



Analisi per il Comitato Investimenti

Settembre 2022

Evoluzione attesa della congiuntura

	Crescita del PIL (*)			Inflazione (*) (CPI)			Disoccupazione		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Eurozona	5,2%	2,9% ↑	0,5% ↓	2,6%	8,2% ↑	5,0% ↑	7,7%	6,8% =	7,1% ↑
Francia	6,8%	2,4% =	0,5% ↓	2,1%	5,8% ↑	4,2% ↑	7,9%	7,4% ↑	7,6% ↑
Germania	2,6%	1,5% ↓	0,1% ↓	3,2%	8,1% ↑	5,9% ↑	5,7%	5,3% ↑	5,5% ↑
Italia	6,7%	3,3% ↑	0,6% ↓	1,9%	7,7% ↑	4,8% ↑	9,5%	8,3% ↓	8,5% ↑
Spagna	5,0%	4,3% ↑	1,6% ↓	3,0%	9,0% ↑	4,9% ↑	14,8%	13,0% ↓	13,3% ↑
Regno Unito	7,5%	3,4% ↓	-0,2% ↓	2,6%	9,0% ↑	6,2% ↑	4,5%	3,9% =	4,6% ↑
USA	5,9%	1,7% ↓	0,9% ↓	4,7%	8,0% ↑	3,6% ↑	5,4%	3,7% ↑	4,2% ↑
Giappone	1,7%	1,6% ↓	1,6% ↓	-0,2%	2,2% ↑	1,4% ↑	2,8%	2,6% =	2,5% =
Brasile	4,6%	2,0% ↑	0,9% ↓	8,3%	9,3% ↑	5,3% =	13,5%	9,7% ↓	9,5% ↓
Cina	8,1%	3,5% ↓	5,0% ↓	0,9%	2,2% =	2,3% =	4,0%	4,1% ↑	3,9% =
India	8,7%	7,2% ↑	6,6% ↑	5,1%	6,7% ↑	5,0% =	4,0%	4,1% ↑	3,9% =
Russia	4,8%	-6,0% ↑	-3,3% ↓	6,7%	14,4% ↓	7,3% ↓	4,8%	5,3% ↓	6,0% =

Fonte: FactSet

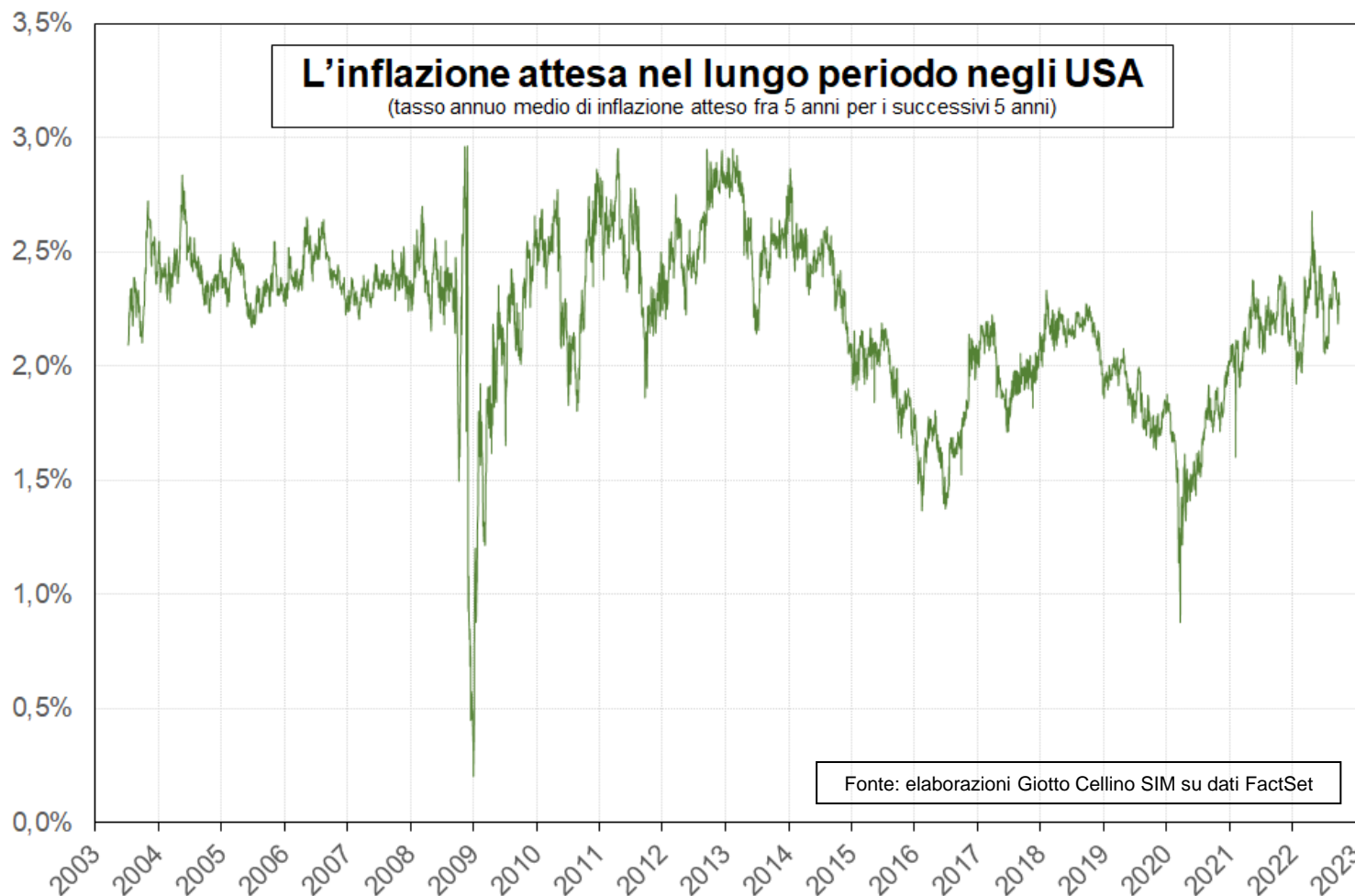
2022, poiché, grazie al boom del turismo, si stima che la crescita nel terzo trimestre potrà essere ancora molto forte. Il rallentamento si osserverà quindi solo sul finire dell'anno in corso in Eurozona e dispiegherà probabilmente i propri effetti negativi soprattutto sulla prima metà del 2023. Parallelamente alle revisioni al ribasso della crescita, si sta assistendo ad un processo di costante innalzamento delle attese di inflazione.

La tabella riporta i dati di consenso attualmente disponibili(*): come si nota, prosegue il processo di revisione al ribasso delle stime di crescita che scontano un rallentamento che dovrebbe materializzarsi a cavallo tra il 2022 e il 2023, dovuto all'effetto depressivo dell'inflazione sul potere d'acquisto delle famiglie e al dispiegarsi degli effetti frenanti delle politiche monetarie restrittive messe in campo dalle banche centrali proprio per contenere l'inflazione.

Da qualche settimana, però, l'Eurozona sembra sottrarsi alle revisioni al ribasso delle stime per il

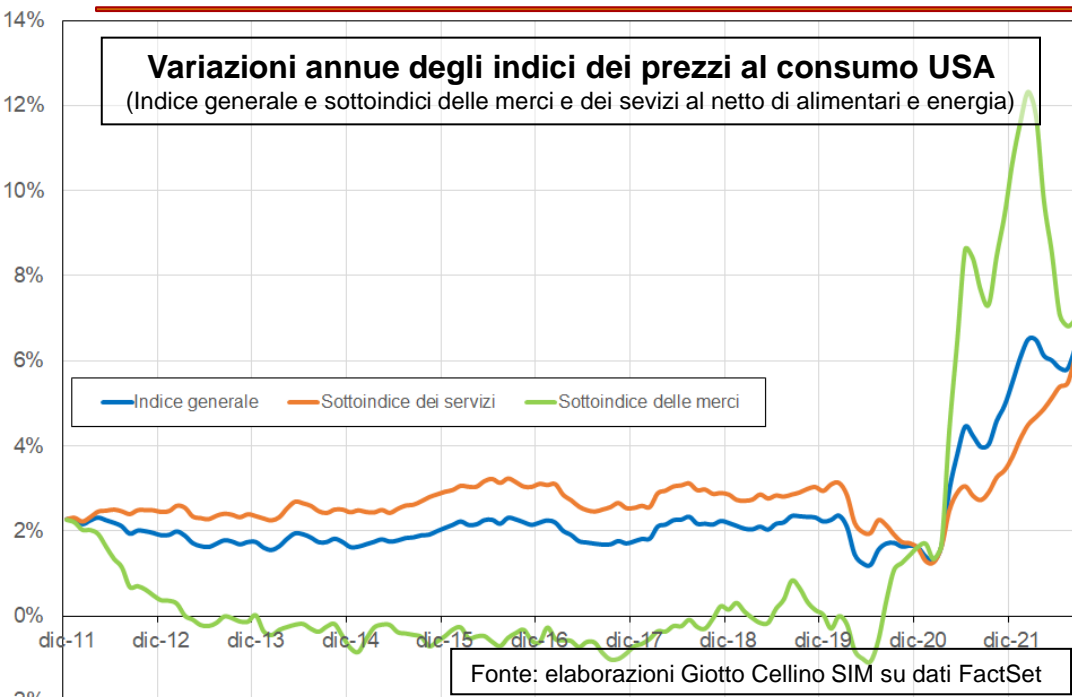
(*) Accanto a ciascuna previsione per gli anni 2022 e 2023, con riferimento alle previsioni presentate nel precedente Comitato, la freccia rivolta verso l'alto indica una tendenza del consenso a rivedere al rialzo il dato, la freccia verso il basso una tendenza a rivederlo al ribasso, mentre l'uguale affianca valori stabili.

Le attese di inflazione



Le attese di inflazione a lungo termine negli USA si mantengono poco al di sopra del 2%: la FED sembrerebbe dunque riuscita a convincere i mercati della propria capacità di riportare l'inflazione vicina all'obiettivo, del resto sarebbe preoccupante il contrario, considerata la retorica *à la Volcker* messa in atto da Jerome Powell negli ultimi tempi.

Prospettive sull'inflazione



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. Infatti, 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. 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 ed è plausibile che a breve si registri anche il massimo di quello dei servizi e che l'indice generale, come atteso dagli

analisti, inizi a declinare in autunno.

L'inflazione non è però destinata a ritornare a breve sui livelli sperimentati nel decennio precedente.

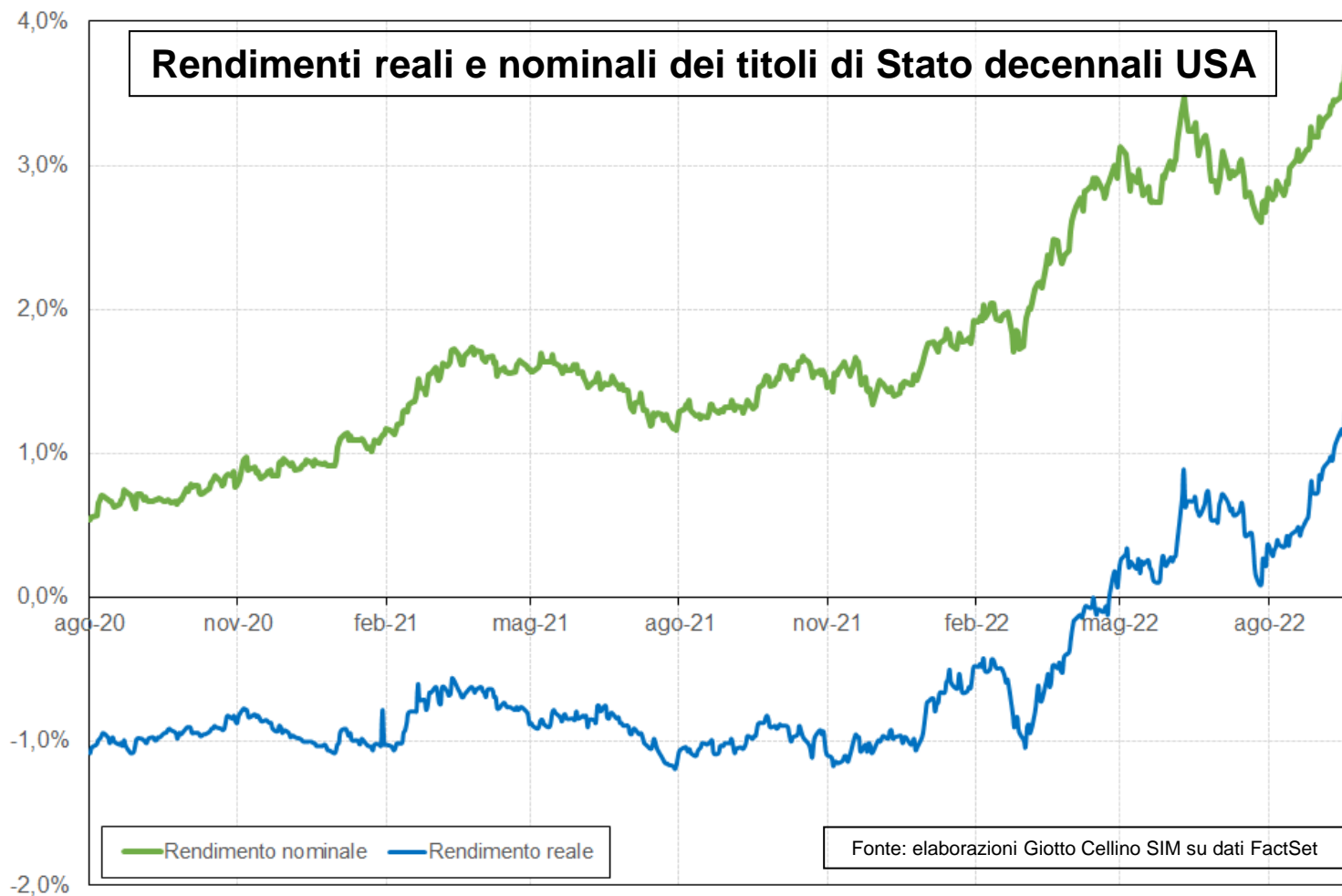
Osservando il grafico si nota come il tasso di inflazione delle merci sia sempre stato pressoché pari a zero nel corso di tutto il decennio passato: l'assenza di inflazione nei prezzi delle merci è stato il principale beneficio apportato dalla globalizzazione che, delocalizzando la produzione con il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

L'unica componente inflazionistica è stata quindi, per molto tempo, quella legata ai prezzi dei servizi che non sempre possono essere delocalizzati. Pur ridimensionandosi rispetto agli attuali livelli, ci attendiamo che nei prossimi anni si sperimenterà un'inflazione positiva anche nei prezzi delle merci, infatti, in futuro la localizzazione delle produzioni non mirerà solo alla minimizzazione 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.

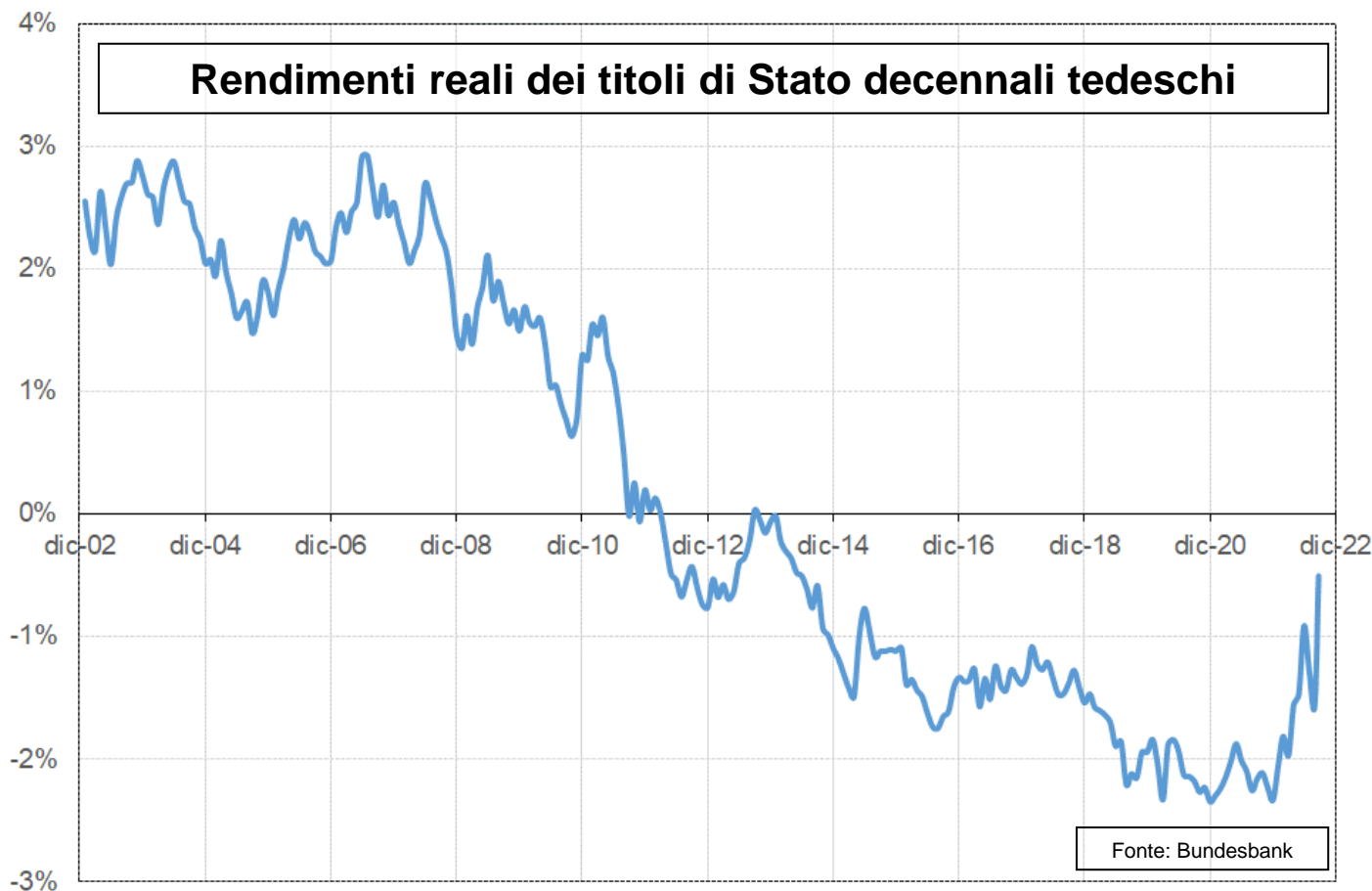
Supponendo che la banca centrale USA possa nel tempo rivelarsi meno aggressiva di quanto stia ora minacciando di voler essere e tenuto conto del fenomeno della deglobalizzazione, è ragionevole supporre che nei prossimi anni l'inflazione USA si possa collocare su livelli superiori alle attuali attese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

Considerazioni analoghe ci inducono a ipotizzare che anche nella zona euro i prossimi anni potranno essere caratterizzati da un tasso di inflazione simile a quello che ci attendiamo per gli USA.

Rendimenti reali e nominali



Negli USA, dopo due anni trascorsi in territorio negativo, il rendimento reale del titolo di Stato decennale è tornato in area positiva, raggiungendo negli ultimi giorni un livello che non si vedeva da prima della crisi finanziaria del 2008.



Differente la situazione in Eurozona, dove, con riferimento al tasso *risk free* offerto dai Bund tedeschi, il rendimento reale risulta negativo da circa 10 anni: a nostro giudizio, vi sono i presupposti perché continui ad esserlo ancora a lungo. È infatti 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, probabilmente, su livelli prossimi allo zero.

Attese di consenso sui rendimenti obbligazionari

(titoli di Stato a 10 anni)

	Attuale	2023 (previsione)	2024 (previsione)
USA	3,7%	3,0%	2,8%
Germania	2,0%	1,5%	1,5%
Giappone	0,2%	0,2%	0,2%

Fonte: FactSet

La tabella riporta, relativamente ai rendimenti obbligazionari a lungo termine, i dati attuali e le previsioni di consenso tratte dalla banca dati FactSet; sulla base delle stime indicate, il processo di crescita di tali rendimenti 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.

Nell'ipotesi, che riteniamo plausibile, di una prosecuzione della correlazione positiva fra mercati obbligazionari e azionari, il *bottom* del mercato obbligazionario, quando si realizzerà, costituirà un'indicazione di inversione anche per il mercato azionario. Poiché, come detto, il picco dei tassi a lunga scadenza potrebbe essere vicino, se ne conclude che potremmo essere anche vicini al punto di inversione anche per i mercati azionari.

Rendimenti reali di lungo periodo storici e prospettici

	CAPE (23/09/2022)	Rendimento reale annuo atteso (1/CAPE)	Rendimento reale annuo storico (1979-2021)	Excess CAPE Yield	Excess CAPE Yield medio ultimi 25 anni
Italia	15,3	6,5%	5,6%	6,1%	5,9%
Francia	20,2	5,0%	7,7%	4,4%	4,1%
Germania	12,3	8,2%	7,1%	8,2%	3,9%
Spagna	13,2	7,6%	7,3%	7,4%	6,2%
Svizzera	21,1	4,7%	8,1%	3,7%	3,7%
Regno Unito	13,1	7,7%	4,5%	6,5%	5,2%
Giappone	21,9	4,6%	4,3%	5,0%	4,2%
USA	28,9	3,5%	9,0%	2,4%	2,7%

Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet e Shiller

Rispetto a quanto rilevato nel corso del precedente Comitato, sotto il profilo delle valutazioni, la persistenza di quotazioni relativamente basse unitamente alla crescita degli utili dovuta all'inflazione hanno determinato per i mercati europei un generalizzato calo dei multipli, cui non è corrisposta una crescita del premio per il rischio, a causa del generalizzato aumento dei tassi di interesse reali.

Con la sola eccezione degli USA, i premi per il rischio permangono comunque superiori alle medie storiche, esprimendo quindi valutazioni coerenti con la situazione di pesante incertezza, sia sul fronte economico, sia su quello geopolitico.

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

Seguono le implicazioni per i mercati obbligazionari e azionari dello scenario descritto

- Come osservato, i rendimenti obbligazionari dei titoli denominati in euro di emittenti *risk free* risultano ancora negativi in termini reali, comunque superiori a quelli che si osservavano nei mesi scorsi. L'inizio della fase di normalizzazione della politica monetaria da parte della BCE ha dunque avviato un processo di innalzamento dei rendimenti anche fra i titoli di miglior qualità. Come si è osservato, il rendimento reale del bund decennale risulta negativo da dieci anni e, considerata la penuria di *asset risk free* nell'Eurozona, è probabile che tale rimanga anche in futuro, sia pure su livelli prossimi allo zero. Stando al consenso degli analisti, la fase di aggiustamento dei rendimenti obbligazionari, sia in Eurozona sia negli USA, potrebbe essere prossima alla conclusione: la politica di allungamento della *duration* dei portafogli, già avviata nelle scorse settimane, potrà quindi proseguire. Per quanto riguarda le emissioni italiane, il mercato non sta esprimendo preoccupazioni particolari sulla situazione politica e il peso di tali titoli potrà quindi essere incrementato nel rispetto dei limiti prudenziali definiti dal Comitato.
- Grazie alle profonde correzioni, i rendimenti attesi dai mercati azionari hanno tenuto testa al recupero di quelli delle obbligazioni, continuando ad esprimere premi per il rischio soddisfacenti e, con la sola eccezione degli USA, superiori alle medie storiche. Il momento appare propizio per iniziare l'impiego, all'interno dei portafogli azionari, della liquidità accumulata nei mesi scorsi per effetto delle operazioni di alleggerimento.

Alla luce delle analisi condotte, si conferma che, come già constatato a conclusione del precedente Comitato, sia i mercati azionari sia quelli obbligazionari esprimono rendimenti attesi interessanti, generalmente superiori al dato storico, con l'eccezione del mercato azionario USA, il cui premio al rischio è fortemente limitato dalla forte ascesa dei rendimenti obbligazionari reali. Diversa la situazione in Eurozona, dove per ottenere rendimenti superiori all'inflazione occorre rivolgersi ad emittenti collocati nella fascia bassa dei *rating investment grade*.

Il focus degli investitori si mantiene concentrato sui timori di recessione dovuti all'azione restrittiva delle banche centrali.

Si conserva il giudizio neutrale sui mercati azionari dell'Eurozona e dei mercati emergenti, passa a negativo quello sul listino USA, rimangono positivi il giudizio sul Giappone e quello sul Regno Unito.

In linea generale, rimane invariata, stante il livello raggiunto dai tassi e le attese di inflazione, l'indicazione di sovrappesare i titoli *value* a discapito dei titoli *growth*.

Per quanto riguarda il comparto obbligazionario, l'invito ad incrementare la *duration* viene esteso anche ai titoli italiani, alla luce della buona accoglienza riservata dai mercati all'esito delle recenti elezioni.

La concreta possibilità che l'attuale livello dell'inflazione di *break-even*, implicito nelle quotazioni obbligazionarie, risulti inferiore all'inflazione che si osserverà concretamente nei prossimi anni, induce a suggerire l'inserimento di una significativa quota di titoli *inflation linked* nei portafogli obbligazionari.

In relazione alla componente valutaria reiteriamo l'invito ad investire in divise che dovrebbero trarre beneficio dalla scarsità delle materie prime energetiche, quali la corona norvegese. Per quanto concerne invece il dollaro, il livello raggiunto potrebbe costituire un'interessante opportunità di alleggerimento. Tenuto però conto della valenza difensiva della divisa americana rispetto alle tensioni geopolitiche, tale alleggerimento dovrà avvenire con gradualità.

In generale, la diversificazione valutaria dovrebbe ancora apportare un contributo positivo al rendimento dei portafogli obbligazionari, in virtù della generalizzata debolezza dell'euro causata dalla crisi ucraina.

Andamento dei mercati da inizio anno

	31-dic-21	26-lug-22	27-set-22	Variazione da inizio anno	Variazione da precedente comitato
 Mercati azionari (in valuta locale)					
FTSE MIB	27.347	21.160	20.961	-23,3%	-0,9%
DAX	15.885	13.097	12.140	-23,6%	-7,3%
CAC	7.153	6.211	5.754	-19,6%	-7,4%
FTSE 100	7.385	7.306	6.985	-5,4%	-4,4%
S&P 500	4.766	3.921	3.647	-23,5%	-7,0%
Nasdaq	15.645	11.563	10.830	-30,8%	-6,3%
Nikkei	28.792	27.655	26.572	-7,7%	-3,9%
MSCI E.M.	70.053	59.443	55.180	-21,2%	-7,2%
Settori azionari mondo (indici settoriali FactSet in euro)					
Communications	133	141	135	2,2%	-3,7%
Finance	263	254	248	-6,0%	-2,7%
Transportation	450	448	429	-4,8%	-4,2%
Utilities	375	401	402	7,1%	0,1%
Commercial Services	396	342	317	-19,9%	-7,3%
Consumer Durables	447	389	380	-15,0%	-2,1%
Consumer Services	291	258	250	-14,2%	-3,4%
Distribution Services	402	372	370	-7,8%	-0,6%
Electronic Technology	403	348	332	-17,7%	-4,7%
Energy Minerals	286	378	374	30,6%	-1,2%
Health Services	1.064	1.113	1.098	3,2%	-1,3%
Health Technology	477	460	429	-10,0%	-6,7%
Industrial Services	248	273	266	7,3%	-2,7%
Process Industries	598	578	548	-8,4%	-5,2%
Producer Manufacturing	394	351	330	-16,4%	-6,2%
Retail Trade	524	452	454	-13,5%	0,4%
Technology Services	544	415	397	-27,0%	-4,2%
Consumer Non-Durables	747	729	701	-6,1%	-3,9%
Non-Energy Minerals	547	521	508	-7,1%	-2,5%

	31-dic-21	26-lug-22	27-set-22	Variazione da inizio anno	Variazione da precedente comitato
Rendimenti obbligazionari					
Rendimento % BTP 10 Y	1,17%	3,25%	4,70%	3,53%	1,45%
Rendimento % Bonos 10 Y	0,57%	2,10%	3,39%	2,83%	1,29%
Rendimento % Bund 10 Y	-0,18%	0,92%	2,18%	2,36%	1,27%
Rendimento % Treasury 10 Y	1,51%	2,79%	3,96%	2,45%	1,18%
Spread Italia (basis point)	135,1	233,8	251,9	116,8	18,1
Spread Spagna (basis point)	74,7	118,8	121,1	46,4	2,3
Materie prime					
Greggio (dollari/barile)	75,33	97,74	78,91	4,8%	-19,3%
Oro (dollari/oncia)	1.830	1.717	1.629	-11,0%	-5,1%
Rame (dollari/tonnellata)	9.692	7.592	7.475	-22,9%	-1,5%
Baltic Dry Index	2.217	2.061	1.807	-18,5%	-12,3%
S&P GSCI	561	674	601	7,1%	-10,9%
Tassi di cambio dell'Euro					
Dollaro USA	1,14	1,01	0,96	18,2%	5,3%
Yen giapponese	131,0	138,4	139,2	-6,0%	-0,6%
Sterlina britannica	0,840	0,841	0,893	-6,0%	-5,8%
Franco svizzero	1,036	0,975	0,952	8,8%	2,4%
Corona norvegese	10,0	10,0	10,4	-3,2%	-3,4%
Corona svedese	10,296	10,442	10,894	-5,5%	-4,2%
Dollaro canadese	1,4	1,3	1,3	8,8%	-1,2%
Dollaro australiano	1,564	1,456	1,489	5,0%	-2,2%
Renminbi cinese	7,248	6,846	6,888	5,2%	-0,6%
Real brasiliano	6,334	5,425	5,148	23,1%	5,4%
Lira turca	15,1	18,1	17,8	-15,1%	1,8%

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.