



Prospettive economiche e strategie di investimento per il 2023

Novembre 2022

Indice

L'andamento dei mercati nel 2022

Azioni, obbligazioni, tassi, materie prime e cambi

La recessione più "desiderata"

Rischi e opportunità di una situazione inconsueta

Evoluzione della congiuntura

Stime e previsioni

Prospettive sull'inflazione

Inflazione e mercati finanziari

Inflazione e mercati obbligazionari

Inflazione e mercati azionari

Prospettive per i mercati azionari

Premio per il rischio atteso dall'investimento azionario

Asset Allocation azionaria internazionale

Asset Allocation azionaria Italia

Grafici e tabelle presentati, ove non diversamente indicato, sono aggiornati al 18 novembre 2022

Come si può osservare nella tabella a fianco, i ribassi, in campo finanziario, nel corso dell'anno 2022 non hanno risparmiato né le azioni né le obbligazioni: entrambe hanno infatti registrato performance pesantemente negative.

Il movimento sincronizzato delle due *asset class* ha una radice comune nella crescita dell'inflazione che, nel caso delle obbligazioni, ha avuto un impatto diretto, poiché, al crescere dell'inflazione, gli investitori hanno immediatamente richiesto maggiori rendimenti nominali; mentre, nel caso delle azioni, il calo dei corsi si è avviato quando le banche centrali hanno iniziato a dimostrare insofferenza nei confronti dell'inflazione, prefigurando politiche monetarie restrittive capaci di frenare la crescita economica fino al limite di indurre una vera e propria recessione.

Appare comunque piuttosto evidente che l'inflazione ha colpito più duramente i mercati obbligazionari rispetto a quelli azionari.

All'interno dei listini azionari il movimento dei prezzi si è invece rivelato poco uniforme a livello settoriale, dove si osservano comparti in significativa controtendenza, primo fra tutti quello energetico.

I prezzi delle materie prime risultano generalmente in crescita da inizio anno, anche se i massimi si sono visti già da qualche mese, mentre le tensioni sui prezzi dei trasporti marittimi sembrano essersi notevolmente allentate rispetto allo scorso anno.

Per quanto concerne i tassi di cambio, si registra la notevole forza del dollaro USA sull'euro e di buona parte delle *commodity currencies* (le valute legate all'andamento delle materie prime), mentre si sono indebolite contro euro lo yen giapponese e, in minor misura, la sterlina inglese.

| | Variazione da inizio anno |
|---|---------------------------|
| Mercati azionari (in valuta locale) | |
| FTSE MIB | - 9,8% |
| DAX | - 9,1% |
| CAC | - 7,1% |
| FTSE 100 | + 0,0% |
| S&P 500 | - 16,8% |
| Nasdaq | - 28,8% |
| Nikkei | - 3,1% |
| MSCI E.M. | - 18,1% |

| | Variazione da inizio anno |
|---|---------------------------|
| Indici obbligazionari (in valuta locale) | |
| Titoli di Stato USA | - 13,0% |
| Titoli di Stato Euro | - 15,0% |
| Titoli di Stato Italia | - 13,4% |
| Obbligazioni corporate USA | - 16,7% |
| Obbligazioni corporate Euro | - 12,6% |

| Settori azionari mondo (indici settoriali FactSet in euro) | |
|---|---------|
| Communications | + 1,7% |
| Finance | - 3,7% |
| Transportation | - 4,0% |
| Utilities | + 4,5% |
| Commercial Services | - 15,9% |
| Consumer Durables | - 25,2% |
| Consumer Services | - 12,8% |
| Distribution Services | - 4,4% |
| Electronic Technology | - 15,8% |
| Energy Minerals | + 35,2% |
| Health Services | + 3,6% |
| Health Technology | - 5,2% |
| Industrial Services | + 12,6% |
| Process Industries | - 7,9% |
| Producer Manufacturing | - 12,2% |
| Retail Trade | - 16,8% |
| Technology Services | - 28,6% |
| Consumer Non-Durables | - 6,5% |
| Non-Energy Minerals | - 0,5% |

| Materie prime | |
|---------------------------|---------|
| Greggio (dollari/barile) | + 6,3% |
| Oro (dollari/oncia) | - 4,3% |
| Rame (dollari/tonnellata) | - 17,0% |
| Mais (dollari/bushel) | + 12,3% |
| Grano (dollari/bushel) | + 15,5% |
| S&P GSCI | + 10,3% |
| Baltic Dry Index | - 46,4% |

| Tassi di cambio dell'Euro | |
|----------------------------------|---------|
| Dollaro USA | + 9,8% |
| Yen giapponese | - 9,7% |
| Sterlina britannica | - 3,4% |
| Franco svizzero | + 5,2% |
| Corona norvegese | - 4,8% |
| Corona svedese | - 6,2% |
| Dollaro canadese | + 3,6% |
| Dollaro australiano | + 1,0% |
| Renminbi cinese | - 1,9% |
| Real brasiliano | + 14,5% |

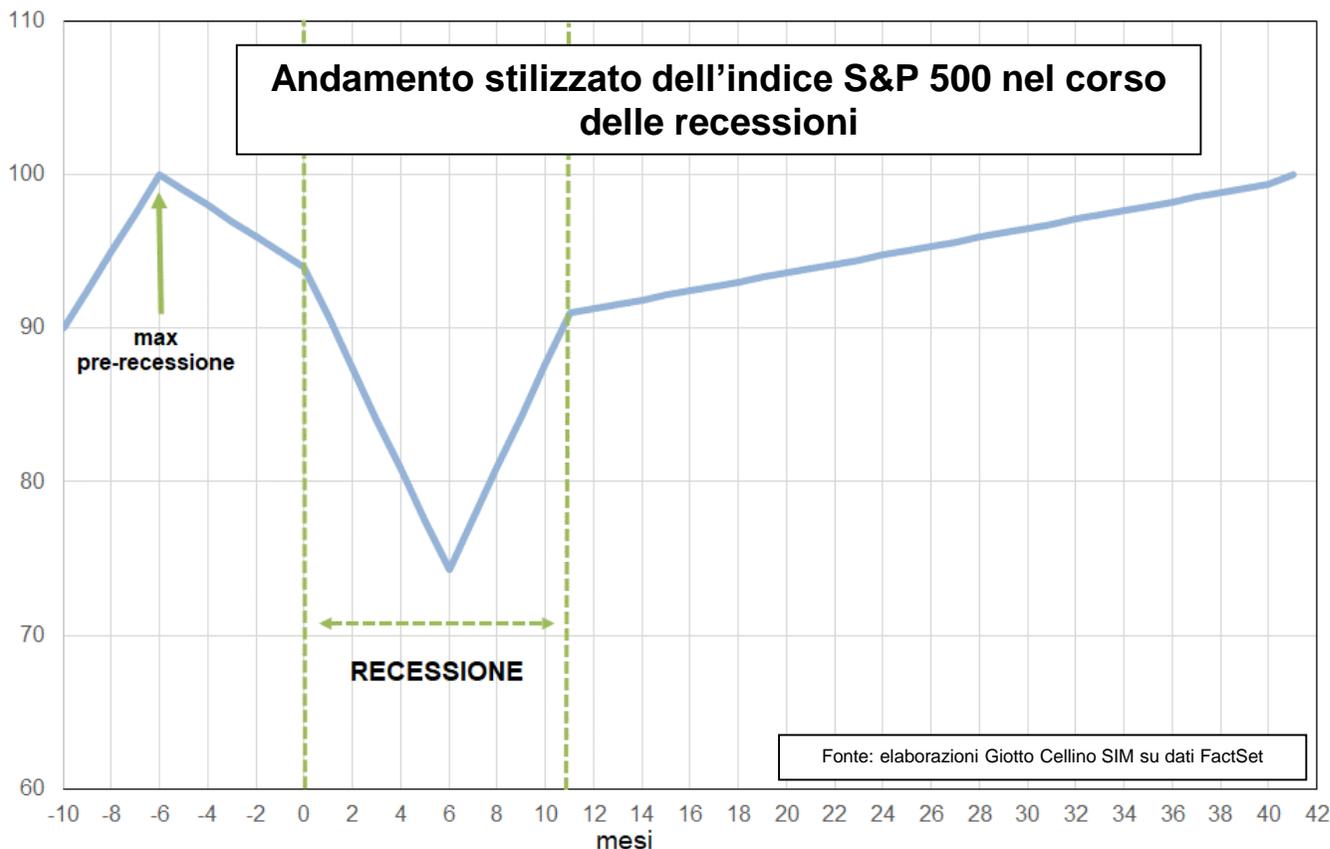
Fonte: FactSet

Come noto, il principale problema che oggi affligge le economie occidentali è l'elevata inflazione, pericolo che le banche centrali stanno contrastando con l'unico strumento a loro disposizione: una politica monetaria restrittiva attraverso la quale condurre il sistema economico in recessione. Non ci si deve quindi stupire delle reazioni paradossali osservate recentemente sui mercati finanziari che, talvolta, accolgono favorevolmente dati macroeconomici negativi: qualsiasi segnale di rallentamento dell'economia, infatti, viene visto come anticipatore della "salvifica" recessione che, sgombrando il campo dalla tanto temuta inflazione, consentirà al sistema economico di ripartire, lasciandosi alle spalle il problema.

Il meccanismo immaginato è molto semplice: la recessione dell'economia porta a una riduzione della domanda di beni e servizi e, quindi, a un calmieramento dei loro prezzi o, in altre parole, a un rallentamento dell'inflazione.

Purtroppo, le cose non sono né semplici né automatiche come si vorrebbe credere: ad esempio, la recessione potrebbe palesarsi, con tutti i corollari negativi che ne derivano, senza avere gli effetti sperati sull'inflazione. Il rischio è quindi quello di trovarsi, alla fine delle politiche restrittive, con due mali (inflazione e recessione) anziché con la sola inflazione che si è vanamente tentato di curare. Questo rischio è particolarmente presente in Europa, dove la causa principale dell'inflazione non è la domanda esuberante dei consumatori, ma risiede nell'aumento dei costi energetici, contro il quale la politica monetaria ha le armi spuntate.

Non solo, le banche centrali non hanno strumenti per monitorare in "tempo reale" l'impatto sull'economia delle politiche restrittive attuate, ma, a causa del ritardo temporale che intercorre fra le scelte di politica monetaria e il dispiegarsi dei loro effetti sull'economia reale, ne conoscono l'esito con diversi mesi di ritardo. Esiste quindi anche il rischio che la recessione da esse indotta si riveli molto più pesante di quella necessaria al contenimento dell'inflazione. In questo caso l'inflazione verrebbe debellata, ma con un costo economico e sociale molto severo.



mentre le due linee tratteggiate verdi delimitano il lasso temporale mediamente occupato dalle recessioni passate.

Come si può notare, negli USA in media le recessioni sono durate circa 11 mesi e il mercato azionario ha raggiunto un massimo 6 mesi prima e un minimo 6 mesi dopo il loro inizio. Di norma, successivamente al minimo, l'indice inizia un recupero che, a fine recessione, lo vede già non lontano dal massimo precedente.

Poiché quella che probabilmente arriverà a breve, oltre a essere la più desiderata, è anche una delle più annunciate tra le recenti recessioni, è evidente che gli investitori abbiano una certa fretta nel vederla apparire, così che possa avviarsi la successione di eventi descritta nel grafico e i mercati azionari possano iniziare l'atteso recupero.

Un altro motivo per il quale la recessione è oggi particolarmente attesa si può ricavare dall'osservazione del grafico, nel quale è stilizzato l'andamento tipico del mercato azionario USA, prima, durante e dopo una recessione. Nel grafico, sull'asse delle ascisse è rappresentato il tempo, misurato in mesi e posto pari a zero in corrispondenza dell'inizio della recessione, la spezzata azzurra descrive l'andamento medio dell'indice S&P 500 nel corso delle precedenti recessioni,

Anche in questo caso, però, confidare nell'automatica ripartenza dei listini fondata sull'osservazione del dato storico potrebbe rivelarsi pericoloso: il recupero dei mercati nel corso delle recessioni è infatti sospinto dall'allentamento delle politiche monetarie che, normalmente, le banche centrali avviano al termine del ciclo restrittivo, ma poiché l'obiettivo primario oggi è, come detto, debellare un'inflazione particolarmente coriacea, è possibile che, raggiunto il picco dei tassi, le banche centrali li mantengano su tali livelli per un periodo superiore alla norma,.

La situazione in cui versano le economie e i mercati azionari è dunque complessa e inconsueta per i motivi ora descritti. Esistono però anche segnali incoraggianti che non vanno sottovalutati:

- Innanzitutto, la buona notizia è che la recessione sembra finalmente alle porte, ma non solo: sulla base delle stime attualmente disponibili dovrebbe rivelarsi piuttosto lieve, sia nell'Eurozona che negli USA, quindi il rischio di un eccesso di cura da parte delle banche centrali sembrerebbe scongiurato;
- l'inflazione potrebbe avere già raggiunto il picco negli USA, mentre in Europa vi sono segnali che tale punto di svolta sia molto vicino: dunque, l'azione delle banche centrali inizia a dare i propri frutti;
- i mercati azionari, come detto, aspettano il rallentamento economico da tempo e hanno fatto già molta strada per scontarlo nei prezzi e se la recessione sarà, come atteso, più breve e più blanda della media storica, il loro recupero, pur in assenza di una rapida inversione della politica monetaria, potrà trovare sostegno nei profitti societari che, nonostante il rallentamento dell'economia, sembrano mantenersi robusti;
- alcuni timidi segnali suggeriscono che il conflitto fra Russia e Ucraina potrebbe essere vicino alla conclusione o, quantomeno, a una tregua;
- infine, l'ambiente economico e finanziario che ci attende potrebbe rivelarsi tutt'altro che ostile nei confronti degli investimenti, sia azionari sia obbligazionari.

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

Fonte: FactSet

I dati riferiti al 2022 e al 2023 contenuti in tabella sono previsioni di consenso tratte dalla banca dati FactSet. La crescita economica nel 2021 si è rivelata assai robusta per effetto dell'esplosione dei consumi successiva a quella che, auspicabilmente, è stata la fine della pandemia.

Nel corso 2022, la crescita, inizialmente attesa ancora sostenuta, è stata rivista in costante riduzione. Le attese per il 2022 e 2023 sono infatti in progressivo declino poiché hanno scontato un rallentamento che dovrebbe materializzarsi a cavallo del biennio, dovuto dapprima all'esplosione del

(*) Accanto a ciascuna previsione, la freccia rivolta verso l'alto indica una tendenza del consenso a rivedere al rialzo il dato negli ultimi mesi, la freccia verso il basso una tendenza a rivederlo al ribasso, mentre l'uguale affianca valori stabili.

conflitto russo-ucraino, successivamente all'effetto depressivo dell'inflazione sul potere d'acquisto delle famiglie ed infine, soprattutto, al dispiegarsi degli effetti frenanti delle politiche monetarie 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 che, negli USA, sono dovute allo squilibrio fra la forte domanda, risorta dopo i *lock-down*, e l'offerta, messa in difficoltà dai ben noti colli di bottiglia, riconducibili anch'essi agli strascichi della pandemia.

Molto differente l'origine dell'inflazione in Europa, dove agli squilibri osservati negli USA si aggiunge, come già osservato, l'eccezionale crescita del prezzo del gas, indotta dalle ritorsioni russe contro le sanzioni dei paesi occidentali.

Proprio la natura prevalentemente esogena dell'inflazione europea alimenta alcune perplessità circa la scelta della BCE di allinearsi alla politica monetaria fortemente restrittiva della FED.

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.

| | Crescita trimestrale del PIL | | |
|--------------------|------------------------------|------------------|-------------------|
| | IV trimestre 2022 | I trimestre 2023 | II trimestre 2023 |
| Eurozona | -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% |
| Regno Unito | -0,4% | -0,4% | -0,2% |
| USA | 0,7% | -0,4% | -0,5% |
| Giappone | 2,4% | 1,0% | 1,0% |
| Brasile | -0,2% | -0,1% | 0,1% |
| Cina | 1,1% | 1,0% | 1,1% |
| India | 4,7% | 4,3% | 4,3% |
| Russia | -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, rispetto alle quali i ribassi messi a segno dagli indici azionari nel corso del 2022 possono considerarsi adeguati.

La tabella a destra riporta i dati attuali e le previsioni di consenso tratte dalla banca dati FactSet. Sulla base di tali stime, il processo di crescita dei rendimenti obbligazionari a lungo termine dovrebbe essere in via di esaurimento. Non stupisce che i tassi a lungo termine raggiungano il picco in anticipo rispetto a quelli a breve: i primi sono infatti mossi dalle attese di inflazione e si muovono rapidamente mentre i secondi, governati dalle banche centrali, raggiungono il picco al termine delle manovre restrittive da queste attuate.

Rendimenti obbligazionari

(titoli di Stato a 10 anni)

| | Attuale | 2023 (previsione) | 2024 (previsione) |
|----------|---------|----------------------|----------------------|
| USA | 3,8% | 3,5% | 3,0% |
| Germania | 2,1% | 2,1% | 2,1% |
| Giappone | 0,2% | 0,2% | 0,2% |

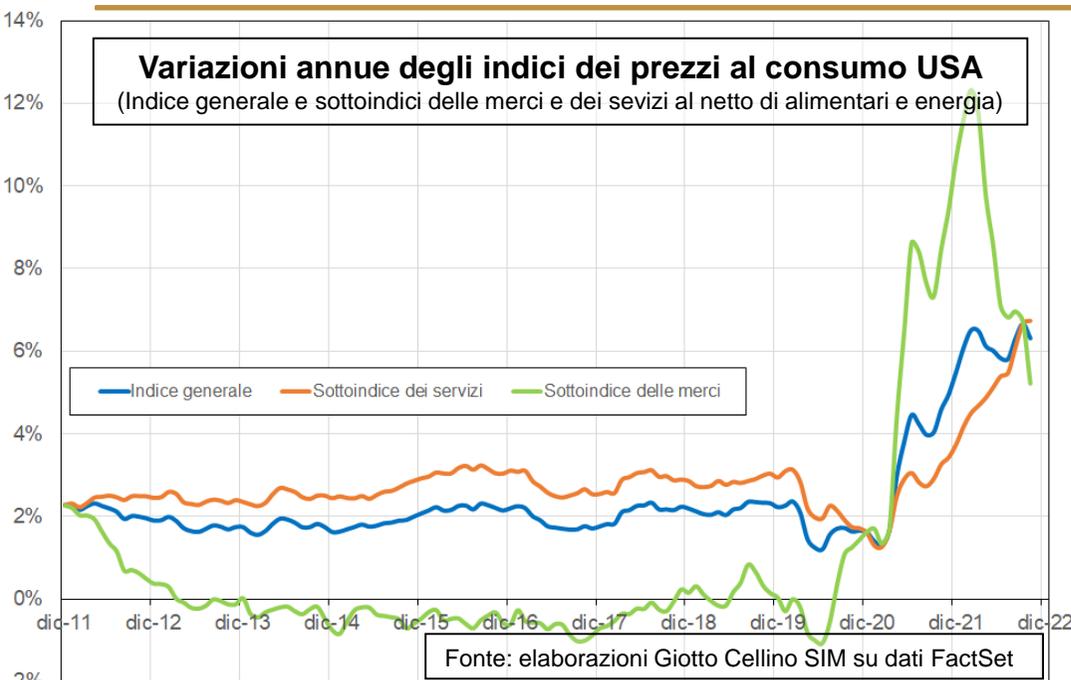
Fonte: FactSet

Tassi di cambio dell'euro

| | Attuale | 2023 (previsione) | Variazione vs Euro rispetto al dato attuale | 2024 (previsione) | Variazione vs Euro rispetto al dato attuale |
|-----|---------|----------------------|---|----------------------|---|
| USD | 1,04 | 1,09 | - 4,5% | 1,11 | - 6,9% |
| JPY | 144,94 | 137,50 | + 5,4% | 147,00 | - 1,4% |
| CHF | 0,99 | 1,02 | - 3,4% | 1,05 | - 6,2% |
| GBP | 0,87 | 0,87 | + 0,4% | 0,87 | - 0,1% |
| CNY | 7,39 | 7,79 | - 5,2% | ND | |
| CAD | 1,39 | 1,36 | + 1,7% | ND | |
| AUD | 1,55 | 1,50 | + 3,2% | ND | |
| NOK | 10,54 | 9,50 | + 10,9% | 9,80 | + 7,5% |

Fonte: FactSet

La tabella a sinistra riporta i dati attuali e le previsioni di consenso tratte dalla banca dati FactSet: il consenso prevede per i prossimi anni un euro in forte recupero contro le principali divise. Fanno eccezione la sterlina inglese, il cui rapporto di cambio con la moneta unica si dovrebbe mantenere stabile, la corona norvegese e lo yen giapponese che dovrebbero invece apprezzarsi in misura significativa.



Come detto, l'inflazione negli USA è cresciuta per effetto di uno squilibrio fra domanda e offerta riconducibile al disordine diffusosi nell'economia mondiale per effetto della pandemia. Come si può rilevare dal grafico, infatti, la prima componente dell'inflazione che si è mossa al rialzo è stata quella delle merci. L'impossibilità per i consumatori di fruire di molti servizi, non erogati a causa dei *lock down*, li ha indotti a sostituirli con il consumo di beni: si compravano televisori nell'impossibilità di andare al cinema, attrezzi ginnici nell'impossibilità di frequentare una palestra e così via. Successivamente, con il procedere delle aperture, l'inflazione ha iniziato ad interessare anche i servizi.

Come si vede, il picco dell'inflazione del sottoindice delle merci si è già osservato a inizio 2022, mentre la crescita dell'inflazione dei servizi è

fermata a ottobre 2022, mese nel quale l'indice generale ha dato un primo segnale di inversione.

L'inflazione non è però destinata a ritornare a breve sui bassi livelli sperimentati nel decennio precedente, poiché è probabile che in futuro verranno meno alcuni elementi deflazionistici che hanno caratterizzato gli anni passati.

Osservando il grafico si nota come il tasso di inflazione delle merci sia sempre stato pressoché pari a zero nel corso di tutto il decennio passato. Guardando ancora più indietro, si può constatare come il fenomeno abbia origini lontane nel tempo: l'assenza di inflazione nei prezzi delle merci è stato il principale beneficio apportato dalla globalizzazione che, delocalizzando la produzione con il solo obiettivo di minimizzare i costi, ha appiattito il livello dei prezzi dei manufatti.

L'unica componente inflazionistica è stata quindi, per molti anni, solo quella legata ai prezzi dei servizi che, in molti casi, non possono essere delocalizzati: c'è da attendersi che, pur ridimensionandosi rispetto agli attuali livelli, in futuro si sperimenterà un'inflazione positiva anche nei prezzi delle merci.

Infatti in futuro la localizzazione delle produzioni non mirerà solo all'ottimizzazione dei costi, ma anche a quella dei rischi legati all'interruzione delle catene del valore. Tali rischi, messi in luce dalla pandemia, si sono ulteriormente amplificati a causa degli sconvolgimenti geopolitici degli ultimi mesi, che stanno conducendo il mondo verso una nuova polarizzazione.

Possiamo concludere che, sia pure a livelli inferiori agli attuali, un'inflazione significativamente superiore a quella degli anni passati ci accompagnerà probabilmente per lungo tempo.



recessione indotta dalla pandemia, e la successiva esplosione che ci conduce ai giorni nostri. Oggi le attese di inflazione media annua per i prossimi 5 anni si attestano ad un livello del 2,2%, dopo essere transitate per il 3,6%: il brusco calo è dovuto alla vigorosa azione della FED che ha lasciato intendere di essere disposta a qualsiasi sacrificio pur di riportare l'inflazione all'obiettivo prefissato.

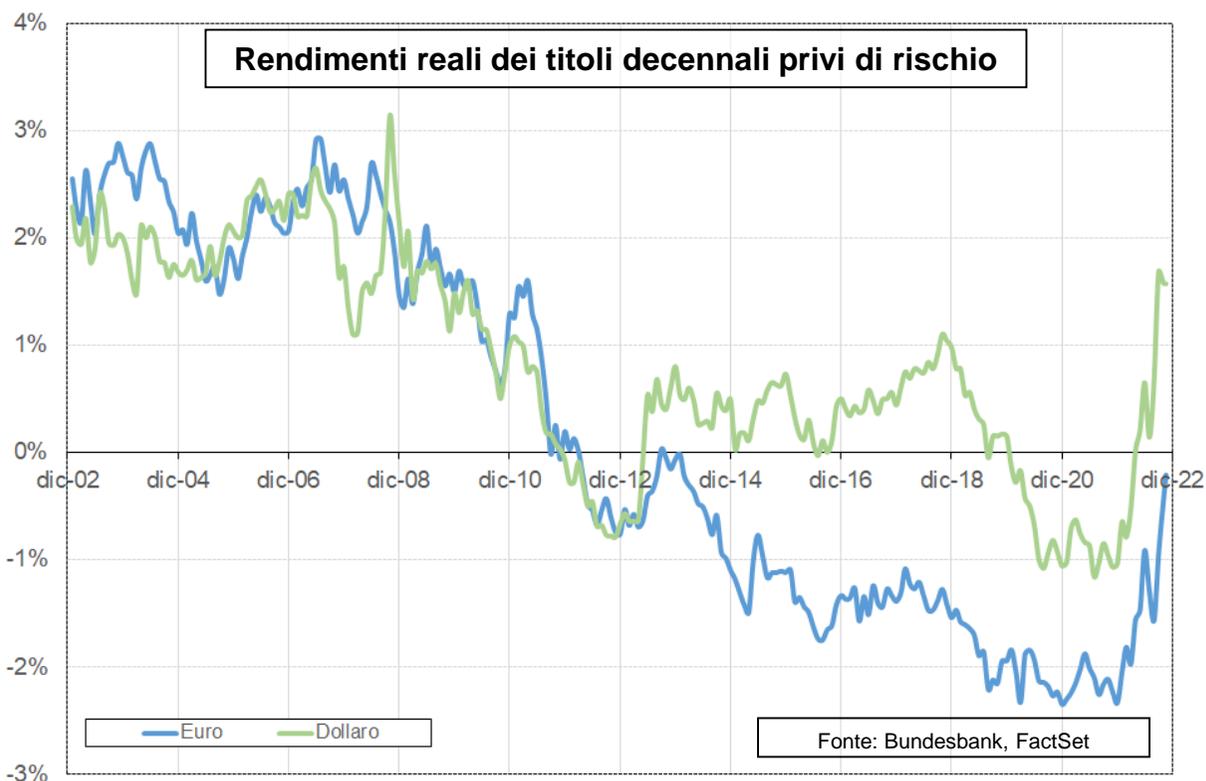
Supponendo che l'azione della banca centrale USA possa nel tempo risultare meno aggressiva di quanto stia ora minacciando di voler essere e tenuto conto del fenomeno della deglobalizzazione, è ragionevole supporre che nei prossimi 5 anni l'inflazione USA si possa collocare su livelli superiori alle attuali attese di mercato, oscillando nella fascia 3-4% anziché in quella 2-3%.

L'analogo indicatore di inflazione attesa nella zona euro segna in questi giorni un valore del 2,5%, superiore a quello USA a causa della natura esogena più volte richiamata.

Sulla base di considerazioni analoghe a quelle svolte per gli USA, è ragionevole ipotizzare che anche nella Eurozona i prossimi 5 anni potranno essere caratterizzati da un tasso di inflazione media annua oscillante nella fascia 3-4%.

Il grafico rappresenta l'evoluzione negli USA, nel corso dell'ultimo decennio, delle attese di inflazione a 5 anni, così come si sono potute derivare dal mercato obbligazionario. Come si può osservare, per buona parte del periodo di osservazione le attese hanno oscillato intorno al livello obiettivo del 2%, con una netta prevalenza di periodi nei quali si collocavano al di sotto.

Si nota il crollo delle attese di inflazione a inizio 2020, dovuto ai timori di una profondissima



Attese di inflazione elevata hanno riportato alla ribalta il concetto di rendimento reale dimenticato oramai da molto tempo.

Il rendimento reale è la parte di rendimento che eccede l'inflazione e consente al capitale investito di rivalutarsi in termini di potere d'acquisto.

Guardando agli investimenti obbligazionari a lungo termine privi di rischio di USA e Eurozona, cioè, rispettivamente, al Treasury e al Bund decennali, si osserva che tale rendimento reale è oggi positivo solo negli USA, mentre nell'Eurozona

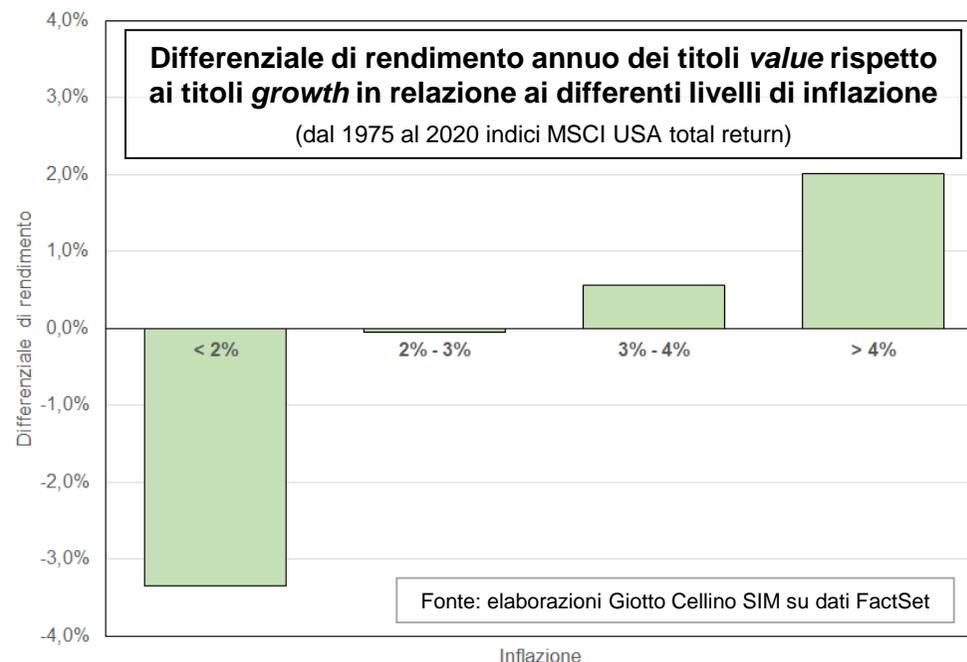
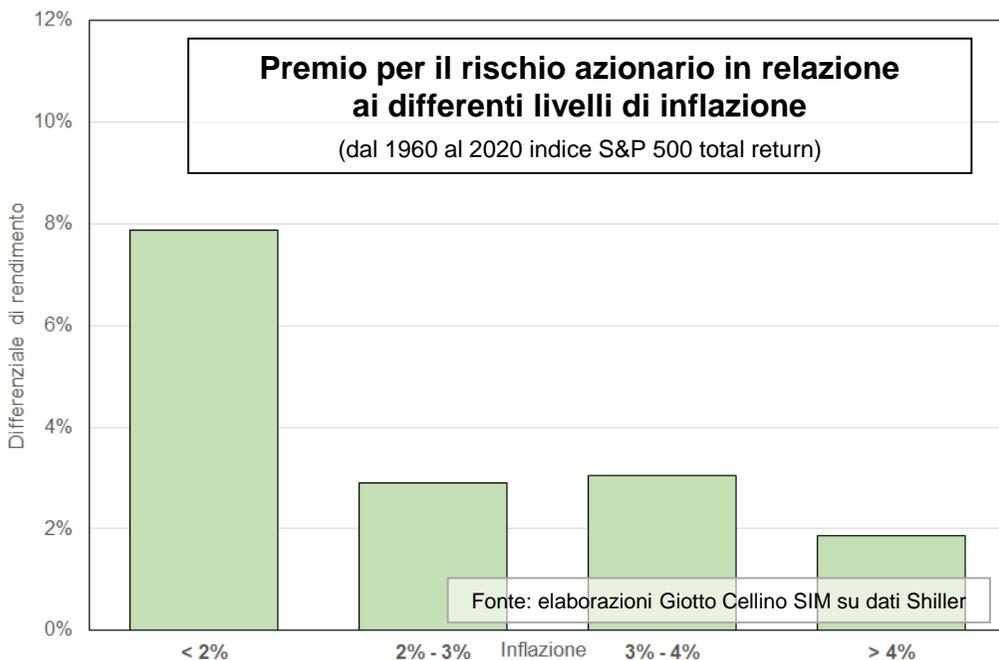
risulta ancora negativo.

Come si può osservare dal grafico, fino al 2012 i rendimenti reali ottenibili sul dollaro e sull'euro si sono mossi in modo molto simile, successivamente i rendimenti sull'euro hanno ripiegato stabilmente in territorio negativo mentre quelli sul dollaro, pur mantenendosi su livelli inferiori ai precedenti, si sono conservati prevalentemente in territorio positivo.

E' nostra convinzione che, a causa della scarsità di *risk-free asset* denominati in euro, il rendimento reale obbligazionario europeo privo di rischio sia destinato a mantenersi ancora a lungo al di sotto di quello USA e, difficilmente, possa raggiungere un livello significativamente positivo.

Nonostante il *risk free rate* negativo, non mancano comunque opportunità anche per l'investitore obbligazionario in euro, poiché è sufficiente ridurre la qualità del merito di credito, rimanendo però in area *investment grade*, per trovare rendimenti reali positivi, sia in ambito governativo che *corporate*.

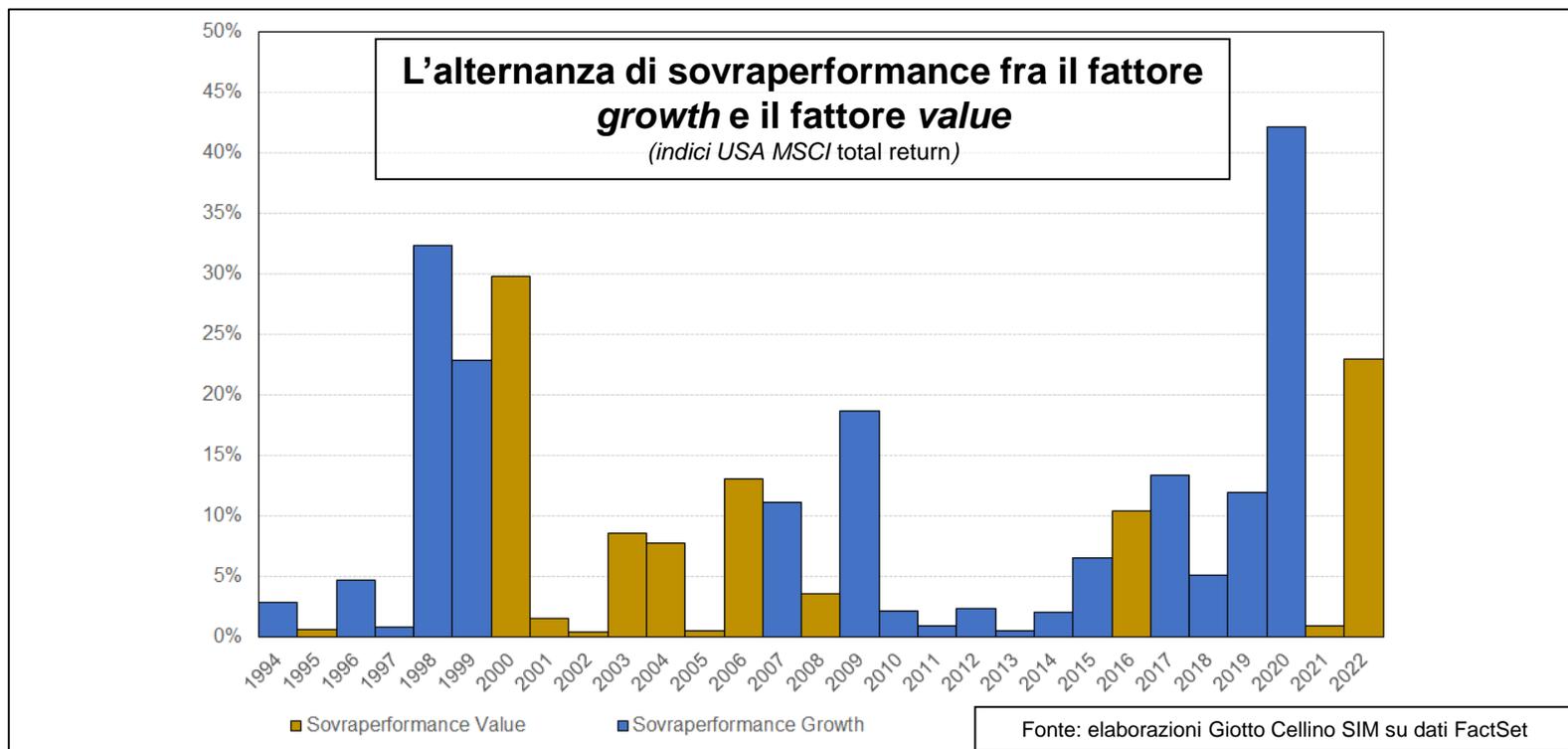
Come osservato in precedenza, sia sul dollaro che sull'euro, i livelli di *break even inflation* impliciti nelle quotazioni di mercato risultano inferiori alle nostre attese: si tratta di una condizione che suggerisce di sovrappesare in portafoglio i titoli *inflation-linked* rispetto a quelli a cedola nominale.



I due grafici sopra riprodotti mostrano due aspetti interessanti della relazione fra rendimenti azionari e inflazione.

Il primo attesta che l'*Equity Risk Premium*, cioè il sovrarendimento delle azioni rispetto alle obbligazioni, pur riducendosi, rimane positivo anche con livelli di inflazione elevata; il secondo mostra invece che oltre certi livelli di inflazione i titoli *value* iniziano a sovraperformare quelli *growth*.

Solo livelli di inflazione molto elevati, superiori 7/8%, se protratti per lunghi periodi di tempo mettono in crisi i rendimenti azionari, come accaduto negli anni '70, ma le previsioni attualmente disponibili e le attese di mercato, come si è visto, escludono nettamente questa ipotesi.



In particolare, per quanto riguarda il fattore *value*, osserviamo come nel tempo l'alternanza di sovraperformance fra i titoli *value* e quelli *growth* si sia manifestata attraverso fasi decisamente prolungate. Quello cui abbiamo assistito nel 2021, quindi, potrebbe essere l'inizio di un lungo periodo di predominio del *value* sul *growth*. Gli elementi a sostegno di questa ipotesi non mancano:

- l'inflazione elevata che, come detto, favorisce i titoli *value*
- le attese per una fase di rallentamento economico, anch'esso potenzialmente favorevole
- l'oggettiva sopravvalutazione, solo in parte colmata dai recenti ribassi, che caratterizza i titoli di *growth*.

Rendimenti reali di lungo periodo storici e prospettici

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

Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet, Shiller

La consueta tabella che riporta il Ciclically Adjusted Price Earnings (CAPE) consente di definire il punto di partenza, sotto il profilo delle valutazioni, dal quale i titoli azionari si avviano ad iniziare il nuovo anno. I forti rialzi delle ultime settimane non hanno intaccato oltremisura la redditività attesa degli indici azionari mentre tassi reali ancora piuttosto bassi in Eurozona e in Giappone determinano livelli di premio per il rischio prospettici elevati, generalmente superiori alle medie storiche.

Quindi, si conferma anche oggi quanto avvenuto in passato: l'elevata inflazione non dovrebbe intaccare la capacità dei mercati azionari di generare rendimenti reali positivi e di garantire un sovrarendimento rispetto a quello offerto dai mercati obbligazionari.

Unica, rilevantissima, eccezione a quanto detto è costituita dal mercato azionario USA, che esprime un rendimento atteso e un premio per il rischio inadeguati rispetto ai valori storicamente osservati,

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

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

Fonte: Giotto Cellino SIM

I suggerimenti per una asset allocation azionaria internazionale sono gli stessi dell'anno scorso.

Eurozona: il giudizio positivo è determinato dalla prevalenza dei fattori positivi (valutazioni attraenti, elevata quota di titoli *value*, premio per il rischio significativamente superiore alla media storica, possibile conclusione del conflitto russo-ucraino) e fattori negativi (forte dipendenza dalle importazioni di gas russo, inflazione di natura prevalentemente esogena, rischio di frammentazione dei mercati dei capitali).

Regno Unito: il giudizio positivo è determinato dalla valutazione a sconto, dall'elevato premio per il rischio e dalla composizione settoriale dell'indice, particolarmente ricco di titoli *value* e appartenenti a settori difensivi.

Svizzera: il giudizio negativo è determinato dalla valutazione elevata e dal modesto premio per il rischio.

Giappone: il giudizio positivo è determinato dalla valutazione a sconto, dall'elevato premio per il rischio e dalla composizione settoriale dell'indice, particolarmente ricco di titoli *value* e appartenenti a settori difensivi.

Paesi Emergenti: il giudizio neutrale è determinato dal bilanciamento tra fattori positivi (relativa insensibilità alle tensioni geopolitiche) e negativi (potenziali danni derivanti dalla forza del dollaro, maggiore sensibilità all'andamento del ciclo economico, interventismo delle banche centrali).

USA: il giudizio negativo è determinato dalla prevalenza dei fattori negativi (valutazioni elevate, premio per il rischio modesto, forte presenza di titoli *growth*) su quelli positivi (totale indipendenza dalle importazioni di gas russo).

| Settore | Peso FTSE MIB | Giudizio |
|-------------------|---------------|-------------|
| Banche | 20,2% | SOVRAPESARE |
| Utilities | 14,3% | SOTTOPEARE |
| Auto | 14,2% | NEUTRALE |
| Energia | 13,7% | SOVRAPESARE |
| Industriale | 12,6% | NEUTRALE |
| Assicurazioni | 7,7% | SOVRAPESARE |
| Tecnologia | 6,1% | SOTTOPEARE |
| Finanziari | 2,7% | SOTTOPEARE |
| Salute | 2,6% | NEUTRALE |
| Beni di consumo | 2,6% | NEUTRALE |
| Telecomunicazioni | 1,5% | SOTTOPEARE |
| Alimentari | 1,3% | SOTTOPEARE |
| Costruzioni | 0,4% | SOVRAPESARE |

Fonte: Giotto Cellino SIM

Per il mercato azionario italiano, avendo come riferimento i comparti rappresentati all'interno dell'indice FTSE MIB, suggeriamo una composizione che privilegi i settori ove sono presenti in maggior quantità titoli che il nostro modello di valutazione fondamentale giudica sottovalutati. Si suggerisce inoltre, alla luce di quanto esposto in precedenza, di privilegiare nella composizione del portafoglio titoli *value*.

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.