

OSSERVATORIO
MERCATI

mediolanum BANCA

LUGLIO
2022

INDICE

WHAT'S UP _____ 3

UN ECCELLENTE PRIMO SEMESTRE PER L'AZIONARIO _____	3
SOTTO LA SUPERFICIE... _____	3
LA FATICOSA RISALITA DEI RENDIMENTI PENALIZZA L'OBBLIGAZIONARIO "TRADIZIONALE" _____	4
L'INDECISIONE DEL DOLLARO E LA SCALATA DELLE MATERIE PRIME _____	5

WHAT'S NEW _____ 6

I VACCINI SI CONFERMANO L'ARMA PIÙ EFFICACE _____	6
IL MONDO RIPARTE E LE ECONOMIE SEGUONO A RUOTA _____	6
"INDIGESTIONE DA DOMANDA": COLLI DI BOTTIGLIA E AUMENTO DEI PREZZI _____	8
LO STOICISMO DELLE BANCHE CENTRALI _____	9

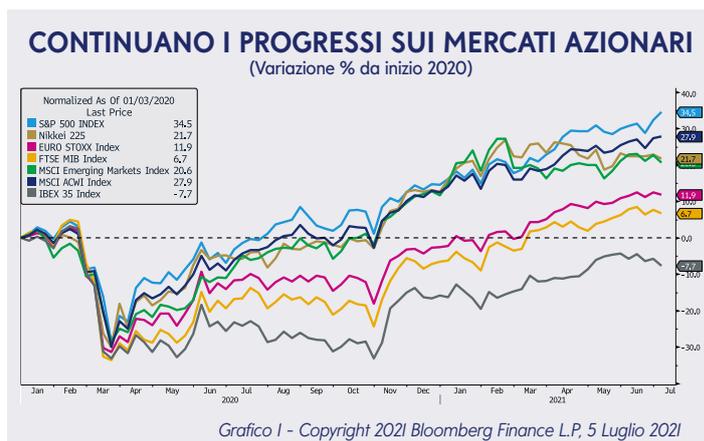
WHAT'S NEXT _____ 10

VACCINI VS VARIANTI: UNA GARA DI VELOCITÀ _____	10
UN'ESTATE CALDA E UN TIEPIDO AUTUNNO _____	10
LE BANCHE CENTRALI SONO LE OSSERVATE SPECIALI _____	10
LA GRANDE SCOMMESSA DEI GOVERNI _____	
E QUINDI?	

WHAT'S UP

UN ECCELLENTE PRIMO SEMESTRE PER L'AZIONARIO

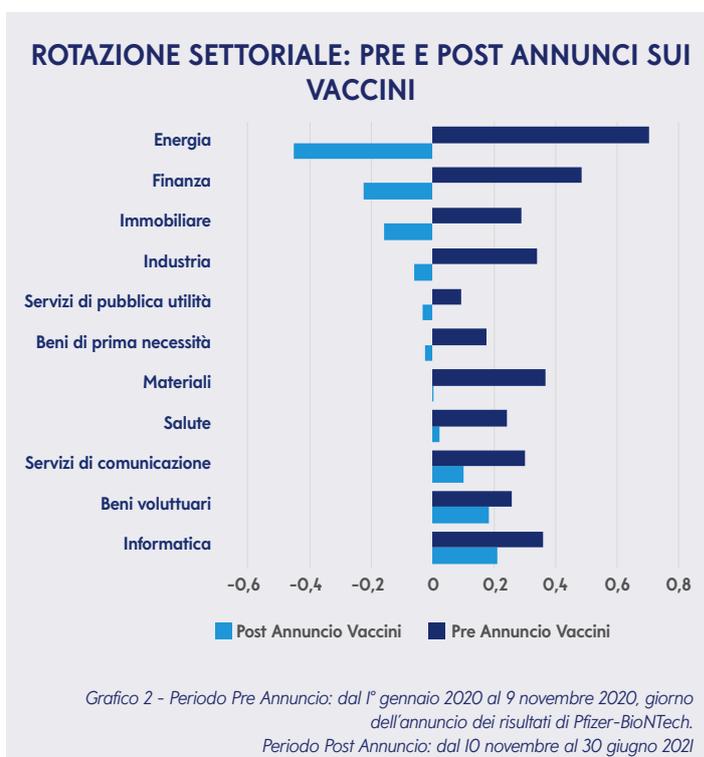
Archiviati i primi sei mesi dell'anno, il bilancio parziale del 2021 risulta decisamente favorevole per le classi di attivo rischiose, in particolare per i mercati azionari (Grafico 1): l'indice globale ha messo a segno un progresso dell'11,4% nel primo semestre, di cui 6,9% nel secondo trimestre e 1,2% nel solo mese di giugno, chiudendo il periodo in prossimità dei massimi storici. Dopo cinque trimestri consecutivi di rialzi e ad una distanza di ben l'87,5% dai minimi di marzo 2020, lo shock causato dallo scoppio della pandemia sembra un ricordo ormai (quasi) sfuocato.



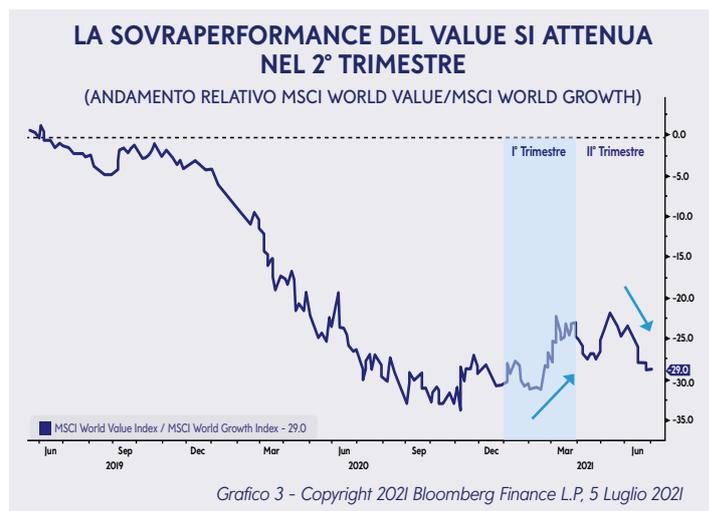
SOTTO LA SUPERFICIE...

L'andamento aggregato in questa prima metà dell'anno maschera una certa eterogeneità sottostante, sebbene i ritorni siano stati positivi per tutti i macro-settori e tutte le principali aree geografiche. In un contesto di forte miglioramento del quadro sanitario ed economico e di liquidità ancora particolarmente abbondante, i maggiori beneficiari dei rialzi sono stati i settori ciclici legati alle riaperture e lo stile *value*, in netta controtendenza con quanto avvenuto fino a novembre del 2020 (Grafico 2): prima degli annunci sull'efficacia dei vaccini, infatti, i *covid winners* per eccellenza erano stati la tecnologia, il digitale e lo stile *growth* in genere, quali emblemi del tema "stay at home".

Tuttavia, la rotazione verso i comparti ciclici/*value* ha evidenziato alti e bassi nel corso del semestre (Grafico 3): è stata infatti più accentuata nei primi tre mesi, in coincidenza con l'avvio delle campagne vaccinali e con la conseguente revisione al rialzo delle aspettative di crescita e inflazione da parte degli investitori, che si è accompagnata anche ad un riaggiustamento verso l'alto dei rendimenti obbligazionari governativi; meno evidente, invece, nel secondo trimestre e in particolare nel mese di giugno, che ha visto anzi un certo ritorno di interesse verso lo stile *growth*, favorito anche dalla stabilizzazione dei rendimenti statunitensi a medio-lungo termine e dal riacuirsi delle preoccupazioni sul virus per via della variante Delta.



A livello geografico, sia l'area statunitense che quella europea hanno registrato ritorni molto consistenti (+14,4% l'indice S&P500, +13,5% lo Stoxx Europe 600) nei primi sei mesi dell'anno. Coerentemente con l'andamento settoriale appena descritto, l'Europa ha sovraperformato nel primo trimestre (i settori ciclici/*value* detengono infatti un sovrappeso negli indici europei), nonostante gli iniziali ritardi nelle vaccinazioni e un andamento economico meno brillante rispetto agli USA, che hanno visto di contro una maggior accelerazione nel secondo trimestre. Più debole è stato, invece, l'andamento dei listini asiatici ed emergenti, penalizzati dalla diffusione della variante Delta, in un contesto di vaccinazioni più lente e minori supporti fiscali (+4,9% il Nikkei 225, +6,5% il MSCI Emerging Markets).

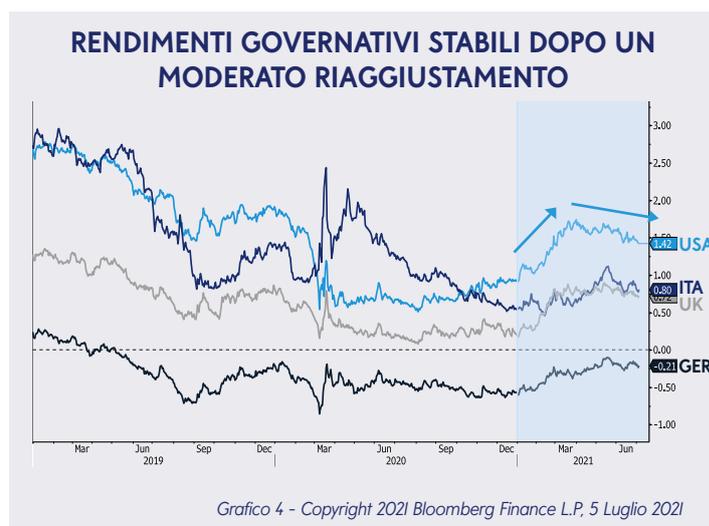


LA FATICOSA RISALITA DEI RENDIMENTI PENALIZZA L'OBBLIGAZIONARIO "TRADIZIONALE"

Come già accennato, anche il mercato obbligazionario ha riflesso il recupero - realizzato e atteso - del ciclo economico e dell'inflazione e l'evoluzione delle aspettative sulle future mosse delle Banche Centrali. Dopo aver toccato livelli estremamente compressi nel 2020, da inizio anno i rendimenti governativi a medio-lungo termine dei principali Paesi avanzati hanno iniziato a risollevarsi, pur rimanendo molto bassi rispetto alla media storica (Grafico 4).

Ciò ha penalizzato le performance dei segmenti più tradizionali del mercato obbligazionario, come per l'appunto i titoli di Stato e i titoli societari ad elevato merito creditizio. Di contro, il ritorno complessivo dell'obbligazionario *high yield* ha beneficiato del continuo restringimento degli *spread* di credito (Grafico 5), di una *duration* contenuta e dell'effetto di accumulazione delle cedole.

Nell'ultimo periodo, le dichiarazioni delle Banche Centrali, che derubricano l'attuale aumento dell'inflazione come un fenomeno perlopiù transitorio e lasciano anticipare un approccio monetario ancora molto paziente, hanno contribuito a frenare la risalita dei rendimenti governativi a medio-lunga scadenza. D'altra parte, negli Stati Uniti, dove le previsioni sull'avvio del percorso di normalizzazione sono state leggermente anticipate dopo l'ultima riunione della Fed, ciò si è accompagnato ad un aggiustamento verso l'alto dei tassi a breve termine, con conseguente appiattimento della curva dei rendimenti.

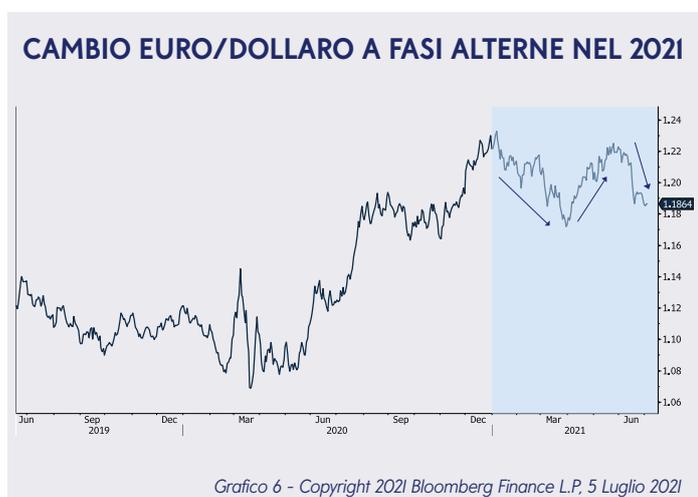


† Tutte le performance sono espresse in valuta locale, al netto dei dividendi e al lordo della tassazione.

L'INDECISIONE DEL DOLLARO E LA SCALATA DELLE MATERIE PRIME

Una Fed relativamente meno "colomba" ha recentemente rinvigorito il dollaro, che da inizio anno registra un leggero apprezzamento contro euro (circa 3%) e contro le principali altre valute, frutto tuttavia di un andamento a fasi alterne, che riduce solo in minima parte il significativo deprezzamento subito nel 2020 (Grafico 6).

Infine, tra le asset class che più hanno rispecchiato le attese di recupero ciclico globale e di reflazione, si annoverano sicuramente le materie prime. Il prezzo del petrolio Brent è salito del 47% circa nel primo semestre, raggiungendo i 75 dollari al barile, il massimo dal 2018, e a inizio luglio sta continuando ad apprezzarsi sulla scia delle difficoltà nel raggiungimento di un accordo in seno all'OPEC+ sull'aumento della produzione. Ma anche molti metalli industriali e componenti agricole hanno registrato rialzi in doppia cifra, aggiornando in alcuni casi i massimi storici (Grafico 7). Tali movimenti sono stati amplificati dall'attesa di una domanda crescente nei prossimi anni per i materiali coinvolti nei processi di transizione climatica, oltre che da fenomeni speculativi, che nell'ultimo periodo hanno tuttavia mostrato dei segnali di allentamento.



WHAT'S NEW

I VACCINI SI CONFERMANO L'ARMA PIÙ EFFICACE

Il mese di giugno ha visto una crescente attenzione sulla diffusione della variante Delta (indiana) in diversi Paesi del mondo: caratterizzata da una maggior contagiosità, in alcuni Stati è diventata velocemente la variante dominante, con forti rialzi dei casi di contagio. Di fronte a questo scenario, la campagna vaccinale ha assunto ancora più importanza, con i vaccini approvati nella UE che mantengono alti livelli di efficacia (intorno al 90%), soprattutto dopo la seconda dose. Gli effetti sono già visibili, visto che Paesi come Gran Bretagna e Portogallo, con alte percentuali di immunizzazione, hanno avuto un aumento contenuto delle ospedalizzazioni, al contrario di Russia e Sud Africa, dove la popolazione vaccinata è inferiore al 10%, sono stati proclamati nuovi *lockdown* nazionali (Grafici 8 e 9).

I CASI AUMENTANO DOVE LA VARIANTE DELTA È DOMINANTE
(CONTAGI GIORNALIERI OGNI MILIONE DI ABITANTI, MEDIA 7 GIORNI)



Grafico 8 - Fonte: Johns Hopkins University CSSE COVID-19 Data

L'IMPATTO DEI VACCINI SULLA MORTALITÀ È EVIDENTE
(DECESSI GIORNALIERI OGNI MILIONE DI ABITANTI, MEDIA 7 GIORNI)



Grafico 9 - Fonte: Johns Hopkins University CSSE COVID-19 Data
NOTA: le % segnate nel grafico indicano la quota di popolazione vaccinata con almeno 1 dose

IL MONDO RIPARTE E LE ECONOMIE SEGUONO A RUOTA

Arrivati al giro di boa, è possibile delineare alcuni elementi distintivi del 2021, tra cui sicuramente spicca la relazione tra riaperture post-pandemia e ripresa economica (Grafico 10). Dopo il forte recupero della Cina già nella seconda metà del 2020, frutto di un efficace contenimento dell'epidemia e di supporti economici mirati, i primi mesi di quest'anno sono stati segnati dall'eccezionale accelerazione degli Stati Uniti, che ha coinvolto in maniera rilevante tutti i dati macroeconomici, a partire dagli indicatori di sentiment di imprese e consumatori e arrivando fino ai "dati reali", come già confermato dal rimbalzo della crescita nel I trimestre (+6,4% annualizzato). Nel secondo trimestre è proseguito un trend di forte espansione negli USA, trainato principalmente dalle riaperture e dallo sblocco della domanda "repressa" dei consumatori, che hanno iniziato a dar fondo ai risparmi accumulati - anche per effetto degli ingenti piani di sostegno governativi - nei mesi precedenti (Grafico 11). La spesa è stata supportata anche dal continuo miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro, come evidenziato dal trend decrescente nelle nuove richieste di sussidi alla disoccupazione e dall'accelerazione nella creazione di nuovi posti di lavoro nel mese di giugno, dopo due letture parzialmente deludenti. Il recupero della domanda si è tradotto a sua volta in un aumento

CINA-USA-EUROZONA: IL RECUPERO A STEP DELL'ECONOMIA GLOBALE
(ANDAMENTO PIL REALE)

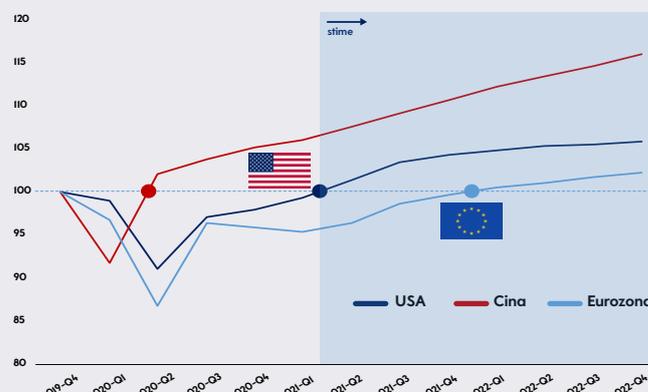
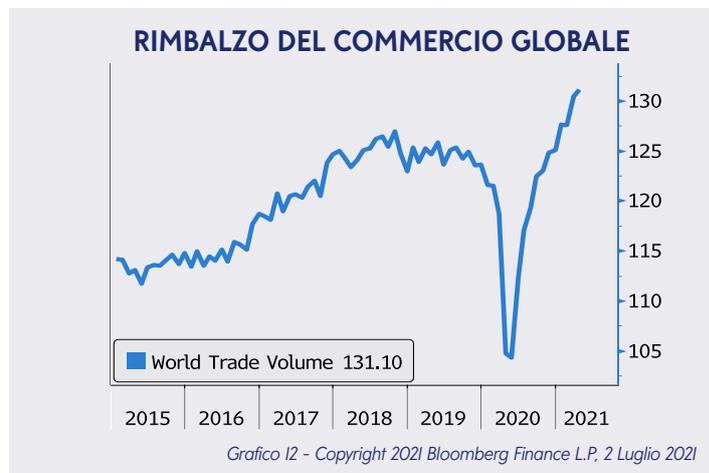
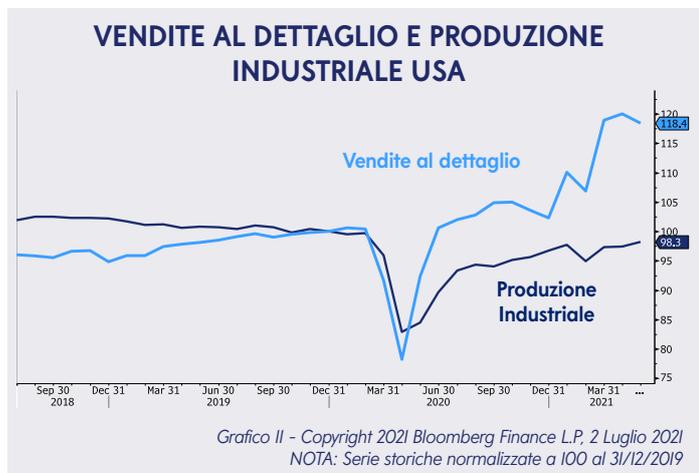


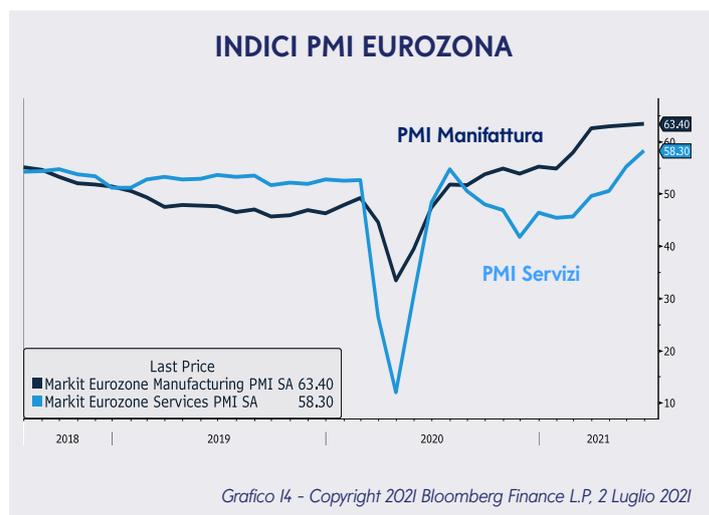
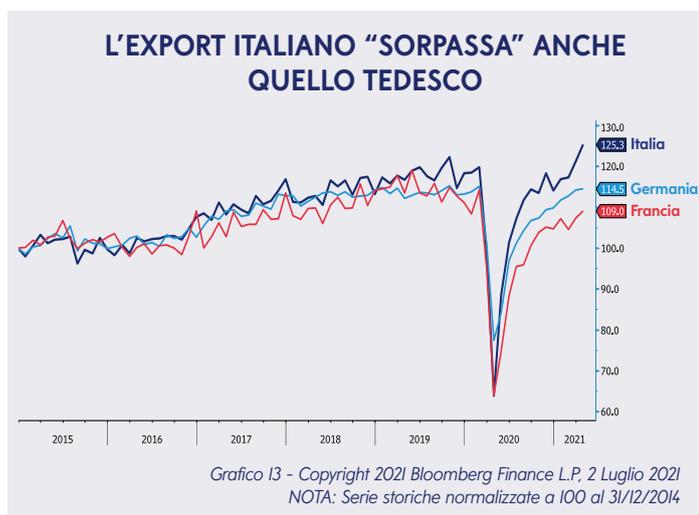
Grafico 10 - NOTA: Serie storiche normalizzate a 100 al 31/12/2019. Rielaborazione Banca Mediolanum su dati OCSE.

degli ordinativi e della produzione industriale, nonostante le difficoltà legate ai “colli di bottiglia” nelle catene produttive globali, come meglio descritto in seguito.



In un'economia connessa a livello globale, la ripartenza del commercio internazionale è stata repentina ed evidente (Grafico 12), con chiaro beneficio per i Paesi esportatori, tra cui quelli dell'area asiatica. Ciò ha compensato almeno in parte le difficoltà provocate negli ultimi mesi dal ripresentarsi della crisi sanitaria nell'area. In Cina è proseguita l'espansione dei principali indicatori economici, seppur ad un ritmo inferiore al periodo precedente, vista la normalizzazione dei supporti economici e monetari intrapresa dal Governo e dalla Banca Centrale Cinese dall'inizio dell'anno.

La riattivazione delle catene del valore globali ha giovato significativamente anche ai Paesi europei, tra cui in primis l'Italia (Grafico 13). Se sarà confermato l'attuale contesto di riaperture, l'Europa si candida ad essere la protagonista dei prossimi mesi: il secondo trimestre ha rappresentato difatti un forte cambio di passo nella campagna vaccinale, che ha consentito una riduzione sostanziale dei contagi e la rimozione di varie limitazioni. Tali sviluppi hanno dato avvio ad un recupero rilevante nell'area, dopo la debolezza dei due trimestri precedenti: il miglioramento è evidente nelle aspettative dei consumatori e delle imprese di servizi, che si stanno riallineando a quelle già elevate della manifattura (Grafico 14). Anche i “dati reali” hanno iniziato a mostrare un miglioramento non più legato solo alla produzione industriale e all'export, ma anche ai consumi.

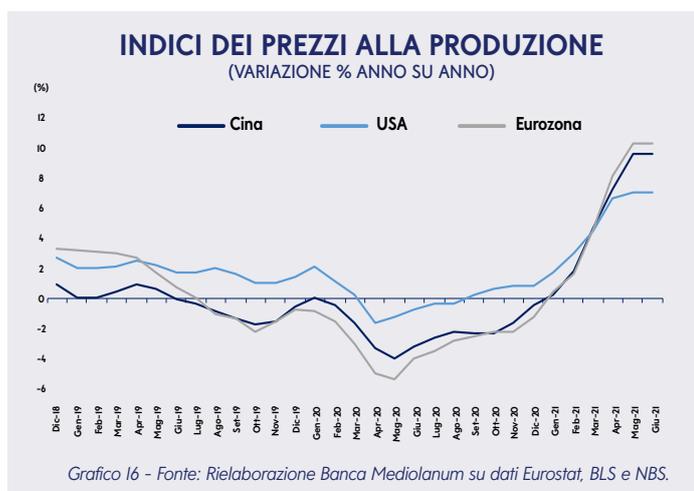


“INDIGESTIONE DA DOMANDA”: COLLI DI BOTTIGLIA E AUMENTO DEI PREZZI

La rapidità della ripresa della domanda globale negli ultimi mesi ha colto in parte impreparato il lato dell’offerta: dopo aver ridotto la capacità produttiva per limitare i costi durante la pandemia, le imprese hanno avuto infatti difficoltà a tornare prontamente a regime, generando significativi “colli di bottiglia” con effetto a cascata nelle catene produttive globali. Su tutti, la carenza di semiconduttori, dovuta anche all’aumento della domanda di device tecnologici e ad un’elevata concentrazione geografica della produzione (oltre il 60% dei chip è prodotto a Taiwan e in Corea del Sud), ha spinto diverse case automobilistiche a bloccare la produzione in vari siti. Inoltre, la ripresa del commercio mondiale ha messo sotto pressione la logistica, facendo schizzare i costi per l’affitto di un container su nave, che a giugno hanno toccato nuovi massimi storici (Grafico 15). Anche la ricostituzione della forza lavoro non è stata del tutto scontata: le imprese segnalano infatti difficoltà nel reperire prontamente lavoratori e le necessità di offrire compensi più elevati, soprattutto nei settori ricreativi e legati all’accoglienza; un fenomeno attribuibile a svariati fattori che stanno creando un certo “attrito” nella fase di uscita dalla pandemia, tra cui i sussidi federali straordinari alla disoccupazione negli USA (che molti Stati hanno infatti già sospeso, prima della scadenza ufficialmente prevista a settembre), ma anche mutate esigenze personali/familiari, disponibilità ancora limitata di strutture di assistenza per l’infanzia, protratti timori di contagio, ...



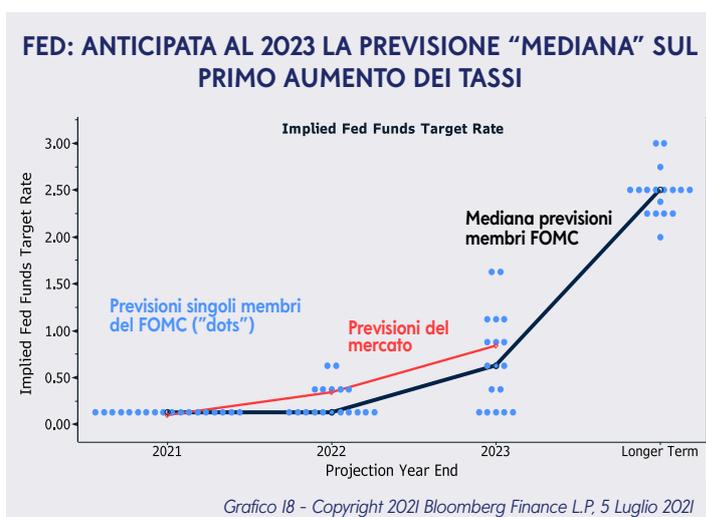
Tutti questi fenomeni, uniti all’aumento dei prezzi delle materie prime, hanno generato una pressione crescente sui prezzi, in primis su quelli alla produzione, come testimoniato dall’aumento generalizzato degli indici PPI (Grafico 16), e in parte anche su quelli al consumo (Grafico 17): negli USA l’indice CPI ha segnato a maggio un rialzo del +5% su base annua, frutto tuttavia anche di un importante effetto base, dovuto al marcato calo dei prezzi nel 2020. Analizzando le singole componenti, si nota proprio il forte contributo dei settori più legati alle riaperture e/o più colpiti dalle limitazioni dell’offerta, come le tariffe aeree e i veicoli usati, che hanno visto rialzi mensili rispettivamente del 7% e 7,3%. Seppur in aumento, i dati di inflazione rimangono invece più contenuti in Europa e in Cina (+1,9% e +1,3% a/a).



LO STOICISMO DELLE BANCHE CENTRALI

In questo contesto, sia la Fed che la BCE hanno espresso una linea di pensiero chiara, incentrata sulla transitorietà delle pressioni inflazionistiche. Nelle ultime riunioni di politica monetaria di giugno, entrambe hanno apportato significative revisioni al rialzo alle stime sull'inflazione solo per il 2021, con marginali ritocchi invece nei prossimi anni. La BCE, in particolare, ha mantenuto un approccio molto "dovish", ribadendo la necessità di continuare a supportare la nascente ripresa e confermando anche per i prossimi mesi l'aumento degli acquisti nell'ambito del programma PEPP rispetto al primo trimestre. Anche la Fed ha riconfermato tutte le misure in atto, compreso il *Quantitative Easing* ad un ritmo di 120 mld di dollari al mese, segnalando tuttavia l'avvio del dibattito sulla sua futura riduzione (*tapering*). Sebbene Powell abbia ribadito come per ora il rialzo dei tassi non sia

nemmeno oggetto di discussione, un segnale più "hawkish" è giunto inoltre dall'aggiornamento dei "dots", le previsioni dei membri del FOMC sulla traiettoria dei tassi sui Fed funds, che prevedono ora 2 possibili rialzi nel 2023 rispetto a nessuno in precedenza, con alcuni Governatori che ritengono appropriato un primo rialzo già nel 2022 (Grafico 18).



WHAT'S NEXT

VACCINI VS VARIANTI: UNA GARA DI VELOCITÀ

I timori sulla variante Delta non consentono di abbassare la guardia e stanno provocando, anzi, ritardi nelle riaperture in alcuni Paesi avanzati e difficoltà più accentuate in altre aree del mondo, soprattutto emergente; tuttavia, i Governi sembrano più che mai decisi ed equipaggiati ad affrontare quella che a tutti gli effetti è diventata una gara di velocità tra il ritmo con il quale si riescono ad elargire coperture vaccinali complete ai cittadini e la diffusione di varianti più contagiose e apparentemente resistenti alla singola dose. In base all'accelerazione osservata di recente nel ritmo di vaccinazione in alcuni Paesi emergenti e al fatto che con un'elevata copertura vaccinale la pressione sui sistemi sanitari sembra comunque rimanere limitata, si può ipotizzare che questa sfida si rivelerà complessa, ma alla fine vincente.

UN'ESTATE CALDA E UN TIEPIDO AUTUNNO

Variabile Delta permettendo, quindi, la ripresa globale dovrebbe rimanere solida nei prossimi mesi e diventare anche più sincronizzata verso la fine dell'anno, quando i progressi nelle vaccinazioni consentiranno ad una platea più ampia di Paesi, compresi quelli dell'area asiatica e dell'America Latina, di allentare le restrizioni e partecipare al recupero.

L'Europa è ancora all'inizio della fase di rimbalzo, soprattutto per quanto concerne i consumi in molte categorie di servizi. L'attività economica sta accelerando e dovrebbe trarre beneficio da una stagione turistica che si profila florida, nonostante la reintroduzione di alcune limitazioni agli arrivi dall'estero (in particolare dal Regno Unito). Negli Stati Uniti, il picco del rimbalzo è stato probabilmente già raggiunto, ma i livelli di attività dovrebbero rimanere molto elevati anche nei prossimi mesi. Col riassorbirsi del boom legato alle riaperture e ai generosi sussidi fiscali, i consumi dovrebbero infatti stabilizzarsi, ma rimanere sostenuti da un'elevata capacità di spesa delle famiglie e dai continui progressi nel mercato del lavoro. Sul lato dell'offerta, a livello globale, gli ostacoli nel breve termine dovrebbero rivelarsi un fattore positivo in seguito, con il graduale superamento dei colli di bottiglia: la necessità di evadere gli ordini arretrati, di ricostituire le scorte - oggi su livelli estremamente bassi - e di aumentare la capacità produttiva nei settori più sotto pressione, dovrebbero infatti rimanere fattori di supporto per la produzione.

L'inflazione rimarrà verosimilmente elevata per tutto il 2021, con un ulteriore recupero dei prezzi atteso soprattutto nei servizi, per effetto delle continue riaperture; tuttavia la graduale attenuazione degli attuali squilibri tra domanda e offerta e il riassorbimento dell'effetto base dovrebbero favorire un tendenziale rientro delle pressioni inflazionistiche nei prossimi mesi. Ciò non toglie che in futuro il regime di inflazione potrebbe essere leggermente più elevato rispetto a quello degli ultimi anni (come descritto nello [Speciale di approfondimento dell'Osservatorio Mercati di giugno](#)).

LE BANCHE CENTRALI SONO LE OSSERVATE SPECIALI

In questo contesto, gli investitori guarderanno con grande attenzione all'evoluzione dei dati economici, in particolare a quelli sull'inflazione e sull'occupazione statunitensi, per valutare gli effettivi progressi verso il raggiungimento degli obiettivi della Fed e per cercare dunque di desumere le tempistiche di avvio del processo di riduzione degli acquisti di titoli sul mercato. Dopo aver contribuito con supporti eccezionali ad attutire l'impatto economico della pandemia fin dal suo scoppio, il compito delle Banche Centrali, specie quella statunitense, è particolarmente delicato in questa fase: da una parte c'è la necessità di continuare ad accompagnare la ripresa, evitando scossoni dovuti a mosse affrettate; dall'altra quella di evitare di lasciar correre eccessivamente le attese di inflazione, scongiurando possibili spirali autoalimentanti.

Il risultato dovrebbe essere un processo di normalizzazione molto cauto: il c.d. tapering potrebbe essere annunciato in occasione del simposio di Jackson Hole a fine agosto, per poi prendere avvio nel 2022, mentre il primo rialzo dei tassi dovrebbe essere rimandato al 2023. Dal canto suo, la BCE dovrebbe rimanere paziente ancora più a lungo, visto che nell'Eurozona il ritorno al trend di crescita pre-covid richiederà più tempo e di conseguenza le pressioni di base sui prezzi e sui salari rimarranno contenute.

LA GRANDE SCOMMESSA DEI GOVERNI

Inoltre, la politica monetaria e quella fiscale continueranno ad operare di concerto, come hanno fatto fin dallo scoppio della pandemia: il mantenimento dei tassi d'interesse reali su livelli molto bassi è infatti funzionale alla sostenibilità di debiti pubblici che hanno raggiunto dimensione molto elevata e che si preannunciano ancora in espansione nei prossimi anni (Grafico 19). Negli USA, arginata la fase emergenziale, l'attenzione del Governo Biden si sta ora concentrando sulle prospettive di crescita di medio-lungo periodo, con la proposta di due importanti programmi di spesa (*l'American Jobs Plan* e *l'American Families Plan*), focalizzati sugli investimenti in infrastrutture, sulla svolta digitale e climatica e sul welfare. La strada per l'approvazione è complessa, tuttavia l'accordo preliminare bipartisan raggiunto di recente tra Democratici e Repubblicani dovrebbe spianare la strada almeno ad una parte di queste proposte, che prevederebbe l'impiego di oltre mille miliardi di dollari nei prossimi otto anni. I Democratici sembrano poi intenzionati a far passare

- in questo caso senza il supporto dei Repubblicani - un altro provvedimento, che includerebbe ulteriori capitoli di spesa, ma anche un possibile aumento delle tasse sulle società e sulle persone fisiche con redditi elevati. Nell'ultimo periodo ci sono stati inoltre importanti sviluppi sul Next Generation EU, con l'approvazione da parte della Commissione Europea dei piani di Ripresa e Resilienza dei principali Paesi e la prima emissione obbligazionaria di titoli europei volti a finanziare il programma, che permetterà già nel mese di luglio i primi versamenti dei fondi ai Paesi Membri.

L'obiettivo di queste iniziative, che rappresentano una scommessa chiave da parte dei Governi per le prospettive economiche di medio-lungo termine, è essenzialmente fare in modo che, una volta superata la fase di rimbalzo del ciclo economico post-covid, la crescita prosegua su un sentiero strutturalmente più elevato.

E QUINDI?

Alla luce di tutto ciò, quali indicazioni trarre per gli investimenti? Per il prossimo futuro confermiamo l'idea che i rendimenti obbligazionari possano mantenere un trend di moderata risalita, generando un contesto ancora sfidante per l'obbligazionario tradizionale. Allo stesso tempo, però, la protratta cautela delle Banche Centrali lascia presagire un percorso molto graduale, con tassi relativamente bassi a lungo, che continueranno a spingere gli investitori a cercare rendimento in comparti obbligazionari e in asset class dai ritorni attesi più elevati.

I mercati azionari dovrebbero evidentemente rimanere tra i principali candidati di questa "ricerca". La ripresa economica continuerà a traslarsi sugli utili aziendali, la cui crescita - superiore nell'ultimo periodo a quella dei prezzi degli indici - ha già ridimensionato parzialmente le valutazioni (Grafico 20). Inoltre, le condizioni di finanziamento sono ancora estremamente favorevoli, come evidenziato da tassi d'interesse reali ancora ampiamente negativi. Infine, la liquidità sul mercato è ancora molto abbondante, inclusa quella a disposizione degli investitori *retail*, come si evince chiaramente dall'incremento dei depositi registrato in tutti i principali Paesi dallo scoppio della pandemia. In questo contesto, i flussi d'investimento verso i fondi azionari hanno già registrato un recupero notevole da inizio anno, ma hanno corretto solo in parte le fuoriuscite del 2020, che erano confluite in buona parte in fondi di liquidità e obbligazionari (Grafico 21). Da notare come il fenomeno coinvolga anche l'Europa, dopo anni di flussi stagnanti, sia da parte degli investitori esteri, sia di quelli domestici.

IL DEBITO GOVERNATIVO DEI PAESI AVANZATI È SUI MASSIMI STORICI, MA I TASSI D'INTERESSE SONO SUI MINIMI

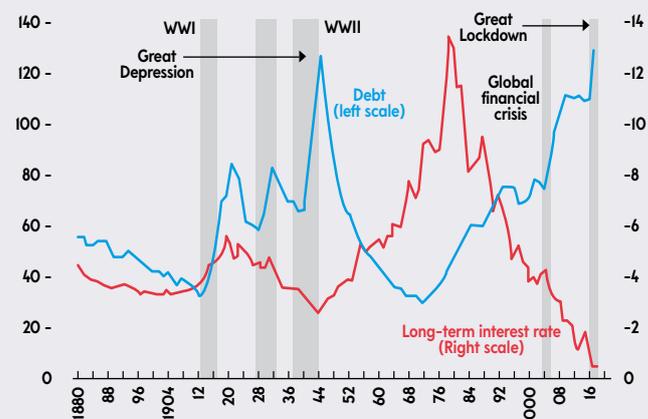


Grafico 19 - NOTA: Debito pubblico in % PIL sull'asse sx, tassi d'interesse (%) sull'asse dx. Calcolati su un campione fisso di 20 paesi avanzati con pesi basati sul PIL (in PPA). Fonte: IMF Fiscal Monitor, aprile 2021

AZIONARIO GLOBALE: LE ATTESE SUGLI UTILI SONO SALITE PIÙ DEI PREZZI, RIDUCENDO LE VALUTAZIONI (INDICI MSCI AC WORLD)

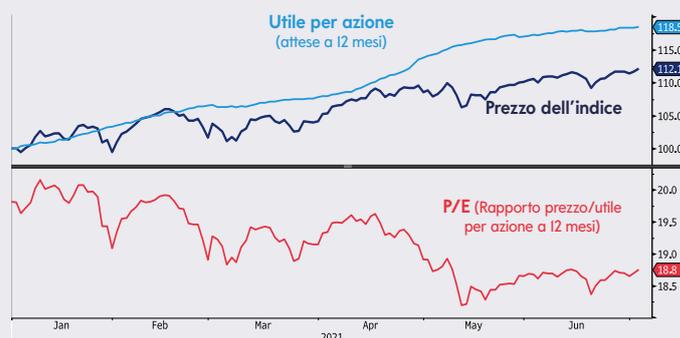


Grafico 20 - Copyright 2021 Bloomberg Finance L.P., 5 Luglio 2021
NOTA: Serie storiche normalizzate a 100 al 31/12/2020 nella parte alta del grafico

Certamente, dopo i rialzi già molto significativi realizzati negli ultimi mesi e con il passaggio ad una fase più matura del ciclo economico - che presto o tardi si accompagnerà anche ad una riduzione, al margine, dei supporti monetari - è opportuno mettere in conto possibili episodi di volatilità o fasi di consolidamento più laterali nell'azionario. Tuttavia, non ci sono per ora i presupposti per pensare a correzioni di rilievo, anzi il contesto di fondo rimane decisamente supportivo per i settori ciclici nel breve e per quelli secolari in un'ottica di medio-lungo periodo.

IL RITORNO DI FLUSSI VERSO L'AZIONARIO CORREGGE SOLO IN PARTE LE FUORIUSCITE DEL 2020 (FLUSSI CUMULATI PER ASSET CLASS EUROPEE DAL 2016)



Grafico 21 - Fonte: EPFR, Goldman Sachs Global Investment Research