



**Mercati finanziari:
scenari, prospettive e opportunità
in Italia e nel mondo**

Analisi Fondamentale

Silvio Olivero



Padova, 30 maggio 2023

L'andamento dei mercati nel 2023

Indici azionari e obbligazionari

Rendimenti obbligazionari e spread

Evoluzione della congiuntura

Stime e previsioni

Le attese di inflazione a lungo termine

Inflazione e mercati azionari

Ce lo aspettavamo

Andamento degli utili nel 2019-2022

Andamento del margine operativo nel 2019-2022

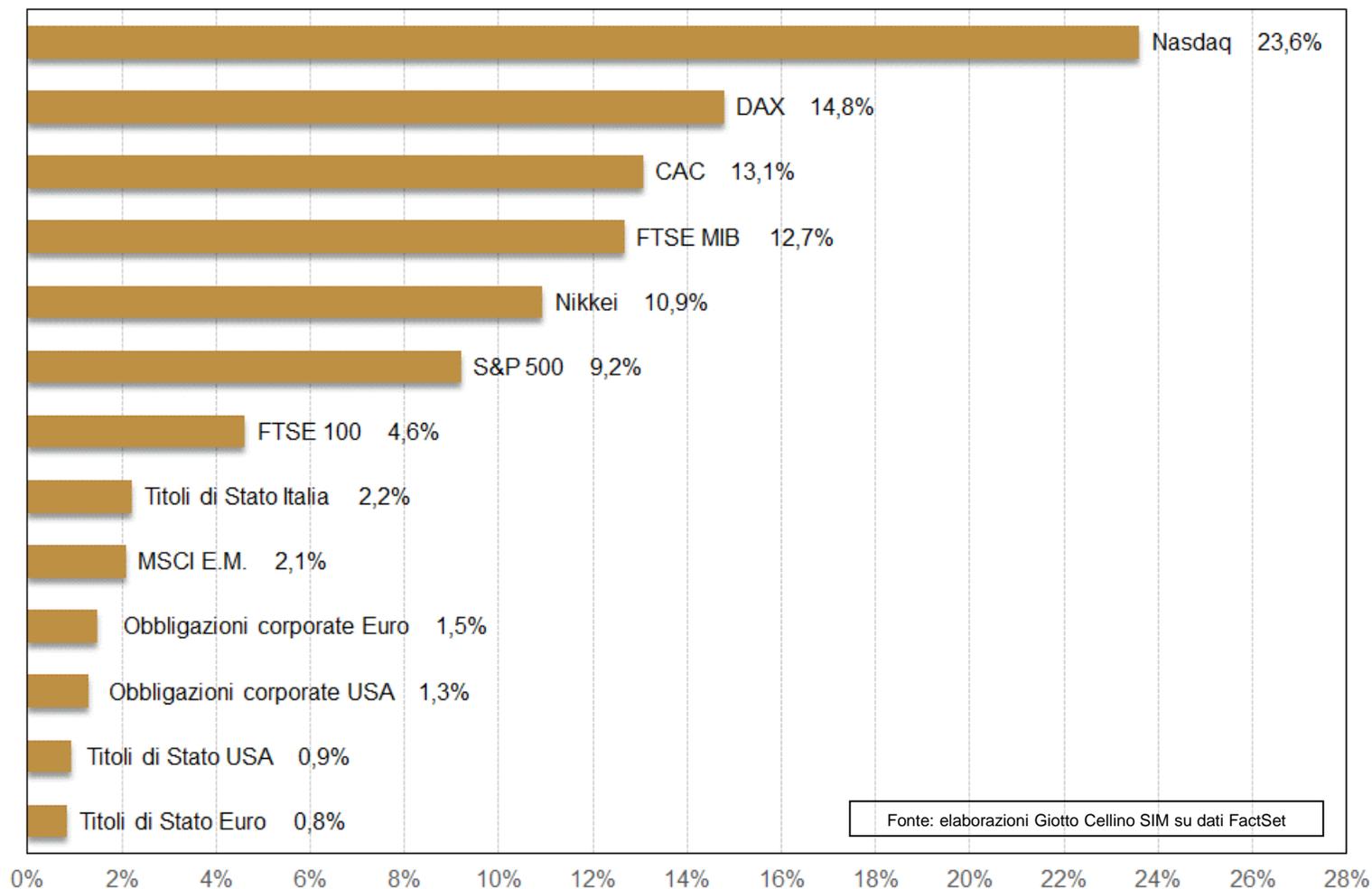
Inflazione da profitti o profitti da inflazione?

Prospettive per i mercati azionari

Valutazione dei mercati azionari

N.B: le tabelle e i grafici del presente studio, dove non diversamente indicato, sono aggiornati al 26 maggio 2023

Rendimenti in euro di alcuni indici da inizio 2023



Rendimenti di alcuni titoli di Stato

	NOMINALE		REALE	
	31-dic-22	26-mag-23	31-dic-22	26-mag-23
Italia 10 Y	4,64%	4,39%	2,47%	2,16%
Spagna 10 Y	3,61%	3,58%	1,31%	1,25%
Francia 10 Y	3,07%	3,10%	0,67%	0,48%
Germania 10 Y	2,53%	2,52%	0,24%	0,13%
USA 10 Y	3,88%	3,80%	1,58%	1,57%

Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet

Spread dell'Eurozona

	31-dic-22	26-mag-23	Variazione
Italia	210,4	186,6	-23,8
Spagna	107,5	106,2	-1,3
Francia	53,6	57,9	4,3

Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet

In Eurozona e negli USA i rendimenti obbligazionari a lungo termine, sia nominali sia reali, sono generalmente scesi.

Sebbene superiori a quelli osservati nell'ultimo decennio, i rendimenti reali privi di rischio, oggi pari allo 0,13% per l'euro e all'1,57% per il dollaro, risultano ancora inferiori (soprattutto nel caso dell'euro) alla media che si osservava prima dell'era delle politiche monetarie iper-espansive (avviata dopo il fallimento di Lehman Brothers e conclusa al termine della pandemia).

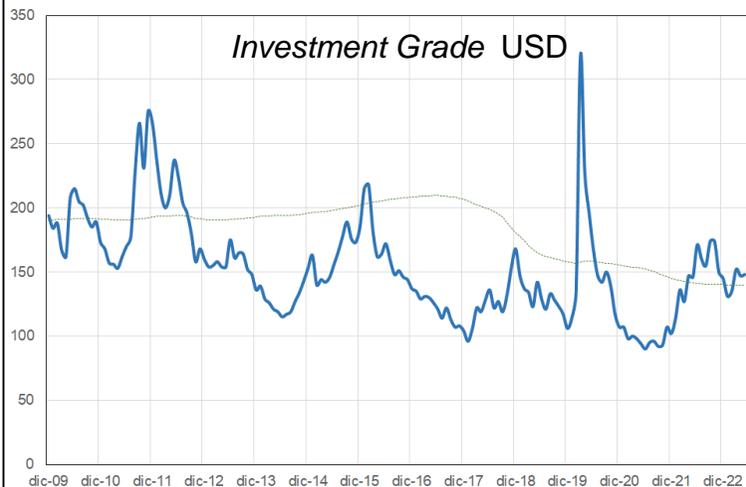
Prima di tale epoca, mediamente, il rendimento reale privo di rischio sui titoli a 10 anni, sia in euro che in dollari, superava il 2%.

Come si vedrà, questa condizione ha un notevole peso nella valutazione relativa dei mercati azionari.

Per quanto attiene gli spread sovrani dell'Eurozona, si osserva il significativo ridimensionamento di quello italiano, che non trova analogo riscontro in quello francese e spagnolo, indicando la persistente fiducia dei mercati nell'attuale governo.

Gli spread dei titoli corporate

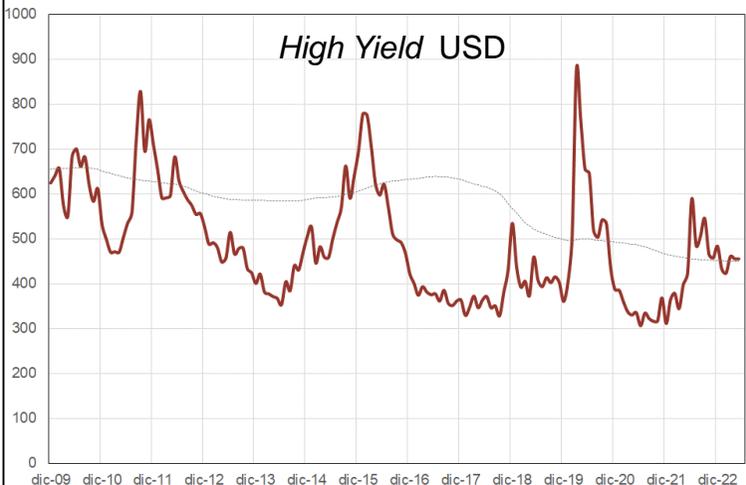
Investment Grade USD



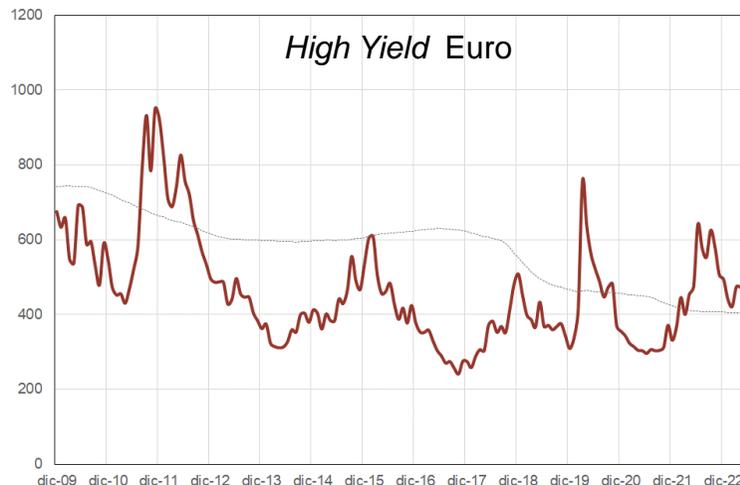
Investment Grade Euro



High Yield USD



High Yield Euro



Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet

Le emissioni corporate in euro, sia *Investment Grade* che *High Yield*, a differenza delle omologhe denominate in dollari, continuano a offrire spread che risultano superiori alla media mobile degli ultimi 10 anni: esse costituiscono quindi una buona opportunità di investimento.

Gli spread USA, in linea con la media, tenuto conto della stretta creditizia dovuta alla crisi delle banche regionali, portano ad esprimere un giudizio più cauto sulle obbligazioni corporate denominate in dollari, anche se, come si vedrà, le attese di consenso non vedono per il momento all'orizzonte una severa recessione.

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

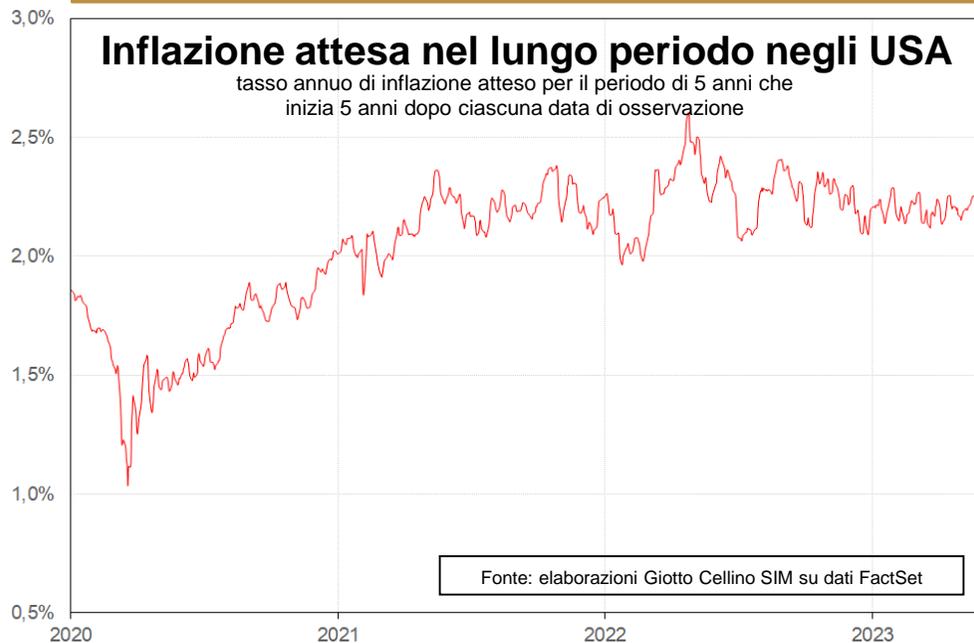
Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet

La prevalenza di revisioni al ribasso del consenso riferite alla crescita del 2024 è dovuta al temuto rallentamento dell'economia che dovrebbe essere indotto dalla crisi delle banche regionali USA e dalla stretta creditizia che ne sta derivando. Per quanto riguarda l'inflazione, si osserva un generalizzato assestamento delle stime, sia per il 2023 che per il 2024. USA, Eurozona e Regno Unito sperimenteranno un drastico calo dell'inflazione nel 2024, senza però rivedere il 2% desiderato dalle banche centrali, obiettivo che, secondo un consenso oramai maggioritario, verrà mantenuto solo formalmente, poiché ci si attende nei prossimi anni una maggior tolleranza nei confronti del fenomeno inflazionistico, le cui implicazioni per i mercati azionari saranno discusse nel seguito.

(*) La tabella riporta i dati di consenso attualmente disponibili. Accanto a ciascuna previsione, con riferimento agli ultimi due mesi, 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 della congiuntura

Le attese di inflazione a lungo termine



Le attese di inflazione a lungo termine (*) negli USA e in Eurozona sono rappresentate nei due grafici dal tasso annuo di inflazione atteso per il quinquennio che inizia cinque anni dopo ciascuna data di osservazione. Come si può notare, negli USA le attese di lungo termine si sono stabilizzate su un livello medio di circa il 2,2%, con oscillazioni attorno alla media di ampiezza decrescente.

Sebbene superiori al 2%, le attese appaiono quindi stabili e il fatto che la FED sia probabilmente intenzionata ad interrompere la fase di innalzamento dei tassi lascia intendere che la Banca Centrale Americana sia disposta a tollerare nei prossimi anni livelli di inflazione superiori a quello obiettivo.

È probabile che anche la BCE sia disposta in futuro a tollerare, senza ammetterlo ufficialmente, tassi di inflazione superiori al 2%; prima, però, sarà necessario domare le aspettative di inflazione a lungo termine che, come si può osservare nel grafico, a differenza di quanto osservato negli USA non si sono ancora stabilizzate.

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

«Se cresce il livello dei prezzi, è ragionevole pensare che, a parità di quantità di merce venduta, il fatturato aumenti in misura simile. Certo aumenteranno in egual proporzione i costi, ma **la differenza fra ricavi e costi, cioè l'utile, crescerà anch'essa per effetto dell'inflazione.**»

Lo dicono i numeri: la borsa teme troppo l'inflazione

di **Oliverio Lenzi*** e **Silvio Olivero****

una variabile macroeconomica cui i mercati azionari guardano in questi tempi con maggior ansia è probabilmente l'inflazione. Mentre le altre statistiche, come ad esempio quella sulla crescita economica o quelle che misurano la fiducia di consumatori e imprese, passano tutto sommato inosservate, quelle direttamente o indirettamente riconducibili all'andamento dei prezzi al consumo sono oggetto di attenta valutazione. Il tasso d'inflazione, il livello dell'occupazione e l'andamento dei prezzi delle materie prime sono infatti le variabili che attirano maggiormente l'attenzione degli analisti.

Con questo articolo intendiamo approfondire il legame fra inflazione e andamento degli indici azionari, così da verificare se tanta apprensione sia giustificata o meno. Innanzitutto occorre osservare che le azioni sono strumenti finanziari strettamente legati a quantità reali, ossia capaci di incorporare l'inflazione. Se cresce il livello dei prezzi, è ragionevole pensare che, a parità di quantità di merce venduta, il fatturato di un'impresa aumenti in misura simile. Certo aumenteranno in egual proporzione anche i costi, ma la differenza fra ricavi e costi, cioè l'utile, crescerà anch'essa per effetto dell'inflazione. Ci riferiamo evidentemente a un'impresa «tipica»: alcune aziende, infatti, potranno subire aumenti di costo superiori agli aumenti di ricavi, mentre ad altre accadrà il contrario, ma a livello generale l'inflazione gonfierà gli utili delle società, le cui quotazioni di borsa dovrebbero, ceteris paribus, crescere di pari passo con l'inflazione.

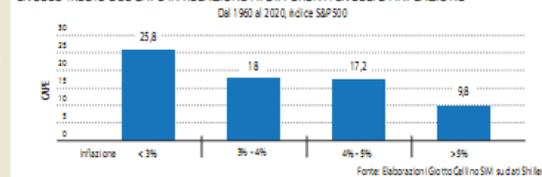
Dunque le azioni sono attività reali insensibili all'andamento dell'inflazione? In prima approssimazione la risposta è affermativa, poiché a fronte di utili «gonfiati» dall'inflazione le società potranno riconoscere ai propri azionisti dividendi maggiori, che dovrebbero a loro volta giustificare quotazioni più elevate, difendendo così il patrimonio degli investitori dalla perdita di potere di acquisto. Questo è però vero fino a un certo punto, poiché quando l'aumento dei prezzi raggiunge livelli eccessivi l'inflazione aumenta l'incertezza sul futuro dell'economia generale e a un aumento dell'incertezza i mercati rispondono chiedendo rendimenti superiori. Il primo dei due grafici pubblicati qui in pagina rappresenta quanto detto con riferimento al mercato azionario americano. Utilizzando il Cyclically Adjusted Price Earnings (CAPE), probabilmente il multiplo più rilevante nella valutazione degli

indici azionari (ottenuto rapportando il prezzo corrente agli utili degli ultimi dieci anni), si nota che tale metrica valutativa risulta inversamente proporzionale all'inflazione. Al di sopra di una certa soglia di inflazione, individuabile intorno al 3% annuo, il mercato inizia a pagare le azioni con multipli inferiori, il che significa che a parità di utili i prezzi scendono.

Dunque, livelli elevati di inflazione de-

terminano l'inflazione. Si guardi a tal proposito il secondo dei due grafici pubblicati qui in pagina, dal quale si ricava che il 5% FOE (FOE reale offerto dal titolo di Stato decennale americano si trova oggi sui minimi degli ultimi 20 anni, al di sotto dello zero (per la precisione, il primo dato del grafico è quello del gennaio 2003, data a partire dalla quale la Federal Reserve rende noti i rendimenti reali obbligazionari). Il rendimento reale è il rendi-

LIVELLO MEDIO DEL CAPE IN RELAZIONE AI DIFFERENTI LIVELLI DI INFLAZIONE



RENDIMENTO REALE DEL TREASURY BOND DECENNALE USA

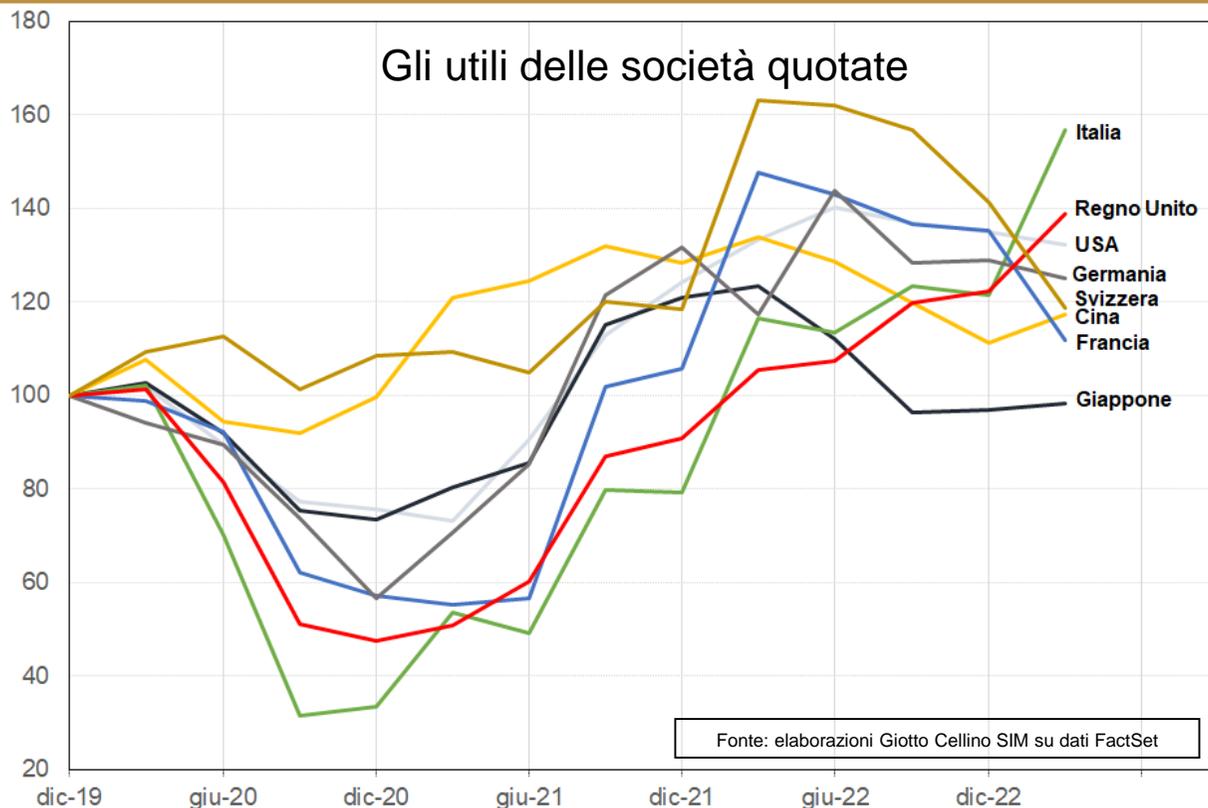


primo i multipli azionari, vanificando in parte o del tutto gli effetti benefici dovuti alla lievitazione dei bilanci societari di cui si è detto in precedenza. E' però il caso di sottolineare che l'analisi è stata condotta su dati quinquennali, poiché su orizzonti più brevi l'inflazione non sembra influenzare i parametri di valutazione delle azioni. Dunque per osservare una riduzione significativa dei multipli dovremmo sperimentare un livello medio annuo d'inflazione superiore al 3% nel corso dei prossimi cinque anni. E' questo, ma non tale da deprimere i multipli azionari, non dovrebbe dare adito a preoccupazioni eccessive. Quest'ultima affermazione è oggi ancora più vera se si pensa che l'alternativa all'investimento azionario, vale a dire quello obbligazionario, in questo momento non offre alcuna protezione

mentale che si ottiene al netto dell'inflazione: un rendimento reale negativo dunque attesta l'insolita condizione nella quale le obbligazioni a lungo termine offrono un rendimento inferiore all'inflazione attesa ed espongono quindi gli investitori a una perdita di potere d'acquisto.

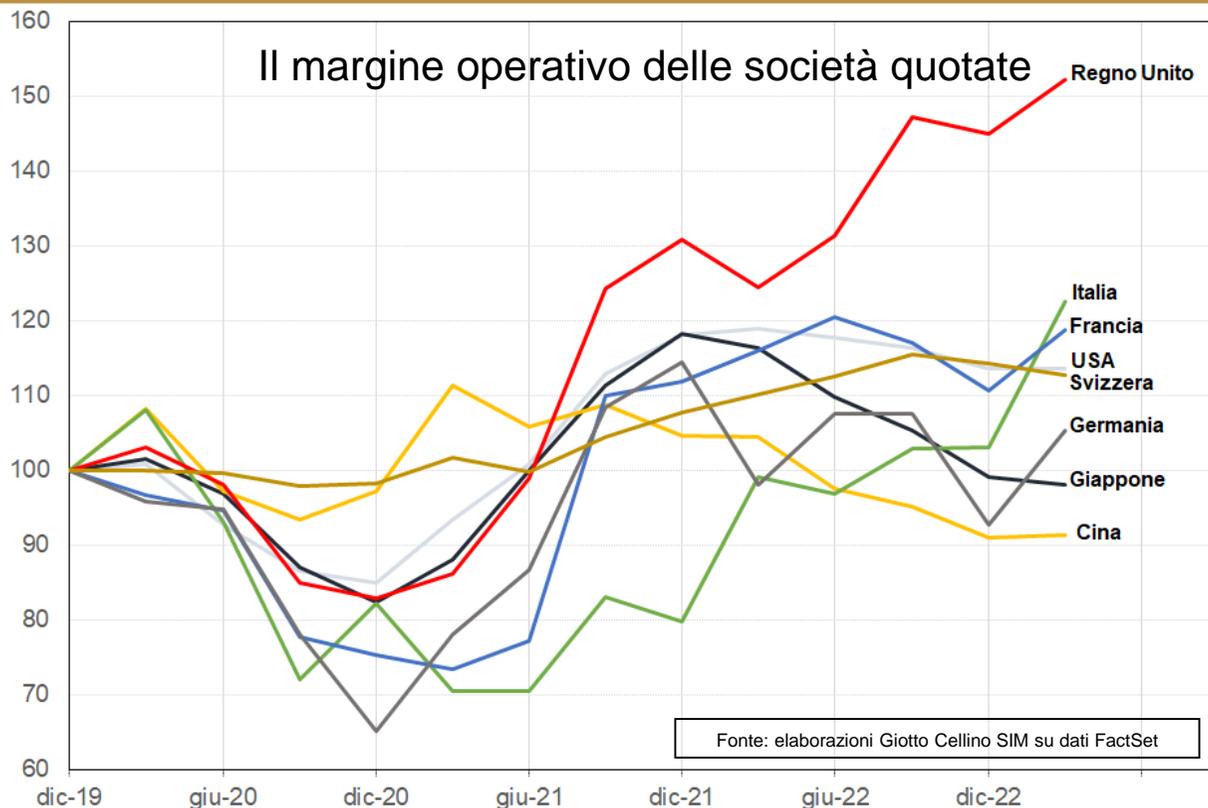
Dunque le azioni, che come visto, sia pur con qualche limitazione, offrono un certo grado di difesa dall'inflazione, non hanno oggi alcun rivale fra gli investimenti finanziari. In conclusione rileviamo che l'unico vero rischio per i mercati finanziari derivante dall'inflazione è che questa superi le attese, innervosendo le autorità monetarie e inducendole a mosse restrittive oggi imprevedibili. Si tratta di un rischio da tener presente, ma al momento l'apprensione con la quale le autorità politiche e monetarie si prendono cura della ripresa economica ci sembra una buona garanzia del fatto che questa volta non si commetteranno gli errori del passato. (riproduzione riservata)

*responsabile Servizio di Gestione
**responsabile Ricerca e Analisi
Giotto Cellino SIM



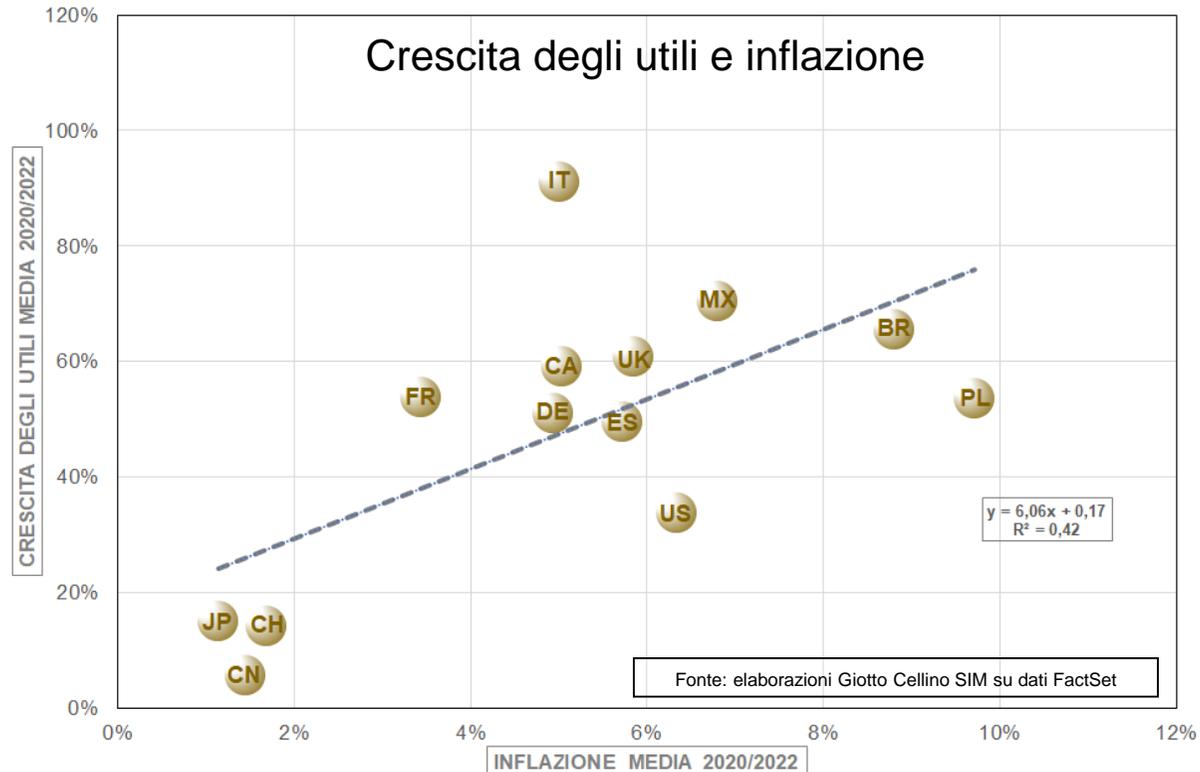
Quanto da noi prospettato si è realizzato al punto che, con la sola eccezione del Giappone, gli utili delle società quotate sono oggi superiori a quelli che si osservavano prima della pandemia. Utili superiori al livello pre-pandemico giustificano quotazioni superiori a quelle osservate nel 2019: **il rally registrato dai mercati azionari nel triennio considerato appare, quindi, del tutto giustificato dai fondamentali.** Osservando il grafico, si nota che, in alcuni casi, la crescita degli utili ha ecceduto l'andamento dell'inflazione: brillano in modo particolare l'Italia e il Regno Unito, la cui straordinaria crescita dei profitti è spiegata dalla forte presenza nei rispettivi indici di società dei comparti materie prime e finanziari, settori che hanno particolarmente beneficiato della congiuntura inflazionistica.

(*) Dati aggiornati al 31-03-2023



La crescita degli utili superiore all'inflazione è anche giustificata dalla crescita del margine operativo che indica una crescita dei ricavi superiore, in termini percentuali, a quella dei costi. Dunque, le aziende non solo hanno scaricato i maggiori costi sui prezzi di vendita, ma, grazie ad un elevato *pricing power*, hanno ulteriormente alzato i prezzi. Probabilmente questo è stato reso possibile dal fatto che, nonostante l'elevata inflazione e le politiche monetarie restrittive, i consumi sono stati sostenuti dalle politiche fiscali espansive e dall'utilizzo dei risparmi accumulati dalle famiglie nel corso della pandemia. **In presenza di una domanda robusta, le imprese hanno quindi potuto aumentare i margini di profitto.**

(*) Dati aggiornati al 31-03-2023



La crescita osservata nei margini, ha portato alcuni osservatori a sostenere che la persistenza dell'inflazione, soprattutto in Europa, sia da attribuire all'aumento dei profitti. Dunque, alla temuta spirale salari-inflazione, che non si è osservata poiché non esistono più gli automatismi che l'avevano innescata negli anni '70 (si pensi alla scala mobile in Italia), si starebbe sostituendo una spirale profitti-inflazione. Può darsi che in una qualche misura questo sia avvenuto e dunque sia lecito parlare di inflazione da profitti, ma è innegabile riconoscere che gli utili societari sono variabili nominali e quindi sia l'inflazione, in larga misura, a determinarne la crescita e non viceversa. Se dunque, come atteso, in futuro sarà tollerato dalle banche centrali un livello di inflazione superiore a quello del passato, **gli utili societari continueranno a beneficiarne supportando le quotazioni azionarie.**

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

	CAPE	Rendimento reale annuo atteso (1/CAPE)	Rendimento reale annuo storico (1979-2022)	Excess CAPE Yield	Excess CAPE Yield medio ultimi 25 anni
Italia	16,4	6,1%	4,9%	5,5%	6,0%
Francia	22,8	4,4%	7,2%	3,7%	4,2%
Germania	15,4	6,5%	6,1%	6,4%	4,2%
Spagna	14,5	6,9%	6,8%	6,3%	6,3%
Svizzera	22,8	4,4%	7,4%	3,8%	3,6%
Regno Unito	13,0	7,7%	4,9%	6,4%	5,4%
Giappone	20,5	4,9%	4,1%	5,3%	4,3%
USA	29,3	3,4%	7,9%	2,6%	2,7%
Cina	11,9	8,4%	5,3%	7,6%	4,6%

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

Legenda

Giudizio positivo
Giudizio neutrale
Giudizio negativo

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 rendimento reale privo di rischio pressoché nullo, 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.

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.

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.