



# **Prospettive economiche e strategie di investimento per il 2021**

**Gennaio 2021**

## II 2020

*Un anno senza precedenti*

*L'andamento dei mercati finanziari*

## Evoluzione della congiuntura

*Stime e previsioni*

*Una lunga espansione economica di fronte a noi*

## II 2021

*La grande rotazione*

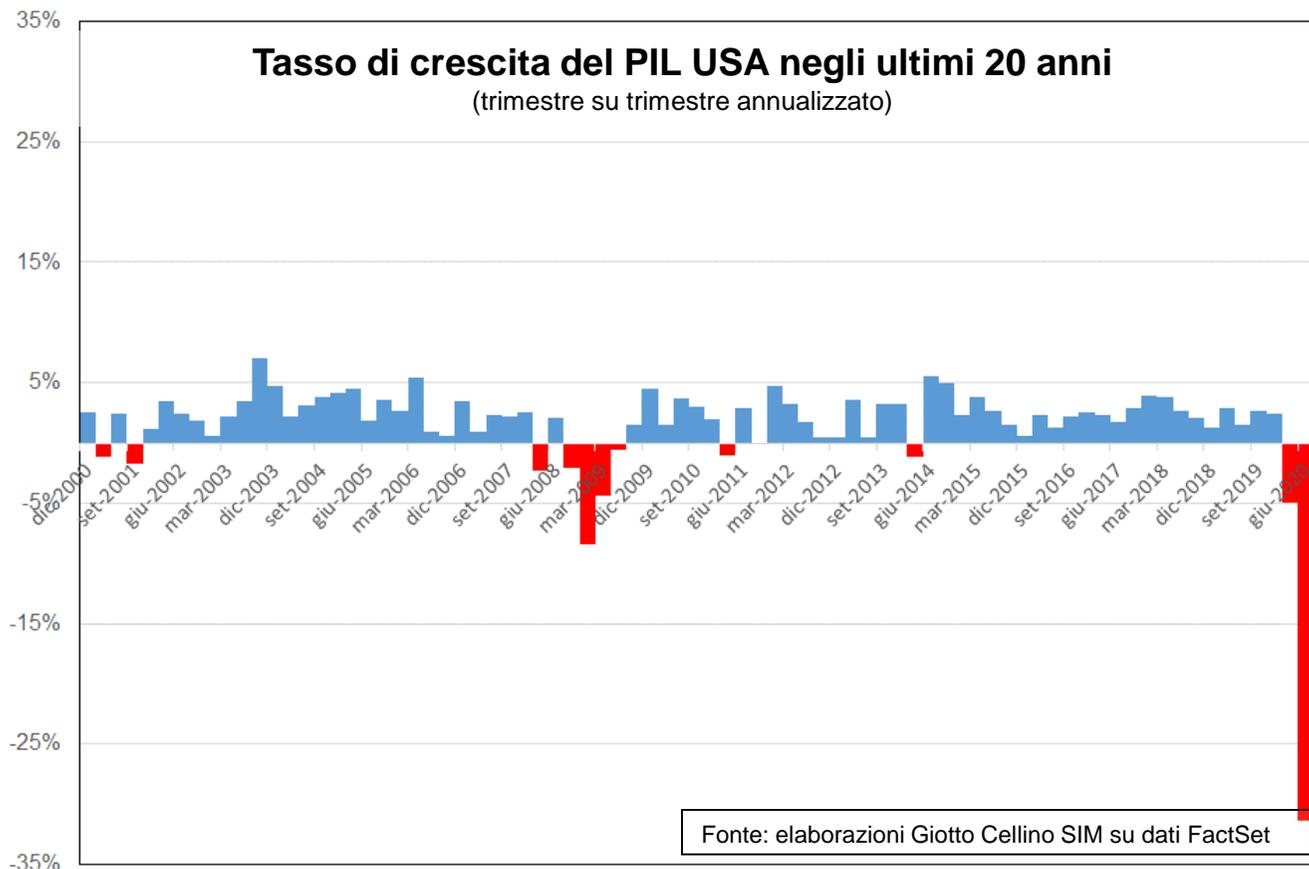
*Shiller vs Shiller*

*Il punto di partenza dei mercati azionari*

*Asset Allocation azionaria internazionale*

*Un paniere di azioni europee*

*Asset Allocation azionaria Italia*



E' sufficiente guardare un solo grafico per comprendere l'eccezionalità dell'anno che si è appena concluso: il tracollo dell'attività economica che è derivato dalla crisi indotta dalla pandemia ed il rimbalzo che ne è seguito non hanno infatti precedenti nella storia. I dati che proponiamo sono quelli degli USA, ma osservazioni analoghe potrebbero essere fatte per tutte le principali aree economiche. **Una situazione senza precedenti che è stata affrontata dalle autorità politiche e monetarie con misure altrettanto straordinarie, originando un ambiente economico e finanziario completamente inesplorato.**

## Andamento dei principali mercati azionari nel 2020

	Performance in euro	Performance in valuta locale
<b>FTSE MIB</b> (Italia)	-5,4%	-5,4%
<b>CAC 40</b> (Francia)	-7,1%	-7,1%
<b>DAX price</b> (Germania)	0,4%	0,4%
<b>FTSE 100</b> (Regno Unito)	-18,9%	-14,3%
<b>IBEX 35</b> (Spagna)	-15,5%	-15,5%
<b>S&amp;P 500</b> (USA)	6,7%	16,3%
<b>NIKKEI 225</b> (Giappone)	12,0%	16,0%
<b>MSCI Emerging Markets</b>	6,3%	16,6%

Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet

Nel corso della fase iniziale della pandemia, via via che la diffusione del virus muoveva da oriente ad occidente imponendo severi lockdown, i mercati azionari di tutte le piazze finanziarie internazionali sono stati duramente colpiti. A fine anno, dopo i forti recuperi che si sono sviluppati a far corso dalla primavera, le cicatrici che residuano sono molto differenti da mercato a mercato.

Per meglio dire: in alcuni mercati non sembrerebbe essere accaduto alcunché, come nel caso del Giappone, degli USA, della Germania e dei Mercati Emergenti, questi ultimi sostenuti soprattutto dal buon andamento del mercato cinese; in Francia e in Italia i mercati hanno invece subito perdite di modesta entità che non tradiscono certamente la drammaticità della crisi vissuta nel corso del 2020. Più consistenti, ma comunque anch'essi lontani da quanto si sarebbe potuto temere a marzo, i ribassi sofferti dal mercato spagnolo e da quello inglese, quest'ultimo penalizzato anche dalle incertezze derivanti dalla Brexit.

**Tanta indifferenza dei mercati finanziari alle pesanti conseguenze economiche del COVID-19 si giustifica con una risposta alla crisi caratterizzata da una straordinaria azione coordinata di politica fiscale e monetaria che è stata messa in campo in ogni area economica del pianeta.**

## Andamento di alcuni indici obbligazionari nel 2020

(dati in euro)

<b>Titoli di Stato euro 1-3 anni</b>	0,3%
<b>Titoli di Stato euro 5-7 anni</b>	1,1%
<b>Titoli di Stato euro 10+ anni</b>	5,9%
<b>Titoli di Stato USA 1-3 anni</b>	-6,6%
<b>Titoli di Stato USA 5-7 anni</b>	-5,3%
<b>Corporate High Yield globali</b>	-5,9%
<b>Titoli di Stato Paesi Emergenti</b> (in valuta locale)	-5,3%

Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet

Per gli investitori dell'eurozona, la forza della moneta unica nel corso del 2020 ha reso negativi gran parte dei rendimenti dei titoli obbligazionari denominati in valuta estera. Sono quindi risultati remunerativi solamente gli investimenti in titoli denominati in euro e, fra questi, l'unico realmente soddisfacente è stato quello in obbligazioni a lunga scadenza, le cui quotazioni, per l'ennesima volta, sono state gonfiate dai sempre più massicci acquisti effettuati dalle banche centrali.

	Crescita del PIL			Inflazione (CPI)			Disoccupazione		
	2020 (stima)	2021 (previsione)	2022 (previsione)	2020 (stima)	2021 (previsione)	2022 (previsione)	2020 (stima)	2021 (previsione)	2022 (previsione)
<b>Eurozona</b>	-7,4%	4,5%	3,6%	0,2%	1,0%	1,2%	8,0%	9,0%	8,7%
Francia	-9,2%	6,0%	3,6%	0,5%	0,8%	1,2%	8,3%	10,2%	9,5%
Germania	-5,3%	3,6%	2,5%	0,4%	1,2%	1,5%	5,9%	6,1%	5,8%
Italia	-9,1%	5,0%	3,1%	-0,1%	0,4%	1,0%	9,5%	11,2%	10,8%
Spagna	-11,5%	6,0%	5,4%	-0,3%	0,6%	1,1%	15,9%	17,6%	16,4%
<b>Regno Unito</b>	-11,1%	5,2%	5,1%	0,9%	1,5%	1,9%	4,7%	6,8%	5,9%
<b>USA</b>	-3,6%	4,1%	3,2%	1,3%	2,0%	2,0%	8,1%	5,9%	4,7%
<b>Giappone</b>	-5,3%	2,8%	2,0%	0,0%	0,2%	0,6%	3,0%	3,0%	2,5%
<b>Brasile</b>	-5,0%	3,4%	2,5%	3,2%	3,5%	3,5%	13,8%	13,9%	11,6%
<b>Cina</b>	2,0%	8,3%	5,5%	2,5%	2,0%	2,3%	5,4%	4,0%	5,2%
<b>India</b>	-8,3%	9,0%	5,8%	6,6%	4,4%	4,5%	ND	ND	ND
<b>Russia</b>	-4,0%	2,9%	2,3%	3,4%	3,5%	3,9%	6,0%	5,5%	5,0%

Fonte: FactSet

Grazie all'arrivo dei vaccini, che dovrebbero consentire un ritorno alla normalità entro l'estate/autunno del 2021, e in virtù del potente sostegno fiscale e monetario in essere, le principali aree economiche dovrebbero sperimentare nel corso del 2021 un significativo recupero dell'attività, che, sia pure in misura meno robusta, proseguirà anche nel 2022.

La sola economia che non ha conosciuto un tasso di crescita negativo nel corso del 2020 è stata quella cinese: per le altre, tutte duramente colpite, l'elemento discriminante che pare essere di maggior interesse è il tempo necessario per il recupero dei livelli di produzione pre-COVID-19.

Stando ai dati di consenso, e limitando la nostra analisi ai Paesi indicati in tabella, torneranno al livello pre-crisi nel corso del 2021 gli USA e l'India. Il 2022 sarà invece l'anno di Francia, Germania, Brasile e Russia. Italia, Spagna, Regno Unito e Giappone, pur avvicinandosi notevolmente, non dovrebbero invece rivedere il livello di PIL del 2019 entro l'orizzonte temporale della tabella.

L'inflazione non sembra costituire un problema per i prossimi due anni, mentre la disoccupazione, di pari passo con il ritorno della crescita, nel 2021 dovrebbe iniziare a declinare dai livelli molto pesanti raggiunti nel 2020.

## Tassi di cambio

	2020	2021 (previsione)	Apprezzamento rispetto al 2020	2022 (previsione)	Apprezzamento rispetto al 2020
EUR/USD	1,22	1,22	+ 0,3%	1,24	- 1,3%
EUR/JPY	126,33	127,50	- 0,9%	127,00	- 0,5%
EUR/CHF	1,08	1,11	- 2,6%	1,14	- 5,1%
EUR/GBP	0,90	0,89	+ 0,6%	0,88	+ 1,1%
EUR/CNY	8,00	8,00	+ 0,0%	8,32	- 3,8%
EUR/CAD	1,56	1,55	+ 0,6%	1,60	- 2,6%
EUR/AUD	1,59	1,64	- 3,3%	1,60	- 0,9%
EUR/NOK	10,48	10,20	+ 2,7%	9,65	+ 8,6%

Fonte: FactSet

La bassa inflazione consentirà di mantenere per un prolungato periodo di tempo i tassi di policy sui livelli attuali, straordinariamente bassi, mentre i tassi a lungo termine, stando al consenso, sono destinati ad un lento recupero. Attenzione però, perché anche i tassi a lungo termine sono oramai entrati fra gli obiettivi di policy delle banche centrali: anche su questi, dunque, verrà attuata un'attenta vigilanza da parte delle autorità monetarie, che, presumibilmente, perseguiranno ancora a lungo l'obiettivo di tassi reali negativi estesi a tutte le scadenze.

L'euro è visto in rafforzamento, o stabile, contro la maggior parte delle principali valute. Unica rilevante eccezione che si desume dall'analisi del consenso è la corona norvegese che, grazie all'attesa risalita dei prezzi delle materie prime energetiche, dovrebbe apprezzarsi significativamente, anche contro la moneta unica.

## Tassi di policy e di mercato

	2020	2021 (previsione)	2022 (previsione)
<b>Tassi di policy</b>			
USA	0,25%	0,25%	0,25%
Eurozona	0,00%	0,00%	0,00%
Giappone	-0,10%	-0,10%	-0,10%
<b>Rendimento titolo di Stato a 10 anni</b>			
USA	0,9%	1,2%	1,5%
Germania	-0,6%	-0,3%	-0,1%
Giappone	0,0%	0,1%	0,1%

Fonte: FactSet

### Il rapporto debito/PIL

	2020	2021	2022
Francia	118,4%	119,4%	119,7%
Germania	71,2%	72,0%	69,3%
Grecia	198,0%	202,4%	191,8%
Italia	158,6%	159,3%	158,7%
Portogallo	132,3%	130,7%	128,6%
Spagna	119,8%	121,6%	121,7%
Eurozona	101,7%	102,3%	102,5%
Regno Unito	108,0%	110,5%	109,3%
USA	128,4%	132,3%	131,9%
Giappone	259,7%	258,0%	255,4%

Fonte: FactSet

Grazie dunque al superamento della pandemia e con il sostegno della politica monetaria e fiscale, l'economia globale dovrebbe iniziare un lungo percorso di crescita.

Si può confidare che il ciclo espansivo ora iniziato abbia di fronte a sé una prospettiva di lungo termine per due motivi:

- la profondità della recessione che lo ha preceduto è stata tale da richiedere, per il solo recupero dei livelli pre-crisi, un periodo di tempo che va da uno a tre anni, a seconda dei casi,
- gran parte delle autorità monetarie appaiono disposte a tollerare livelli di inflazione superiori all'ordinario.

Per quanto attiene il secondo punto, la BCE non è ancora giunta a tanto, ma riteniamo che l'eccezionalità della situazione costringerà anche i più restii a modificare, almeno in parte, le visioni più conservatrici. D'altro canto, una delle più probabili vie d'uscita per ridimensionare l'enorme stock di debito accumulato per fronteggiare la crisi consiste nell'annegarla, lentamente, nell'inflazione.

Dunque crescita reale, ma anche inflazione. In sintesi: elevata crescita nominale del PIL, quale ricetta per uscire dalla crisi e al tempo stesso alleggerire il fardello del debito pubblico che, come mostrato dalla tabella, è oramai diventato un problema globale.

I migliori investimenti per i prossimi anni potrebbero quindi essere quelli in attività reali: azioni, immobili e bond indicizzati all'inflazione sono solo alcuni esempi.

Come detto, la ripresa dei mercati azionari, dopo il crollo dovuto ai timori legati alla pandemia, si è avviata in primavera.

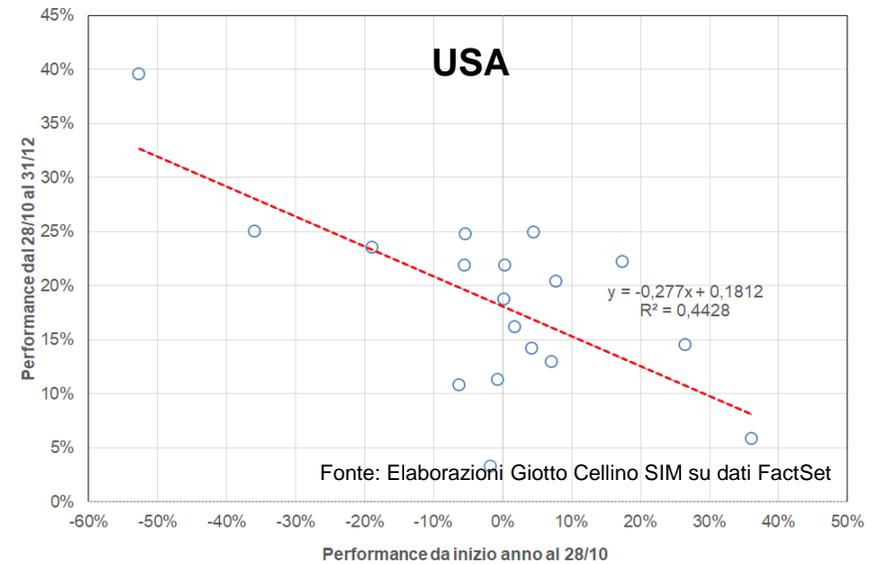
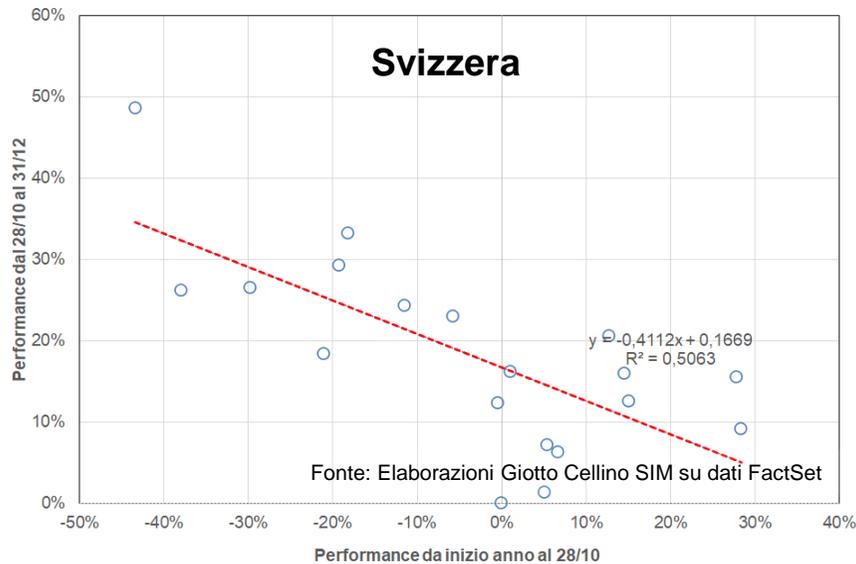
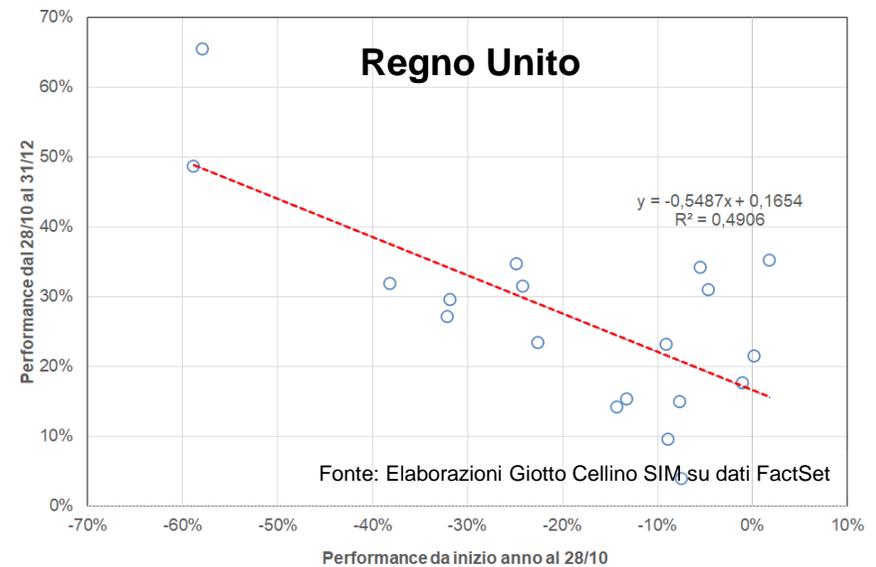
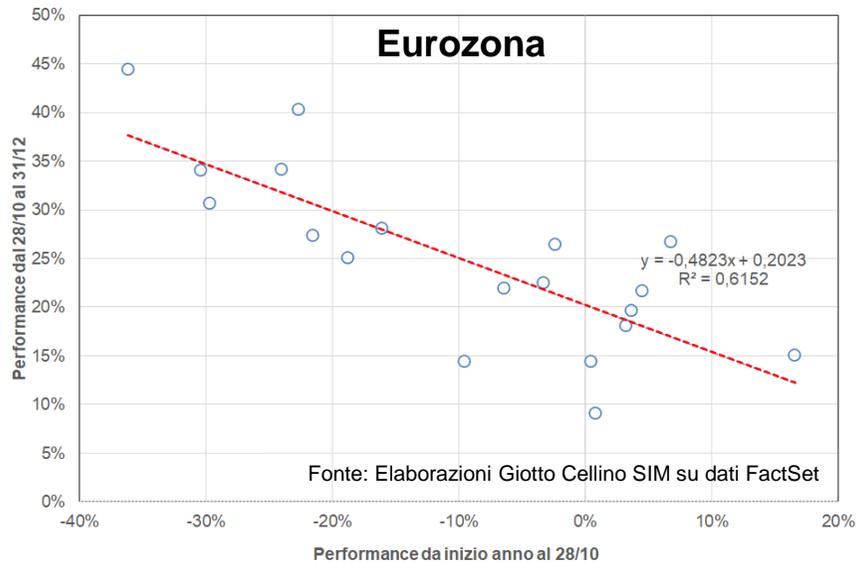
**Si è trattato solo in parte di un movimento guidato dalla fiducia in un superamento della pandemia, poiché, se analizzati con attenzione, i rialzi di tutti i listini sono stati guidati dai due comparti che più di ogni altro hanno tratto vantaggio dalla crisi sanitaria e dal cambiamento di stile di vita che ne potrebbe derivare: il settore tecnologico e quello della salute.**

Nel mese di novembre, dopo una fase correttiva di una certa intensità osservata tra la fine dell'estate e l'inizio dell'autunno, tutti i principali indici azionari hanno messo a segno un forte recupero che si è caratterizzato, soprattutto in Europa, per una evidentissima rotazione settoriale rispetto alla prima fase del rialzo.

**La rotazione settoriale, che ha portato gli investitori a concentrare gli acquisti sui settori ciclici, è la prova del fatto che questa seconda fase del rialzo, a differenza della prima, è stata fortemente sostenuta dalla speranza di un rapido ritorno alla normalità, grazie all'imminente diffusione dei vaccini.**

Nei grafici della pagina seguente sono rappresentate le performance dei principali indici settoriali (\*) dei mercati europei e americano. In particolare, sull'asse orizzontale è misurata la performance da inizio anno al 28 ottobre e sull'asse verticale quella dal 28 ottobre al 31 dicembre. L'inclinazione negativa di tutte le rette interpolanti evidenzia quanto detto: esiste una consistente relazione negativa fra la performance dei comparti realizzata da inizio anno fino a fine ottobre e quella realizzata negli ultimi mesi dell'anno in esame.

(\*) Per il mercato americano è stato escluso il settore beni durevoli, il cui andamento, pesantemente influenzato dal titolo Tesla, è risultato anomalo nel periodo di osservazione



### Su quali basi si fonda tale rotazione e quali prospettive l'attendono nel 2021?

Come per i mercati nel loro complesso, piuttosto che guardare a multipli di breve periodo, l'analisi settoriale con la quale intendiamo rispondere a questa domanda si fonda sul CAPE (si veda l'appendice per l'illustrazione del concetto di CAPE).

Mediante il CAPE abbiamo analizzato i principali indici settoriali di Francia, Germania, Italia, USA e Giappone e li abbiamo suddivisi in tre categorie:

- **Sottovalutati:** indici che per raggiungere il CAPE medio di lungo periodo devono crescere più del 5%
- **Correttamente valutati:** indici che per raggiungere il CAPE medio di lungo periodo devono realizzare una performance compresa fra il + 10% e il - 10%.
- **Sopravvalutati:** indici che per raggiungere il CAPE medio di lungo periodo devono perdere più del 5%.

La tabella della pagina seguente sintetizza i risultati dell'analisi

**Valutazione tramite il CAPE degli indici settoriali di alcuni mercati azionari**

	Francia	Germania	Italia	USA	Giappone
Beni durevoli	Yellow	Green	Red	Red	Yellow
Beni non durevoli	Red	Red	Red	Red	Green
Commercio e servizi	Yellow	Red	Red	Red	Red
Energia	Green	Grey	Green	Green	Green
Finanza	Green	Yellow	Yellow	Red	Green
Health Care	Red	Green	Red	Red	Red
Industriale	Red	Yellow	Green	Yellow	Green
Materie prime non energetiche	Yellow	Green	Red	Red	Green
Tecnologia	Red	Yellow	Red	Red	Red
Telcomunicazioni	Yellow	Red	Green	Red	Red
Utilities	Green	Yellow	Red	Red	Green

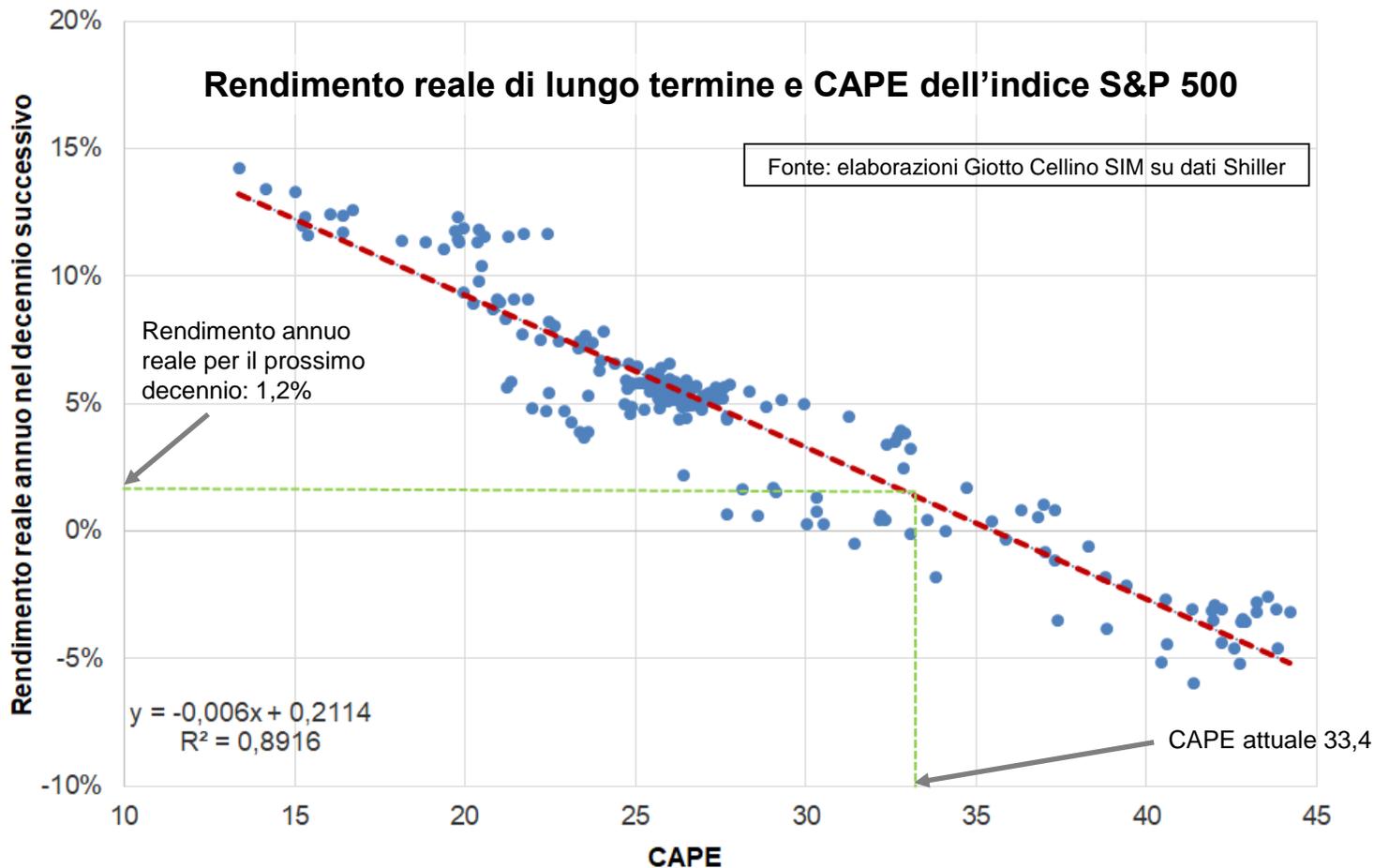
Fonte: Elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet



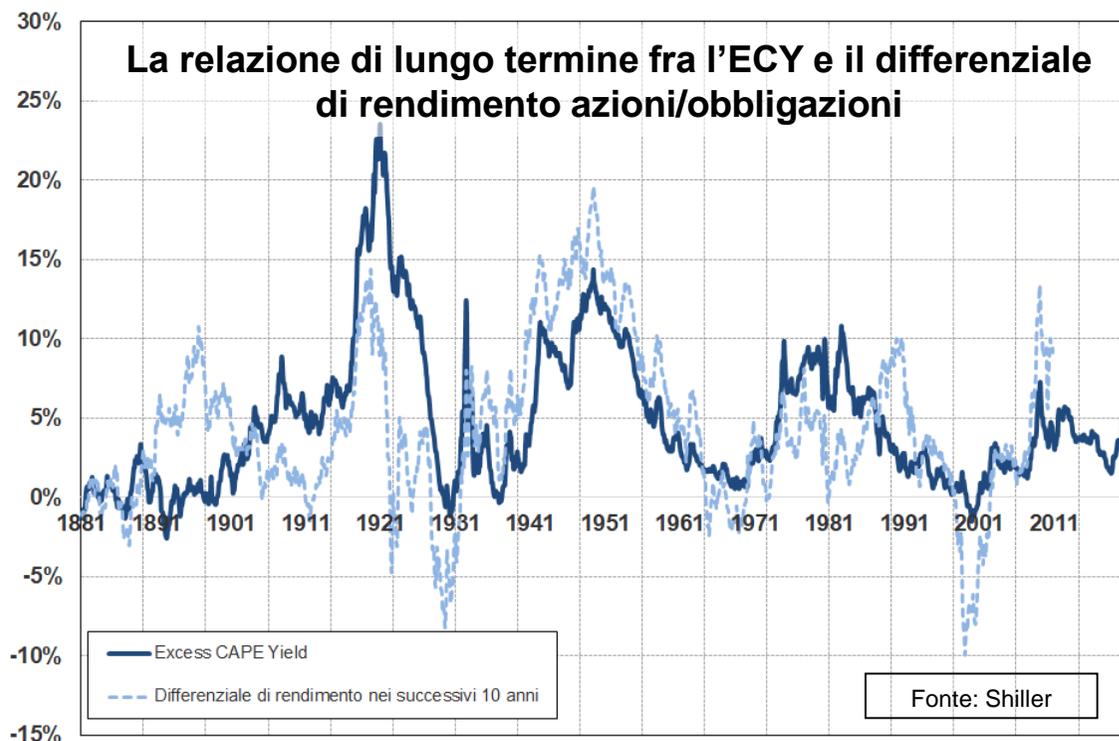
E' piuttosto chiaro, osservando la tabella, che il recupero dei mercati azionari potrà procedere senza generare eccessive tensioni nelle valutazioni, solo attraverso una prosecuzione della rotazione settoriale.

Sono infatti solo i settori ciclici (e quelli a maggior incidenza di titoli value) ad avere ancora spazio di apprezzamento, mentre per gli altri comparti, già sopravvalutati, la prosecuzione del rialzo potrebbe portare alla formazione di pericolose bolle.

L'osservazione della tabella conferma inoltre quanto osserveremo a livello di indici nazionali: i mercati europei e quello giapponese appaiono più interessanti di quello USA.



Il grafico replica un'analisi condotta dal professor Michael Finke e pubblicata nel luglio 2020, grazie alla quale l'economista ha verificato la straordinaria capacità dimostrata dal CAPE nel predire i rendimenti dell'indice S&P 500 per i decenni iniziati tra il 1995 e il 2010. La conclusione che se ne può trarre però, se riferita alla situazione attuale, è piuttosto sconcertante, visto che, sulla base del modello di regressione proposto da Finke, l'attuale livello del CAPE anticipa, per il mercato americano, un decennio a venire di rendimenti assai modesti.



Curiosamente, il prof. Robert Shiller, che del CAPE è stato l'ideatore, in un articolo pubblicato in novembre ha in parte contraddetto le pessimistiche conclusioni che Finke, e con lui molti altri analisti, traggono dalla lettura del CAPE.

Il grafico riproduce l'analisi di Shiller che, dal 1881 ad oggi, ha riguardato un indicatore che del CAPE è una diretta derivazione: l'Excess CAPE Yield (ECY). L'ECY altro non è che una misura del premio per il rischio azionario, ottenuta sottraendo al rendimento atteso dalle azioni - l'earnings yield, pari all'inverso del CAPE - il rendimento reale dei titoli di Stato decennali.

L'ECY ha mostrato una buona capacità di anticipare il sovrarendimento decennale delle azioni rispetto alle obbligazioni.

La conclusione cui giunge Shiller è che la situazione del mercato USA è meno sconcertante di quanto possa apparire: infatti l'ECY, pari al 3,8%, per quanto non elevatissimo, segnala una condizione meno tesa di quella che si deriva dall'osservazione del solo CAPE.

**Si noti che la considerazione cui giunge Shiller trae forza da una situazione caratterizzata da rendimenti obbligazionari straordinariamente bassi che rendono quindi appetibile l'investimento azionario, inducendo un'espansione dei multipli.**

Concordiamo pienamente con le conclusioni di Shiller, alle quali, peraltro, eravamo giunti già lo scorso anno, in occasione della presentazione dell'outlook per il 2020, nel quale anticipavamo l'avvento di un'era di multipli elevati come diretta conseguenza dell'azione delle banche centrali che, per effetto della crisi indotta dal COVID-19, è oggi straordinariamente più pressante di quanto si potesse immaginare allora.

Ma Shiller nell'articolo svolge altre considerazioni, a nostro giudizio ancora più interessanti, che hanno per oggetto i mercati europei e quello giapponese.

## Rendimenti reali attesi e storici di alcuni mercati azionari internazionali

	CAPE al 31/12/2020	Rendimento reale annuo <u>atteso</u> di lungo periodo (1/CAPE)	Excess CAPE yield	Rendimento reale annuo <u>storico</u> (indice MSCI total return in valuta locale)
Italia	19,7	5,1%	6,8%	5,1%
Francia	22,4	4,5%	6,2%	7,2%
Germania	18,6	5,4%	7,3%	6,9%
Spagna	16,0	6,2%	8,1%	7,3%
Svizzera	26,0	3,8%	4,4%	7,7%
Regno Unito	13,9	7,2%	9,2%	5,0%
Giappone	22,4	4,5%	4,9%	4,1%
USA	33,4	3,0%	3,8%	8,6%

Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet e Shiller

Per evidenziare la nuova prospettiva proposta da Shiller, nella consueta tabella in cui riportiamo i CAPE, quest'anno riportiamo anche l'ECY. Come detto, è proprio guardando ai mercati extra USA che Shiller coglie le implicazioni più interessanti della propria analisi: infatti, tanto i mercati europei quanto quello giapponese, secondo i suoi calcoli, mostrano un ECY che si colloca sui massimi degli ultimi 40 anni. In conclusione sottolineiamo che Shiller non ci dice che le azioni USA offriranno rendimenti elevati nei prossimi anni, ma che, basandosi sulla prospettiva di un prolungato periodo di tassi bassi, è *razionale* preferirle all'investimento obbligazionario.

In parte diverso il caso delle azioni europee e giapponesi, per le quali, oltre ad un elevato sovrarendimento rispetto all'investimento obbligazionario, è anche lecito attendersi un rendimento assoluto in linea con le medie storiche (o di poco inferiore).

Insomma, per qualche tempo dovremo riporre in soffitta i vecchi modelli di valutazione e riconoscere che alcune leggi fondamentali della finanza sono temporaneamente sospese per volontà delle banche centrali.

**Straordinaria, temporanea** e, dunque, **rischiosa**: tre aggettivi che descrivono la condizione attuale dei mercati azionari così come l'abbiamo delineata in queste pagine. Un'opportunità unica per gli investitori, una pagina di storia economica che si sta scrivendo davanti ai nostri occhi.

## Asset Allocation azionaria internazionale

Area geografica	Giudizio
Eurozona	SOVRAPESARE
Regno Unito	SOVRAPESARE
Svizzera	SOTTOPEARE
Giappone	SOVRAPESARE
Paesi Emergenti	SOVRAPESARE
USA	SOTTOPEARE

Fonte: Giotto Cellino SIM

L'asset allocation azionaria internazionale deriva dalle valutazioni dei singoli mercati, condotte mediante il CAPE, e dalla constatazione che Europa, Giappone e Paesi Emergenti risultano maggiormente esposti ai settori ciclici ed ai titoli *value* rispetto agli USA.

## Un paniere di azioni europee

Azione	Paese	Settore
Atos	Francia	Tecnologia
Axa	Francia	Assicurazioni
Engie	Francia	Utilities
Peugeot	Francia	Auto
Publicis Groupe SA	Francia	Media
Sanofi	Francia	Salute
Thales	Francia	Industriale
Total	Francia	Petroliero
Allianz	Germania	Assicurazioni
Alstria	Germania	Finanziari
Bayer	Germania	Salute
Continental	Germania	Auto
Fresenius Medical Care	Germania	Salute
Porsche	Germania	Auto
RWE	Germania	Utilities
Siemens	Germania	Industriale
Volkswagen	Germania	Auto
British Petroleum	Regno Unito	Petroliero
British Telecom	Regno Unito	Telecomunicazioni
Repsol	Spagna	Petroliero
Telefonica	Spagna	Telecomunicazioni
Comp. Fin. Richemont	Svizzera	Beni di consumo
Novartis	Svizzera	Salute

Fonte: Giotto Cellino SIM

Il paniere di azioni europee è costituito da azioni diversificate, giudicate sottovalutate dal nostro modello di valutazione fondamentale.

## Asset Allocation azionaria Italia

Azione	Settore
Assicurazioni Generali	Assicurazioni
Poste Italiane	Assicurazioni
Brembo	Auto
Pirelli	Auto
Stellantis	Auto
Banca IFIS	Banche
Intesa Sanpaolo	Banche
Unicredit	Banche
OVS	Beni di consumo
Tod's	Beni di consumo
Buzzi Unicem	Costruzioni
Autostrada TO-MI	Industriali
BIESSE	Industriali
Datalogic	Industriali
Leonardo	Industriali
Prima Industrie	Industriali
Tenaris	Materie Prime
ENI	Petroli
Telecom Italia	Telecomunicazioni
ENEL	Utilities
SNAM	Utilities
Terna	Utilities

Settore	Peso FTSE MIB	Peso portaf. consigliato	Diff.
Banche	19,6%	18,0%	-1,6%
Utilities	23,0%	21,0%	-2,0%
Petroli	6,8%	8,0%	+1,2%
Industriale	10,7%	13,0%	+2,3%
Auto	13,4%	15,0%	+1,6%
Assicurazioni	6,9%	11,0%	+4,1%
Tecnologia	6,1%	0,0%	-6,1%
Finanziari	2,6%	0,0%	-2,6%
Salute	3,5%	0,0%	-3,5%
Beni di consumo	2,7%	6,0%	+3,3%
Materie prime	0,9%	2,5%	+1,6%
Telecomunicazioni	2,0%	2,5%	+0,5%
Alimentari	1,3%	0,0%	-1,3%
Costruzioni	0,4%	3,0%	+2,6%

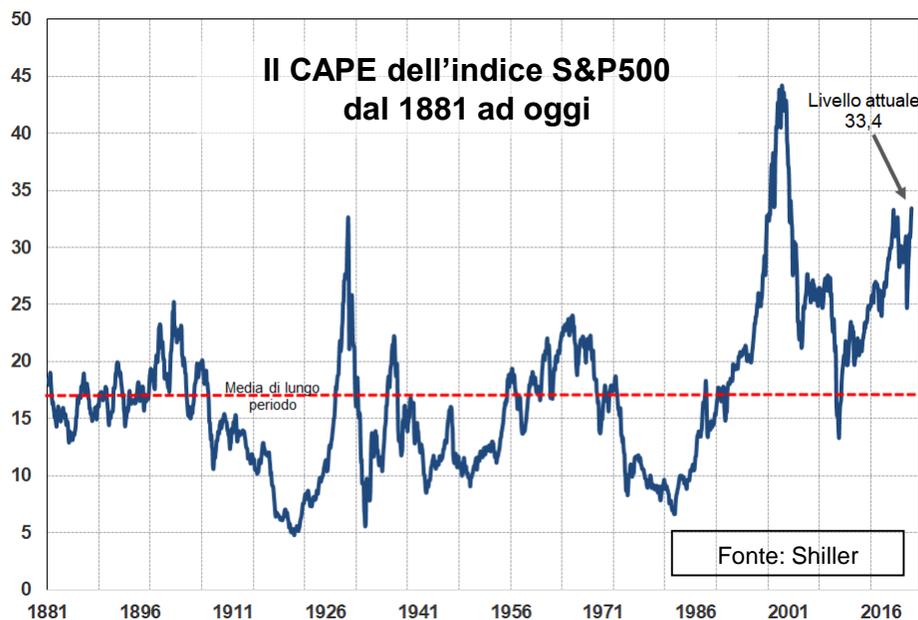
Fonte: Giotto Cellino SIM

Per il mercato italiano, reiteriamo la scommessa sui settori ciclici, che l'anno scorso si è rivelata poco remunerativa a causa dell'inattesa recessione causata dalla pandemia. L'inizio di una prolungata fase di espansione economica e la rotazione settoriale già in essere dovrebbero premiare nel 2021 questa scelta. Nella seconda tabella riportiamo una asset allocation "tipo", ottenibile ponderando in modo opportuno i titoli della prima tabella.

Il CAPE, ossia il *Cyclically Adjusted Price Earnings*, è un indicatore ideato dal premio Nobel Robert Shiller che, diversamente dal più comune rapporto Prezzo/Utili calcolato ponendo al denominatore gli utili correnti o quelli attesi, utilizza la media degli utili degli ultimi 10 anni corretti per l'inflazione. Questo aggiustamento consente di ottenere un valore dell'utile che tenga conto sia degli anni particolarmente favorevoli, sia di quelli negativi, giungendo così ad una stima dell'utile che può essere considerato «normale».

Lo stesso Shiller ha verificato che il CAPE, oscillando attorno alla propria media di lungo periodo per effetto delle variazioni del prezzo (e non dell'utile, come avverrebbe se l'ipotesi di efficienza del mercato fosse verificata), consente di discriminare fra mercati sottovalutati e sopravvalutati, utilizzando come spartiacque il valore medio pari a circa 17 (valido per il mercato USA; per i mercati europei, escluso il Regno Unito, le medie storiche risultano generalmente superiori).

L'inverso del CAPE, il cosiddetto *earnings yield*, rappresenta una buona *proxy* del rendimento atteso di lungo termine che, se confrontato con quello storico, può fornire un ulteriore metro per valutare l'appetibilità dell'investimento in un dato mercato in un'ottica di lungo termine.



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.