



Analisi per il Comitato Investimenti

Marzo 2023

Evoluzione attesa della congiuntura

	Crescita del PIL (*)			Inflazione (*) (CPI)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Eurozona	3,5% ↑	0,0% ↑	1,4% ↑	8,4% ↑	5,8% ↓	2,4% ↑
Francia	2,6% ↑	0,4% ↑	1,1% =	5,9% =	5,3% ↓	2,3% ↓
Germania	1,9% ↓	-0,2% ↑	1,3% ↑	8,7% =	5,9% ↓	2,6% ↑
Italia	3,9% ↑	0,4% ↑	1,1% ↑	8,7% =	6,6% ↓	2,3% =
Spagna	5,3% ↑	1,1% ↑	1,6% =	8,3% =	4,1% ↑	2,5% ↑
Regno Unito	4,0% ↓	-0,8% ↑	0,9% ↓	9,1% =	6,9% ↓	2,9% ↓
USA	2,1% ↑	0,6% ↑	1,3% ↓	8,0% ↓	4,0% ↑	2,5% ↑
Giappone	1,0% ↓	1,3% =	1,1% ↓	2,5% ↓	2,0% ↑	1,2% ↑
Brasile	3,0% ↑	0,8% =	1,9% ↓	9,3% =	4,9% =	4,0% =
Cina	3,0% =	4,9% ↑	5,0% =	2,0% =	2,3% =	2,4% ↑
India	7,0% ↑	6,0% =	6,5% =	6,7% ↓	5,0% ↓	4,7% =
Russia	-2,9% ↑	-3,0% =	1,5% ↓	13,8% ↓	7,3% ↑	5,0% ↓

Fonte: FactSet

maggioritaria, per quanto riguarda il 2023 tale orientamento è quasi plebiscitario.

Un po' ovunque, per l'anno appena iniziato è infatti prevista una crescita modesta o leggermente negativa, ma non più una profonda recessione, come invece temuto in passato.

Altrettanto positivo, sempre con riferimento al 2023, il fatto che inizino a comparire numerose revisioni al ribasso del dato sull'inflazione, che comunque risulta generalmente ancora elevata.

Nel 2024, sempre stando al consenso, si dovrebbe osservare una generalizzata accelerazione della crescita, mentre i livelli dell'inflazione dovrebbero avvicinarsi significativamente ai target delle banche centrali, senza però ancora raggiungerli. Si noti infine il dato della crescita riferito alla Cina che, grazie alla riapertura post COVID, dovrebbe tornare a crescere ad un ritmo del 5% sia nel 2023 che nel 2024.

La tabella riporta i dati di consenso attualmente disponibili(*). Come si nota, tranne poche eccezioni, il 2022 si è concluso con un'inversione di tendenza nel trend del consenso: le previsioni per l'anno scorso, infatti, sono ora oggetto di revisioni prevalentemente al rialzo. Salvo qualche lieve ritocco, invece, i dati sull'inflazione del 2022 appaiono stabilizzati su livelli che, come noto, risultano significativamente elevati in quasi tutte le principali aree economiche.

Se per il 2022 la tendenza a rivedere al rialzo i dati sulla crescita economica è

(*) Accanto a ciascuna previsione, 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.

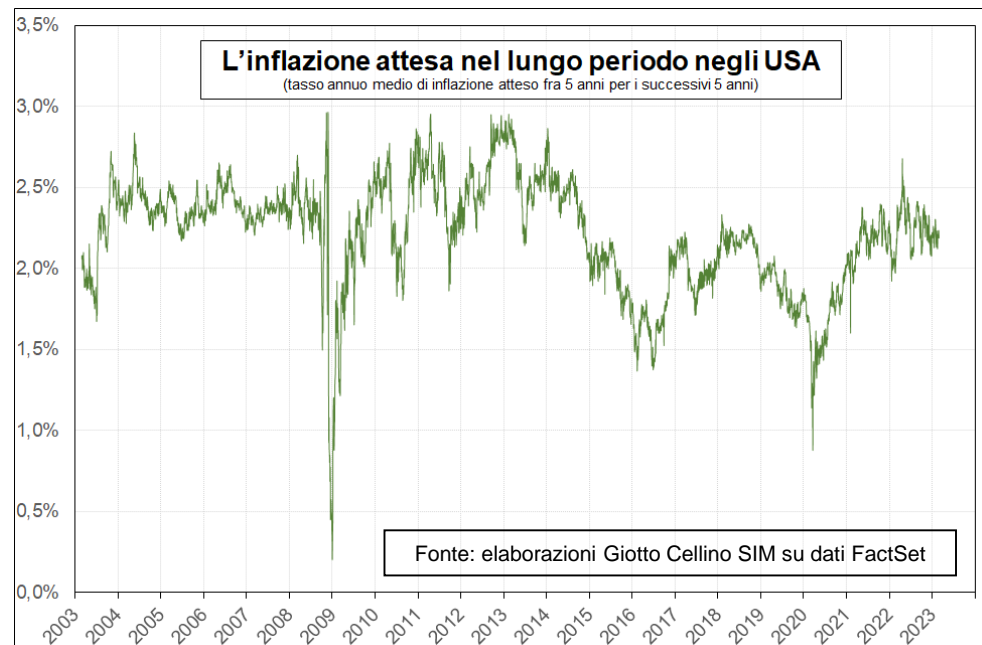
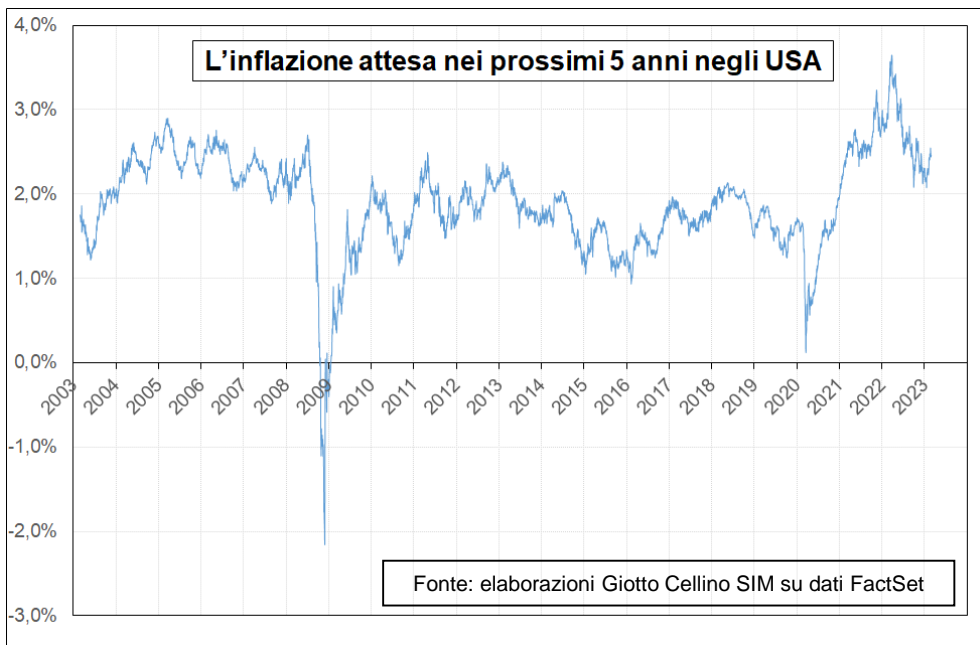
Evoluzione attesa della congiuntura

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

Fonte: FactSet

Dunque, il 2023 si dovrebbe rivelare assai meno sfavorevole per la congiuntura economica di quanto sinora temuto. Lo si può verificare attraverso l'analisi del consenso trimestrale qui rappresentata, dalla quale emerge che Italia, Germania, Regno Unito e USA dovrebbero sperimentare una blandissima recessione tecnica, cioè due trimestri consecutivi di crescita negativa, mentre altrove questa eventualità sembrerebbe addirittura esclusa.

Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali

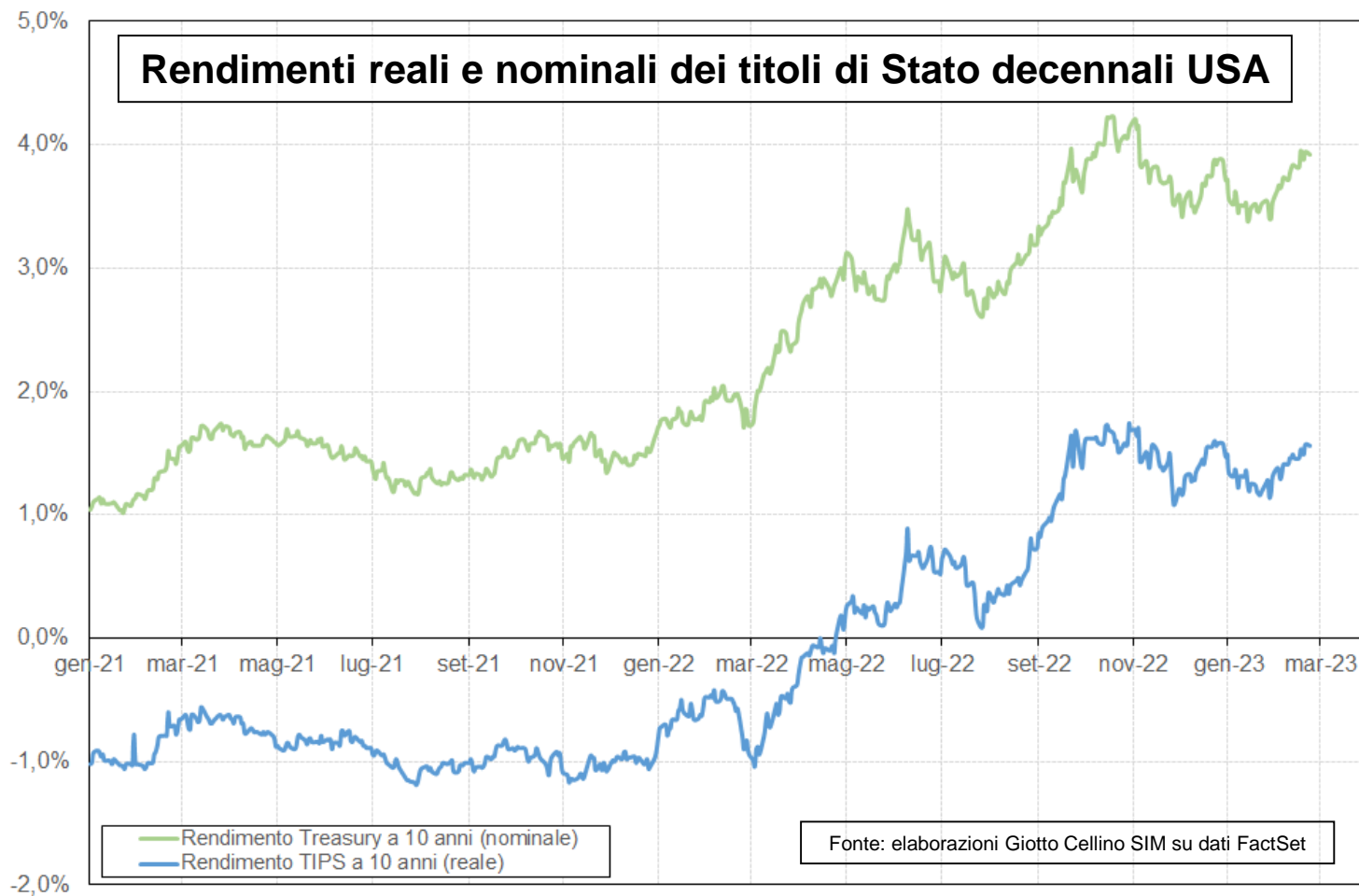


Le attese di inflazione rappresentate nei grafici sono ricavate dai differenziali di rendimento fra i titoli di Stato Usa nominali e quelli indicizzati all'inflazione (c.d. *breakeven inflation*).

Dopo aver lambito il 2%, le attese di inflazione per i prossimi 5 anni (grafico di sinistra) sono tornate a crescere e si collocano ora vicino al 2,5%.

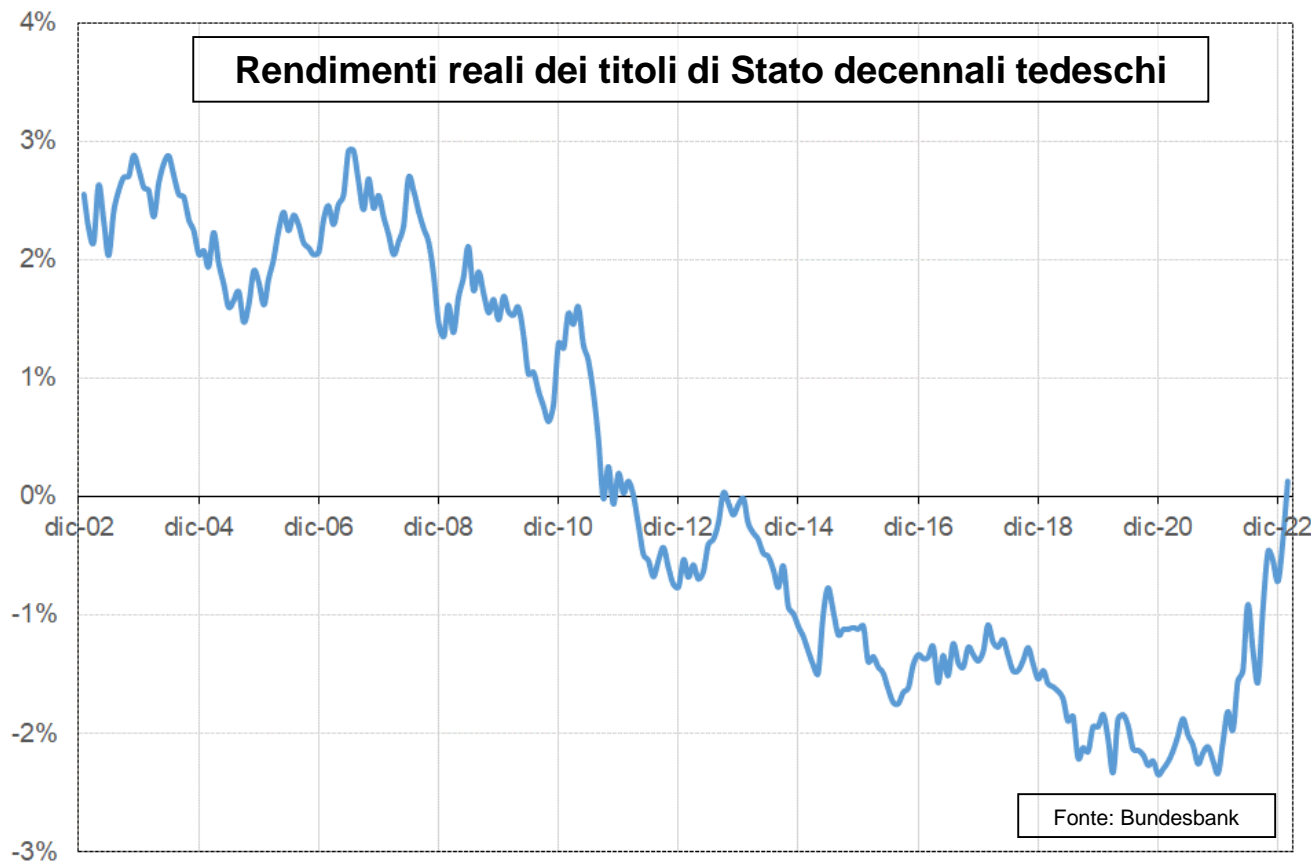
Per il quinquennio successivo (grafico di destra) le attese si mantengono poco al di sopra del 2%.

Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali



La crescita dei rendimenti nominali ha ecceduto quella delle attese di inflazione, trascinando al rialzo anche i rendimenti reali. Il TIPS decennale è così tornato a rendere l'1,6%, poco meno dei recenti massimi, ma ancora al di sotto del 2% attorno al quale oscillava prima della grande recessione e dell'era delle politiche monetarie super espansive che ne è seguita.

Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali



rendimento reale del Bund ha oscillato intorno al 2,5%.

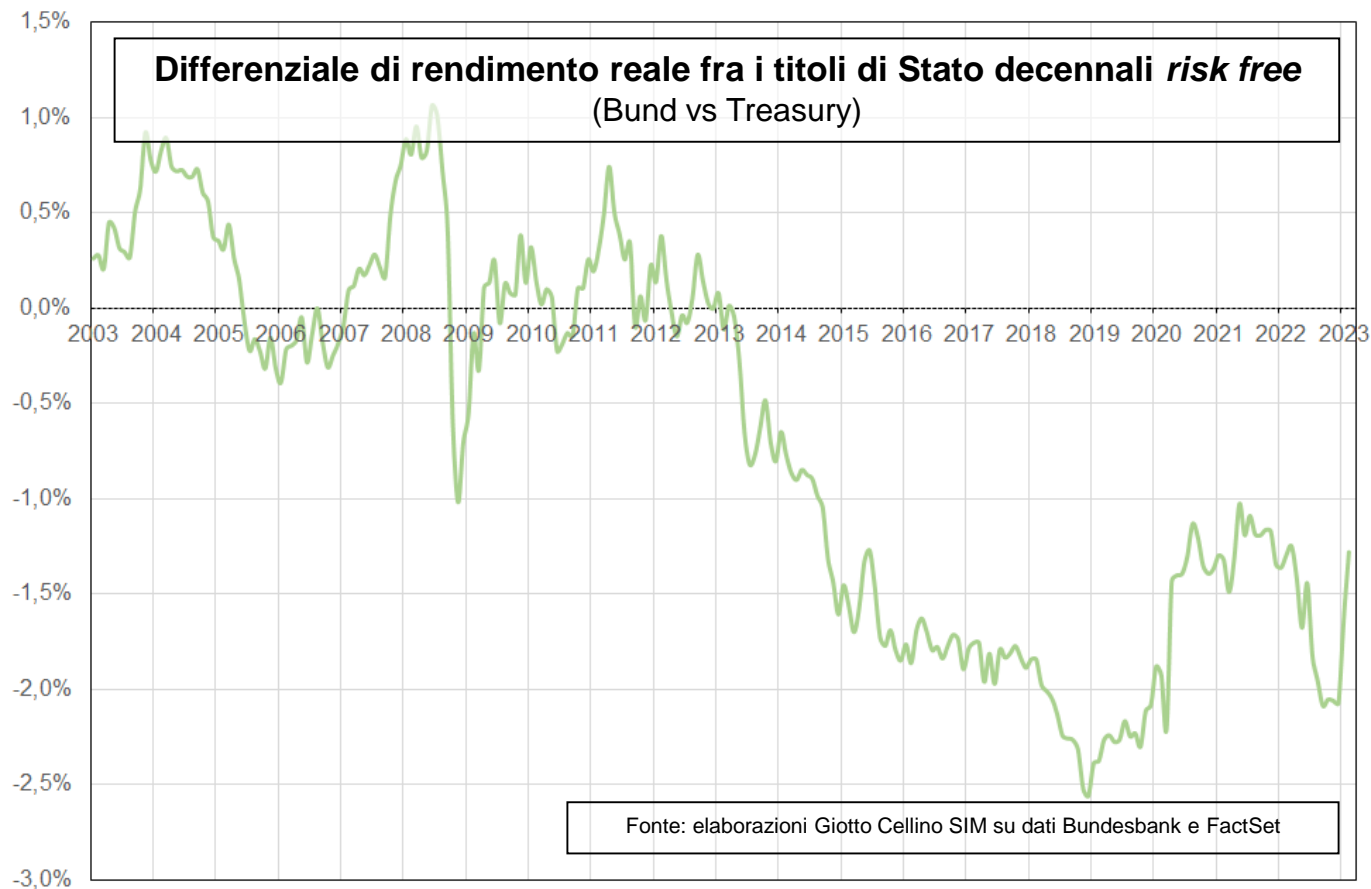
La *breakeven inflation* dell'Eurozona, calcolata sui rendimenti dei titoli di Stato tedeschi, è pari al 2,5%, sia per i prossimi 5 anni che per i successivi 5.

Per quanto attiene le attese di inflazione, sia negli USA che in Eurozona, si ribadisce l'ipotesi che il fenomeno della deglobalizzazione, per le ragioni più volte richiamate (*), dovrebbe determinare nel prossimo quinquennio un livello di inflazione superiore alle attuali attese di mercato, oscillando nella fascia 3-4% anziché in quella 2-3%.

(*) Si veda: [«Mercati instabili: quali opportunità di investimento?»](#), p. 6.

In Eurozona il rendimento reale del Bund decennale, calcolato dalla Bundesbank come differenza fra il rendimento nominale del titolo e le previsioni di inflazione a 10 anni desumibili dal consenso degli analisti, sta continuando a crescere, ma il livello raggiunto, sostanzialmente pari a zero, risulta ancora decisamente inferiore a quello osservato negli USA e al dato storico precedente la grande recessione: tra il 2000 e il 2008, infatti, il

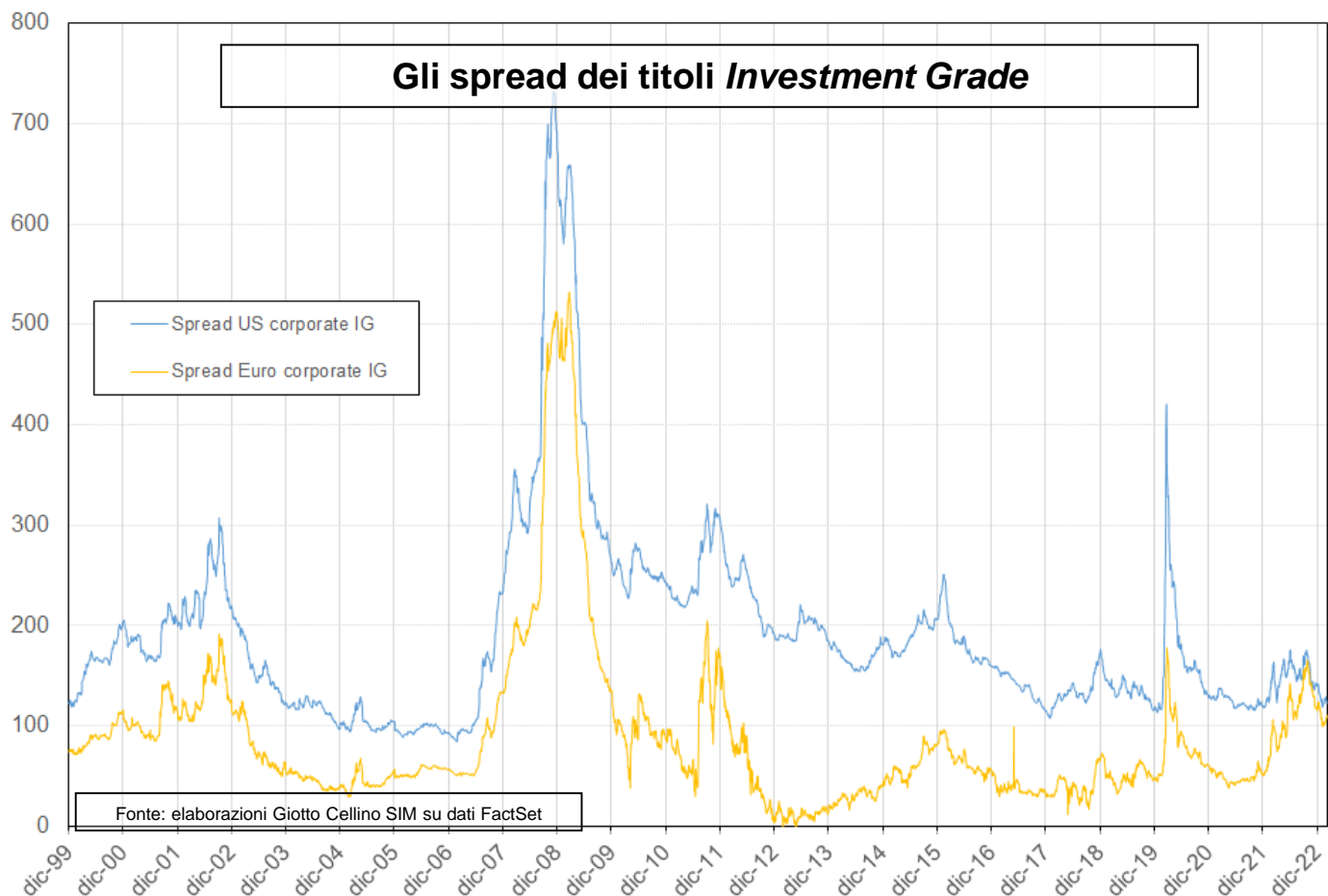
Le attese di inflazione, rendimenti reali e nominali



Come si può osservare, il differenziale di rendimento reale tra Bund e Treasury decennali ha oscillato intorno allo zero fino al 2012/2013 per poi scendere stabilmente in area negativa. In un contesto "normale" il differenziale dovrebbe ritornare a muovere attorno allo zero, come più volte osservato (*), però, non si riscontrano le condizioni necessarie per riportare, nel medio/breve termine, il rendimento del Bund su livelli paragonabili a quello del Treasury.

(*) Si veda per esempio.: [«Mercati instabili: quali opportunità di investimento?»](#), p. 8.

Gli spread obbligazionari



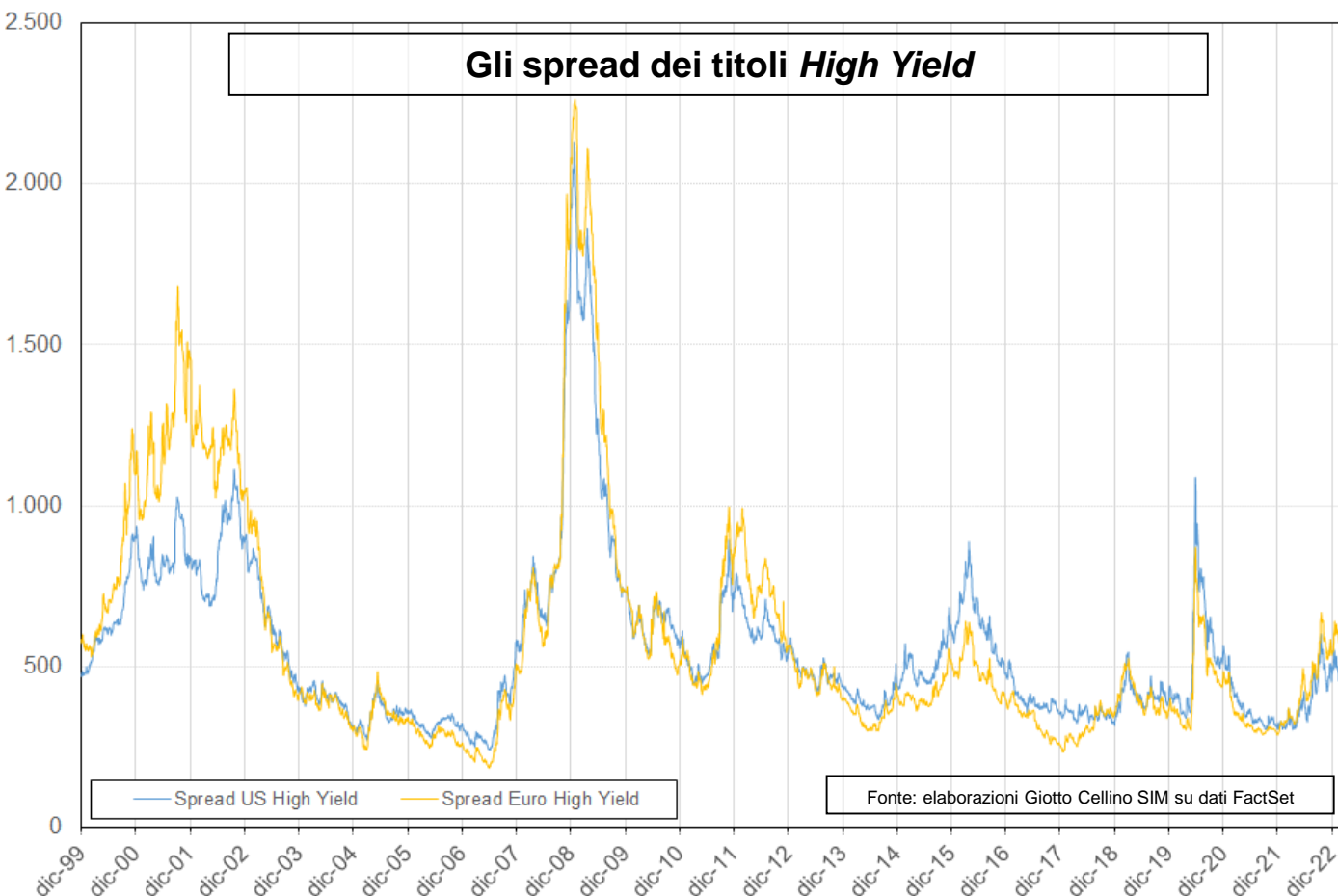
Dopo i picchi autunnali dovuti ai timori di recessione che, come detto, sono oggi completamente rientrati, gli spread pagati dagli emittenti *investment grade* hanno significativamente corretto.

A differenza di quello delle emissioni in dollari, lo spread delle emissioni in euro risulta ancora superiore alla media: le obbligazioni corporate IG denominate in euro costituiscono quindi un'ottima opportunità di investimento.

Anche se caratterizzate da uno spread inferiore alla media, le obbligazioni IG denominate in dollari sembrano comunque correttamente prezzate in relazione alle prospettive congiunturali.

Gli spread obbligazionari

Gli spread dei titoli *High Yield*



Anche gli spread delle obbligazioni HY, dopo i picchi autunnali, si sono ridimensionati, seguendo un percorso simile a quello descritto per quelli delle obbligazioni IG.

Sia per gli emittenti in euro che per quelli in dollari, gli spread sono scesi al di sotto della media di lungo periodo.

Il livello degli spread delle obbligazioni HY appare coerente con le attuali prospettive congiunturali.

Rendimenti reali di lungo periodo storici e prospettici

	CAPE (27/02/2023)	Rendimento reale annuo atteso (1/CAPE)	Rendimento reale annuo storico (1979-2022)	Excess CAPE Yield	Excess CAPE Yield medio ultimi 25 anni
Italia	16,9	5,9%	4,9%	5,2%	6,0%
Francia	23,5	4,3%	7,2%	3,2%	4,2%
Germania	15,8	6,3%	6,1%	5,9%	4,2%
Spagna	15,1	6,6%	6,8%	5,7%	6,3%
Svizzera	22,7	4,4%	7,4%	3,3%	3,6%
Regno Unito	14,3	7,0%	4,9%	6,1%	5,4%
Giappone	19,2	5,2%	4,1%	5,5%	4,3%
USA	29,0	3,5%	7,9%	2,5%	2,7%

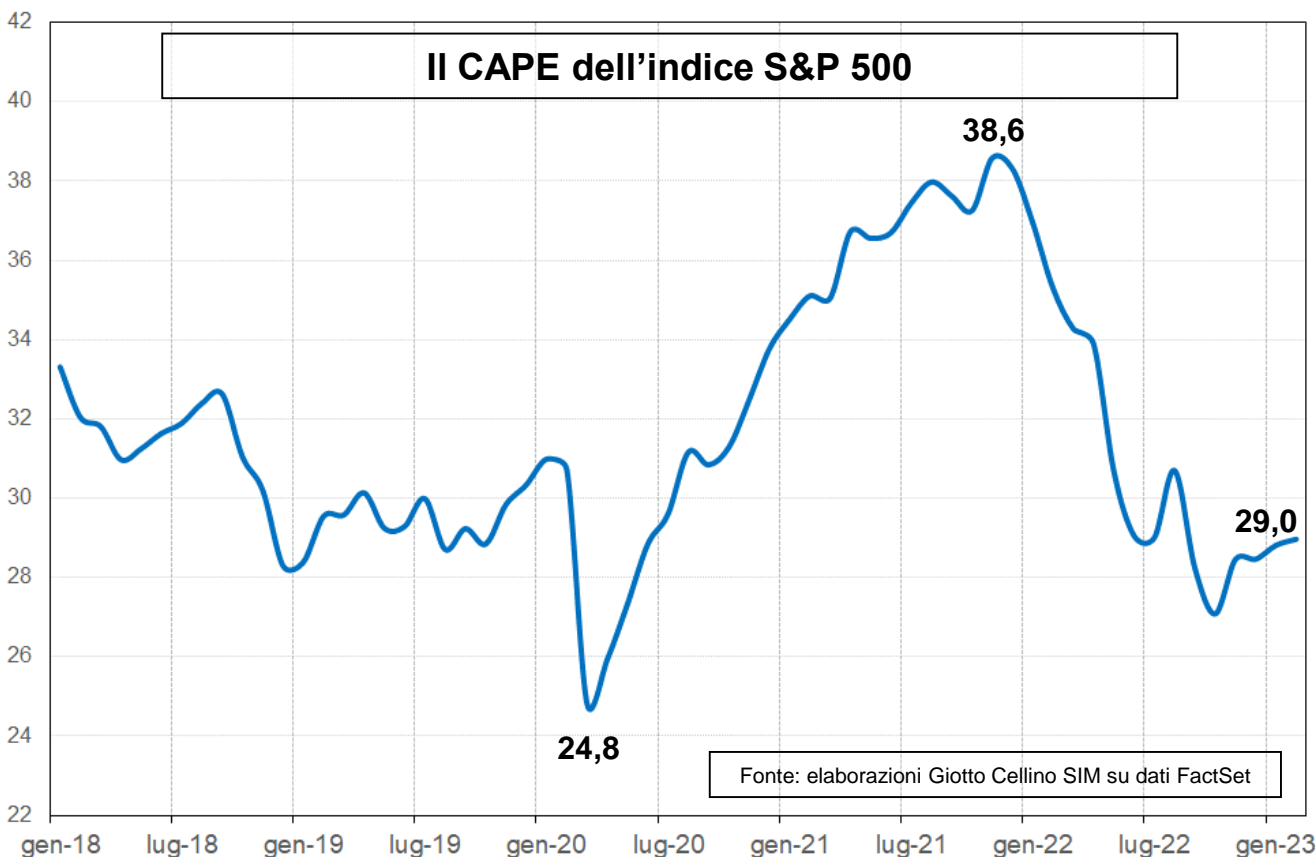
Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet e Shiller

Rispetto a quanto rilevato nel corso del precedente Comitato, la crescita degli indici europei ha determinato una crescita delle valutazioni dei rispettivi mercati. Il rendimento atteso di Italia Germania e Regno Unito si mantiene al di sopra della media storica, quello spagnolo risulta in linea mentre Francia e Svizzera presentano valori inferiori. Al di fuori del Vecchio Continente, le valutazioni del mercato giapponese sono solo marginalmente cresciute e il rendimento atteso permane superiore al dato storico, negli USA si è infine osservato un lieve ridimensionamento del CAPE che però continua a segnalare una sopravvalutazione considerevole.

In Europa, al calo dei rendimenti attesi è corrisposto un calo dei premi per il rischio (ECY) che si mantengono comunque su livelli accettabili e, nel caso di Germania e Regno Unito, superiori al dato storico. Anche in Giappone l'ECY supera la media storica, mentre permane l'anomalia del mercato USA, fortemente sopravvalutato in termini assoluti, ma prossimo al valore medio in termini di ECY, grazie ai rendimenti reali obbligazionari ancora relativamente contenuti.

NOTE ALLA TABELLA

Il CAPE e l'ECY degli USA sono riferiti all'indice S&P 500, gli altri agli indici nazionali elaborati da FactSet. Il rendimento reale annuo storico di tutti i mercati è riferito agli indici nazionali total return elaborati da FactSet in valuta locale. La metodologia di calcolo e l'interpretazione dei valori indicati in tabella sono illustrati in: [«Il Cyclically Adjusted Price Earnings e l'Excess CAPE Yield»](#). Il rendimento storico del mercato britannico è riferito al periodo 1988-2022. L'ECY medio del mercato giapponese è calcolato su dati riferiti agli ultimi 17 anni.



Questa osservazione consente di illustrare quanto più volte affermato in questa sede, cioè che l'elevata inflazione sperimentata negli ultimi mesi contribuisce a ridurre il CAPE. Il passaggio da 38,6 a 29,0 è, infatti, riconducibile ad un calo dell'indice del 14,6%, ma anche ad una crescita degli utili nominali del 13,7%, pari all'10,9% annuo, notevolmente superiore al tasso di crescita annuo del 6,2% al quale sono cresciuti gli utili nominali nell'ultimo decennio. Dunque, l'elevata inflazione gonfia la crescita degli utili che contribuiscono ad accelerare la discesa del CAPE.

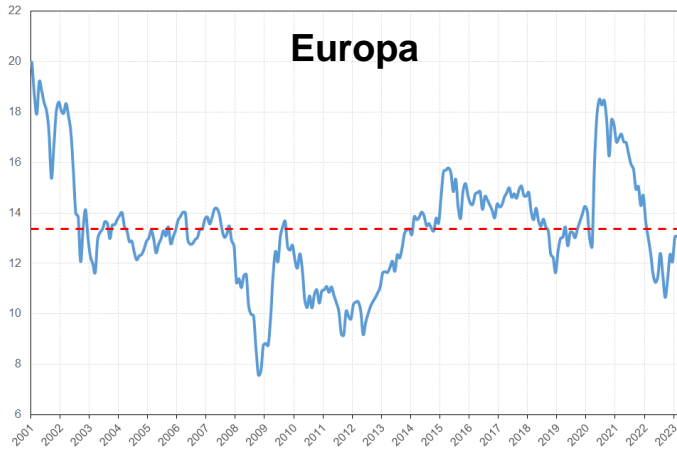
Anche se l'indice S&P 500, come detto, soffre ancora di una considerevole sopravvalutazione, si può ipotizzare che questa potrebbe essere riassorbita senza bisogno di una forte correzione qualora gli utili dovessero continuare ad essere sostenuti dall'inflazione.

Come detto, rispetto al precedente comitato il CAPE dell'indice S&P 500 è solo marginalmente sceso. Se però si osserva tale metrica dal novembre 2021, quando toccò il massimo relativo post-pandemia pari a 38,6, è evidente come ad oggi essa si sia notevolmente ridimensionata. Il valore odierno di 29,0 non è infatti lontano dal minimo relativo di 24,8 raggiunto nel marzo 2020.

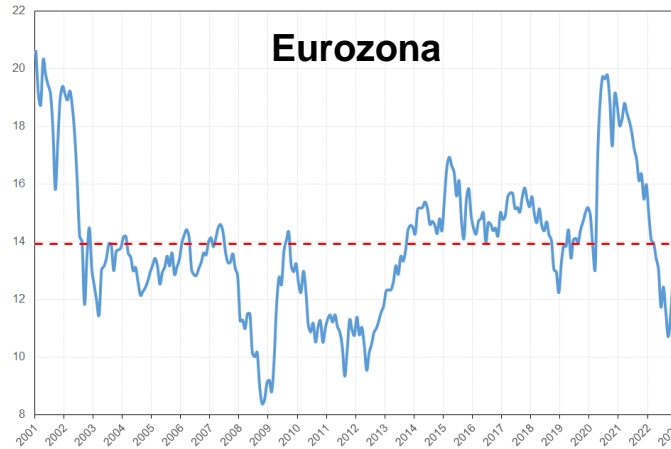
Rapporto prezzo/utile *forward*

(prezzo corrente rapportato agli utili attesi nei 12 mesi successivi)

Europa



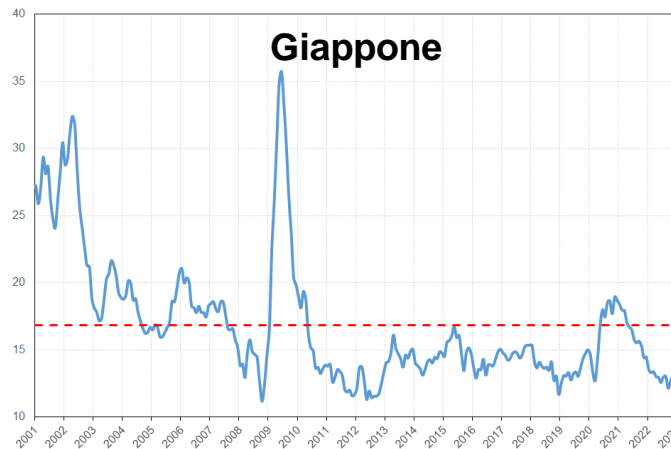
Eurozona



USA



Giappone



Fonte: elaborazioni Giotto Cellino SIM su dati FactSet

I grafici rappresentano il rapporto prezzo/utile *forward* a 12 mesi, un multiplo più "veloce" del CAPE, rispetto al quale risulta molto più sensibile agli effetti congiunturali.

L'analisi conduce ad esiti concordanti con quelli ottenuti dal CAPE: l'Europa (in particolare l'Eurozona) e il Giappone quotano a livelli inferiori alla media storica (linea rossa tratteggiata), mentre appare evidente la sopravvalutazione degli USA, il cui multiplo, sia pure in misura meno marcata di quanto osservato tramite il CAPE, eccede la media storica.

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

- I rendimenti reali dei titoli *risk free* denominati in euro risultano prossimi allo zero e, per quanto positivi, quelli sui titoli in dollari sono comunque inferiori ai livelli precedenti le politiche monetarie super espansive. Ne deriva un contesto di premi per il rischio azionari elevati (in Europa e in Giappone) e accettabili (negli USA). Nonostante il premio per il rischio in linea con la media, la sopravvalutazione del mercato USA rimane oggettivamente elevata, anche se in progressiva riduzione grazie all'azione congiunta della crescita degli utili, sostenuta dall'inflazione, e della correzione dei corsi azionari. Le valutazioni in Europa e in Giappone, invece, risultano ancora generalmente interessanti.
- Per gli investimenti obbligazionari in euro, il rialzo dei rendimenti nominali non è ancora sufficiente a rendere appetibili i titoli *risk free*. Rendimenti interessanti si possono ottenere sui titoli *high yield* e nella fascia bassa degli emittenti *investment grade*.
Diversa la situazione negli USA, dove, per quanto ancora modesti se osservati in una prospettiva storica, i rendimenti dei titoli privi di rischio risultano già attraenti.
I rinnovati timori di inflazione inducono a pensare che la fase di innalzamento dei rendimenti obbligazionari possa avere ancora un po' di strada di fronte a sé, ciò suggerisce maggiore cautela relativamente ai titoli ad elevata *duration*, che comunque potranno essere accumulati nel tempo, approfittando delle fasi di debolezza.
Si continua a guardare positivamente all'investimento in titoli indicizzati all'inflazione.

Le previsioni attualmente disponibili allontanano i timori di una pesante recessione sia in Europa che negli USA, timori che aleggiavano sui mercati sino a poche settimane fa. Inoltre è probabile che si assisterà solo ad un rallentamento della crescita la cui portata potrebbe risultare estremamente contenuta.

A questa novità positiva si deve aggiungere il sollievo portato dalla riapertura della Cina e il sostegno offerto alla congiuntura dalle politiche fiscali generalmente espansive.

Questi fattori hanno sostenuto i mercati azionari, il cui rally di inizio anno ha sorpreso non pochi osservatori.

Solo la politica monetaria si oppone all'espansione del ciclo economico, ma in misura meno drastica di quanto si possa desumere da un'osservazione superficiale: **i rendimenti reali che si osservano, nulli o inferiori ai livelli osservati in passato, non sono infatti coerenti con una severa stretta monetaria.**

Costituiscono invece indubbiamente fattori sfavorevoli alla congiuntura e ai mercati azionari il perdurare del conflitto in Ucraina, cui si associa il rischio di escalation, e un'inflazione che, pur avendo probabilmente superato il picco, non appare ancora del tutto sotto controllo. Come già constatato nei precedenti Comitati, i rendimenti attesi dei mercati azionari e di quelli obbligazionari, pur in presenza di rilevanti differenze, risultano generalmente appetibili. Le eccezioni più significative a questa affermazione sono il mercato azionario USA, ancora troppo caro, e l'investimento obbligazionario *risk free* denominato in euro che, anche sulle scadenze più lunghe, non è in grado di salvaguardare adeguatamente il potere d'acquisto del capitale investito.

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. Positivo, come in precedenza, anche il giudizio sui mercati emergenti, sostenuti dalla riapertura della Cina, mentre a causa delle valutazioni elevate si mantiene il giudizio negativo sul listino USA.

Conclusioni

Rimane invariata, stante il livello raggiunto dai tassi e le attese di inflazione, l'indicazione di sovrapesare i titoli *value* a discapito dei titoli *growth* (per una dettagliata disamina delle argomentazioni a supporto di questa indicazione, si veda [«Value vs Growth»](#)).

Le prospettive congiunturali decisamente migliori di quanto sinora previsto dovrebbero inoltre favorire i titoli appartenenti ai settori ciclici, che dunque saranno da sovrapesare.

Per quanto riguarda il comparto obbligazionario, si sospende il giudizio positivo sui titoli a elevata *duration* che potranno subire ancora qualche contraccolpo per effetto dei rinnovati timori di una ripartenza dell'inflazione, tali titoli potranno essere accumulati nelle possibili fasi di debolezza. In assenza di rendimenti reali positivi sui titoli *risk free* in euro, si suggeriscono emittenti corporate, sia *high yield* che *investment grade* di fascia bassa, e i titoli di Stato italiani, sia nominali che indicizzati all'inflazione.

In relazione alla componente valutaria, si reitera 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 divisa USA sembrerebbe oramai contenuto, stanti il forte deprezzamento già osservato e il differenziale dei rendimenti che dovrebbe sfavorire l'euro .

Andamento dei mercati da inizio anno

	31-dic-22	25-gen-23	28-feb-23	Variazione da inizio anno	Variazione da precedente comitato
 Mercati azionari (in valuta locale)					
FTSE MIB	23.707	25.875	27.478,37	15,9%	6,2%
DAX	13.924	15.082	15.365	10,4%	1,9%
CAC	6.474	7.044	7.268	12,3%	3,2%
FTSE 100	7.452	7.745	7.876	5,7%	1,7%
S&P 500	3.840	4.016	3.970	3,4%	-1,1%
Nasdaq	10.466	11.313	11.456	9,4%	1,3%
Nikkei	26.095	27.395	27.446	5,2%	0,2%
MSCI E.M.	57.479	61.802	58.331	1,5%	-5,6%
Settori azionari mondo (indici settoriali FactSet in euro)					
Communications	130	137	137	5,3%	0,1%
Finance	249	259	260	4,5%	0,3%
Transportation	424	436	442	4,2%	1,4%
Utilities	386	386	369	-4,4%	-4,3%
Commercial Services	320	341	338	5,6%	-1,0%
Consumer Durables	304	329	354	16,7%	7,8%
Consumer Services	246	269	268	8,9%	-0,1%
Distribution Services	379	387	385	1,5%	-0,5%
Electronic Technology	309	333	347	12,3%	4,0%
Energy Minerals	367	372	366	-0,3%	-1,6%
Health Services	1.084	1.049	1.036	-4,5%	-1,3%
Health Technology	445	447	438	-1,7%	-2,2%
Industrial Services	269	277	278	3,5%	0,3%
Process Industries	526	547	553	5,1%	1,0%
Producer Manufacturing	328	350	359	9,7%	2,7%
Retail Trade	412	436	427	3,7%	-2,0%
Technology Services	371	392	399	7,5%	1,8%
Consumer Non-Durables	706	726	728	3,1%	0,3%
Non-Energy Minerals	539	591	569	5,7%	-3,7%

	31-dic-22	25-gen-23	28-feb-23	Variazione da inizio anno	Variazione da precedente comitato
Rendimenti obbligazionari					
Rendimento % BTP 10 Y	4,64%	3,92%	4,53%	-0,11%	0,61%
Rendimento % Bonos 10 Y	3,61%	3,10%	3,63%	0,02%	0,54%
Rendimento % Bund 10 Y	2,53%	2,14%	2,67%	0,13%	0,53%
Rendimento % Treasury 10 Y	3,88%	3,46%	3,92%	0,04%	0,46%
Spread Italia (basis point)	210,4	178,9	186,7	-23,7	7,8
Spread Spagna (basis point)	107,5	96,0	96,6	-10,9	0,6
Materie prime					
Greggio (dollari/barile)	80,16	79,78	77,05	-3,9%	-3,4%
Oro (dollari/oncia)	1.825	1.946	1.827	0,1%	-6,1%
Rame (dollari/tonnellata)	8.387	9.258	8.844	5,4%	-4,5%
Baltic Dry Index	1.515	703	990	-34,7%	40,8%
S&P GSCI	610	610	582	-4,6%	-4,6%
Tassi di cambio dell'Euro					
Dollaro USA	1,07	1,09	1,06	0,6%	2,8%
Yen giapponese	140,8	141,3	144,5	-2,5%	-2,2%
Sterlina britannica	0,887	0,882	0,876	1,3%	0,7%
Franco svizzero	0,987	1,003	0,994	-0,7%	0,9%
Corona norvegese	10,5	10,8	11,0	-4,2%	-1,3%
Corona svedese	11,120	11,181	11,060	0,5%	1,1%
Dollaro canadese	1,4	1,5	1,4	0,2%	1,2%
Dollaro australiano	1,574	1,540	1,573	0,1%	-2,1%
Renminbi cinese	7,419	7,387	7,359	0,8%	0,4%
Real brasiliano	5,635	5,532	5,537	1,8%	-0,1%
Lira turca	20,0	20,5	20,0	-0,2%	2,4%

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.