



**Dalla paura di una pandemia infinita alla paura della sua fine:
attese di inflazione e andamento dei mercati finanziari**

La paura del post-pandemia

Nel corso delle ultime settimane, per effetto delle attese di una fiammata inflazionistica, la volatilità sui mercati finanziari ha subito una considerevole accelerazione.

I rendimenti obbligazionari sono rapidamente cresciuti: quello del titolo decennale USA, che a fine gennaio si trovava all'1%, è balzato sino a sfiorare l'1,6%; nel medesimo periodo il rendimento del Bund decennale tedesco è passato dal -0,5% al -0,3%, mentre l'omologo GILT britannico ha visto crescere il proprio rendimento dallo 0,3% allo 0,8%.

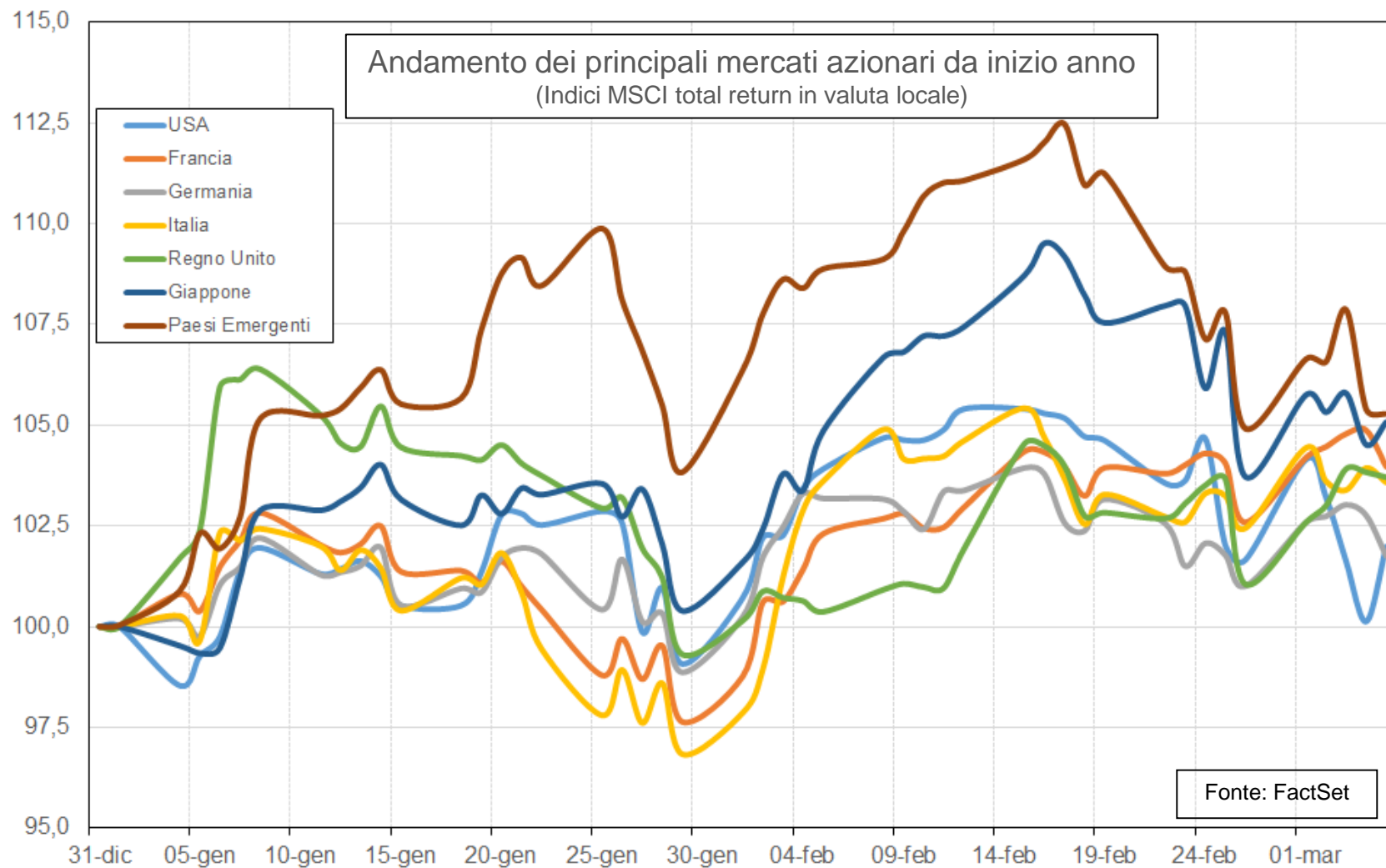
Sui mercati azionari gli investitori hanno accentuato la tendenza a ricollocare i propri portafogli, incrementando la quota di titoli *value* a danno di quelli *growth*. A livello settoriale hanno brillato il comparto energetico ed il finanziario, mentre *health care* e tecnologia hanno significativamente sottoperformato.

Le tendenze descritte, come detto, non sono nuove per i mercati, che già da novembre scorso avevano avviato una rotazione in previsione dell'uscita dell'economia globale dalla crisi indotta dalla pandemia.

L'emergere di tensioni inflazionistiche, ma soprattutto la forte accelerazione dell'economia globale che ne è alla base, non hanno fatto altro che velocizzare il processo di riallocazione dei portafogli.

Quella attesa è una fiammata inflazionistica di breve periodo, dovuta alla forte accelerazione dei consumi che si attende in concomitanza con la fine della pandemia. Tale fiammata dovrebbe però avere breve durata: infatti le attese del consenso relativamente all'inflazione dei prossimi anni rimangono ancora contenute, e in particolare, fra i paesi sviluppati, solo negli USA si dovrebbe sperimentare negli anni a venire un tasso di inflazione lievemente superiore al 2%.

La paura del post-pandemia



La differente composizione settoriale degli indici nazionali ha determinato, a far corso dalla metà di febbraio, una rilevante caduta dei Mercati Emergenti, del Giappone e degli USA, a fronte di una sostanziale tenuta dei mercati europei.

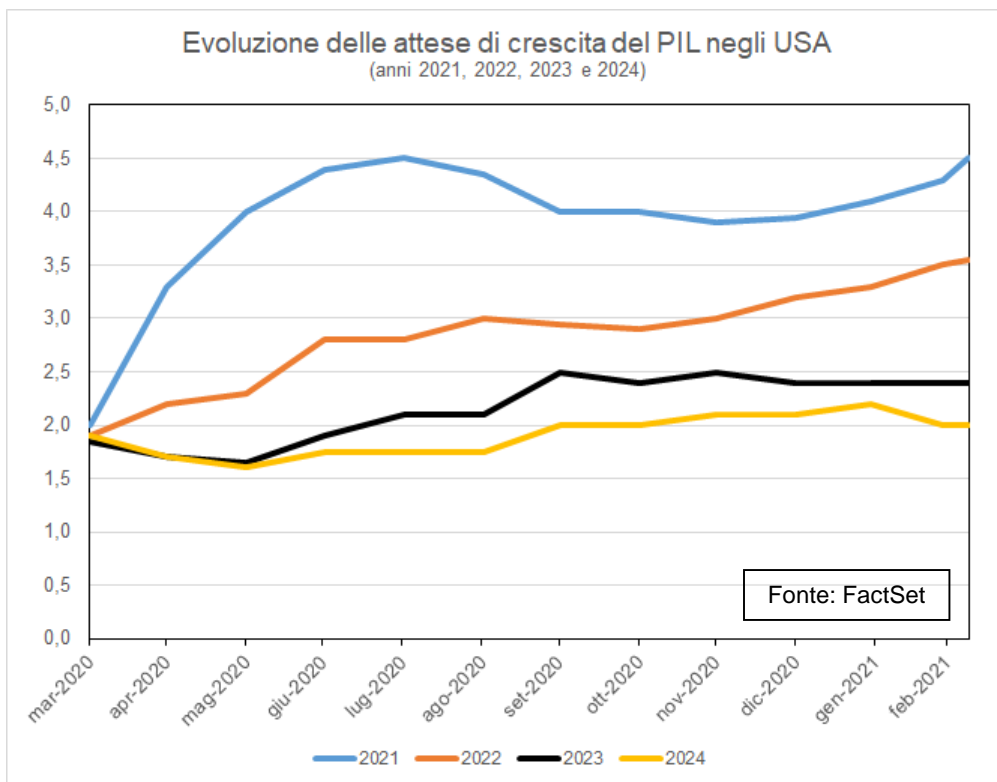
Crescita e inflazione secondo il consenso

Le attese del consenso

	Crescita del PIL			Inflazione (CPI)		
	2020	2021 (previsione)	2022 (previsione)	2020	2021 (previsione)	2022 (previsione)
Eurozona	-6,8%	4,4%	3,9%	0,3%	1,1%	1,2%
Francia	-8,2%	5,8%	3,6%	0,5%	1,1%	1,4%
Germania	-5,3%	3,7%	3,2%	0,4%	1,3%	1,5%
Italia	-8,9%	4,8%	3,3%	-0,1%	0,5%	1,0%
Spagna	-10,9%	5,7%	5,2%	-0,3%	0,8%	1,1%
Regno Unito	-9,9%	4,9%	5,5%	0,9%	1,5%	1,8%
USA	-3,5%	4,5%	3,6%	1,2%	2,1%	2,1%
Giappone	-4,9%	3,0%	2,1%	0,0%	0,1%	0,6%
Brasile	-4,1%	3,4%	2,5%	3,2%	3,6%	3,5%
Cina	2,3%	8,4%	5,3%	2,5%	1,7%	2,3%
India	-8,0%	9,5%	6,3%	6,6%	4,4%	4,5%
Russia	-1,9%	2,9%	2,3%	3,4%	3,7%	3,9%

Fonte: FactSet

Le prospettive di crescita appaiono in miglioramento negli USA

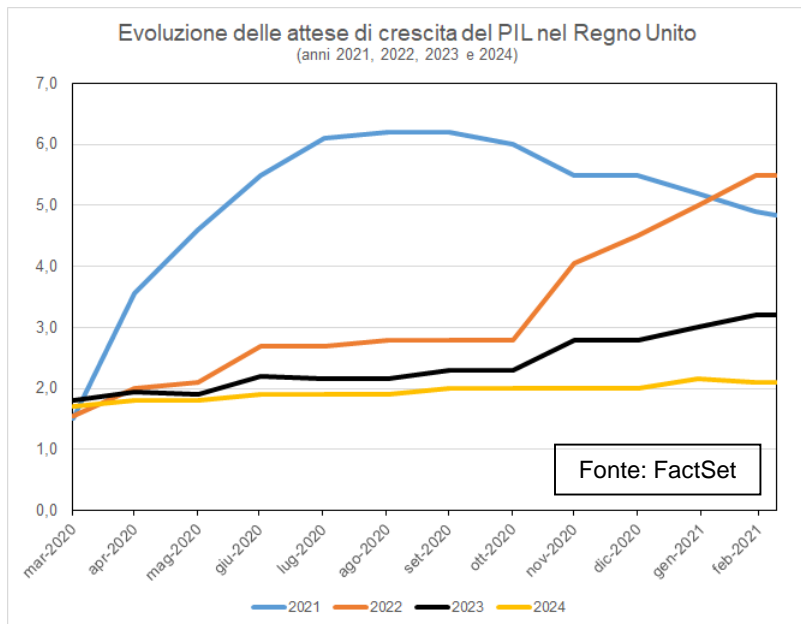
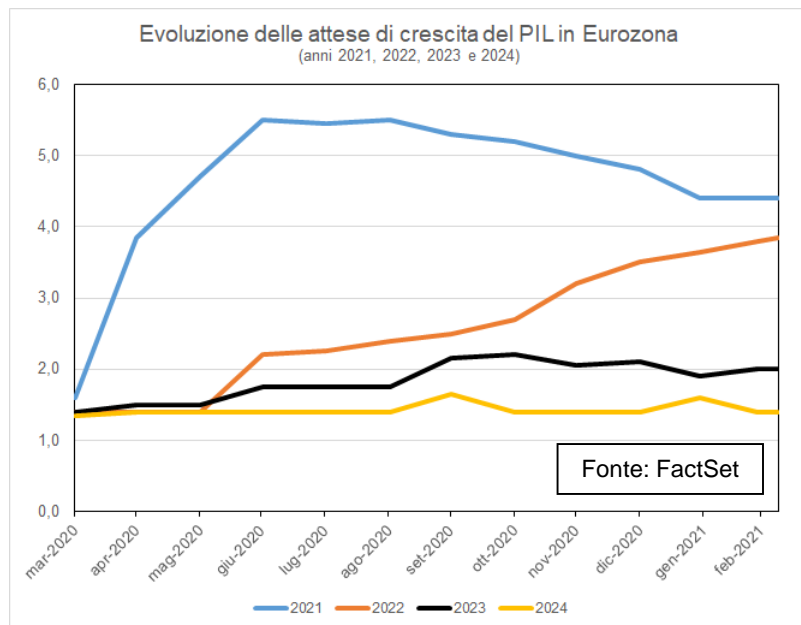


Le attese di crescita negli USA relative al 2021 sono tornate sui massimi, mentre appaiono in miglioramento quelle del 2022. Le previsioni per il 2023 e 2024 risultano invece stabili.

Dunque, da inizio 2021, le attese di crescita per l'anno in corso e per il successivo risultano costantemente in miglioramento, giustificando l'ipotesi di una fiammata inflazionistica nel corso dei prossimi trimestri.

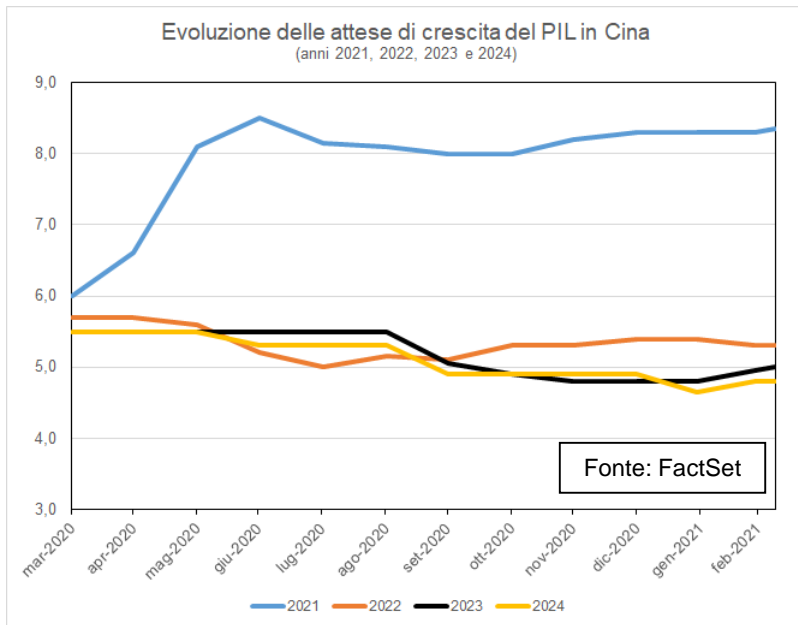
In conseguenza del costante miglioramento delle prospettive di crescita, sono possibili ulteriori revisioni al rialzo per l'inflazione attesa negli anni a venire, che potrebbe dunque collocarsi un po' al di sopra del livello attualmente atteso, più vicino al 3 che al 2%.

Anche in Europa le stime migliorano, ma solo per il 2022

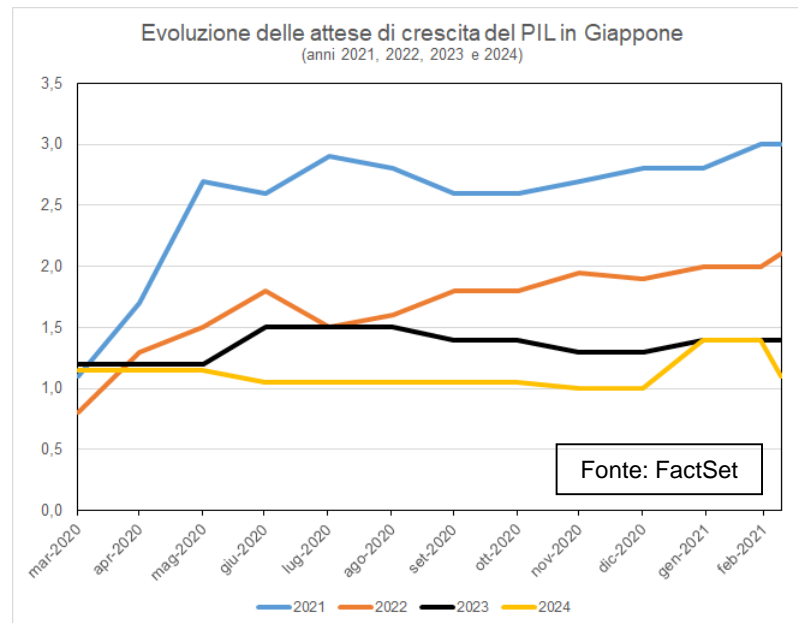


In Europa la revisione al rialzo delle stime di crescita riguarda esclusivamente il 2022. Il ritorno dell'inflazione sembrerebbe dunque ancora lontano, anche se l'azione congiunta di politica monetaria e fiscale espansive, unitamente all'effetto derivante dalla fine della pandemia, ci portano a ritenere che l'indice dei prezzi possa subire anche in Europa un'accelerazione di un certo rilievo, superiore a quella ipotizzata dal consenso.

Le prospettive di crescita appaiono stabili in Asia



In Asia, dove la pandemia è stata domata da tempo, le attese di crescita per gli anni a venire si sono stabilizzate già da alcuni mesi e con esse le attese di inflazione.



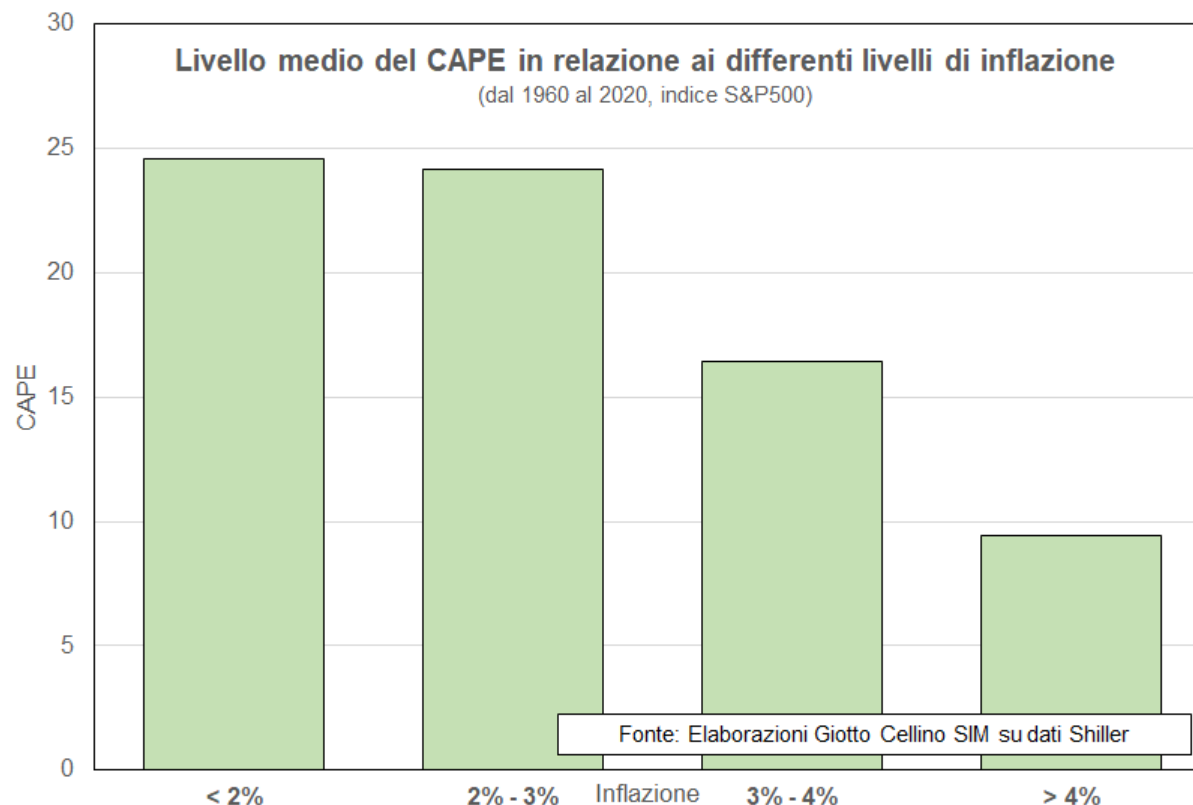
La crescita dell'inflazione è accompagnata generalmente da un incremento dei tassi nominali delle obbligazioni e da una minor certezza circa i rendimenti reali futuri, la cui entità dipende dai tassi nominali (certi) e dall'inflazione futura, meno facilmente prevedibile nei contesti di inflazione crescente.

Pur gonfiando le grandezze nominali, infatti, l'inflazione determina incertezza sulle loro dimensioni reali, soprattutto con riferimento a flussi reddituali distanti nel tempo. Tutti questi fattori impattano evidentemente sui mercati azionari, ma in modo non unidirezionale: se infatti la crescita nominale degli utili e dei fatturati depone a favore di una crescita dei prezzi azionari, l'incertezza che si diffonde negli scenari inflazionistici agisce in senso opposto.

Per questo motivo, anche in letteratura, non esistono letture univoche sugli effetti dell'inflazione sui rendimenti azionari. Nel seguito riportiamo alcune relazioni generalmente accettate fra mercati azionari ed inflazione, che abbiamo verificato in relazione al mercato USA.

La prima osservazione è che le variazioni del tasso di inflazione esercitano un impatto apprezzabile sui mercati azionari quando osservate su orizzonti medio-lunghi: se infatti non esistono relazioni significative fra l'inflazione rilevata in brevi periodi di tempo e l'andamento dei mercati, alcune regolarità assumono consistenza quando si osserva il tasso di inflazione misurato su periodi di una certa ampiezza (nella nostra analisi si sono considerati periodi di 5 anni) e lo si mette in relazione con l'andamento dei mercati nel medesimo periodo.

Inflazione e mercati azionari

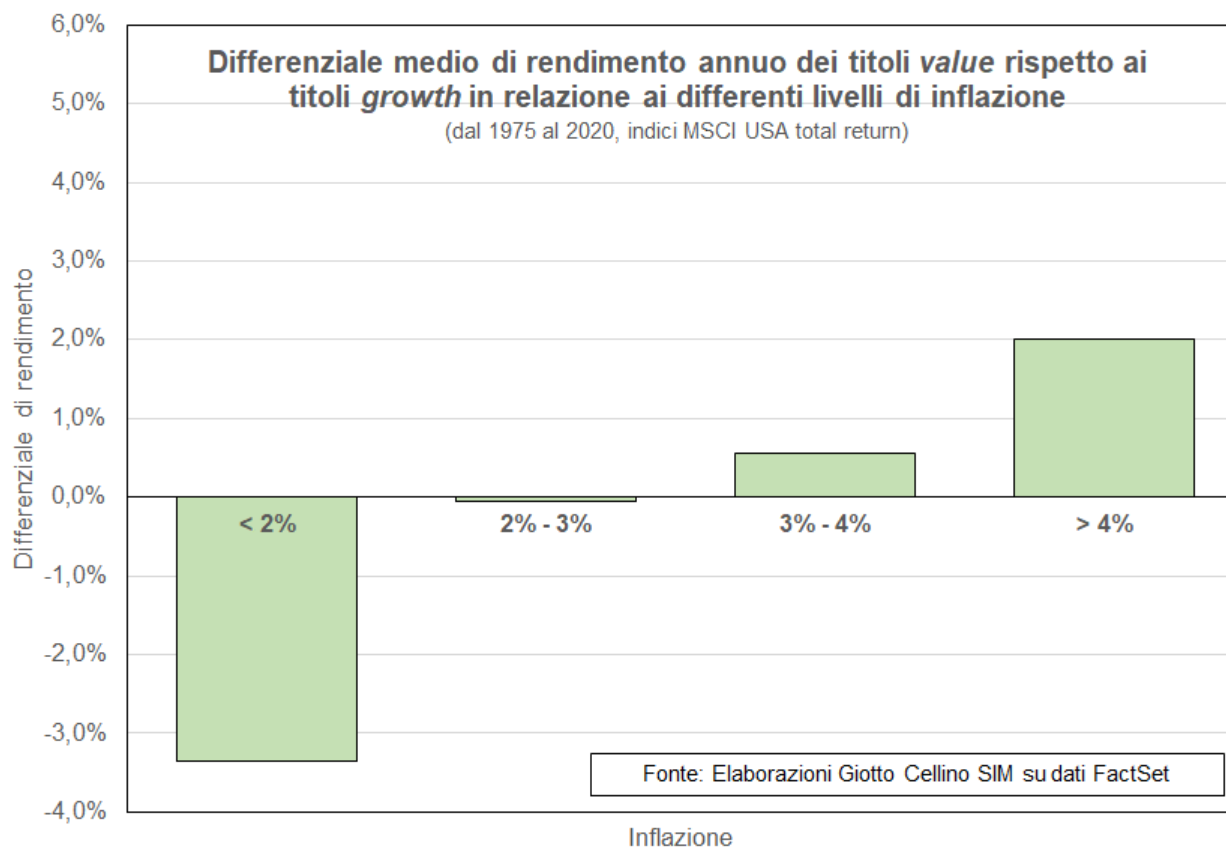


La prima variabile azionaria osservata in relazione al tasso di inflazione è il Cyclically Adjusted Price Earnings (CAPE), probabilmente il multiplo più rilevante nella valutazione degli indici azionari.

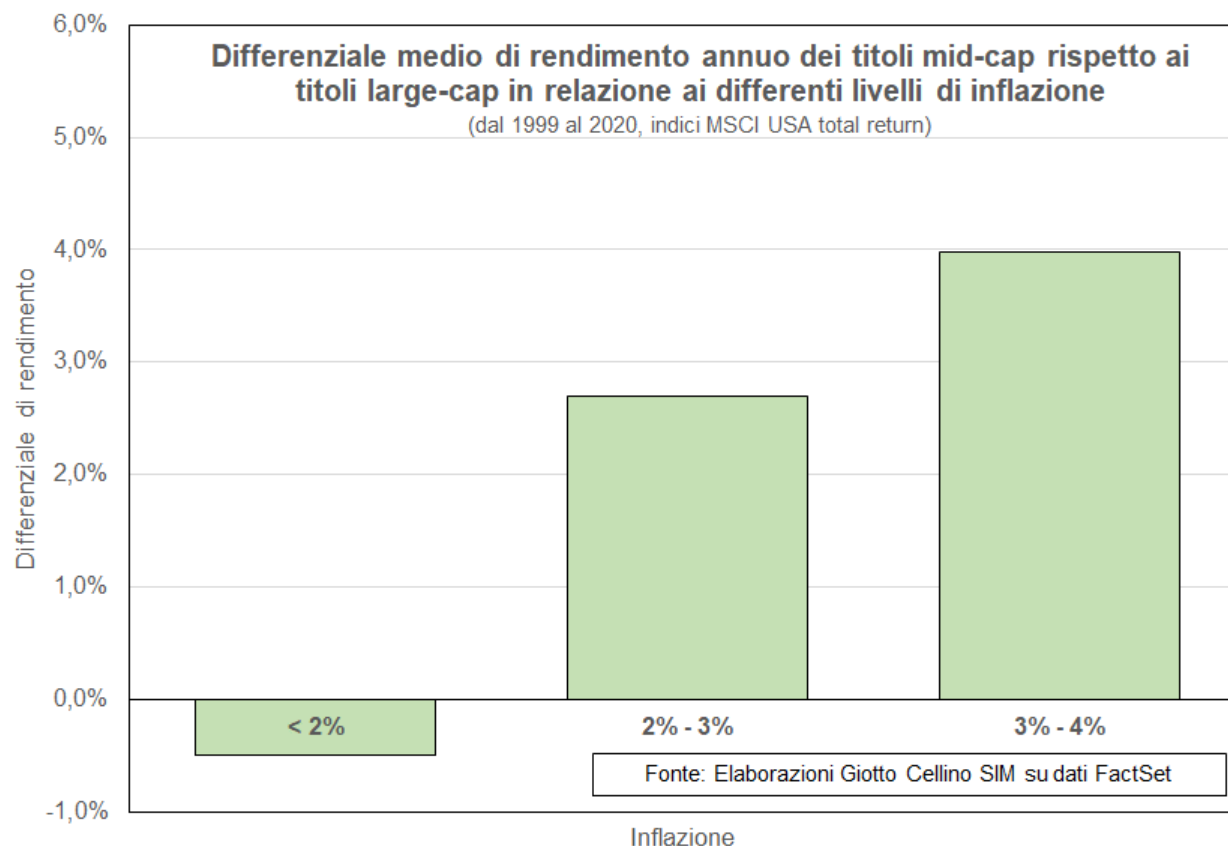
Il CAPE risulta inversamente correlato all'inflazione osservata nel quinquennio precedente, come osservabile nel grafico.

Come detto, l'inflazione determina incertezza sulla crescita e, dunque, sulla dimensione reale degli utili futuri: è per questo motivo che ad elevati livelli di inflazione gli investitori rispondono riducendo i multipli, e dunque elevando il rendimento atteso, in modo da garantirsi un maggior premio a fronte del maggiore rischio che lo scenario inflazionistico introduce sul mercato.

Inflazione e mercati azionari

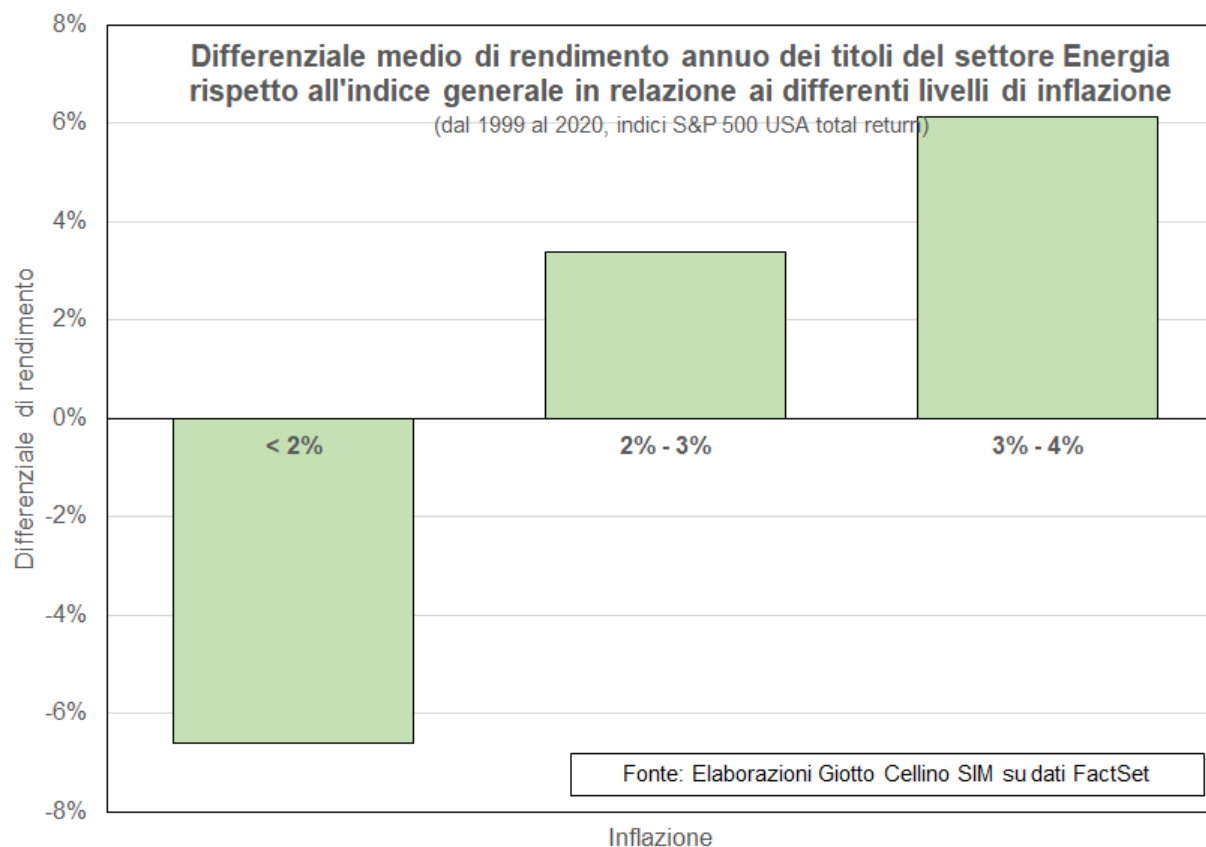


Su orizzonti quinquennali, periodi di inflazione più elevata si accompagnano generalmente alla sovraperformance dei titoli *value* rispetto quelli *growth*: in particolare, in corrispondenza di livelli di inflazione inferiori al 2% si osserva una sottoperformance dei titoli *value*, che si azzerava attorno al 2-3% di inflazione per divenire positiva al di sopra del 3%. L'elevata inflazione, che di norma si accompagna ad elevati tassi di interesse, implica che i titoli *growth*, per i quali la redditività è collocata lontano nel tempo, divengono meno appetibili, poiché gli alti tassi di interesse riducono il valore attuale dei flussi reddituali più lontani, che ne giustificano le elevate valutazioni. Al contrario, i titoli *value*, il cui valore è in larga parte spiegato da flussi reddituali di prossima realizzazione, risentono in minor misura dell'innalzamento dei tassi e risultano più appetibili agli investitori che, in un contesto di scarsa visibilità sul futuro, preferiscono acquistare valore presente e non promesse sul futuro.



Sempre su orizzonti quinquennali, l'inflazione sembra avere anche accompagnato la sovraperformance delle mid-cap rispetto alle large-cap, che diventa positiva, in media, per livelli di inflazione superiori al 2%. L'osservazione può essere spiegata dal fatto che tra i titoli a media capitalizzazione prevalgono azioni *value*, delle quali si è appena detto, o rappresentative di società appartenenti a settori ciclici, che beneficiano dello scenario inflazionistico quando questo si manifesta contestualmente ad una fase di crescita economica. Caratteristica, quest'ultima, dell'attuale contesto di mercato.

Inflazione e mercati azionari



A livello settoriale è più complicato individuare relazioni solide fra i rendimenti azionari e l'inflazione: questa può determinare un aumento dei ricavi, ma anche dei costi, oltre ad incrementare l'incertezza sul futuro. L'unico settore che appare chiaramente avvantaggiato dal crescere dell'inflazione è quello dell'energia, per il quale la crescita del prezzo delle materie prime energetiche è evidentemente un fattore positivo.

In generale, seppure in modo non particolarmente significativo, sembrano beneficiare dell'inflazione il settore finanziario (grazie all'irripidimento della curva dei rendimenti), quello delle materie prime e l'industriale, mentre appaiono svantaggiati i titoli tecnologici e del settore salute.

Aggiornamento del CAPE

	CAPE al 28/02/2021	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	19,8	5,0%	6,5%	5,1%
Francia	22,6	4,4%	5,9%	7,2%
Germania	18,4	5,4%	7,1%	6,9%
Spagna	16,2	6,2%	7,7%	7,3%
Svizzera	25,4	3,9%	4,2%	7,7%
Regno Unito	14,2	7,1%	8,6%	5,0%
Giappone	22,4	4,5%	4,8%	4,1%
USA	35,0	2,9%	3,1%	8,6%

Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet e Shiller

Il rialzo degli indici azionari da inizio anno ha determinato un lieve incremento del CAPE e dunque una live riduzione del rendimento atteso, ma più rilevante è stata la riduzione dell'Excess CAPE Yield (ECY), a causa della forte crescita dei rendimenti obbligazionari osservata in tutti i mercati.

Le valutazioni, in assoluto, appaiono piuttosto care, come già osservato a inizio anno: gli unici mercati i cui rendimenti attesi eccedono quello storico sono quelli giapponese e britannico, l'italiano lo eguaglia, mentre gli altri, in diversa misura, prezzano rendimenti attesi inferiori a quelli storici.

Per quanto diminuito, l'ECY appare ancora molto elevato, soprattutto in Europa (con l'eccezione della Svizzera) e in Giappone.

Conclusioni

L'evoluzione dello scenario macroeconomico suggerisce una ripresa dell'inflazione, che, dopo una fiammata di alcuni trimestri, dovrebbe riportarsi nel medio periodo su livelli più contenuti, anche se superiori a quelli sperimentati negli ultimi anni e, probabilmente, rispetto a quelli attualmente ipotizzati dal consenso, che li sta costantemente rivedendo al rialzo. Quest'ultima affermazione vale specialmente per gli USA e l'Europa. E' probabile che le banche centrali si dimostreranno tolleranti rispetto a tale crescita, poiché difficilmente il fenomeno si stabilizzerà su livelli eccessivi.

La capacità produttiva inutilizzata è infatti ancora considerevole e tale da poter assorbire rapidamente l'esplosione dei consumi a lungo compressi nel corso della pandemia.

Non solo: l'inflazione contribuirà ad erodere il valore reale dello stock di debito accumulato per fronteggiare la crisi. Questa è senz'altro un'altra ottima ragione che indurrà le banche centrali a tollerare livelli di inflazione anche superiori a quelli che, prima della crisi, erano invece considerati inaccettabili.

Come visto, livelli di inflazione superiori al 2%, come quelli attesi negli USA già a far corso da quest'anno e, presumibilmente, raggiungibili anche nell'Eurozona, non dovrebbero incidere eccessivamente sulle valutazioni dei titoli azionari, i cui multipli tendono a scendere solo in presenza di tassi di inflazione decisamente superiori, e dovrebbero avvantaggiare i titoli *value*, i settori ciclici e le mid-cap.

Le valutazioni dei mercati azionari, misurate con il CAPE, segnalano modesti rialzi dei multipli da inizio anno, riconducibili alla crescita dei prezzi: più vistosa invece la riduzione dell'ECY, riconducibile alla crescita dei rendimenti reali obbligazionari. Gli ECY rimangono comunque ancora molto attraenti in Europa (esclusa la Svizzera) e in Giappone.

A livello nazionale, sia le valutazioni condotte con il CAPE, sia la prevalenza di titoli *value* che caratterizza i listini europei portano a preferirli rispetto a quelli USA.

L'avvento dell'inflazione, che peraltro ci attendevamo, non modifica dunque la nostra visione dei mercati azionari.

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.