

FAST AND FURIOUS

La combinazione di pesanti revisioni al ribasso degli utili e mini-rally di mercato riporta le valutazioni su livelli d'attenzione. "Too fast, too early"? Facciamo un po' di conti.

La volatilità del primo trimestre del 2020 ha generato escursioni di mercato vertiginose, in particolare dal 20 febbraio, giorno in cui lo S&P500 ha chiuso a 3386 punti. Da allora e fino al 23 marzo, la caduta degli indici ha superato in molti casi il 30%. Da quest'ultima data il rimbalzo è stato veemente. In presenza di movimenti di questa entità, non c'è da stupirsi che le valutazioni abbiano toccato estremi, in un senso o nell'altro. I mercati in un trimestre hanno prezzato in un primo momento lo scenario goldilocks, ovvero la continuazione indefinita di un ciclo di crescita moderata, assenza di inflazione e supporto monetario; in un secondo momento il cigno nero del coronavirus e dunque una severa recessione con probabili insolvenze a catena; in una terza fase la risposta di Banche Centrali e governi e la rinnovata speranza di un ritorno alla normalità in tempi ragionevoli.

Più in dettaglio, al 23 marzo gli indici avevano un rapporto prezzo/utigli molto al di sotto della media, in taluni casi vicino ai minimi storici. Da quella data l'effetto di rally di mercato e revisioni al ribasso delle aspettative sugli utili (10% negli USA e in Asia, fra il 15 e il 25% in Europa) ha riportato le valutazioni in linea con la media degli ultimi 15 anni (Europa e Paesi Emergenti) o oltre (S&P e soprattutto Nasdaq). A questo punto la domanda è: il rally è giustificato? Di cosa tengono conto le valutazioni?

Osservando i dati dello S&P500 per esempio, notiamo che le attese degli analisti a fine 2021 sono oggi sostanzialmente pari a quelle che gli stessi analisti avevano a inizio anno per il 2020.

I principali indici dal 19 febbraio



Fonte: Bloomberg. Questo è il parere del gestore alla data della pubblicazione ed è soggetto a variazioni. I rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri così come di presenti o futuri trend.

Prospetto valutazioni (P/E fwd), crescita utili e revisioni

Indici Globali	Valutazioni			Utigli attesi			
	P/E	median a P/E 2007-20	Pctile val. 2007-20	Crescit a utigli 2020	Crescit a utigli 2021	Var. 3m utigli a 1y	% da max 2020
S&P500	16.7	15.0	76.3	-8.6%	18.0%	-10.1%	-12.3%
Nasdaq	22.7	19.3	94.8	-2.4%	25.8%	-7.2%	-10.6%
Russell 2000	23.3	21.8	72.3	-12.2%	41.2%	-27.2%	-29.4%
Dax	13.0	12.1	78.2	-14.2%	29.2%	-15.9%	-17.3%
Cac	13.7	13.0	64.4	-17.9%	23.8%	-21.6%	-24.8%
ftsemib	11.2	11.6	45.9	-24.2%	19.2%	-24.1%	-25.0%
Ibex	12.1	11.5	59.2	-27.3%	31.4%	-27.1%	-30.9%
DJ Eurostoxx600	14.0	13.1	62.9	-14.8%	18.6%	-17.0%	-18.6%
FTSE100	12.2	12.3	48.3	-18.2%	15.2%	-19.1%	-20.9%
Nikkei	15.1	16.0	31.2	-1.4%	13.7%	-6.6%	-7.6%
Bovespa	10.8	11.2	39.2	-7.7%	22.1%	-16.7%	-20.8%
MSCI Emerging	11.7	11.4	57.1	-6.2%	19.3%	-14.0%	-14.7%
Hang Seng	9.9	11.1	12.4	-6.7%	11.1%	-8.9%	-9.8%
Sensex IN	14.4	15.7	30.6	13.0%	14.5%	-1.5%	-5.0%

Fonte: GAM SGR (Italia), Bloomberg. Questo è il parere del gestore alla data della pubblicazione ed è soggetto a variazioni. I rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri così come di presenti o futuri trend.

L'effetto coronavirus ha quindi di fatto traslato in avanti di 12 mesi le attese. Il livello attuale dello S&P, collocandosi nella fascia alta del rapporto P/E, sconta dunque il fatto che il 2020 sia un "anno perso", ma anche un'alta probabilità che le infrastrutture dell'economia reggeranno l'urto e che il sistema imbocchi il 2021 a velocità di crociera, con aspettative di utigli solide e il vento in poppa delle elargizioni monetarie e fiscali. Se si dovesse progressivamente realizzare questo scenario gli indici globali avranno margini di apprezzamento, sia in termini di ulteriore espansione del multiplo P/E, sia per il miglioramento graduale delle attese di utile. Ci sono però alcune incognite, che potranno provocare inciampi più o meno significativi sul tragitto: la velocità di riapertura delle attività, indesiderati ritorni di fiamma del virus con conseguenti nuove misure, eventuali "incidenti" di percorso da suturare (problemi di credito e liquidità in determinati comparti dell'economia), inaspettate modifiche strutturali delle abitudini dei consumatori al momento difficilmente prevedibili. Rimane quindi difficile pensare che il percorso di uscita da uno choc come quello di questi mesi possa essere lineare.



Massimo De Palma
Head of Multi Asset Team, GAM (Italia) SGR S.p.A.



Antonio Annibale
Portfolio Manager, Multi Asset Team, GAM (Italia) SGR S.p.A.



Paolo Mauri Brusa
Portfolio Manager, Multi Asset Team, GAM (Italia) SGR S.p.A.

Per maggiori informazioni visitate il sito GAM.com

Importanti avvertenze legali:

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.

Copyright © 2020 GAM (Italia) SGR S.p.A. - tutti i diritti riservati

