



Aggiornamento sugli indicatori della ripresa: Le valutazioni non sono un'ostacolo

1° dicembre 2020

Punti principali

- ▶ Il recupero dell'economia prosegue e il buon andamento della Nuova edilizia residenziale è uno degli indicatori che sostiene con forza il ClearBridge Recovery Dashboard.
- ▶ Il robusto recupero dai minimi pandemici ha spinto le valutazioni azionarie ben al di sopra delle medie storiche, ma riteniamo che i prezzi siano supportati dalla composizione del mercato statunitense e dall'attuale livello dei tassi di interesse.
- ▶ Sinora il rally è stato alimentato in gran parte da un'espansione multipla, mentre nel 2021 riteniamo che sarà la ripresa degli utili a incidere maggiormente sulla performance del mercato azionario.

La maggiore chiarezza è alla base dell'ultima fase del rally azionario

A novembre (il decimo mese migliore degli ultimi 75 anni) i mercati azionari hanno registrato un rialzo del 10,8%, dopo i progressi compiuti su due importanti elementi di incertezza: le elezioni presidenziali americane e le prospettive di un vaccino COVID-19. Nessuna delle due questioni è stata interamente risolta, tuttavia i mercati finanziari sembrano gestirle per quello che sono: il VIX - che misura la volatilità attesa - è sceso da 38,0 a 20,5 e i sondaggi sul sentiment degli investitori evidenziano un aumento delle aspettative rialziste. Alcuni investitori rimangono tuttavia cauti, in vista della prossima scadenza a dicembre di diverse parti dei programmi di stimolo della Legge CARES. Salvo approvazione una nuova legge di stimoli, oltre il 65% dei 20,5 milioni di lavoratori che rimangono disoccupati è destinato a perdere le indennità di disoccupazione e alcuni temono che ne possa conseguire una doppia recessione.

Fortunatamente appare improbabile. Anche se un errore nelle scelte politiche resta possibile, gli americani hanno accumulato oltre 1.000 miliardi di dollari di risparmi aggiuntivi rispetto ai livelli pre-pandemici, che dovrebbero fungere da riserva in assenza di ulteriori stimoli. Con diversi vaccini candidati ormai prossimi al traguardo dell'autorizzazione, la dipendenza delle famiglie dai loro risparmi potrebbe allentarsi presto grazie al ritorno alla normalità dell'economia.

Il dato più importante, tuttavia, viene forse dai segnali che la ripresa è in atto. L'edilizia abitativa ha rappresentato un elemento di traino, com'è normale per una fase di ripresa dalla crisi finanziaria globale durante la quale è stato necessario smaltire gli effetti della bolla immobiliare. La nuova edilizia abitativa cresce del 14% annuo dai minimi di aprile e si conferma uno dei segnali verdi del ClearBridge Recovery Dashboard. Un ulteriore fattore di ripresa deriva dall'ultimo National Association of Home Builders (NAHB) Housing Market Index (HMI) - strutturato in modo da anticipare di sei mesi l'andamento della Nuova edilizia abitativa - che a novembre ha segnato un record assoluto. In questa cornice, non sorprende che il ClearBridge Recovery Dashboard continui questo mese a prospettare un'espansione economica senza variazioni e indichi un segnale verde fisso generalizzato.

Figura 1: ClearBridge Recovery Dashboard

		Nov. 30, 2020	Oct. 30, 2020	Sept. 30, 2020
Confidence	Consumer Confidence	↑	↑	↑
	Business Confidence (ISM)	↑	↑	↑
	Investor Sentiment	×	×	×
Economic	Housing Starts	↑	↑	↑
	Initial Jobless Claims	●	●	●
	Philly Fed	↑	↑	↑
Financial	Credit Spreads	↑	↑	↑
	Fed Policy	↑	↑	↑
	Financial Conditions	↑	↑	↑
Overall Signal		↑	↑	↑

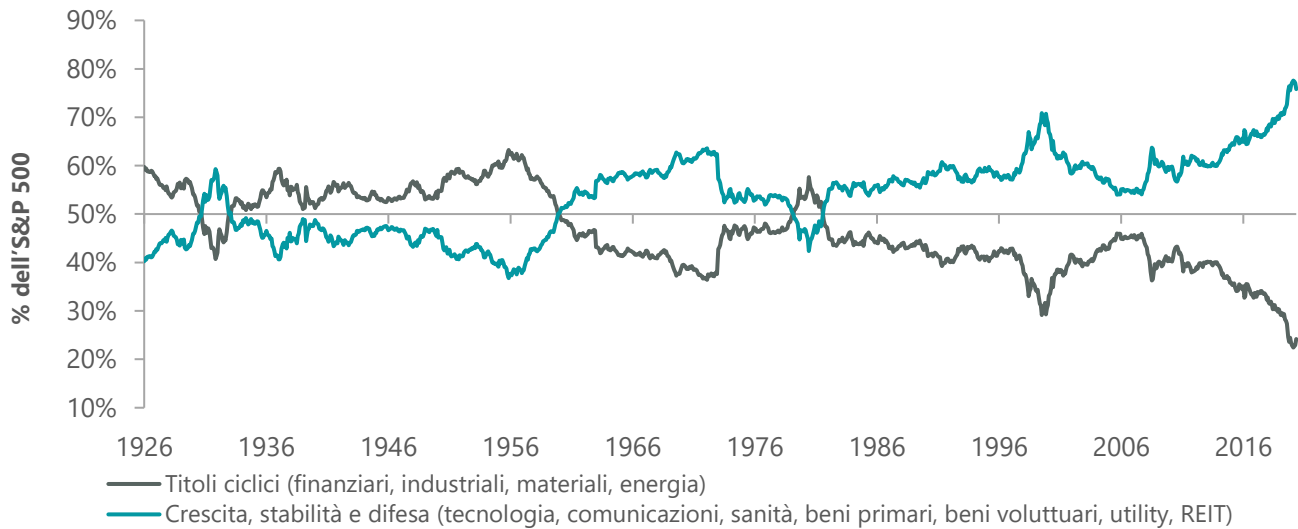
↑ Expansion ● Improvement × Recession

Fonte: ClearBridge Investments.

Considerando i pochi segnali emersi di una doppia recessione e l'indice S&P 500 che nel 2021 prospetta una crescita consensuale dell'EPS superiore al 20%, a preoccupare molti investitori iniziano ad essere soprattutto le valutazioni. Le azioni sono attualmente scambiate a 21,8 volte i guadagni attesi nei prossimi dodici mesi, ben oltre la media storica di 16,1 volte. Il dato preoccupa, ma molte ragioni lasciano intendere che le valutazioni potranno contare su fattori di sostegno più solidi di quanto si creda.

Anzitutto, la composizione stessa dell'indice. La componente ciclica, che tende ad essere più volatile e scambia a prezzi inferiori, è quasi ai minimi degli ultimi 100 anni. Al contrario, i settori meno volatili che dimostrano una maggiore crescita, una maggiore stabilità e caratteri più difensivi occupano storicamente la fetta più grande del benchmark. In un contesto di bassa crescita economica e di bassi tassi d'interesse, sono caratteristiche apprezzate dagli investitori per la scarsità di alternative e premiano queste componenti con multipli più elevati. Essendo diminuito il peso delle società con un P/U basso e aumentato quello delle società con un P/U elevato rispetto alla media storica, i confronti con le valutazioni medie di riferimento potrebbero essere oggi meno pertinenti.

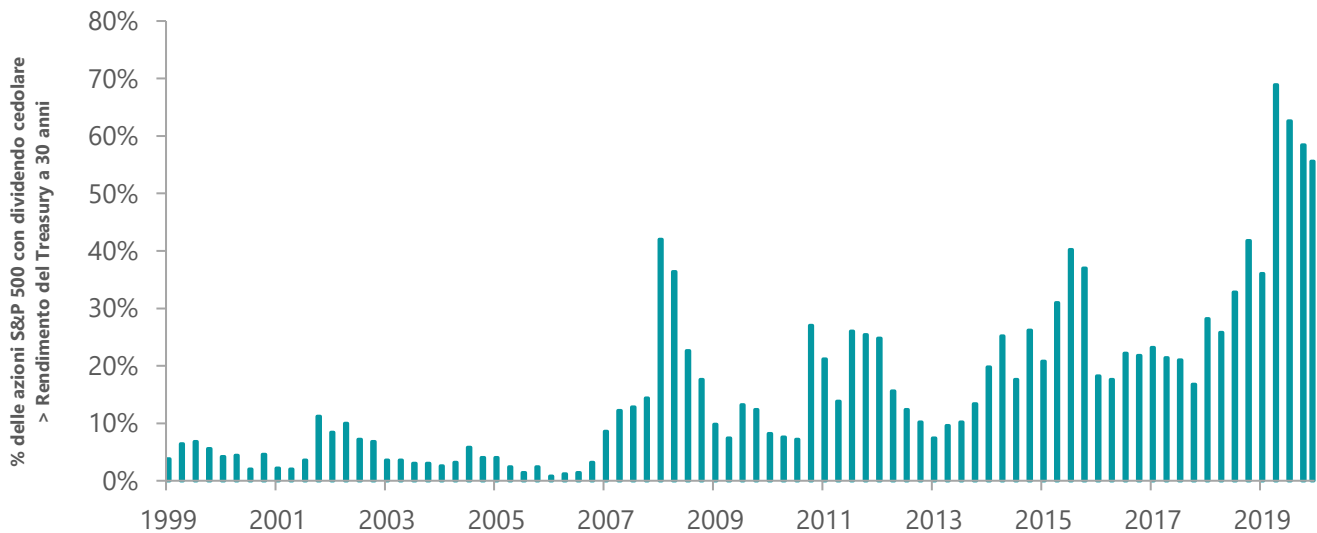
Figura 2: La composizione dell'indice supporta P/U più elevati



Al 30 novembre 2020 Fonte: Cornerstone Macro.

Una seconda considerazione viene dalla valutazione delle azioni nel contesto del più ampio panorama degli investimenti. I tassi di interesse sono storicamente bassi: il rendimento del Treasury USA a 10 anni si ferma allo 0,84%. Ciò determina forti ripercussioni in quanto può spingere alcuni investitori ad abbandonare le obbligazioni per preferire le azioni, specie guardando al rendimento cedolare dell'1,7% offerto dall'S&P 500, paragonabile a quello delle obbligazioni corporate. Infatti, oltre la metà delle azioni dell'S&P 500 offre un rendimento cedolare superiore a quello dei Treasury a 30 anni. Più gli investitori si spostano verso le azioni in cerca di rendimento, più le valorizzazioni di questo universo vengono spinte verso l'alto, facendo aumentare i prezzi senza che cambi nulla in termini di guadagni sottostanti. I bassi tassi d'interesse possono avere un impatto sulle valutazioni azionarie anche sul piano teorico: tassi bassi equivalgono a un hurdle rate più contenuto. In termini di allocazione del capitale, i manager dovrebbero riuscire a investire in un maggior numero di iniziative profittevoli, probabilmente in grado di aumentare il valore della partecipazione azionaria nella società.

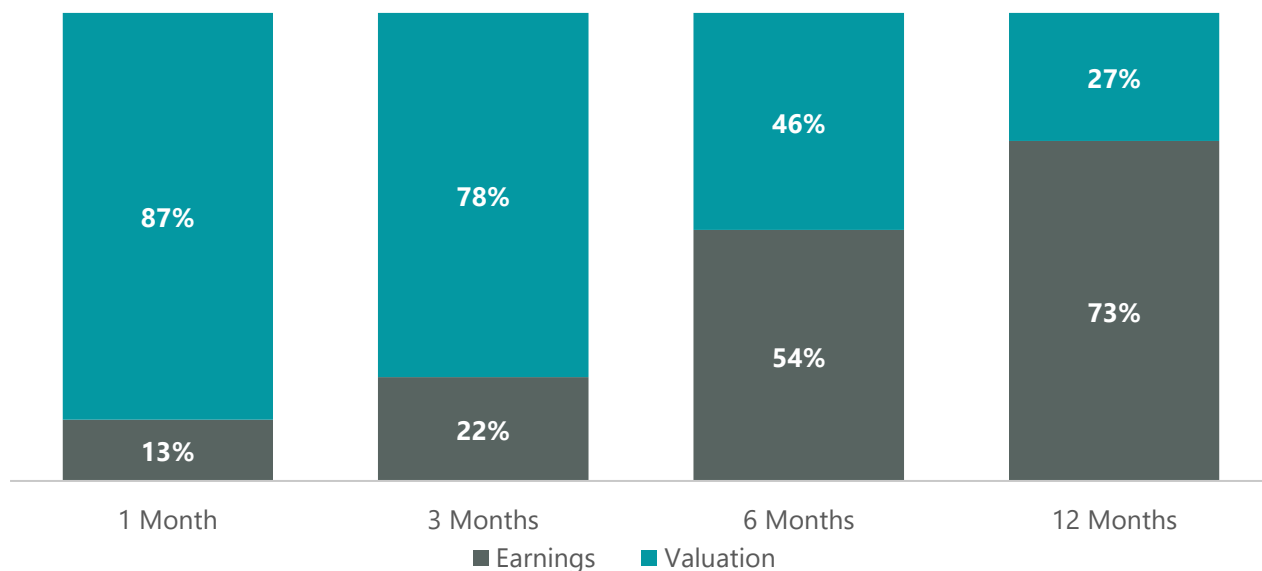
Figura 3: Azioni che pagano dividendi interessanti



Al 30 novembre 2020 Fonte: FactSet.

Un'ultima considerazione per le valutazioni azionarie riguarda il comportamento tipico del mercato azionario. Esistono tre potenziali fonti di rendimento per gli investitori azionari: dividendi, crescita degli utili (o perdita) e variazioni dei multipli di valutazione. I dividendi tendono ad essere più stabili rispetto agli utili o ai multipli e si sono stabilizzati dopo una serie di corposi tagli e sospensioni risalenti all'inizio della crisi del COVID-19. Poiché i prezzi delle azioni tendono a reagire alle nuove informazioni più tempestivamente rispetto alle aspettative di utili, i rendimenti a breve termine tendono ad essere più influenzati dai multipli, mentre i rendimenti a lungo termine tendono ad essere più influenzati dagli utili. Infatti, i rendimenti a un mese sono giustificati per oltre l'85% da variazioni nelle valutazioni, mentre su base annua questa percentuale cala a poco più del 25%.

Figura 4: Utili e valutazioni come determinanti dei prezzi delle azioni



Al 30 novembre 2020 Nota: % del rendimento derivante dalla variazione delle aspettative di utili a 12 mesi rispetto al multiplo P/U; dal 1996 ad oggi.

Fonte: FactSet, S&P.

In scia a una recessione, tuttavia, nella prima fase del rally non è inusuale vedere prevalere un'espansione dei multipli, mentre gli utili arriveranno solo in seguito. Finora gran parte del rally è stato alimentato dalle valutazioni mentre nel 2021, a nostro giudizio, dopo essere risaliti gli utili offriranno un apporto tipicamente maggiore. In altre parole, nei prossimi mesi prospettiamo un'incidenza gradualmente calante dei multipli, di pari passo con la risalita degli utili. Riteniamo pertanto che le valutazioni non impediranno ulteriori rialzi agli investitori di lungo corso, pur continuando a seguirle con attenzione.

A proposito degli autori



Jeffrey Schulze, CFA

Director, Investment Strategist

- 15 anni di esperienza nel settore degli investimenti
- Ingresso in ClearBridge Investments nel 2014
- BS in Finanza della Rutgers University



Josh Jamner, CFA

Vice President, Investment Strategy Analyst

- 11 anni di esperienza nel settore degli investimenti
- Ingresso in ClearBridge Investments nel 2017
- BA in Scienze Politiche del Colby College

Definizioni

- Il **ClearBridge Recovery Dashboard** comprende 9 anticipatori leader dell'economia, finanza e mercato che possono fornire informazioni relative alla direzione dell'economia statunitense.
- **COVID-19** è il nome ufficiale dato dall'Organizzazione Mondiale della Sanità alla malattia associata al nuovo ceppo di coronavirus. Il nuovo ceppo di coronavirus che provoca il COVID-19 è conosciuto come SARSCoV-2.
- "**CARES Act**" è l'abbreviazione di "Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act"
- Per **crisi finanziaria globale** si intende il crollo dell'economia causato dal collasso di importanti banche d'investimento nel 2007-8, contrassegnato da una generale perdita di liquidità nei mercati del credito e dalla flessione dei prezzi azionari.
- Per **Nuova edilizia abitativa** si intende il numero di nuovi progetti di edilizia residenziale avviati in un dato mese.
- Il **National Association of Home Builders/Wells Fargo Housing Market Index (HMI)** misura l'andamento del mercato abitativo monofamiliare, conducendo ogni mese un'indagine sui membri della NAHB. L'indice misura come "buono", "abbastanza buono" o "scarso" il grado di soddisfazione dei costruttori sulle vendite correnti e sulle previsioni di vendita di abitazioni monofamiliari per i prossimi sei mesi. L'indagine chiede inoltre ai costruttori di valutare il volume dei potenziali acquirenti come "alto-molto alto", "medio" o "basso-molto basso". I punteggi di ogni componente vengono poi usati per calcolare un indice destagionalizzato il quale, se superiore a 50, indica il prevalere di costruttori soddisfatti rispetto a quelli insoddisfatti.
- L'**utile per azione (EPS)** è la quota di utile di una società attribuita a ciascuna azione ordinaria circolante. L'indice EPS aggrega l'EPS delle società che lo compongono.
- L'**Indice S&P 500** è un indice non gestito di 500 titoli che rappresentano in generale la performance delle società più grandi negli Stati Uniti
- **Real Estate Investment Trusts (REIT)** o Trust d'investimento in proprietà immobiliari, investono in proprietà immobiliari o prestiti garantiti da proprietà immobiliari, ed emettono azioni di tali investimenti, che possono essere illiquide.
- Il **rapporto prezzo/utile (P/U)** è il prezzo di un titolo diviso per l'utile per azione.
- I **prodotti ciclici** ("ciclici") sono quelli che tendono ad essere acquistati frequentemente come i beni alimentari e il carburante.
- **Treasury USA (UST)** sono obbligazioni di debito dirette emesse e garantite "dalla piena fiducia e dal credito" del governo degli Stati Uniti. Il governo degli Stati Uniti garantisce il capitale e i pagamenti di interessi sui Treasury USA quando i titoli sono detenuti fino alla scadenza.
A differenza dei Treasury USA, i titoli di debito emessi dalle agenzie federali e da enti paragonati e gli investimenti associati possono essere garantiti, ma non obbligatoriamente, dalla piena fiducia e dal credito del governo degli Stati Uniti. Anche quando il governo degli Stati Uniti garantisce il capitale e i pagamenti di interessi sui titoli, tale garanzia non si applica a perdite risultanti da cali del loro valore di mercato.
- L'**Institute for Supply Management (ISM)** è un'associazione di professionisti nell'area degli acquisti e dell'approvvigionamento che conduce indagini regolari tra i membri per determinare i trend di settore.

INFORMAZIONI IMPORTANTI

Ogni investimento comporta dei rischi, compresa la possibile perdita del capitale.

Il valore degli investimenti e i relativi utili sono soggetti a oscillazioni ed è possibile che l'investitore non ottenga la restituzione delle somme inizialmente investite; essi possono inoltre risentire delle variazioni dei tassi d'interesse, dei tassi di cambio, delle condizioni generali di mercato, degli sviluppi di ordine politico, sociale ed economico e di altre variabili. Gli investimenti comportano dei rischi ivi inclusi, a titolo non esaustivo, eventuali ritardi nei pagamenti e la perdita di utili o di capitale. Franklin Resources, Inc. e le sue consociate non garantiscono alcun tasso di rendimento, né il recupero del capitale investito.

I titoli azionari sono soggetti a oscillazioni di prezzo e al rischio di perdita del capitale investito. I titoli a reddito fisso sono soggetti al rischio di tasso, al rischio di credito, al rischio d'inflazione e al rischio di reinvestimento, nonché al rischio di perdita del capitale. Il valore dei titoli a reddito fisso varia in modo inversamente proporzionale al variare dei tassi d'interesse.

Gli investimenti internazionali sono soggetti a rischi particolari, tra i quali oscillazioni valutarie e incertezze di ordine sociale, economico e politico, che possono comportare un aumento della volatilità. Tali rischi si amplificano nel caso dei mercati emergenti.

L'investimento in materie prime e in valute presenta maggiori rischi, legati, ad esempio, alle condizioni di mercato, politiche, normative e ambientali, e può non essere adatto a tutti gli investitori.

Le performance storiche non sono garanzia di risultati futuri.

Si precisa che gli investitori non possono investire direttamente negli indici.

Le performance degli indici non gestiti non tengono conto di commissioni, spese o oneri di vendita.

Informazioni importanti:

Le opinioni e i pareri espressi nel presente documento non devono essere interpretati come previsioni di eventi o risultati futuri, garanzie di risultati futuri, raccomandazioni o servizi di consulenza. Le affermazioni qui contenute non devono altresì essere interpretate come raccomandazioni di acquisto o di vendita di titoli. Le affermazioni prospettiche sono soggette a incertezze che potrebbero comportare sostanziali divergenze tra gli sviluppi e i risultati effettivi e le aspettative espresse. Le presenti informazioni sono state elaborate a partire da fonti ritenute attendibili, ma non se ne garantisce l'accuratezza e la completezza. Le informazioni e le opinioni espresse da Franklin Resources, Inc. o dalle sue consociate sono aggiornate alla data indicata, possono variare senza preavviso e non tengono conto degli obiettivi d'investimento, della situazione finanziaria o delle esigenze specifiche dei singoli investitori.

Le informazioni contenute nel presente documento sono riservate e soggette a diritti di proprietà e non possono essere utilizzate da soggetti che non ne siano i destinatari. Franklin Resources, Inc., le sue consociate e i rispettivi funzionari o dipendenti declinano ogni responsabilità per eventuali perdite derivanti dall'utilizzo del presente documento e del suo contenuto. Sono vietate la riproduzione, distribuzione e pubblicazione del presente materiale, senza il previo consenso scritto di Franklin Resources, Inc. La distribuzione del presente materiale può essere soggetta a limitazioni in alcune giurisdizioni. Chiunque entri in possesso del presente materiale è tenuto a informarsi in merito all'esistenza di tali limitazioni e, se del caso, a rispettarle.

È possibile che il presente materiale sia stato elaborato da un consulente o da una società collegati a una delle società sottoindicate in quanto entrambi sotto il comune controllo o la proprietà di Franklin Resources, Inc. Se non diversamente specificato, il simbolo "\$" (dollaro) indica i dollari statunitensi.

Il presente materiale è finalizzato esclusivamente alla distribuzione nei paesi e ai destinatari elencati.

Investitori nel Regno Unito, clienti professionali e controparti idonee nei paesi dell'UE e del SEE (escl. Regno Unito) e investitori qualificati in Svizzera:

In Europa (eccetto Regno Unito e Svizzera) il presente documento è emesso da Legg Mason Investments (Ireland) Limited, con sede legale sita all'indirizzo Floor 6, Building Three, Number One Ballsbridge, 126 Pembroke Road, Dublino 4, D04 EP27. Registrata in Irlanda e iscritta al registro delle imprese con il n. 271887. Autorizzata e regolamentata dalla Central Bank of Ireland.

Nel Regno Unito, pubblicato e approvato da Legg Mason Investments (Europe) Limited, con sede legale in 201 Bishopsgate, Londra, EC2M 3AB. Iscritta al registro delle imprese di Inghilterra e Galles con il numero 1732037. Autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority.

In Svizzera, pubblicato e approvato da Legg Mason Investments (Switzerland) GmbH, autorizzato dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari FINMA. Investitori in Svizzera: il rappresentante in Svizzera è FIRST INDEPENDENT FUND SERVICES LTD., Klausstrasse 33, 8008 Zurigo, Svizzera e l'agente pagatore in Svizzera è NPB Neue Privat Bank AG, Limmatquai 1, 8024 Zurigo, Svizzera. Copie dello Statuto, del Prospetto, delle Informazioni chiave per gli investitori e delle relazioni annuali e semestrali della Società possono essere ottenute gratuitamente presso il rappresentante in Svizzera.

Investitori a Hong Kong e Singapore:

il presente materiale è fornito da Legg Mason Asset Management Hong Kong Limited a Hong Kong e Legg Mason Asset Management Singapore Pte. Limited (numero di registrazione (UEN): 200007942R) a Singapore.

Il presente materiale non è stato sottoposto all'esame delle autorità di vigilanza di Hong Kong o Singapore.

Investitori nella Repubblica Popolare Cinese ("RPC"):

il presente materiale è fornito da Legg Mason Asset Management Hong Kong Limited a destinatari specifici nella RPC. Il contenuto del presente documento è destinato esclusivamente alla stampa o agli investitori nella RPC che investono nei prodotti del programma QDII (Qualified Domestic Institutional Investors, investitori istituzionali nazionali qualificati) offerti da una banca commerciale della RPC in conformità con la regolamentazione della China Banking Regulatory Commission. Prima della sottoscrizione, gli investitori sono tenuti a leggere il documento di offerta. Per maggiori delucidazioni, si consiglia di rivolgersi a una banca commerciale e/o ad altri consulenti specializzati nella RPC. Si ricorda che Legg Mason e le sue consociate si occupano esclusivamente della gestione dei fondi offshore in cui investono i prodotti QDII. Legg Mason e le sue consociate non sono autorizzate da alcuna autorità di vigilanza allo svolgimento di attività commerciali o d'investimento in Cina.

Il presente materiale non è stato sottoposto all'esame delle autorità di vigilanza della RPC.

Distributori e investitori esistenti in Corea e distributori a Taiwan:

il presente materiale è fornito da Legg Mason Asset Management Hong Kong Limited a destinatari idonei in Corea e da Legg Mason Investments (Taiwan) Limited (Numero di registrazione: (109) Jin Guan Tou Gu Xin Zi Di 035; indirizzo: Suite E, 55F, Taipei 101 Tower, 7, Xin Yi Road, Section 5, Taipei 110, Taiwan, R.O.C.; Tel.: (886) 2-8722 1666) a Taiwan. Legg Mason Investments (Taiwan) Limited conduce e gestisce la propria attività in modo indipendente.

Il presente materiale non è stato sottoposto all'esame delle autorità di vigilanza di Corea o Taiwan.

Investitori nelle Americhe:

il presente documento è fornito da Legg Mason Investor Services LLC, un intermediario registrato negli Stati Uniti, che comprende Legg Mason Americas International. Legg Mason Investor Services, LLC (membro FINRA/SIPC) e tutte le società citate sono controllate da Legg Mason, Inc.

Investitori in Australia:

Il presente materiale è pubblicato da Legg Mason Asset Management Australia Limited (ABN 76 004 835 839, AFSL 204827) ("Legg Mason"). I contenuti sono soggetti a diritti di proprietà e riservati e sono destinati esclusivamente all'uso da parte di Legg Mason e dei clienti acquisiti o potenziali che ricevono il documento. Ne sono vietate la riproduzione e la distribuzione a terzi, ad eccezione dei consulenti professionali del cliente.

Le previsioni sono inerentemente limitate e si raccomanda di non fare affidamento su di esse quali indicatori di risultati attuali o futuri.

Le succitate entità di Legg Mason sono sussidiarie completamente controllate da Franklin Resources, Inc.

Copyright © 2020, Franklin Resources, Inc.