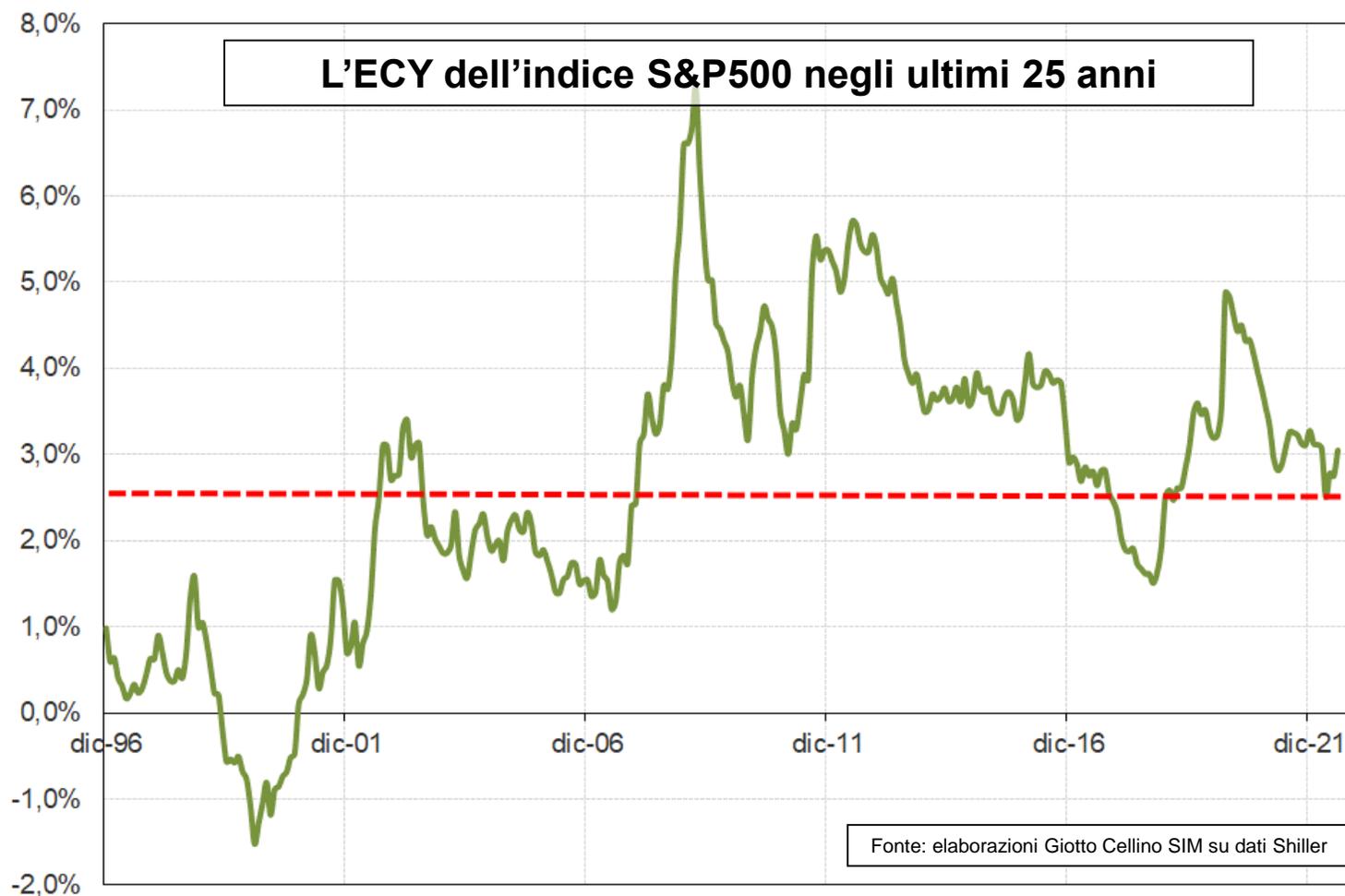
Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet e Shiller

Rispetto a quanto rilevato nel corso del precedente Comitato, sotto il profilo delle valutazioni, la persistenza di quotazioni relativamente basse unitamente alla crescita degli utili dovuta all'inflazione hanno determinato per i mercati europei un generalizzato calo dei multipli, che si sono invece mantenuti stabili in Giappone. Negli USA, dove il mercato è rimbalzato dai minimi di giugno, si è invece osservata una crescita del CAPE.

Grazie a rendimenti obbligazionari stabili o in calo, i premi per il rischio di tutti i mercati azionari presenti in tabella (leggibili nella penultima colonna intestata *Excess CAPE Yield*) sono cresciuti, tranne il caso del Giappone, il cui premio è rimasto sui livelli precedenti.

Si mantiene un giudizio neutrale sull'eurozona (le cui migliori valutazioni sono controbilanciate dagli effetti della guerra sull'andamento del prezzo del gas) e sugli USA. Si mantengono anche il giudizio positivo sul Giappone e quello neutrale sui Paesi Emergenti.

Excess CAPE yield dell'indice S&P 500



Mentre il CAPE continua ad evidenziare una forte sopravvalutazione del mercato USA, l'ECY, grazie ai bassi rendimenti obbligazionari reali, si mantiene su livelli accettabili in relazione alla media degli ultimi 25 anni.

Conclusioni

Alla luce delle analisi condotte, si conferma che, come già constatato a conclusione del precedente Comitato, sia i mercati azionari sia quelli obbligazionari esprimono rendimenti attesi interessanti. Per i secondi, vale la pena osservare che ~~se~~ negli USA le obbligazioni prive di rischio offrono rendimenti reali positivi, mentre per i titoli in euro, per ottenere rendimenti superiori all'inflazione, occorre rivolgersi ad emittenti collocati nella fascia bassa dei *rating investment grade*.

E' dunque ricomparsa, dopo un lungo periodo di assenza, un'alternativa all'investimento azionario che riduce la platea dei potenziali investitori in capitale di rischio. Si osserva però che i premi per il rischio offerti dalle azioni risultano generalmente superiori alle medie storiche.

Il focus degli investitori si mantiene concentrato sui timori di recessione dovuti all'azione restrittiva delle banche centrali.

Si mantiene il giudizio neutrale sui mercati azionari dell'eurozona, dei mercati emergenti e su quello USA, rimane positivo il giudizio sul Giappone e sul Regno Unito.

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, stante il livello raggiunto dai tassi e le attese di inflazione, 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, l'invito ad incrementare la *duration* deve essere ora coniugato alla prudenza sui titoli italiani, alla luce delle imminenti elezioni. In relazione alla componente valutaria reiteriamo l'invito ad inserire nei portafogli 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.

Andamento dei mercati da inizio anno

	31-dic-21	22-giu-22	26-lug-22	Variazione da inizio anno	Variazione da precedente comitato
 Mercati azionari (in valuta locale)					
FTSE MIB	27.347	21.789	21.160	-22,6%	-2,9%
DAX	15.885	13.144	13.097	-17,6%	-0,4%
CAC	7.153	5.917	6.211	-13,2%	5,0%
FTSE 100	7.385	7.089	7.306	-1,1%	3,1%
S&P 500	4.766	3.760	3.921	-17,7%	4,3%
Nasdaq	15.645	11.053	11.563	-26,1%	4,6%
Nikkei	28.792	26.150	27.655	-3,9%	5,8%
MSCI E.M.	70.053	59.012	59.443	-15,1%	0,7%

	31-dic-21	22-giu-22	26-lug-22	Variazione da inizio anno	Variazione da precedente comitato
Settori azionari mondo (indici settoriali FactSet in euro)					
Communications	133	137	136	2,9%	-0,3%
Finance	263	240	254	-3,4%	5,8%
Transportation	450	415	448	-0,6%	8,0%
Utilities	375	369	402	7,1%	8,8%
Commercial Services	396	307	342	-13,6%	11,4%
Consumer Durables	447	359	388	-13,2%	8,2%
Consumer Services	291	235	258	-11,3%	10,0%
Distribution Services	402	343	372	-7,3%	8,6%
Electronic Technology	403	314	348	-13,6%	10,9%
Energy Minerals	286	363	379	32,4%	4,4%
Health Services	1.064	997	1.113	4,6%	11,6%
Health Technology	477	420	462	-3,3%	9,8%
Industrial Services	248	251	273	10,3%	8,7%
Process Industries	598	550	578	-3,4%	5,1%
Producer Manufacturing	394	328	362	-8,2%	10,1%
Retail Trade	524	412	452	-13,7%	9,7%
Technology Services	544	394	415	-23,8%	5,3%
Consumer Non-Durables	747	667	729	-2,3%	9,4%
Non-Energy Minerals	547	518	483	-11,6%	-6,7%

	31-dic-21	22-giu-22	26-lug-22	Variazione da inizio anno	Variazione da precedente comitato
Rendimenti obbligazionari					
Rendimento % BTP 10 Y	1,17%	3,51%	3,25%	2,08%	-0,25%
Rendimento % Bonos 10 Y	0,57%	2,68%	2,10%	1,54%	-0,58%
Rendimento % Bund 10 Y	-0,18%	1,62%	0,92%	1,10%	-0,70%
Rendimento % Treasury 10 Y	1,51%	3,16%	2,79%	1,28%	-0,37%
Spread Italia (basis point)	135,1	188,9	233,8	98,7	44,9
Spread Spagna (basis point)	74,7	106,4	118,8	44,1	12,4

	31-dic-21	22-giu-22	26-lug-22	Variazione da inizio anno	Variazione da precedente comitato
Materie prime					
Greggio (dollari/barile)	75,33	106,22	97,74	29,7%	-8,0%
Oro (dollari/oncia)	1.830	1.838	1.717	-6,1%	-6,6%
Rame (dollari/tonnellata)	9.692	8.729	7.592	-21,7%	-13,0%
Baltic Dry Index	2.217	2.349	2.061	-7,0%	-12,3%
S&P GSCI	561	742	674	20,2%	-9,1%

	31-dic-21	22-giu-22	26-lug-22	Variazione da inizio anno	Variazione da precedente comitato
Tassi di cambio dell'Euro					
Dollaro USA	1,14	1,06	1,01	12,2%	4,6%
Yen giapponese	131,0	144,0	138,4	-5,4%	4,0%
Sterlina britannica	0,840	0,861	0,841	-0,2%	2,3%
Franco svizzero	1,036	1,016	0,975	6,3%	4,2%
Corona norvegese	10,0	10,5	10,0	0,2%	4,7%
Corona svedese	10,296	10,656	10,442	-1,4%	2,1%
Dollaro canadese	1,4	1,4	1,3	10,1%	5,1%
Dollaro australiano	1,564	1,526	1,456	7,4%	4,8%
Renminbi cinese	7,248	7,117	6,846	5,9%	4,0%
Real brasiliano	6,334	5,446	5,425	16,8%	0,4%
Lira turca	15,1	18,4	18,1	-16,6%	1,5%

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.