

# ARCA FOCUS

## Outlook mercati

I Trimestre 2021

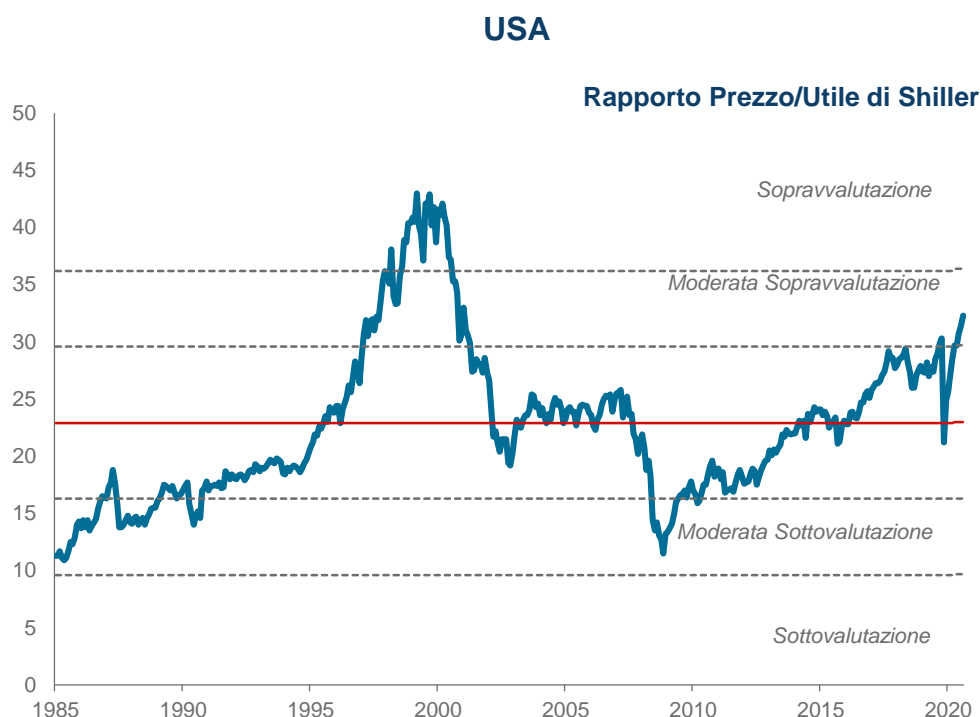


## Indice

Outlook di lungo periodo <i> Mercati Azionari</i> .....	3
Outlook di lungo periodo <i> Mercati Obbligazionari</i> .....	4
Outlook di medio periodo <i> Opportunità e Rischi</i> .....	5
Outlook di medio periodo <i> Prospettive dei Mercati</i> .....	6
Approccio metodologico.....	8
Glossario.....	9

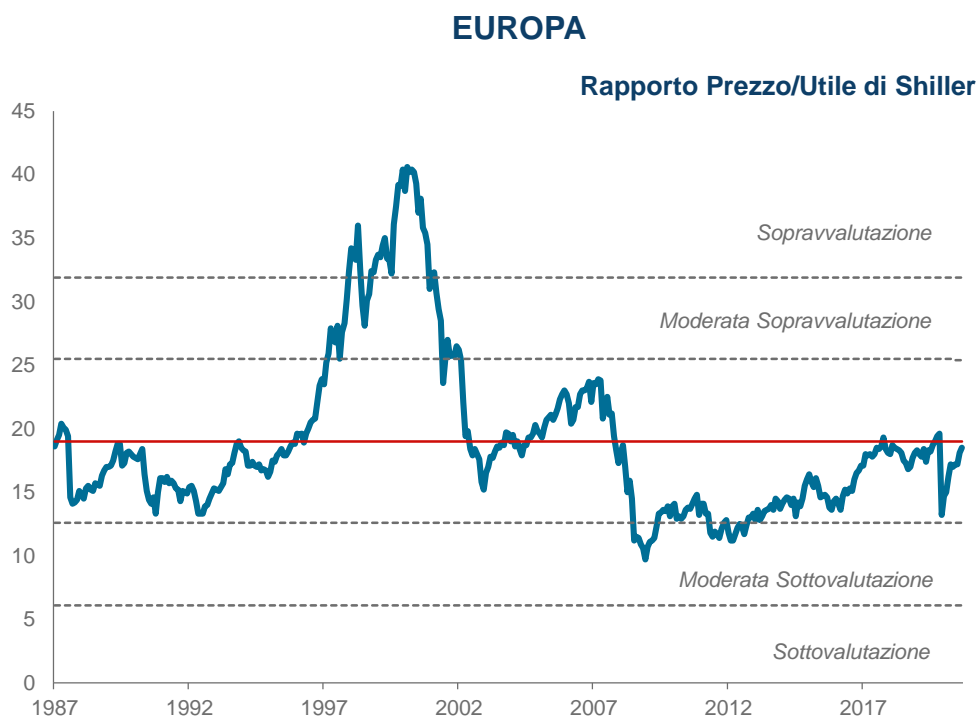
## Fair Value

Nel corso dell'ultimo trimestre dell'anno il Cyclically Adjusted Price Earning Ratio (CAPE o P/E di Shiller) per il mercato statunitense, ha proseguito nel percorso di recupero superando i livelli di inizio anno e continuando a crescere al di sopra della media storica. Nonostante l'indicatore rimanga al di sopra della media storica, la lettura attuale non presuppone l'approssimarsi di una prolungata fase ribassista. Nelle attuali condizioni macroeconomiche il CAPE rimane compatibile con previsioni a medio termine (1-3 anni) di stabilità/moderato apprezzamento del mercato azionario americano.



## Fair Value

In Europa il Cyclically Adjusted Price Earning Ratio nel corso dell'ultimo trimestre dell'anno si è assestato dopo la rapida correzione e successivo recupero nel corso della prima metà dell'anno. L'indicatore risulta essere intorno alla propria media storica ma rimane al di sotto del livello di inizio anno. Lo Shiller PE continua dunque ad indicare valutazioni moderatamente attraenti, soprattutto in termini relativi. La lettura attuale è ancora coerente con un discreto potenziale di apprezzamento a medio termine (3-5 anni) per i mercati dell'Area europea.



## Fair Value

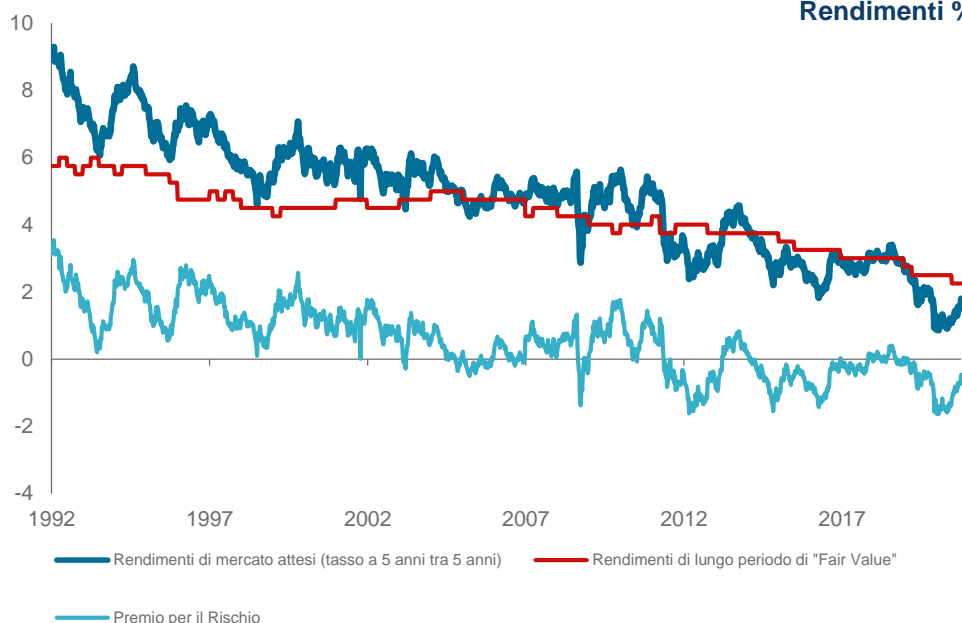
Secondo le nostre valutazioni, il livello decennale dei Treasury risulta in linea con il modello di "Fair Value".

La FED continuerà a mantenere una politica monetaria fortemente espansiva in funzione dell'andamento della ripresa del mercato del lavoro e della traiettoria dell'inflazione.

Il mercato sconta uno scenario con il livello dei tassi Fed Funds prossimo allo zero ed invariato almeno fino al 2023.

## GOVERNATIVO USA

Rendimenti %



## Fair Value

Date le nostre ipotesi di crescita e inflazione di lungo periodo e la politica monetaria ancora molto espansiva della BCE, i titoli tedeschi sono in linea con il modello di "Fair Value".

La politica monetaria continuerà ad essere accomodante finché la pandemia non sarà terminata e comunque non prima di un ritorno del livello d'inflazione vicino al target della Banca Centrale. Resta la fiducia circa le riforme per una maggiore integrazione e per il contrasto della pandemia varate dall'Eurogruppo.

I tassi a lunga potrebbero risentire dell'aggiuntivo Quantitative Easing, mantenendo il livello del term premium a livelli negativi.

## GOVERNATIVO EUROPA "CORE"

Rendimenti %





## OPPORTUNITÀ

Lo sviluppo e la diffusione del vaccino costituiscono un vero e proprio game-changer che rende possibile delineare l'uscita dalla pandemia per consentire all'attività economica di ripartire a pieno regime. La BCE ha rivisto le stime di crescita e di inflazione per il triennio. La contrazione osservata nel 2020 dovrebbe essere superata da una crescita del +3.9%, +4.2% e 2.1% rispettivamente nel 2021, 2022 e 2023. Per quanto riguarda l'inflazione, le stime restano ancora a livelli contenuti del +1.0%, +1.1% e +1.4% nei tre anni. La BCE ha ribadito che manterrà una politica monetaria ampiamente accomodante finché non si avranno robusti segnali di ripresa dell'inflazione verso il target. Per questo, nell'incontro di dicembre 2020 ha aumentato il livello di stimolo monetario attraverso le condizioni del PEPP e dei programmi TLTRO-III e PELTROs. A livello fiscale, tutti i governi dell'Euro Area continuano a sostenere politiche fiscali espansive. A queste vengono affiancati i programmi di spesa messi a disposizione dalla Commissione Europea attraverso il pacchetto "Next Generation EU" (con annesso il "Recovery Fund").

Lo sviluppo e la diffusione del vaccino costituiscono un vero e proprio game-changer che rende possibile delineare l'uscita dalla pandemia e il raggiungimento di un livello adeguato di immunità della popolazione per consentire all'attività economica di ripartire a pieno regime.

La risposta della FED continua a mostrarsi ampiamente accomodante, si registra un miglioramento delle prospettive di crescita associato ad una ripresa del mercato del lavoro, così come evidenziato dalle stime della Banca Centrale.

Grazie alla strategy review avvenuta a metà del 2020, la FED sosterrà le condizioni di mercato con tassi invariati e un ampio programma di acquisti (QE) finché non ci sia uno stabile ritorno dell'inflazione media al target e non si sia tornati alla massima occupazione, andando a tollerare periodi in cui l'inflazione possa eccedere il target.

L'esito delle elezioni americane ha eliminato parte dell'incertezza presente sul mercato con riferimento all'entità dello stimolo fiscale atteso. La propensione dell'amministrazione Biden a varare misure più espansive costituisce un fattore positivo di supporto alla crescita nel medio termine.

La fine del 2020 ha visto le asset class legate ai paesi emergenti in grande spolvero. I fattori positivi potrebbero continuare per i primi mesi dell'anno. Gli ingenti stimoli varati dalle banche centrali dei paesi sviluppati hanno sostenuto anche le aree emergenti; questi beneficerebbero di una crescita globale ciclica nel 2021, trainata dalla Cina e di una politica USA probabilmente più pragmatica e prevedibile sul fronte dei rapporti commerciali internazionali.

La politica monetaria della FED promette di mantenere i tassi reali bassi per un lungo periodo, garantisce un dollaro debole, supporta il flusso di capitali verso le economie e le asset class dei paesi emergenti. Gli investitori continuano a cercare rendimenti più attraenti rispetto a quelli offerti nei paesi avanzati. Le opportunità migliori nei bond in valuta forte si trovano ancora nel settore high yield, nei paesi esposti alla ripresa ciclica, anche delle materie prime e che sono in grado di correggere rapidamente i deficit fiscali imposti dal Covid. Le valute emergenti potranno recuperare terreno contro euro se si conferma lo scenario di ripresa ciclica e relativa stabilità del cambio dollaro/euro.

## RISCHI

Il rischio di un'efficacia inferiore a quella stimata del vaccino e un ritardo nella campagna vaccinale potrebbero comportare un elemento negativo per la piena riapertura dell'attività economica.

La dinamica del contenimento dei contagi e il rischio di una terza ondata potrebbero ritardare la ripresa economica nel trimestre in corso, continuando ad essere elementi di attenzione per il mercato nel breve termine.

Le politiche fiscali espansive potrebbe comportare un tema di sostenibilità dei debiti pubblici nel medio termine in assenza di riforme strutturali efficaci.

Il contenuto livello d'inflazione resta legato alla debolezza della domanda aggregata.

Permangono i rischi geopolitici che potrebbero influenzare lo scenario di medio termine.

Il rischio di un'efficacia inferiore a quella stimata del vaccino e un ritardo nella campagna vaccinale potrebbero comportare un elemento negativo per la piena riapertura dell'attività economica.

La dinamica del contenimento dei contagi e il rischio di una terza ondata potrebbero ritardare la ripresa economica nel trimestre in corso, continuando ad essere elementi di attenzione per il mercato nel breve termine.

Permangono i rischi geopolitici che potrebbero influenzare lo scenario di medio termine.

I rischi maggiori provengono da errori di comunicazione da parte della Fed, che potrebbero innescare una risalita dei tassi governativi repentina in uno scenario alla "taper-tantrum". L'evoluzione del Covid continua ad essere non particolarmente favorevole nei paesi avanzati e per quelli nella stagione invernale.

Molti paesi emergenti hanno carenza di governance e incapacità e volontà di implementare riforme efficaci: ad un certo punto i mercati potrebbero porsi domande sulla sostenibilità del debito.

Infine i catalyst di una crescita globale più forte, supportata dal vaccino, di un dollaro debole e dall'ampia liquidità sono di consensus; ad un certo punto la porta di uscita dai mercati più rischiosi potrebbe essere molta affollata se i trade di consensus cominciasse ad andare male.

## ASSET CLASS

## SINTESI

## COMMENTO

## AZIONARI

Azionario  
Europa

=

Le valutazioni del mercato sono cresciute nell'ultimo trimestre e appaiono al di sopra della loro media storica. Il grado di incertezza sull'andamento degli utili è in calo, ma rimane storicamente elevato. L'andamento macroeconomico rimane positivo sulla base degli indicatori coincidenti. La configurazione degli indicatori di tendenza di medio-lungo è positiva. La volatilità implicita nel mercato delle opzioni è scesa rispetto ai massimi del primo trimestre 2020 ma è ancora mediamente elevata. Il contesto di medio periodo è compatibile con una posizione di modesto sovrappeso.

Azionario  
Nord America

=

Le valutazioni del mercato hanno continuato ad essere su livelli storicamente elevati, ma coerenti con il contesto dei tassi di interesse. Gli analisti hanno rivisto al rialzo le stime degli utili attesi, dopo i minimi del primo trimestre 2020. L'andamento macroeconomico rimane positivo sulla base degli indicatori coincidenti. Gli indici di tendenza di medio-lungo termine risultano complessivamente positivi. La volatilità implicita nel mercato delle opzioni è scesa rispetto ai massimi del primo trimestre 2020 ma è ancora mediamente elevata. Il contesto di medio periodo è compatibile con una posizione di modesto sovrappeso.

Azionario  
Paesi Emergenti

=

Le valutazioni del mercato sono cresciute nell'ultimo trimestre e appaiono al di sopra della loro media storica. Il grado di incertezza sull'andamento degli utili è in calo, ma rimane storicamente elevato. Gli analisti hanno rivisto al rialzo le stime degli utili attesi, dopo i minimi del primo trimestre del 2020. L'andamento macroeconomico rimane positivo sulla base degli indicatori coincidenti. La volatilità implicita nel mercato delle opzioni è scesa rispetto ai massimi del primo trimestre 2020 ma è ancora mediamente elevata. Il contesto di medio periodo è compatibile con una posizione di modesto sovrappeso.

Azionario  
Pacifico

=

Le valutazioni del mercato sono cresciute nell'ultimo trimestre e appaiono al di sopra della loro media storica. Il grado di incertezza sull'andamento degli utili è in calo, ma rimane storicamente elevato. Gli analisti hanno rivisto al rialzo le stime degli utili attesi, dopo i minimi del primo trimestre del 2020. L'andamento macroeconomico è neutrale sulla base degli indicatori coincidenti. La configurazione degli indicatori di tendenza di medio-lungo è positiva. Il contesto di medio periodo è compatibile con una posizione di modesto sovrappeso.

## OBBLIGAZIONARI

Obbligazionario  
Governativi  
Euro

=

Con l'ipotesi di term premium negativo e di politica monetaria ancora accomodante della BCE, i rendimenti dei titoli tedeschi risultano in linea con le nostre valutazioni. Nonostante le migliori prospettive di ripresa, la Banca Centrale continua a promuovere un'ampia politica monetaria tale da mantenere i tassi a breve negativi ed ancorati al tasso di deposito. I rendimenti sulle scadenze più lunghe restano correlati all'andamento globale dei tassi di interesse e dell'aggiuntivo Quantitative Easing. La campagna vaccinale in corso costituisce un elemento positivo per le prospettive di crescita di medio termine. La valutazione complessiva è all'interno del range di neutralità.

Obbligazionario  
Corporate Euro

=

Il comparto Investment Grade chiude l'ultimo trimestre dell'anno registrando un'ulteriore performance positiva, riportando gli spread allo stesso livello di inizio anno. La stance accomodante delle banche centrali ha supportato il segmento, alimentato ulteriormente dalle notizie positive sull'efficacia del vaccino e sul fronte della politica fiscale, ed è possibile che tali fattori continueranno a esternalizzare i loro effetti positivi anche nel 2021. L'evoluzione del Covid e la velocità di produzione e distribuzione del vaccino rappresentano attualmente le maggiori incertezze per lo scenario atteso di ripresa. Il contesto suggerisce, pertanto, un approccio quanto mai attento nello sfruttare le opportunità e le dislocazioni che il mercato potrebbe offrire nel prossimo futuro.

Obbligazionario  
High Yield

=

I titoli High Yield hanno goduto di un trimestre particolarmente positivo grazie alle notizie positive sull'efficacia del vaccino che riducono le perplessità che gravano sullo scenario di ripresa. L'ingente liquidità fornita dalle banche centrali e gli stimoli fiscali, inoltre, hanno contribuito in maniera sostanziale nel comprimere i tassi di default attesi che all'inizio della pandemia sembravano molto più cupi. Il pronunciato restringimento degli spread, a fronte di una situazione che rimane comunque delicata, con i tassi di infezione ancora alti ed estensione di uno stato di lockdown ancora probabile, suggerisce di avvicinarsi al segmento con cautela, prediligendo analisi approfondite sui fondamentali delle società oggetto di investimento.

Obbligazionario  
Paesi  
Emergenti

=

Si suggerisce la strategia di accumulo graduale sia per i bond in valuta forte dei paesi emergenti sia per quelli in valuta, in quanto i ritorni attesi sono positivi ma la volatilità resterà alta. In termini di valutazione i rendimenti sono in linea con i fondamentali; il carry, l'extra rendimento offerto rispetto agli asset dei paesi sviluppati è appetibile; per ora le opportunità sono migliori dei rischi e sebbene lo scenario positivo è di consensus c'è spazio perché i portafogli globali continuino ad investire. L'asset class è sempre più ampia e diversificata in termini di paesi e fattori di rischio: la gestione attiva è fondamentale per migliorare il rapporto rischio/rendimento dell'investimento.

Obbligazionario  
USA

=

Il livello dei titoli americani risulta essere equo tenendo conto dell'impegno fiscale del governo e della politica monetaria accomodante. L'attuale livello di term premium è congruo con la politica monetaria della FED. E' ipotizzabile che il livello attuale dei tassi venga mantenuto tale durante tutto il prossimo triennio. La campagna vaccinale in corso costituisce un elemento positivo per le prospettive di crescita di medio termine. La valutazione complessiva è all'interno del range di neutralità.

	ASSET CLASS	VIEW ARCA 4° Trim. 2020	VIEW ARCA 1° Trim. 2021	
AZIONARI	Azionario Europa	=	=	INVARIATA
	Azionario Nord America	=	=	INVARIATA
	Azionario Paesi Emergenti	=	=	INVARIATA
	Azionario Pacifico	=	=	INVARIATA
OBBLIGAZIONARI	Obbligazionario Governativi Euro	=	=	INVARIATA
	Obbligazionario Corporate Euro	=	=	INVARIATA
	Obbligazionario High Yield	=	=	INVARIATA
	Obbligazionario Paesi Emergenti	=	=	INVARIATA
	Obbligazionario USA	=	=	INVARIATA

## LUNGO PERIODO

L'outlook dei mercati è studiato da Arca su orizzonti temporali specifici in modo da meglio identificare:

- le opportunità strutturali, utili per decisioni di investimento di lungo periodo come, ad esempio, l'asset allocation strategica all'interno dei piani di accumulo previdenziali;
  - le opportunità di breve/medio periodo, utili per una allocazione tattica delle Asset Class all'interno dei portafogli della clientela;
- I due distinti livelli di analisi sono approfonditi nell'Outlook di lungo periodo e nell'Outlook di medio periodo.

L'analisi dell'outlook di lungo periodo è volta ad identificare eventuali condizioni organiche di sottovalutazione/sopravvalutazione dei mercati azionari ed obbligazionari.

Le analisi sono utili per scelte di investimento su orizzonti temporali di lungo periodo (alcuni anni).

In particolare, per quanto concerne il mercato azionario, le analisi si basano sull'andamento storico del rapporto Prezzo/Utile di Shiller\*, diversamente, per il mercato obbligazionario, le analisi si basano sul modello previsionale dei tassi di interesse sviluppato internamente da Arca\*.

## MEDIO PERIODO

L'analisi dell'outlook di medio periodo è volta ad identificare eventuali condizioni contingenti di sottovalutazione/sopravvalutazione dei mercati (azionari ed obbligazionari) rispetto alle attese di consensus. Le analisi sono utili per scelte di investimento di breve/medio periodo (alcuni mesi). Le analisi in questo caso si basano, tra le altre cose, su:

- analisi del rapporto Prezzo/Utile di consensus\*;
- stime dei tassi di crescita delle economie e dell'inflazione;
- politiche monetarie delle Banche Centrali.

\*Maggiori dettagli sulle metodologie di analisi sono riportati nel Glossario



## RAPPORTO PREZZO/UTILE

Il rapporto tra i prezzi e gli utili di un'azione e/o indice permette di confrontare il valore di un'azienda/indice di mercato con gli utili che l'azienda è in grado di generare. In altre parole il rapporto indica il numero di anni necessari per ripagare il prezzo dell'azione/indice con gli utili. Il rapporto viene generalmente utilizzato per valutare la convenienza di una azione/mercato. A parità di condizioni infatti maggiore è il valore del rapporto minore è la convenienza dell'investimento.

Il rapporto Prezzo/Utile può essere calcolato in diversi modi. Il metodo più diffuso è quello di confrontare il prezzo dell'azione con gli utili futuri previsti, tuttavia questo metodo di valutazione è fortemente influenzato sia dalle previsioni degli analisti sugli utili (analisi di consensus) sia dal business cycle.

Durante periodi di forte espansione economica gli utili delle aziende tendono a crescere, diversamente, durante i periodi di recessione economica gli utili tendono a contrarsi. Pertanto il contesto economico di riferimento influisce in misura sostanziale sul valore assoluto dell'indice.

Per neutralizzare questi effetti e catturare le effettive condizioni strutturali di sovra-valuatione e/o sotto-valuatione dei mercati azionari in Arca abbiamo deciso di utilizzare il rapporto Prezzo/Utile di Shiller. L'indicatore viene calcolato rapportando il prezzo dell'indice con la media degli utili storici, rivalutati per l'inflazione, dei 10 anni precedenti.

In questo modo si riescono a sterilizzare gli effetti collegati:

- sia alle previsioni degli analisti, in quanto il rapporto si basa solo su valori storici di utili;
- sia all'andamento del contesto economico specifico, in quanto nel rapporto viene utilizzata la media degli utili degli ultimi 10 anni, considerando pertanto l'intero ciclo economico caratterizzato sia da momenti di espansione sia da momenti di recessione.

Per identificare condizioni strutturali di sovra-valuatione/sotto-valuatione dei mercati si può pertanto semplicemente confrontare il valore puntuale dell'indice di Shiller rispetto ai valori assoluti medi storici dell'indice stesso, utilizzando le seguenti metriche di riferimento:

- area di Fair value: valori dell'indice di Shiller che presentano valori sostanzialmente in linea con la media storica;
- area di Sopravalutazione/Sottovalutazione: valore dell'indice di Shiller che presentano valori significativamente superiori/inferiori alla media storica.

## MODELLO PREVISIONALE DEI TASSI

Il modello proprietario di Arca utilizzato per le previsioni sui tassi di interesse collega le stime di crescita dell'economia con la struttura della curva dei tassi. In particolare i rendimenti obbligazionari di lungo periodo rispecchiano le previsioni di crescita nominale dell'economia (che dipende dal potenziale di crescita del sistema economico e dalle aspettative inflazionistiche di lungo periodo) e un premio al rischio per l'incertezza relativa a tali previsioni.

Il modello pertanto, partendo dalle previsioni di crescita del Prodotto Interno Lordo e dell'inflazione di lungo periodo, determina il livello di equilibrio dei tassi di lungo periodo (tassi di «fair value») ed il premio per il rischio osservabile sul mercato, calcolato come differenza tra i tassi di mercato e quelli di «fair value». Dal confronto tra il premio al rischio osservato e il suo valore medio storico si possono determinare le condizioni strutturali di sopravvalutazione/sottovalutazione del mercato obbligazionario.

In particolare il mercato obbligazionario:

- risulta Sopravalutato, quando il premio per il rischio osservato sul mercato è sensibilmente inferiore a quello medio storico;
- risulta nell'area di Fair value quando il premio per il rischio osservato sul mercato è sostanzialmente in linea con i valori storici;
- risulta Sottovalutato quando il premio per il rischio osservato sul mercato è sensibilmente superiore ai valori storici.



**ARCA**click  
il tuo portafoglio in un click

