



## **Analisi per il Comitato Investimenti**

**Novembre 2022**

# Evoluzione attesa della congiuntura

	Crescita del PIL (*)			Inflazione (*) (CPI)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
<b>Eurozona</b>	5,3%	3,1% ↑	0,0% ↓	2,6%	8,3% ↑	5,5% ↑
Francia	6,8%	2,5% ↓	0,3% ↓	2,1%	5,8% ↑	4,8% ↑
Germania	2,6%	1,5% ↓	-0,4% ↓	3,2%	8,6% ↑	6,2% ↑
Italia	6,6%	3,6% ↑	0,1% ↓	1,9%	7,9% ↑	5,9% ↑
Spagna	5,0%	4,5% ↑	0,8% ↓	3,0%	8,8% ↑	5,0% ↑
<b>Regno Unito</b>	7,5%	3,6% ↓	-0,4% ↓	2,6%	9,0% ↑	6,6% ↑
<b>USA</b>	5,9%	1,7% ↓	0,5% ↓	4,7%	8,0% ↑	3,6% ↑
<b>Giappone</b>	1,7%	1,6% ↓	1,5% ↓	-0,2%	2,2% ↑	1,5% ↑
<b>Brasile</b>	4,6%	2,7% ↑	0,8% ↓	8,3%	9,0% ↑	5,1% ↑
<b>Cina</b>	8,1%	3,3% ↓	4,9% ↓	0,9%	2,2% =	2,3% =
<b>India</b>	8,7%	7,0% ↓	6,1% ↓	5,1%	6,8% ↑	5,4% ↓
<b>Russia</b>	4,8%	-5,2% ↑	-3,3% ↓	6,7%	14,0% ↓	6,7% ↓

Fonte: FactSet

restrittive messe in campo dalle banche centrali proprio per contenere l'inflazione.

L'Eurozona si è però sottratta alle revisioni al ribasso delle stime per il 2022, poiché, grazie al boom del turismo, ha archiviato un terzo trimestre ancora in forte crescita. Il rallentamento nell'Eurozona si osserverà quindi solo sul finire dell'anno in corso e dispiegherà i propri effetti negativi soprattutto nella prima metà del 2023.

Parallelamente alle revisioni al ribasso della crescita, si sta assistendo ad un processo di costante innalzamento delle attese di inflazione.

I dati annuali riprodotti in tabella suggeriscono per il 2023 blande e brevi recessioni in Eurozona e negli USA, per osservare le quali proponiamo nella prossima pagina i dati trimestrali di crescita attesa del PIL.

La tabella riporta i dati di consenso attualmente disponibili(\*): come si nota, prosegue il processo di revisione al ribasso delle stime di crescita che scontano un rallentamento che dovrebbe materializzarsi a cavallo tra il 2022 e il 2023, dovuto all'effetto depressivo dell'inflazione sul potere d'acquisto delle famiglie e al dispiegarsi degli effetti frenanti delle politiche monetarie

(\* ) 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

	Crescita trimestrale del PIL		
	IV trimestre 2022	I trimestre 2023	II trimestre 2023
<b>Eurozona</b>	-0,4%	-0,7%	0,1%
Francia	-0,2%	-0,3%	0,1%
Germania	-0,6%	-0,6%	0,1%
Italia	-0,4%	-0,5%	0,0%
Spagna	-0,1%	-0,3%	0,1%
<b>Regno Unito</b>	-0,4%	-0,4%	-0,2%
<b>USA</b>	0,7%	-0,4%	-0,5%
<b>Giappone</b>	2,4%	1,0%	1,0%
<b>Brasile</b>	-0,2%	-0,1%	0,1%
<b>Cina</b>	1,1%	1,0%	1,1%
<b>India</b>	4,7%	4,3%	4,3%
<b>Russia</b>	-1,5%	-1,0%	1,5%

Fonte: FactSet

Come si può osservare, sono previsti solamente due trimestri consecutivi di decrescita in Eurozona e in Brasile (il quarto 2022 e il primo 2023) e negli USA (il primo e il secondo 2023), nel Regno Unito la crescita negativa si protrarrà per tutti i tre trimestri osservati, altrove il rallentamento non dovrebbe degenerare in una vera e propria decrescita.

**Se queste previsioni saranno rispettate, si tratterà dunque di recessioni brevi e di modesta entità, adeguatamente incorporate dagli indici azionari per effetto dei ribassi osservati nel corso del 2022.**

## Le attese di inflazione



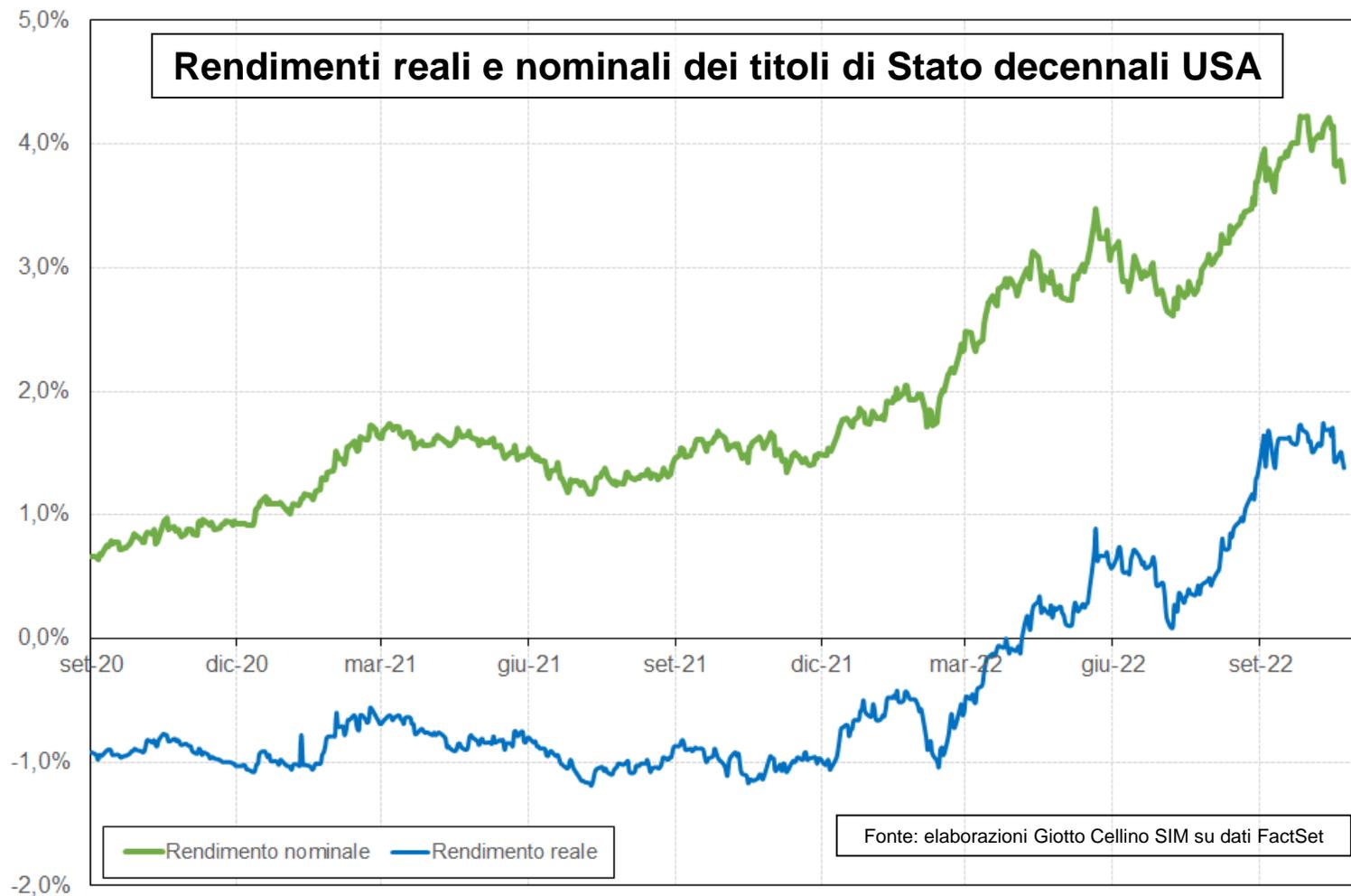
Le attese di inflazione a lungo termine negli USA si mantengono poco al di sopra del 2%: la FED sembrerebbe dunque riuscita a convincere i mercati della propria capacità di riportare l'inflazione vicina all'obiettivo, del resto sarebbe preoccupante il contrario, considerata la retorica à la Volcker

messa in atto da Jerome Powell negli ultimi tempi.

Venendo alle aspettative di inflazione per i prossimi 5 anni, anch'esse di poco superiori al 2%, supponendo che l'azione della banca centrale USA possa nel tempo risultare meno aggressiva di quanto stia ora minacciando di voler essere e tenuto conto della de-globalizzazione in corso, è ragionevole supporre che nei prossimi 5 anni l'inflazione USA si possa collocare su livelli superiori alle attuali attese di mercato, oscillando nella fascia 3-4% anziché in quella 2-3%.

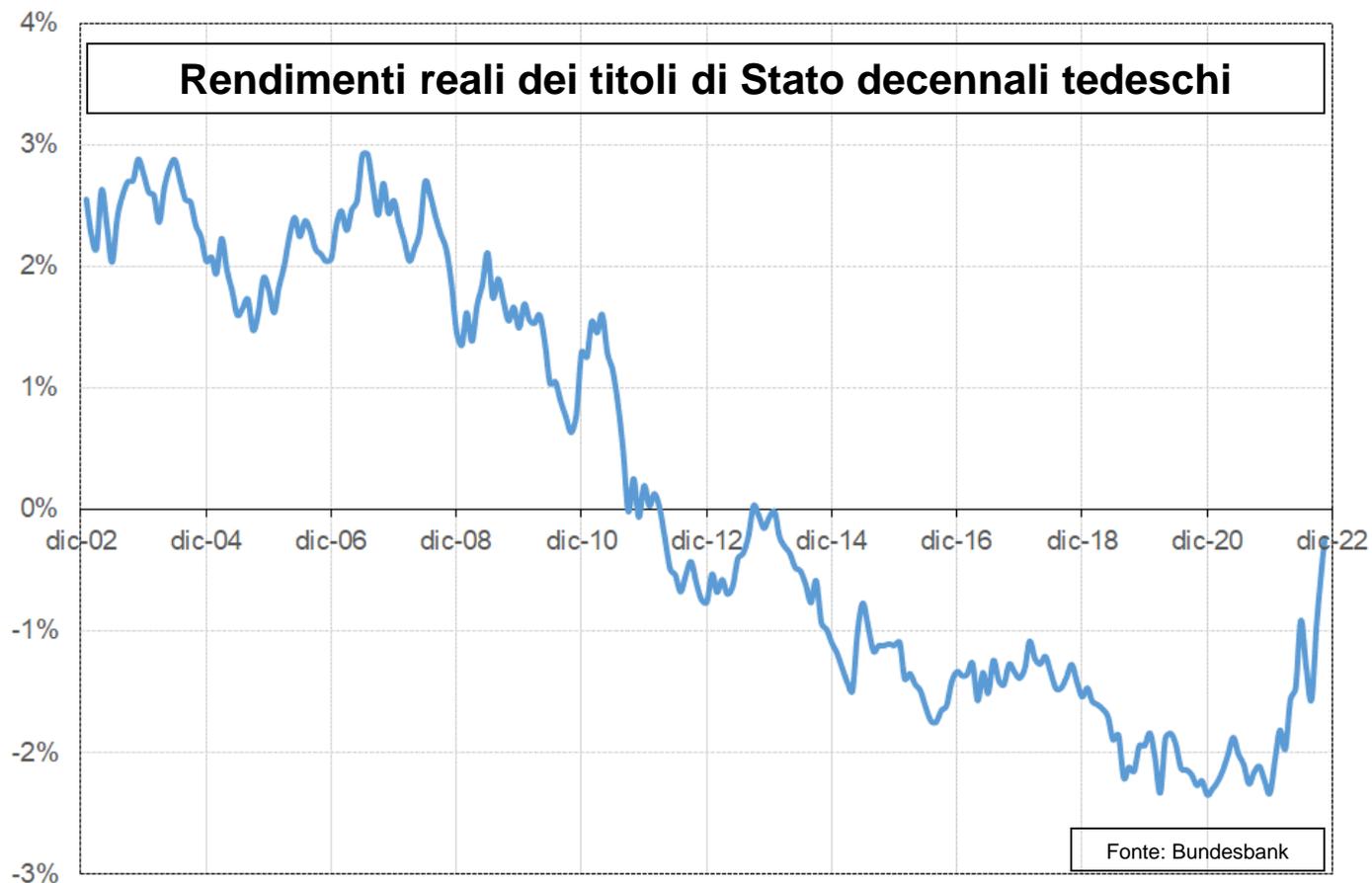
Sulla base di considerazioni analoghe a quelle svolte per gli USA, è ragionevole ipotizzare che anche in Eurozona i prossimi 5 anni potranno essere caratterizzati da un tasso di inflazione medio annuo oscillante nella fascia 3-4%, superiore al 2,5% attualmente scontato dal mercato obbligazionario.

## Rendimenti reali e nominali



Negli USA, sia il rendimento reale (calcolato sul TIPS a 10 anni) sia quello nominale (calcolato sul Treasury decennale a tasso fisso), dopo una lunga corsa al rialzo, hanno lievemente corretto.

## Rendimenti reali e nominali



In Eurozona, il rendimento reale di lungo termine privo di rischio ha continuato invece a crescere, pur rimanendo in territorio negativo e su livelli significativamente inferiori di quelli offerti dall'omologo titolo USA:

## Rendimenti reali di lungo periodo storici e prospettici

	<b>CAPE</b> (15/11/2022)	<b>Rendimento reale annuo atteso</b> (1/CAPE)	<b>Rendimento reale annuo storico</b> (1979-2021)	<b>Excess CAPE Yield</b>	<b>Excess CAPE Yield medio ultimi 25 anni</b>
<b>Italia</b>	17,2	5,8%	5,6%	5,6%	5,9%
<b>Francia</b>	22,8	4,4%	7,7%	3,8%	4,1%
<b>Germania</b>	13,7	7,3%	7,1%	7,5%	3,9%
<b>Spagna</b>	14,3	7,0%	7,3%	6,6%	6,2%
<b>Svizzera</b>	22,6	4,4%	8,1%	3,6%	3,7%
<b>Regno Unito</b>	13,8	7,3%	4,5%	6,3%	5,2%
<b>Giappone</b>	21,8	4,6%	4,3%	5,0%	4,2%
<b>USA</b>	29,2	3,4%	9,0%	2,3%	2,7%

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 forte risalita degli indici europei ha determinato un significativo aumento dei multipli, solo in parte contrastato dalla crescita degli utili dovuta all'inflazione. Ciò nonostante, i rendimenti attesi dei mercati della zona euro e del Regno Unito permangono in linea con il dato storico o superiori.

Altrettanto può dirsi per i premi per il rischio che, con la sola eccezione degli USA, pur declinando, risultano superiori o in linea con la media storica.

(\*) Il dato medio del mercato giapponese è calcolato su dati riferiti agli ultimi 16 anni.

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 prossimi allo zero, comunque superiori a quelli che si osservavano nei mesi scorsi. Il rendimento reale del bund ancora leggermente negativo, considerata la penuria di *asset risk free* nell'eurozona, continuerà a rimanere significativamente inferiore all'omologo titolo USA. Stando al consenso degli analisti, la fase di aggiustamento dei rendimenti obbligazionari, sia in Eurozona sia negli USA, potrebbe essere prossima alla conclusione: la politica di allungamento della *duration* dei portafogli, già avviata nelle scorse settimane, potrà quindi proseguire. Per quanto riguarda le emissioni italiane, il mercato non sta esprimendo preoccupazioni particolari sulla situazione politica e il peso di tali titoli potrà quindi essere incrementato nel rispetto dei limiti prudenziali definiti dal Comitato, con un occhio di riguardo per i titoli indicizzati all'inflazione italiana (BTP Italia) che esprimono livelli di break-even inflation significativamente inferiori alle nostre attese e a quelle del consenso.
- Nonostante i forti recuperi, i rendimenti attesi dai mercati azionari continuano ad esprimere premi per il rischio soddisfacenti e, con la sola eccezione degli USA, superiori o in linea con le medie storiche.

## 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, generalmente superiori al dato storico, con l'eccezione del mercato azionario USA, il cui premio al rischio è fortemente limitato dalla forte ascesa dei rendimenti obbligazionari reali. Diversa la situazione in Eurozona, dove per ottenere rendimenti obbligazionari superiori all'inflazione occorre rivolgersi ad emittenti collocati nella fascia bassa dei *rating investment grade*.

Il focus degli investitori si mantiene concentrato sui timori di recessione dovuti all'azione restrittiva delle banche centrali. Tale recessione, stando al consenso, è già in essere in Eurozona mentre si paleserà negli USA a partire dal primo trimestre del prossimo anno, ma, in entrambi i casi, le attese sono per una durata contenuta e per decrescite lievi.

I ribassi subito dai mercati azionari nel corso del 2022, quindi, potrebbero rivelarsi sufficienti ad incorporare il rallentamento dell'economia se si manifesterà nelle misure attese.

**In considerazione della cronicizzazione del conflitto in Ucraina, cui i mercati no sembrano più dare particolare enfasi e del probabile stallo che si osserverà nel corso dei mesi invernali, si ritorna a un giudizio positivo sui mercati azionari dell'Eurozona, sostenuti anche dalle interessanti valutazioni, si mantiene il giudizio neutrale sui mercati emergenti, quello negativo sul listino USA e quello positivo su Giappone e Regno Unito.**

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*.

Per quanto riguarda il comparto obbligazionario, l'invito ad incrementare la *duration* viene esteso anche ai titoli italiani.

La concreta possibilità che l'attuale livello dell'inflazione di *break-even*, implicito nelle quotazioni obbligazionarie, risulti inferiore all'inflazione che si osserverà concretamente nei prossimi anni, induce a suggerire di inserire una significativa quota di titoli *inflation linked* nei portafogli obbligazionari, soprattutto quelli legati all'inflazione italiana (BTP Italia).

In relazione alla componente valutaria, reiteriamo l'invito ad inserire nei portafogli divise che dovrebbero trarre beneficio dalla scarsità delle materie prime energetiche, quali la corona norvegese. Per quanto concerne invece il dollaro, lo spazio di ulteriore indebolimento della moneta unica sembrerebbe oramai contenuto, stanti il forte deprezzamento già osservato e il differenziale di rendimenti.

# Andamento dei mercati da inizio anno

	31-dic-21	27-set-22	15-nov-22	Variazione da inizio anno	Variazione da precedente comitato
<b>Mercati azionari (in valuta locale)</b>					
<b>FTSE MIB</b>	27.347	20.961	24.700	-9,7%	17,8%
<b>DAX</b>	15.885	12.140	14.379	-9,5%	18,4%
<b>CAC</b>	7.153	5.754	6.642	-7,1%	15,4%
<b>FTSE 100</b>	7.385	6.985	7.369	-0,2%	5,5%
<b>S&amp;P 500</b>	4.766	3.647	3.992	-16,2%	9,4%
<b>Nasdaq</b>	15.645	10.830	11.358	-27,4%	4,9%
<b>Nikkei</b>	28.792	26.572	27.990	-2,8%	5,3%
<b>MSCI E.M.</b>	70.053	55.180	58.184	-16,9%	5,4%
<b>Settori azionari mondo (indici settoriali FactSet in euro)</b>					
<b>Communications</b>	133	135	134	1,1%	-1,0%
<b>Finance</b>	263	248	256	-2,8%	3,3%
<b>Transportation</b>	450	429	439	-2,6%	2,4%
<b>Utilities</b>	375	402	393	4,7%	-2,3%
<b>Commercial Services</b>	396	317	337	-14,9%	6,3%
<b>Consumer Durables</b>	447	380	346	-22,6%	-9,0%
<b>Consumer Services</b>	291	250	257	-11,8%	2,9%
<b>Distribution Services</b>	402	370	385	-4,1%	4,1%
<b>Electronic Technology</b>	403	332	343	-14,9%	3,4%
<b>Energy Minerals</b>	286	374	391	36,7%	4,7%
<b>Health Services</b>	1.064	1.098	1.087	2,1%	-1,0%
<b>Health Technology</b>	477	429	453	-5,1%	5,5%
<b>Industrial Services</b>	248	266	281	13,3%	5,6%
<b>Process Industries</b>	598	548	562	-6,1%	2,4%
<b>Producer Manufacturing</b>	394	330	353	-10,4%	7,1%
<b>Retail Trade</b>	524	454	441	-15,8%	-2,7%
<b>Technology Services</b>	544	397	396	-27,2%	-0,3%
<b>Consumer Non-Durables</b>	747	701	695	-6,9%	-0,9%
<b>Non-Energy Minerals</b>	547	508	559	2,2%	10,0%

	31-dic-21	27-set-22	15-nov-22	Variazione da inizio anno	Variazione da precedente comitato
<b>Rendimenti obbligazionari</b>					
<b>Rendimento % BTP 10 Y</b>	1,17%	4,70%	4,02%	2,85%	-0,68%
<b>Rendimento % Bonos 10 Y</b>	0,57%	3,39%	3,09%	2,53%	-0,30%
<b>Rendimento % Bund 10 Y</b>	-0,18%	2,18%	2,07%	2,25%	-0,11%
<b>Rendimento % Treasury 10 Y</b>	1,51%	3,96%	3,80%	2,29%	-0,16%
<b>Spread Italia (basis point)</b>	135,1	251,9	194,8	59,7	-57,1
<b>Spread Spagna (basis point)</b>	74,7	121,1	102,0	27,3	-19,1
<b>Materie prime</b>					
<b>Greggio (dollari/barile)</b>	75,33	78,91	86,87	15,3%	10,1%
<b>Oro (dollari/oncia)</b>	1.830	1.629	1.779	-2,8%	9,2%
<b>Rame (dollari/tonnellata)</b>	9.692	7.475	8.343	-13,9%	11,6%
<b>Baltic Dry Index</b>	2.217	1.807	1.300	-41,4%	-28,1%
<b>S&amp;P GSCI</b>	561	601	643	14,7%	7,1%
<b>Tassi di cambio dell'Euro</b>					
<b>Dollaro USA</b>	1,14	0,96	1,04	9,7%	-7,2%
<b>Yen giapponese</b>	131,0	139,2	144,3	-9,3%	-3,5%
<b>Sterlina britannica</b>	0,840	0,893	0,871	-3,6%	2,5%
<b>Franco svizzero</b>	1,036	0,952	0,980	5,8%	-2,8%
<b>Corona norvegese</b>	10,0	10,4	10,3	-3,0%	0,2%
<b>Corona svedese</b>	10,296	10,894	10,817	-4,8%	0,7%
<b>Dollaro canadese</b>	1,4	1,3	1,4	4,2%	-4,2%
<b>Dollaro australiano</b>	1,564	1,489	1,530	2,2%	-2,7%
<b>Renminbi cinese</b>	7,248	6,888	7,292	-0,6%	-5,5%
<b>Real brasiliano</b>	6,334	5,148	5,520	14,7%	-6,8%
<b>Lira turca</b>	15,1	17,8	19,3	-21,7%	-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.