



Analisi per il Comitato Investimenti

Gennaio 2023

Evoluzione attesa della congiuntura

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

Fonte: FactSet

Meno netta l'inversione di *sentiment* per il 2023, anche se, soprattutto in Eurozona, iniziano ad apparire revisioni al rialzo delle stime.

Il blando ottimismo che si sta osservando nelle previsioni macroeconomiche è il frutto del probabile raggiungimento del picco dell'inflazione, particolarmente visibile soprattutto negli USA, e delle attese di un ammorbidimento delle politiche monetarie restrittive con le quali le banche centrali si sono ad essa opposte

I dati annuali riprodotti in tabella suggeriscono per il 2023 brevi recessioni di modesta entità in Eurozona e negli USA, mentre il Regno Unito dovrebbe subire una battuta d'arresto più consistente. Per meglio descrivere quanto si prevede accadrà, osserviamo i dati trimestrali di crescita attesa del PIL nella prossima pagina.

La tabella riporta i dati di consenso attualmente disponibili(*): come si nota, le revisioni al ribasso relative al dato della crescita del 2022 hanno lasciato lo spazio a quelle di segno opposto: l'anno appena concluso si rivelerà probabilmente migliore di quanto si temesse sino a poche settimane fa.

(*) 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.

Evoluzione attesa della congiuntura

	Crescita trimestrale del PIL		
	IV trimestre 2022	I trimestre 2023	II trimestre 2023
Eurozona	-0,3%	-0,3%	0,1%
Francia	-0,1%	-0,2%	0,1%
Germania	-0,5%	-0,6%	0,2%
Italia	-0,6%	-0,4%	0,0%
Spagna	0,1%	-0,2%	0,2%
Regno Unito	-0,3%	-0,3%	-0,3%
USA	2,3%	-0,1%	-0,3%
Giappone	2,9%	1,0%	1,0%
Brasile	0,1%	0,0%	0,3%
Cina	0,0%	1,4%	1,3%
India	4,7%	3,7%	3,7%
Russia	N.D.	N.D.	N.D.

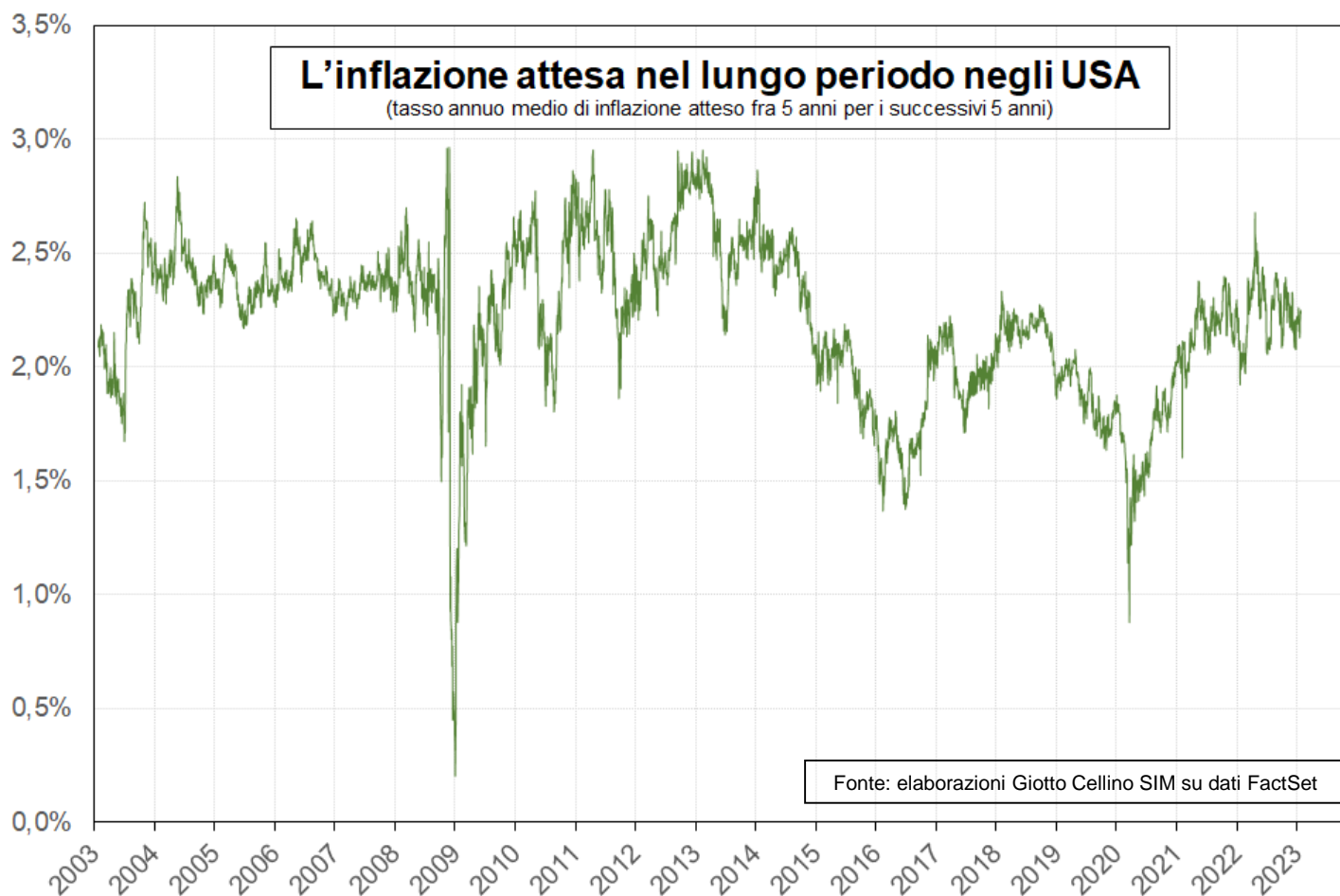
Fonte: FactSet

Le attese di durata dell'evento recessivo rimangono uguali: pari a due trimestri in Eurozona (il quarto trimestre 2022 e il primo 2023) e negli USA (il primo e il secondo 2023). Nel Regno Unito si confermano invece le attese di tre trimestri negativi.

Se dunque la durata attesa dell'evento rimane immutata, ciò che è in evidente miglioramento è la sua portata:

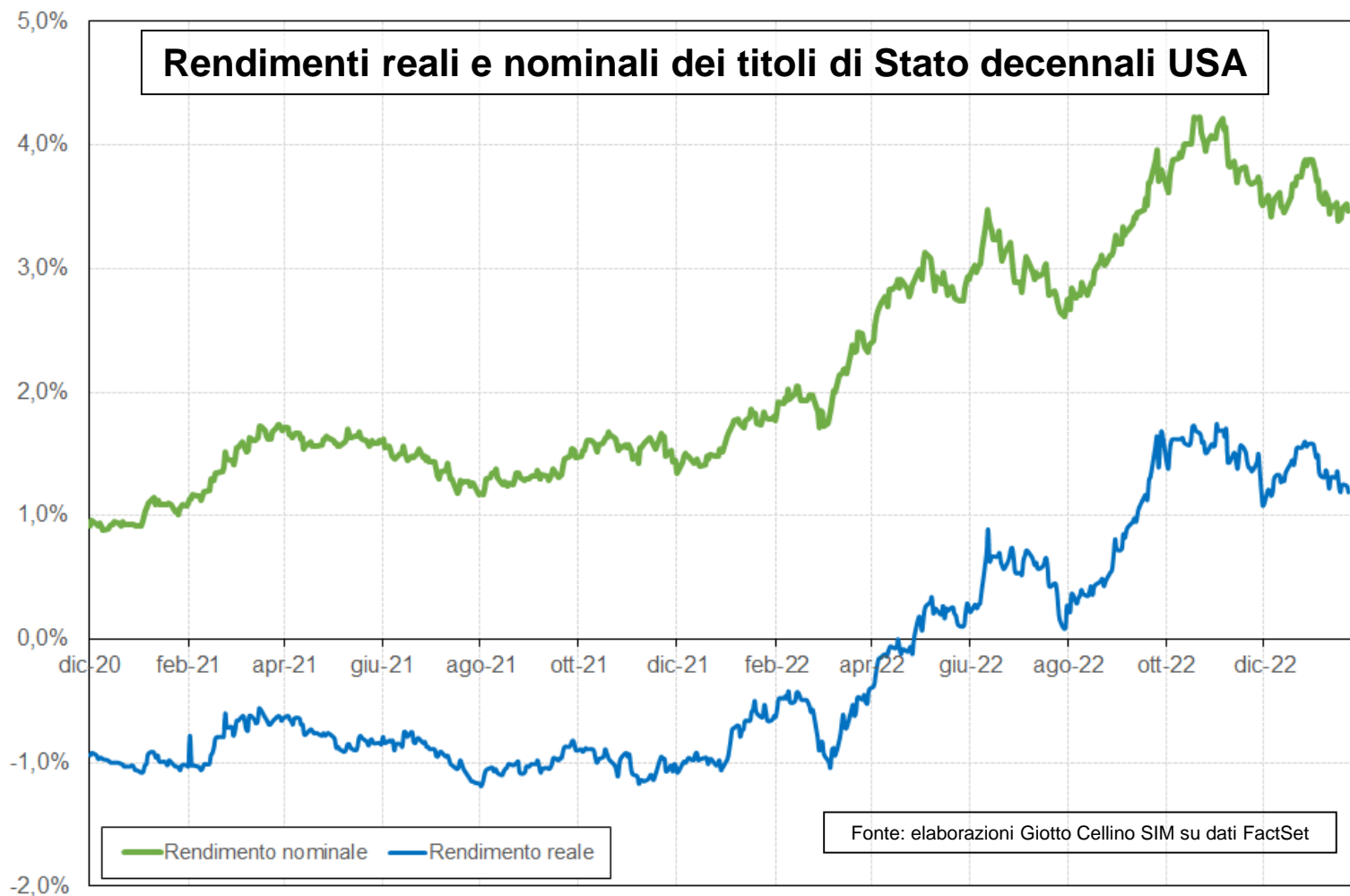
oramai le attese dipingono una modestissima recessione negli USA e in Eurozona e il forte rimbalzo degli indici azionari osservato nel corso delle prime settimane del 2023 è stato, a nostro giudizio, sostenuto dalla presa d'atto di questo significativo cambiamento nelle prospettive economiche.

Le attese di inflazione

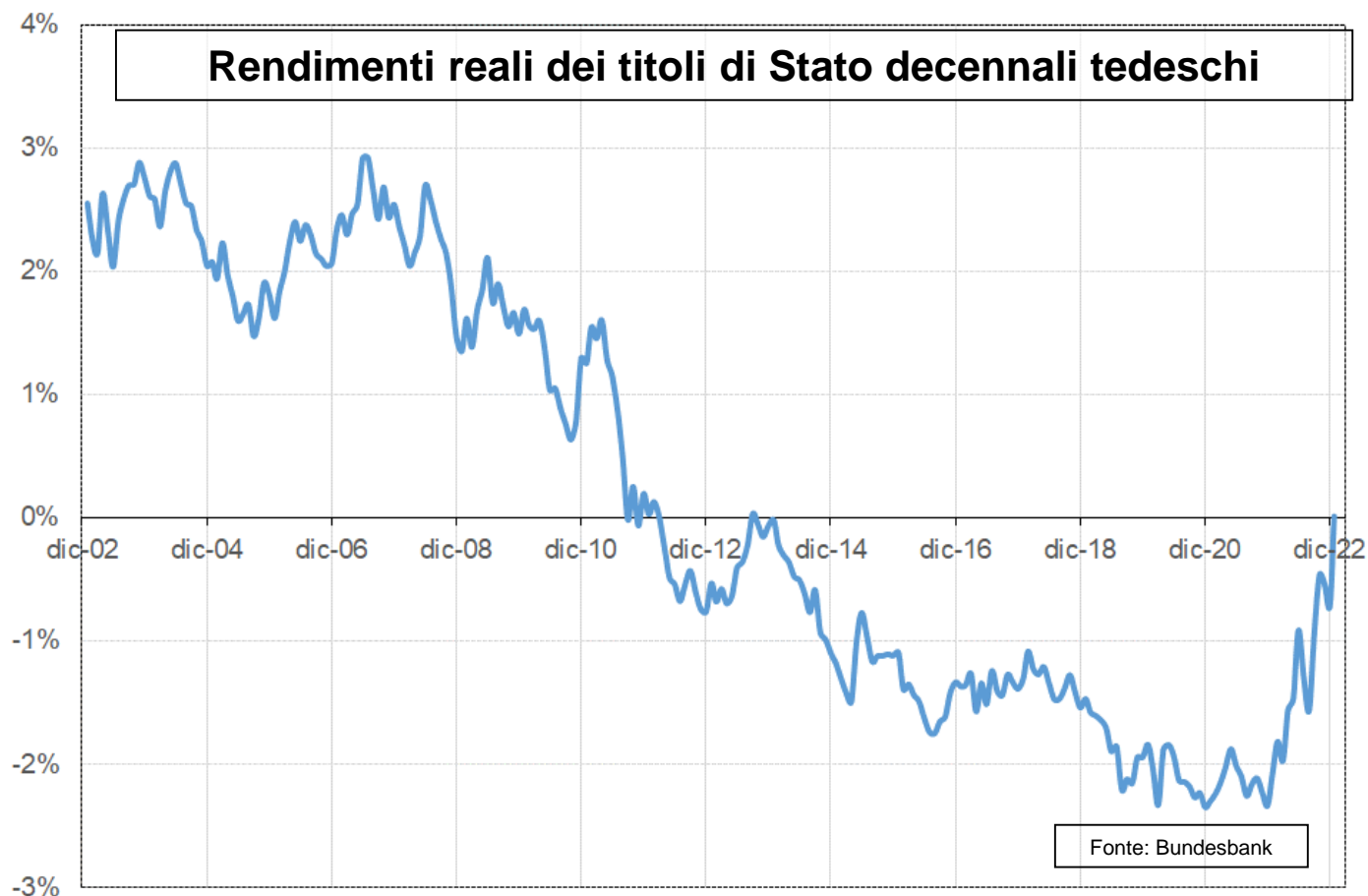


Le attese di inflazione a lungo termine negli USA si mantengono poco al di sopra del 2%: la FED sembrerebbe dunque riuscita a convincere i mercati della propria capacità di riportare l'inflazione vicina all'obiettivo. **Continuiamo a pensare, per le ragioni più volte richiamate in questa sede, che nei prossimi 5 anni l'inflazione, sia negli USA sia in Eurozona, si possa collocare su livelli superiori alle attuali attese di mercato, oscillando nella fascia 3-4% anziché in quella 2-3%.**

Rendimenti reali e nominali



Negli USA, l'ascesa dei rendimenti (sia nominale che reale) sembra essersi per il momento fermata su livelli che, in una prospettiva storica, appaiono ancora relativamente bassi.



In Eurozona, il rendimento reale di lungo termine privo di rischio continua invece a crescere, ma il livello raggiunto risulta ancora decisamente inferiore a quello osservato negli USA. **Permane l'idea che il rendimento reale privo di rischio sull'euro difficilmente potrà elevarsi al di sopra dello zero in modo significativo e, soprattutto, difficilmente potrà raggiungere quello USA.**

Rendimenti reali di lungo periodo storici e prospettici

	CAPE (25/01/2023)	Rendimento reale annuo atteso (1/CAPE)	Rendimento reale annuo storico (1979-2022)	Excess CAPE Yield	Excess CAPE Yield medio ultimi 25 anni
Italia	16,2	6,2%	4,9%	5,6%	6,0%
Francia	22,7	4,4%	7,2%	3,3%	4,2%
Germania	14,2	7,0%	6,1%	6,7%	4,2%
Spagna	14,6	6,8%	6,8%	6,0%	6,3%
Svizzera	22,7	4,4%	7,4%	3,1%	3,6%
Regno Unito	13,8	7,3%	5,0%	6,4%	5,4%
Giappone	19,1	5,2%	4,1%	5,6%	4,3%
USA	29,2	3,4%	7,9%	2,5%	2,7%

Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet e Shiller

Rispetto a quanto rilevato nel corso del precedente Comitato, nonostante la forte crescita degli indici, le valutazioni sono solo marginalmente cresciute grazie alla crescita degli utili, imputabile soprattutto all'inflazione. I rendimenti attesi dei mercati della zona euro (esclusa la Francia), del Regno Unito e del Giappone permangono in linea con il dato storico o superiori.

I premi per il rischio sono generalmente in linea con il dato storico ad eccezione dei mercati tedesco, inglese e giapponese, per i quali il dato è significativamente superiore, e di quello francese che, invece, si colloca quasi un punto percentuale al di sotto della media.

(*) Il dato medio del mercato giapponese è calcolato su dati riferiti agli ultimi 17 anni.

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

- Come osservato, i rendimenti reali dei titoli *risk free* denominati in euro risultano prossimi allo zero, comunque superiori a quelli che si osservavano nei mesi scorsi. La corsa dei rendimenti negli USA si è invece arrestata su livelli che, in una prospettiva storica, appaiono ancora contenuti. Il rendimento reale del Bund, considerata la penuria di *asset risk free* nell'Eurozona, continuerà a rimanere significativamente inferiore all'omologo titolo USA.

Stando al consenso degli analisti, la fase di aggiustamento dei rendimenti obbligazionari, sia in Eurozona sia negli USA, potrebbe essere prossima alla conclusione. Permane l'interesse per i titoli indicizzati all'inflazione che esprimono livelli di *break-even inflation* significativamente inferiori alle nostre attese e a quelle del consenso.

- Nonostante i forti recuperi, i rendimenti attesi dai mercati azionari continuano ad esprimere premi per il rischio soddisfacenti in termini di rendimenti attesi, e le valutazioni permangono significativamente più attraenti per i mercati dell'eurozona, per il Regno Unito e per il Giappone.

Conclusioni

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. In ambito azionario i rendimenti attesi sono anche generalmente superiori al dato storico, con la rilevante eccezione del mercato azionario USA, mentre in ambito obbligazionario i rendimenti attesi risultano superiori a quelli, eccezionalmente bassi, dello scorso decennio, ma in una prospettiva storica più lunga, sia sul dollaro che sull'euro appaiono ancora modesti, anche se con rilevanti differenze: il dollaro offre infatti un rendimento reale positivo sui titoli privi di rischio mentre per ottenere rendimenti obbligazionari superiori all'inflazione sull'euro occorre rivolgersi ad emittenti collocati nella fascia bassa dei *rating investment grade*.

Gli investitori hanno accolto favorevolmente le inattese buone notizie sul fronte macroeconomico che sembrerebbero scongiurare il rischio di una pesante recessione e, anche grazie all'arretramento dell'inflazione osservato soprattutto negli USA, hanno destinato forti acquisti ai mercati azionari.

L'unico rischio di deterioramento dello scenario descritto, complessivamente favorevole ai mercati finanziari, è costituito da un deterioramento del conflitto in Ucraina, cui i mercati negli ultimi mesi non hanno dato particolare importanza, ma che, in caso di escalation incontrollata, potrebbe determinare un'impennata del premio per il rischio. Anche un'inattesa soluzione del conflitto potrebbe modificare lo scenario, ovviamente in senso migliorativo. Permane il giudizio positivo sui mercati azionari dell'Eurozona, sostenuti dalle interessanti valutazioni; analogo giudizio, per il medesimo motivo, si esprime sul mercato giapponese e su quello britannico. Si eleva a positivo il giudizio sui mercati emergenti, sostenuti dalla riapertura della Cina, e si mantiene quello negativo sul listino USA.

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, si mantiene un giudizio positivo sui titoli a elevata *duration*, sulle emissioni corporate e sui titoli indicizzati all'inflazione.

In relazione alla componente valutaria, reiteriamo l'invito ad inserire nei portafogli divise che dovrebbero trarre beneficio dalla scarsità delle materie prime energetiche, quali la corona norvegese. Per quanto concerne invece il dollaro, lo spazio di ulteriore indebolimento della moneta unica sembrerebbe oramai contenuto, stanti il forte deprezzamento già osservato e il differenziale di rendimenti.

Andamento dei mercati da inizio anno

	31-dic-22	15-dic-22	25-gen-23	Variazione da inizio anno	Variazione da precedente comitato
 Mercati azionari (in valuta locale)					
FTSE MIB	23.707	23.726	25.884,31	9,2%	9,1%
DAX	13.924	13.986	15.080	8,3%	7,8%
CAC	6.474	6.523	7.043	8,8%	8,0%
FTSE 100	7.452	7.426	7.757	4,1%	4,5%
S&P 500	3.840	3.896	3.975	3,5%	2,0%
Nasdaq	10.466	10.811	11.181	6,8%	3,4%
Nikkei	26.095	28.052	27.395	5,0%	-2,3%
MSCI E.M.	57.479	57.999	61.777	7,5%	6,5%
Settori azionari mondo (indici settoriali FactSet in euro)					
Communications	130	130	136	4,6%	4,8%
Finance	249	247	259	4,0%	4,6%
Transportation	424	432	438	3,4%	1,4%
Utilities	386	389	387	0,3%	-0,4%
Commercial Services	320	321	341	6,6%	6,2%
Consumer Durables	304	323	328	7,9%	1,4%
Consumer Services	246	250	267	8,2%	6,8%
Distribution Services	379	382	387	2,0%	1,3%
Electronic Technology	309	322	333	7,8%	3,4%
Energy Minerals	367	359	373	1,7%	4,0%
Health Services	1.084	1.083	1.045	-3,7%	-3,5%
Health Technology	445	451	447	0,5%	-0,8%
Industrial Services	269	271	278	3,2%	2,6%
Process Industries	526	537	548	4,2%	2,0%
Producer Manufacturing	328	337	350	6,8%	3,8%
Retail Trade	412	419	435	5,5%	3,8%
Technology Services	371	378	394	6,3%	4,3%
Consumer Non-Durables	706	708	724	2,5%	2,4%
Non-Energy Minerals	539	542	589	9,3%	8,7%

	31-dic-22	15-dic-22	25-gen-23	Variazione da inizio anno	Variazione da precedente comitato
Rendimenti obbligazionari					
Rendimento % BTP 10 Y	4,64%	4,12%	3,92%	-0,71%	-0,20%
Rendimento % Bonos 10 Y	3,61%	3,15%	3,10%	-0,51%	-0,05%
Rendimento % Bund 10 Y	2,53%	2,08%	2,14%	-0,40%	0,05%
Rendimento % Treasury 10 Y	3,88%	3,45%	#N/D	#N/D	#N/D
Spread Italia (basis point)	210,4	204,4	178,9	-31,5	-25,5
Spread Spagna (basis point)	107,5	106,8	96,0	-11,5	-10,8
Materie prime					
Greggio (dollari/barile)	80,16	75,89	80,13	0,0%	5,6%
Oro (dollari/oncia)	1.825	1.777	1.937	6,2%	9,0%
Rame (dollari/tonnellata)	8.387	8.383	9.308	11,0%	11,0%
Baltic Dry Index	1.515	1.528	721	-52,4%	-52,8%
S&P GSCI	610	598	612	0,4%	2,4%
Tassi di cambio dell'Euro					
Dollaro USA	1,07	1,07	1,09	-2,1%	-2,3%
Yen giapponese	140,8	146,5	141,3	-0,3%	3,7%
Sterlina britannica	0,887	0,872	0,882	0,6%	-1,2%
Franco svizzero	0,987	0,989	1,003	-1,6%	-1,4%
Corona norvegese	10,5	10,5	10,8	-2,9%	-3,3%
Corona svedese	11,120	10,980	11,181	-0,5%	-1,8%
Dollaro canadese	1,4	1,5	1,5	-1,1%	-0,8%
Dollaro australiano	1,574	1,584	1,540	2,2%	2,8%
Renminbi cinese	7,419	7,422	7,387	0,4%	0,5%
Real brasiliano	5,635	5,681	5,532	1,9%	2,7%
Lira turca	20,0	19,9	20,5	-2,6%	-3,2%

Fonte: FactSet

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.