



Ancora rischio?

Sì, ma non per sempre ...

Evoluzione attesa della congiuntura

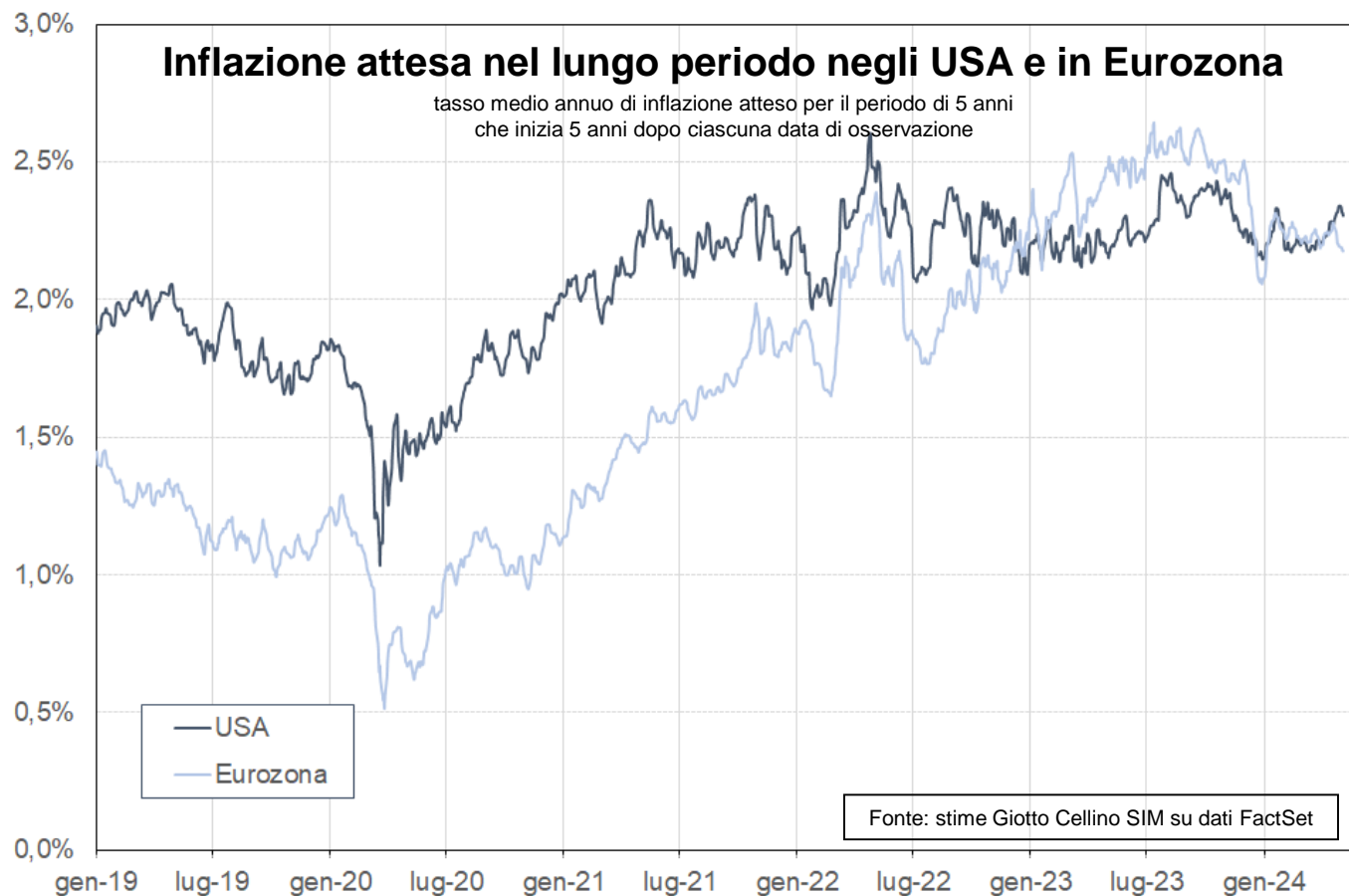
| | Crescita del PIL (*) | | | Inflazione (*) (CPI) | | |
|--------------------|----------------------|--------|--------|-------------------------|--------|--------|
| | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2026 |
| Eurozona | 0,6% ↑ | 1,5% ↑ | 1,5% = | 2,4% ↑ | 2,1% = | 2,2% ↑ |
| Francia | 0,8% ↑ | 1,3% = | 1,3% ↑ | 2,3% ↓ | 2,0% ↑ | 2,1% = |
| Germania | 0,2% ↑ | 1,3% = | 1,3% = | 2,5% = | 2,2% ↑ | 2,0% ↓ |
| Italia | 0,7% ↑ | 1,2% = | 1,0% = | 1,7% ↓ | 2,0% = | 2,1% = |
| Spagna | 1,9% ↑ | 2,0% ↓ | 1,8% ↓ | 3,1% ↑ | 2,2% ↓ | 1,8% ↓ |
| Regno Unito | 0,4% ↑ | 1,2% = | 1,6% ↓ | 2,5% ↓ | 2,1% = | 2,1% = |
| USA | 2,2% ↑ | 1,8% = | 2,0% = | 3,0% ↑ | 2,4% ↑ | 2,3% ↑ |
| Giappone | 0,7% ↓ | 1,0% = | 1,0% ↓ | 2,3% ↑ | 1,6% = | 1,8% ↑ |
| Brasile | 1,7% = | 2,0% = | 2,1% ↓ | 3,9% ↑ | 3,5% = | 3,5% = |
| Cina | 4,7% ↑ | 4,3% = | 4,1% ↑ | 0,8% ↓ | 1,7% = | 1,9% ↓ |
| India | 6,7% ↑ | 6,6% = | 6,3% = | 4,6% ↓ | 4,6% = | 4,6% = |
| Russia | 2,5% ↑ | 1,3% = | 1,5% ↑ | 6,7% ↑ | 4,7% ↑ | 4,9% ↑ |

Fonte: FactSet

Dopo una lunga fase di attese decrescenti, tornano finalmente le revisioni migliorative sulle previsioni di crescita in Eurozona: a un 2024 caratterizzato da una crescita modesta seguiranno, per l'economia dell'area euro, due anni di crescita discreta. Sono invece in via di stabilizzazione le attese di crescita per gli USA che nel triennio dovrebbe attestarsi al 2% medio annuo. Oltre che negli USA, dove non ha mai smesso di essere vivace, l'inflazione, inevitabile contraltare della crescita, è vista riprendere un certo vigore anche in Eurozona, dove la discesa sotto il 2% sembra rinviata. Si tratta di un fenomeno fisiologico, che prevediamo da tempo (si veda [«Mercati instabili: quali opportunità di investimento?»](#), p. 6) e tutt'altro che negativo per i mercati azionari.

(*) La tabella riporta le attuali previsioni di consenso: accanto a ciascun dato, con riferimento alle previsioni disponibili un mese fa, la freccia rivolta verso l'alto indica una tendenza del consenso a rivedere al rialzo il dato, la freccia verso il basso una tendenza a rivederlo al ribasso, mentre l'uguale affianca valori stabili.

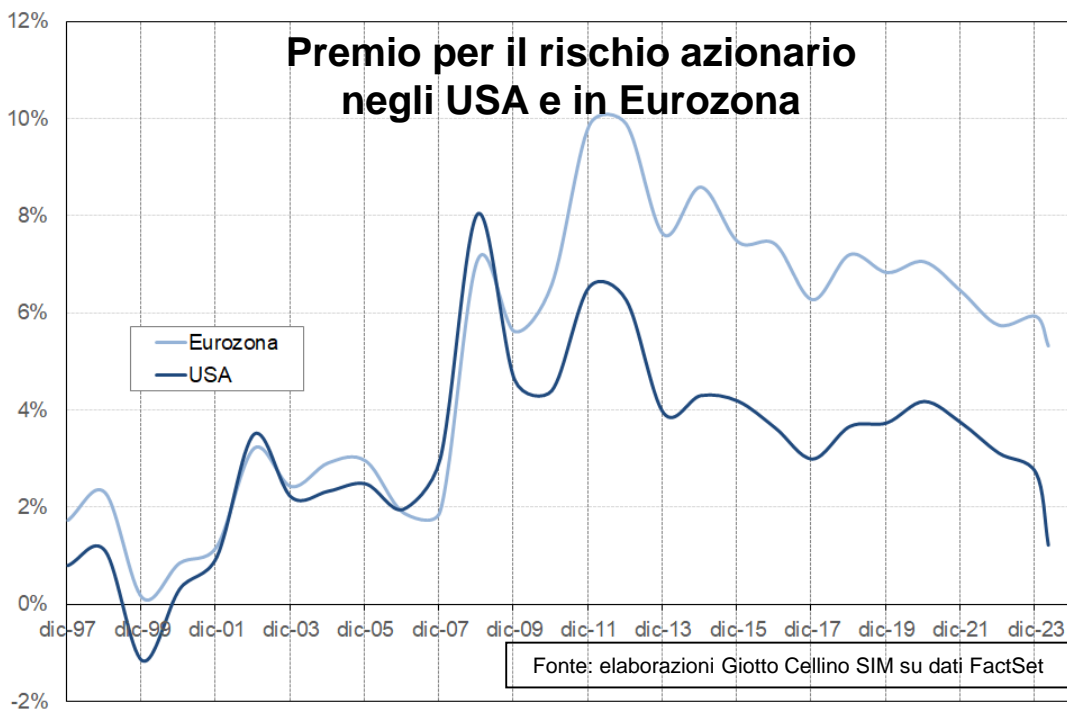
Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali



Per andare oltre l'orizzonte previsivo coperto dagli analisti, consideriamo le attese di inflazione nel lungo termine, desumibili dai mercati obbligazionari. Come si può notare, sia negli USA che in Eurozona le attese di inflazione di lungo termine si stanno stabilizzando su un livello più alto di quello pre-COVID e superiore alla "famigerata" soglia del 2%.

Le attese di inflazione rappresentate nel grafico 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*).

Beve storia del premio per il rischio azionario



Il premio per il rischio azionario o *Equity Risk Premium* (ERP) può essere definito come la differenza tra il rendimento atteso dai titoli azionari e quello atteso da un titolo di Stato privo di rischio a lunga scadenza.

Come si può osservare, sia negli USA che nell'Eurozona l'ERP è fortemente cresciuto nel 2008, in conseguenza della crisi innescata dal fallimento di Lehman Brothers.

I fattori che determinarono l'esplosione dell'ERP furono:

- la forte crescita del rendimento richiesto alle azioni;
- il crollo dei rendimenti obbligazionari per effetto della "Grande Recessione".

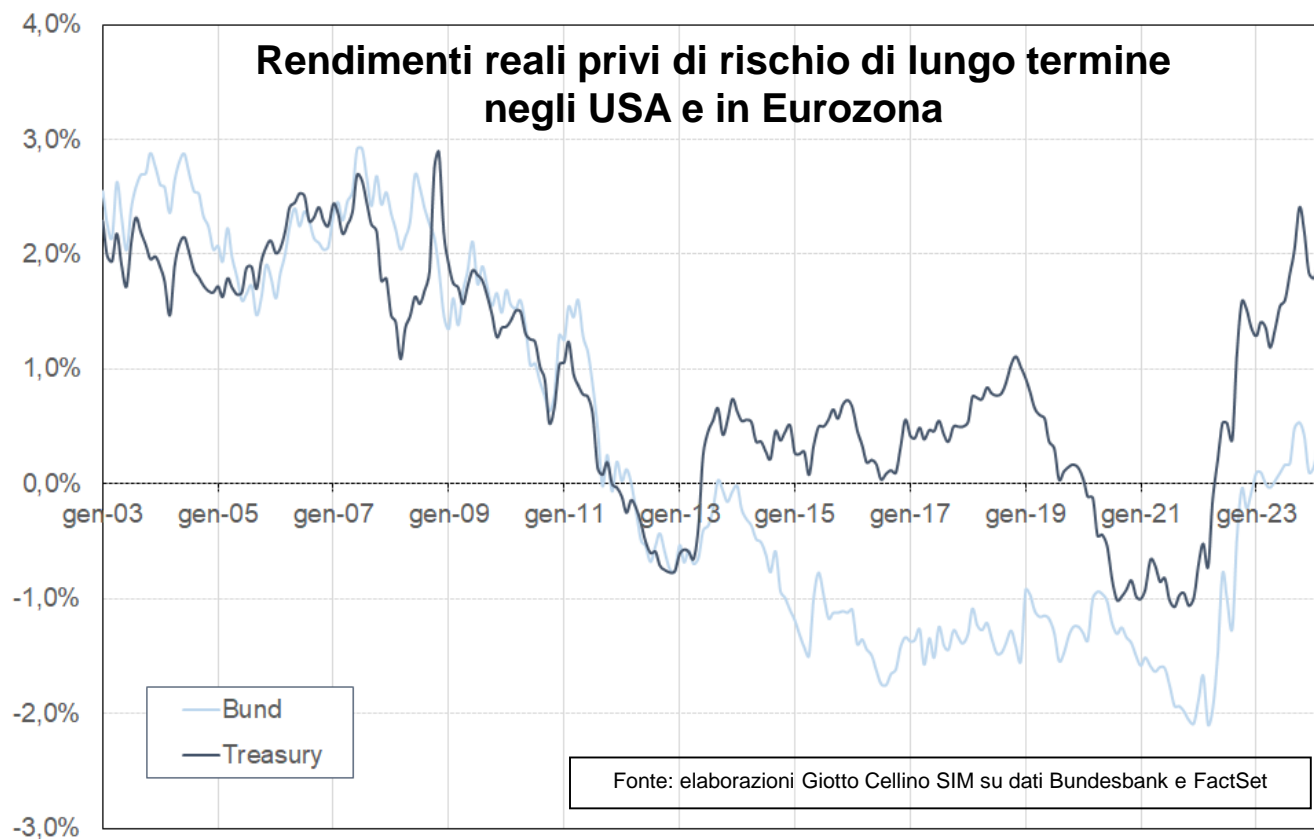
Dopo quel picco, l'ERP offerto dalle azioni USA si è lentamente incamminato su un sentiero di rientro verso i livelli pre-Lehman e, ad oggi, il processo di normalizzazione può dirsi concluso. Diversa la situazione in Eurozona, dove l'ERP risulta ancora significativamente superiore a quanto osservato prima del 2008.

L'anomalia dell'Eurozona dipende dai rendimenti attesi dai mercati azionari di riferimento, ancora piuttosto elevati, ma anche - e soprattutto - dal fatto che il rendimento privo di rischio (quello offerto dal Bund tedesco) è ancora molto lontano dal livello pre-Lehman.

Riteniamo che i rendimenti del Bund tedesco rimarranno ancora a lungo eccezionalmente inferiori alla norma (si veda il nostro [studio sull'argomento](#)), conservando quindi le condizioni affinché i mercati dell'Eurozona continuino ad esprimere un ERP attraente, non solo in termini assoluti, ma anche se confrontato con quello espresso dalle azioni USA.

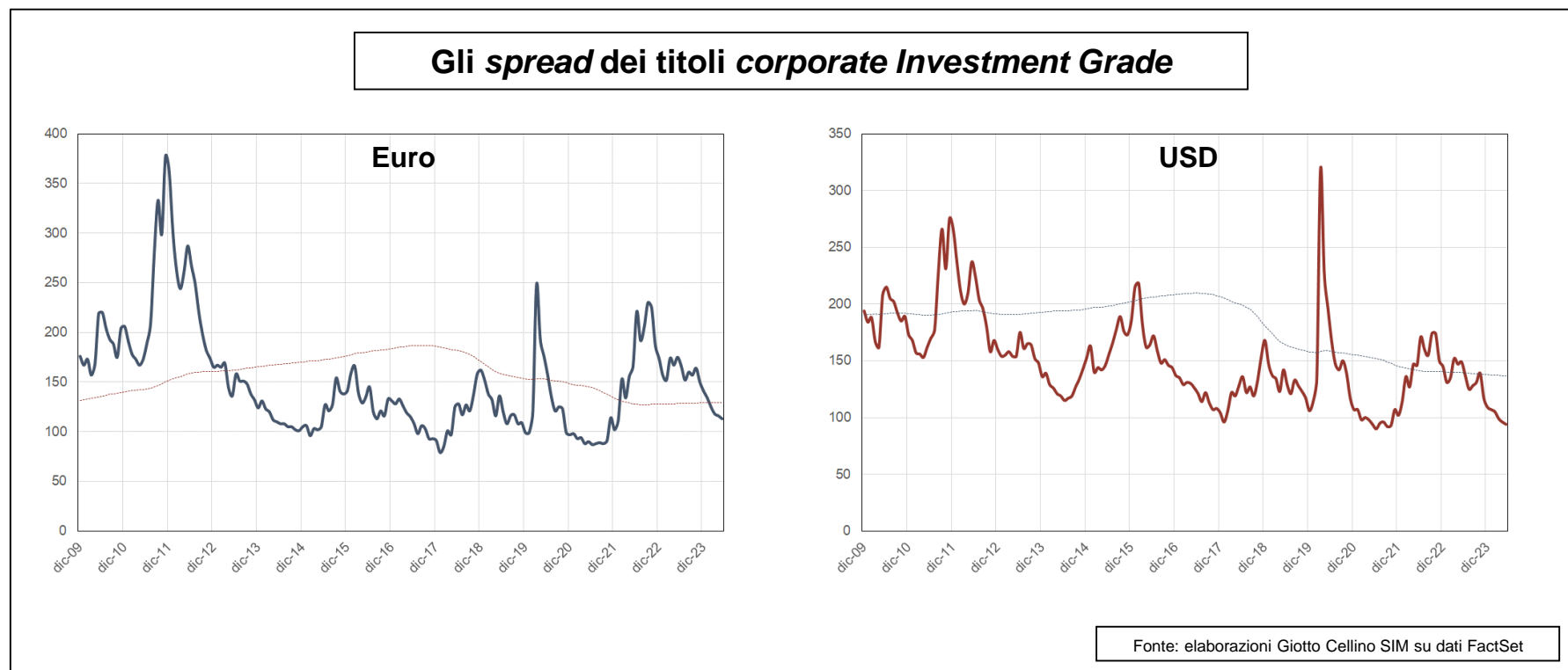
Nel grafico il premio per il rischio azionario è stimato attraverso l'*Excess CAPE Yield*, per approfondimenti si veda il nostro [studio sull'argomento](#), recentemente presentato nell'ambito del corso di "Economics and Techniques of financial markets" presso l'Università Ca' Foscari di Venezia.

L'anomalia dell'Eurozona



Il grafico mostra l'anomalia dell'Eurozona che, come detto, riteniamo destinata a permanere ancora a lungo.

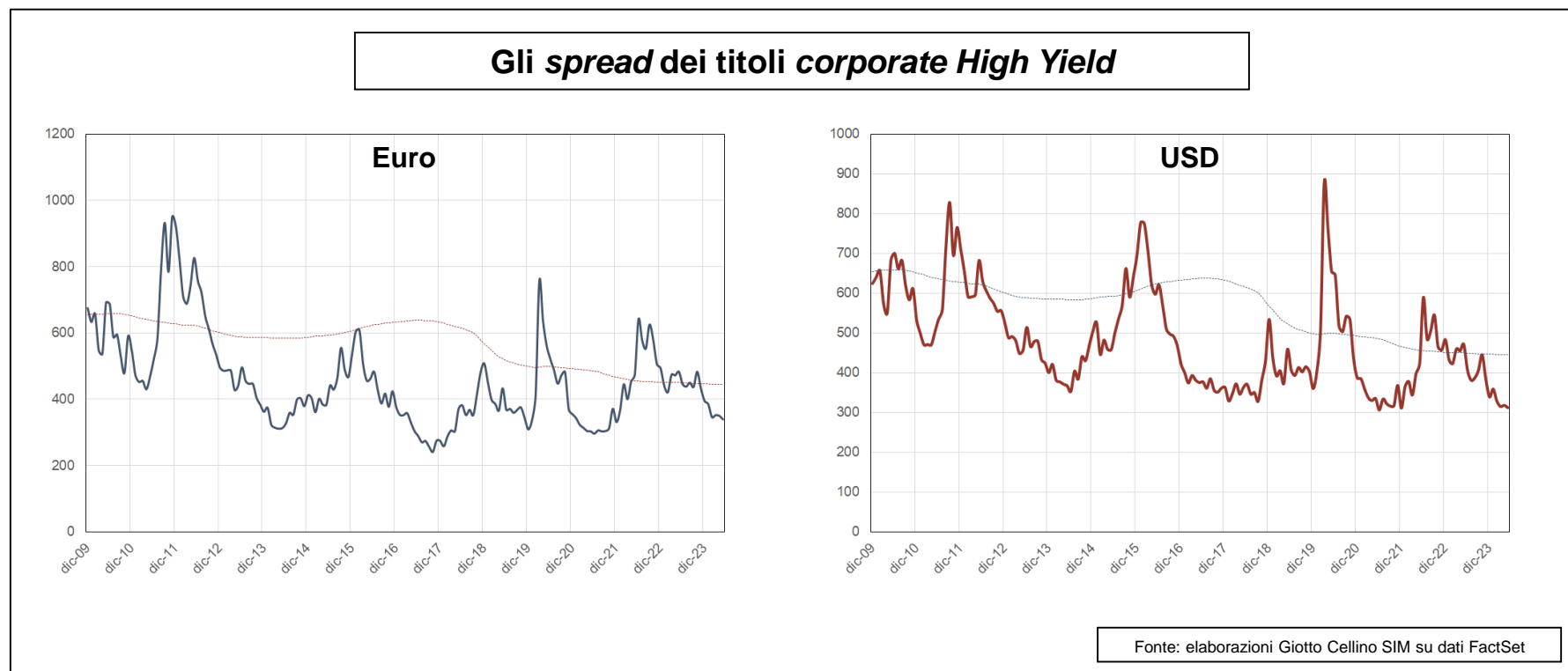
Il rendimento reale del *Treasury* USA è quello del TIPS decennale indicizzato all'inflazione, il rendimento reale del *Bund*, fino al dicembre 2018, è quello riportato dalla *Bundesbank* (differenza fra il rendimento nominale e le attese di inflazione degli analisti), successivamente anche per i titoli tedeschi si è utilizzato il rendimento del titolo decennale indicizzato all'inflazione.



Tutte le attività rischiose devono garantire un premio per il rischio. In ambito obbligazionario, questo premio, inteso come differenziale di rendimento fra un'obbligazione rischiosa e una di analoga scadenza priva di rischio, è detto *spread*.

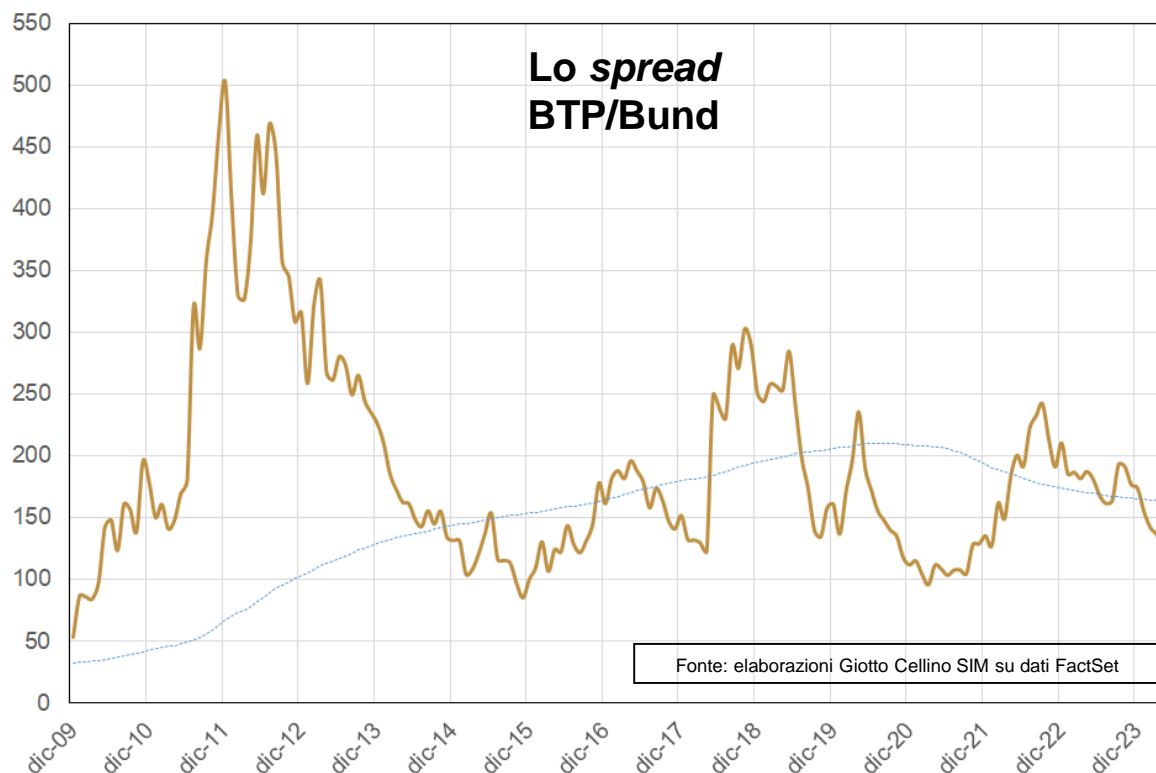
Gli *spread* delle obbligazioni *corporate* a basso rischio rappresentati nei grafici segnalano livelli di premio per il rischio estremamente contenuti, sia per i titoli in euro sia per quelli in dollari.

Gli *spread* sono inferiori alla media degli ultimi 10 anni (curva tratteggiata) e quello riferito ai titoli in dollari USA si trova sui minimi degli ultimi 15 anni.



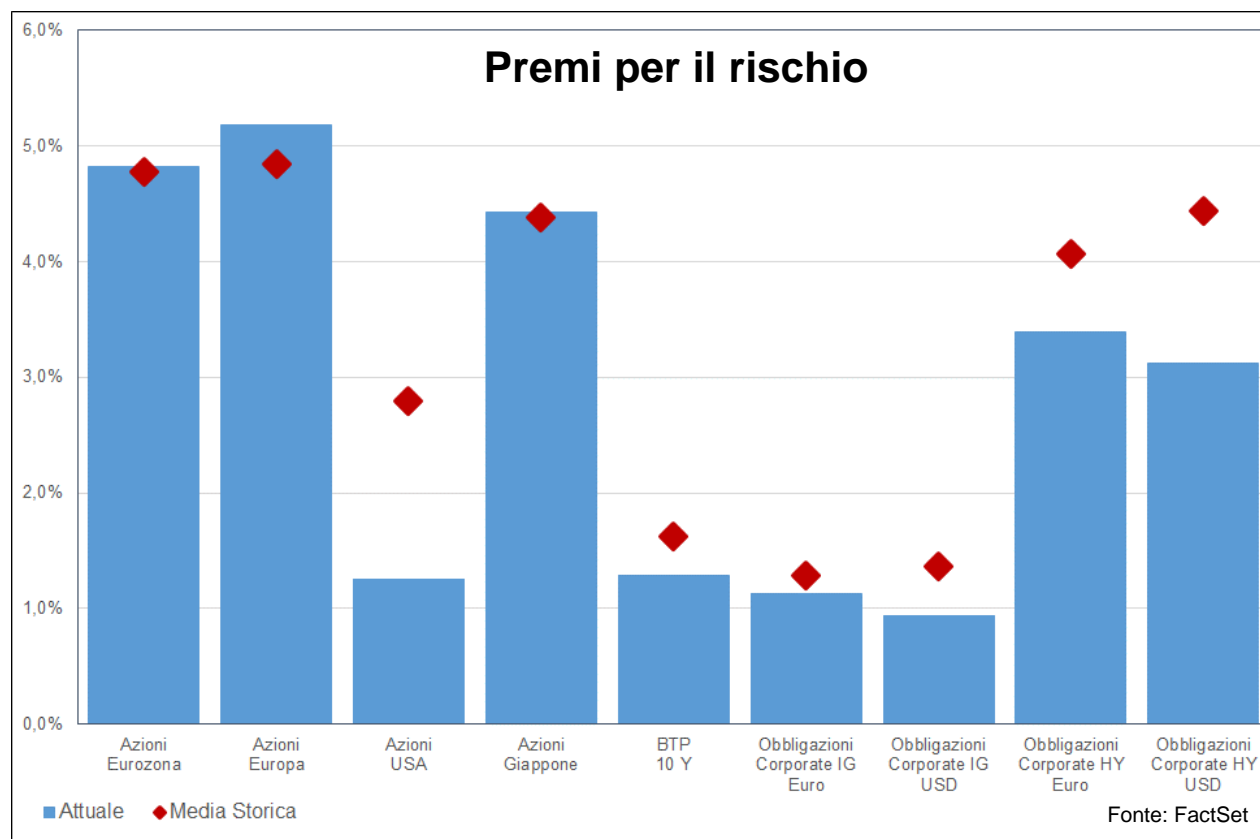
Gli *spread* delle obbligazioni *corporate* a elevato rischio rappresentati nei grafici evidenziano una condizione molto simile a quella dei titoli a basso rischio: anche in questo caso, infatti, si trovano al di sotto della media a 10 anni (curva tratteggiata) e anche in questo caso lo *spread* riferito ai titoli in dollari USA si trova sui minimi degli ultimi 15 anni.

Gli altri premi per il rischio



Anche i titoli di Stato italiani sono considerati attività rischiose (lo abbiamo "scoperto" nel 2010/2011, come molto ben evidenziato nel grafico, quando si rischiò la dissoluzione dell'euro).

Analizzando lo *spread* BTP/Bund si ottiene un risultato molto simile a quanto osservato nel caso degli *spread* delle obbligazioni *corporate*: infatti, il premio per il rischio pagato dal BTP risulta oggi decisamente contenuto e al di sotto della media degli ultimi 10 anni.



Il grafico sintetizza tutte le misure del rischio che sono state illustrate. **Il premio per il rischio in assoluto più inadeguato rispetto al livello storico è quello offerto dalle azioni USA, la cui elevata sopravvalutazione è dunque evidente.** Anche tutte le attività obbligazionarie analizzate offrono premi per il rischio inferiori alla media storica (solo di poco nel caso del BTP e delle *corporate investment grade* in euro, in modo più rilevante negli altri casi).

Dal grafico si deduce che le uniche attività rischiose che garantiscono premi per il rischio in linea o migliori di quelli storicamente osservati sono le azioni dell'eurozona, le europee e quelle giapponesi.

Il "lungo periodo" dei mercati azionari

Performance azionarie su differenti *holding period*

(Indici MSCI *total return* in euro)

| A partire dal 31-dic-10 | A partire dal 31-dic-11 | A partire dal 31-dic-12 | A partire dal 31-dic-13 | A partire dal 31-dic-14 | A partire dal 31-dic-15 | A partire dal 31-dic-16 | A partire dal 31-dic-17 | A partire dal 31-dic-18 | A partire dal 31-dic-19 | A partire dal 31-dic-20 | A partire dal 31-dic-21 | A partire dal 31-dic-22 | A partire dal 31-dic-23 |
|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| USA 566,2% | USA 532,1% | USA 452,8% | USA 335,7% | USA 237,5% | USA 199,0% | USA 160,2% | USA 143,0% | USA 142,2% | USA 80,7% | Italia 81,9% | Italia 45,6% | Italia 57,8% | Italia 17,7% |
| Mondo 309,6% | Mondo 325,5% | Mondo 270,0% | Mondo 213,3% | Mondo 162,7% | Mondo 140,3% | Italia 122,3% | Mondo 96,5% | Italia 124,0% | Italia 70,9% | USA 62,2% | Spagna 42,4% | Spagna 43,3% | USA 12,7% |
| Svizzera 251,1% | Francia 286,9% | Francia 220,0% | Francia 162,0% | Francia 152,8% | Francia 125,2% | Mondo 115,1% | Italia 95,3% | Mondo 105,4% | Mondo 58,4% | Regno Unito 59,3% | Regno Unito 24,9% | USA 38,4% | Regno Unito 11,7% |
| Francia 235,9% | Svizzera 261,6% | Svizzera 202,3% | Svizzera 147,7% | Italia 137,7% | Italia 107,2% | Francia 106,2% | Francia 80,7% | Francia 95,3% | Francia 51,0% | Francia 57,2% | Francia 21,2% | Germania 33,8% | Spagna 11,7% |
| Giappone 162,8% | Italia 219,4% | Italia 185,9% | Italia 146,3% | Svizzera 116,1% | Svizzera 91,7% | Svizzera 94,0% | Svizzera 78,7% | Svizzera 85,3% | Spagna 36,4% | Spagna 55,7% | USA 18,8% | Mondo 32,0% | Germania 11,7% |
| Italia 156,6% | Germania 199,6% | Giappone 177,8% | Giappone 128,0% | Giappone 107,9% | Emergenti 71,5% | Giappone 60,5% | Giappone 46,9% | Germania 62,5% | Svizzera 36,2% | Mondo 47,8% | Mondo 15,4% | Francia 30,2% | Mondo 11,3% |
| Germania 155,6% | Giappone 196,4% | Germania 130,4% | Emergenti 82,4% | Germania 77,0% | Giappone 69,9% | Regno Unito 56,6% | Regno Unito 45,7% | Regno Unito 61,5% | Germania 31,1% | Svizzera 31,6% | Giappone 13,1% | Giappone 26,8% | Francia 10,2% |
| Regno Unito 136,5% | Regno Unito 134,8% | Spagna 107,1% | Germania 81,8% | Regno Unito 66,1% | Regno Unito 61,2% | Spagna 55,5% | Spagna 38,7% | Giappone 60,0% | Regno Unito 30,9% | Germania 27,3% | Germania 11,7% | Regno Unito 23,2% | Giappone 8,7% |
| Spagna 96,1% | Spagna 113,6% | Regno Unito 106,8% | Regno Unito 79,1% | Emergenti 63,2% | Germania 60,9% | Germania 51,0% | Germania 33,8% | Spagna 56,6% | Giappone 30,9% | Giappone 24,1% | Svizzera 1,7% | Svizzera 15,8% | Emergenti 8,3% |
| Emergenti 68,5% | Emergenti 99,2% | Emergenti 70,6% | Spagna 63,6% | Spagna 50,2% | Spagna 59,4% | Emergenti 49,2% | Emergenti 23,3% | Emergenti 36,9% | Emergenti 13,1% | Emergenti 3,8% | Emergenti -1,3% | Emergenti 15,4% | Svizzera 2,6% |

Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet

Il "lungo periodo" dei mercati azionari

La tabella della pagina precedente rappresenta la performance ad oggi di alcuni fra i principali mercati azionari a partire da diverse date iniziali. Ciascuna colonna è intestata ad una data di inizio investimento (31/12/2010, 31/12/2011, etc.) e al suo interno sono indicate, in ordine decrescente, le performance in euro fino al 10 maggio 2024 dei mercati oggetto dell'analisi. Ciascun mercato appare sempre con lo stesso colore, così da rendere facilmente individuabili le tendenze di fondo.

Con sole pochissime eccezioni, ad oggi non esiste una data di inizio investimento che non abbia dato agli investitori risultati positivi su ogni indice azionario. Non solo le performance sono generalmente positive, ma, nella stragrande maggioranza dei casi, estremamente soddisfacenti.

Osservando la tabella si nota il dominio del mercato americano per i periodi di investimento più lunghi, cui si sostituiscono alcuni mercati europei (soprattutto Italia e Spagna) per quelli più brevi.

Questo cambiamento nella leadership delle performance è conseguenza del progressivo emergere della sopravvalutazione del mercato americano, cui gli investitori stanno reagendo orientandosi sulle azioni europee.

Considerata la rilevante sopravvalutazione del mercato USA, cui si contrappongono valutazioni ancora assolutamente accettabili dei mercati europei, pensiamo che la sovra-performance di questi ultimi possa durare ancora a lungo.

È estremamente raro osservare, sia sui periodi più lunghi sia su quelli più brevi, risultati così omogeneamente positivi come quelli rappresentati in tabella. **Il grande e diffuso rialzo azionario che ha generato il fenomeno descritto sta inevitabilmente ponendo i presupposti per l'inizio di una lunga fase di rendimenti azionari modesti, soprattutto negli USA, dove, come ripetutamente detto, le valutazioni stanno giungendo su livelli insostenibili.**

Ha ancora senso investire in attività rischiose?

Premesso che in una fase di espansione del ciclo è normale che l'appetito per il rischio degli investitori cresca e, di conseguenza, che i premi per il rischio scendano, rispondiamo alla domanda in due parti: una riferita alle obbligazioni l'altra alle azioni.

Obbligazioni

Sia i titoli *High Yield* che quelli *Investment Grade* denominati in dollari presentano *spread* sui minimi degli ultimi 15 anni, coerenti con una robusta congiuntura economica, e risultano quindi estremamente sensibili a qualsiasi sorpresa negativa sul fronte congiunturale. **Questi titoli non appaiono al momento interessanti.**

I titoli obbligazionari denominati in euro che sono stati analizzati (*corporate High Yield*, *corporate Investment Grade* e titoli di Stato italiani), presentano *spread* che, pur inferiori alla media storica, non si collocano sui minimi del periodo di osservazione. Inoltre l'investimento obbligazionario in euro patisce, come illustrato in questa presentazione, l'assenza di opportunità prive di rischio appetibili. **Questi titoli, quindi, appaiono al momento interessanti.**

Azioni

L'oggettiva sopravvalutazione del più importante mercato azionario globale e le straordinarie performance realizzate da praticamente tutte le borse del mondo negli ultimi anni stanno aprendo la strada, come detto, ad una lunga fase di rendimenti azionari modesti. Nonostante questo crediamo che il rialzo in essere abbia ancora alcuni forti elementi di sostegno che elenchiamo qui di seguito.

Ha ancora senso investire in attività rischiose?

- La congiuntura economica appare forte: la crescita è prevista stabile e su livelli elevati negli USA e nei Paesi Emergenti; nell'Eurozona, dove nel 2024 sarà modesta, è vista in accelerazione sia nel 2025 che nel 2026.
- L'inflazione, pur se molto più contenuta dei picchi osservati nel 2022, dovrebbe risultare più vivace del periodo pre-COVID e sostenere i mercati azionari a discapito di quelli obbligazionari.
- Pur in presenza di un mercato USA fortemente sopravvalutato, sopravvivono ampie sacche di sottovalutazione, soprattutto nei mercati dell'Eurozona e in quello del Regno Unito.
- In molti casi la crescita dei rendimenti obbligazionari privi di rischio non è stata sufficiente a ripristinare le condizioni pre-COVID. Anche le obbligazioni rischiose, come visto, esprimono premi per il rischio spesso inadeguati: l'acronimo TINA (*There Is No Alternative*) può valere ancora per un po' di tempo su alcuni listini azionari.
- L'entusiasmo sul tema di investimento dell'Intelligenza Artificiale sta producendo valutazioni eccessive, ma non ancora paragonabili a quelle della bolla delle *dot.com*: in assenza di perturbazioni esogene, quindi, l'"esuberanza irrazionale" potrà sostenere ancora la crescita delle quotazioni.

Ha ancora senso investire in attività rischiose?

Dunque si può ancora inserire rischio azionario nei portafogli, coscienti che, dati gli attuali punti di partenza, il lungo termine non sarà probabilmente così brillante come quello che ci stiamo lasciando alle spalle.

Sarà inoltre prudente sovrappesare i mercati ancora sottovalutati (Europa e Giappone) e sottopesare quello USA.

Per quanto attiene il tema più "caldo", quello dell'Intelligenza Artificiale, inseguirlo in chiave tattico/speculativa potrebbe dare ancora soddisfazioni importanti, consci però del fatto che, nel corso dei prossimi anni, è molto probabile che si presenteranno occasioni di ingresso su tali titoli a condizioni molto più vantaggiose delle attuali.

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.