

OSSERVATORIO

MERCATI

mediolanum BANCA



OTTOBRE
2022

INDICE

WHAT'S UP _____ 3

PAUSA DI RIFLESSIONE NELL'AZIONARIO, MA I
FONDAMENTALI SONO SOLIDI _____ 3

LE BANCHE CENTRALI RISVEGLIANO I MERCATI
OBBLIGAZIONARI _____ 4

LE TENSIONI ENERGETICHE PREMONO SUI PREZZI DELLE
COMMODITIES _____ 5

WHAT'S NEW _____ 6

L'ESPANSIONE PROSEGUE, MIGLIORA LA
SITUAZIONE SANITARIA _____ 6

RIFLETTORI PUNTATI SULLA CINA _____ 6

PROTRATTE TENSIONI PRODUTTIVE E PRESSIONI
INFLAZIONISTICHE _____ 7

COSA NE PENSANO LE BANCHE CENTRALI? _____ 8

WHAT'S NEXT _____ 9

NORMALIZZAZIONI IN VISTA _____ 9

IN UN CONTESTO DI FONDO FAVOREVOLE _____ 9

DAL RIMBALZO AL RILANCIO _____ 9

SVILUPPI PIANI FISCALI IN FOCUS NEL PROSSIMO
PERIODO _____ 10

WHAT'S UP

Il mese di settembre ha visto un moderato ritorno di volatilità sui mercati finanziari, specchio di un sentiment più incerto per via delle già note tensioni produttive e inflazionistiche acuite dalla questione energetica, degli sviluppi in Cina e della prospettiva di una graduale riduzione dei supporti monetari da parte delle Banche Centrali, che pure testimonia i continui progressi sul fronte del recupero economico.

PAUSA DI RIFLESSIONE NELL'AZIONARIO, MA I FONDAMENTALI SONO SOLIDI

A livello globale i mercati azionari hanno visto un rallentamento della corsa iniziata dalla metà del 2020, con l'indice MSCI World in calo del 4,3% a settembre, primo mese in negativo da gennaio 2021 (Grafici 1 e 2). Sia lo S&P 500 negli USA che lo Stoxx 600 in Europa hanno registrato un ritracciamento, rispettivamente del 4,8% e del 3,4%; più marcata la discesa del mercato cinese, con l'MSCI China in calo del 5%. In forte controtendenza il Giappone, con un progresso del 4,8% per l'indice Nikkei 225, favorito dagli sviluppi di politica interna legati al Governo Suga.

Sottolineiamo come il consolidamento dell'ultimo mese sia comunque da considerarsi fisiologico in un contesto di forti rialzi già realizzati da inizio anno, con una performance globale del 15% a fine agosto e che rimane prossima al 10%. Oltretutto è importante notare come questo rialzo delle quotazioni sia stato trainato dal forte miglioramento dei conti societari (Grafico 3) e non da un'espansione dei multipli: i rapporti di "price/earnings" hanno visto infatti un costante calo (Grafico 4), segnale di come il mercato finanziario sia ben allineato all'economia reale, allontanando i sospetti della presenza di "bolle" nel sistema. Anche per il III° trimestre, le stime sugli utili per le società dello S&P 500 prevedono una crescita pari al 27,6%, che - se confermata - rappresenterebbe la terza più alta dal 2010.

I temi precedentemente citati hanno influenzato anche gli andamenti settoriali (Grafico 5): il comparto dell'energia ha staccato l'intero mercato, seguito dal settore finanziario, che ha beneficiato del rialzo dei tassi sul mercato, delineando una ripresa della rotazione verso il value dopo la pausa dei mesi estivi. Movimento determinato anche dalla sottoperformance del settore tecnologico, penalizzato dal rialzo dei rendimenti, con il Nasdaq che ha sottoperformato il resto del mercato USA, segnando un -5,3% nel mese.

I MERCATI RALLENTANO A SETTEMBRE



Grafico 1 - Copyright 2021 Bloomberg Finance L.P. 5 Ottobre 2021

VARIAZIONI MENSILI E DA INIZIO ANNO (%)



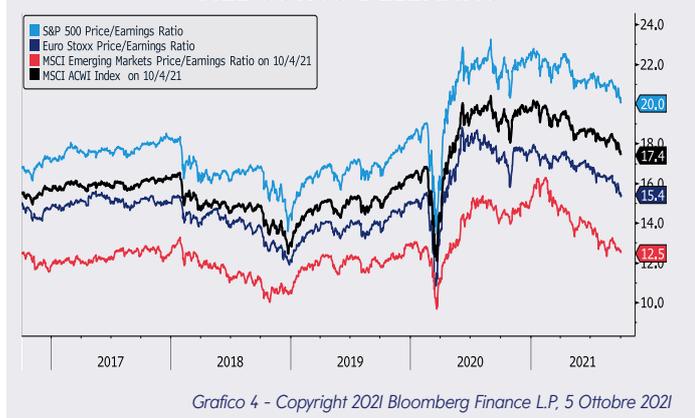
Grafico 2

VARIAZIONE ANNUA UTILI TRIMESTRALI (%)

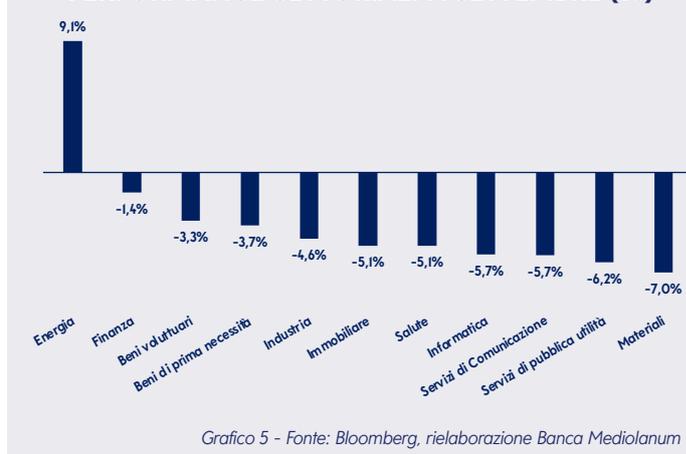


Grafico 3 - Fonte I/B/E/S Refinitiv, rielaborazione Banca Mediolanum

LE VALUTAZIONI SONO SCESE NEL CORSO DELL'ANNO



PERFORMANCE SETTORIALI A SETTEMBRE (%)



LE BANCHE CENTRALI RISVEGLIANO I MERCATI OBBLIGAZIONARI

Settembre ha rappresentato anche un cambio di passo per quanto riguarda i rendimenti governativi: i messaggi circa una vicina riduzione degli stimoli monetari da parte delle principali Banche Centrali (Fed in primis) hanno causato un rialzo generalizzato dei tassi, comune a tutte le aree geografiche (Grafico 6). Negli USA il Treasury a 10 anni ha visto il rendimento passare nell'ultima decade del mese da 1,3% a 1,55%, riportandosi sui valori di giugno. Situazione simile in Europa, dove il rendimento del bund è salito da -0,45% a -0,2%; tuttavia, l'aumento della volatilità sul mercato non si è tradotto in un allargamento degli spread, con il BTP decennale che ha mantenuto un differenziale di circa 100 punti base rispetto al titolo tedesco.

Le prospettive di Banche Centrali relativamente meno accomodanti hanno portato inoltre ad un "irripidimento" della curva dei rendimenti, specialmente nel differenziale tra i titoli a 2 e 5 anni, segnale di come i mercati si aspettino comunque il perdurare di una crescita robusta e di un approccio cauto da parte delle Banche Centrali nei confronti dei rialzi dei tassi d'interesse, nonostante l'aumento dell'inflazione osservato di recente.

L'annuncio della Fed sul prossimo inizio del tapering si è riflesso non solo sull'obbligazionario, ma anche sul mercato dei cambi, dove il dollaro ha ripreso - dopo una breve pausa a fine agosto - il percorso di rafforzamento nei confronti dell'Euro che aveva già caratterizzato i mesi estivi. Nel complesso il biglietto verde registra un apprezzamento contro euro di oltre il 5% da inizio anno.

La già citata vicenda Evergrande ha inoltre acceso i riflettori sul mercato high yield, senza tuttavia causare reazioni generalizzate a livello internazionale (Grafico 7): le tensioni

GLI ANNUNCI DELLE BANCHE CENTRALI MUOVONO I RENDIMENTI



EFFETTO EVERGRANDE CIRCOSCRITTO AL CREDITO CINESE



sulla società immobiliare hanno provocato un forte rialzo dei rendimenti sui titoli del comparto in Cina, fino a circa il 15% e oltre i massimi di marzo 2020, mentre gli spread di credito di Usa ed Europa non hanno visto forti movimenti, grazie alla scarsa esposizione nei confronti della società.

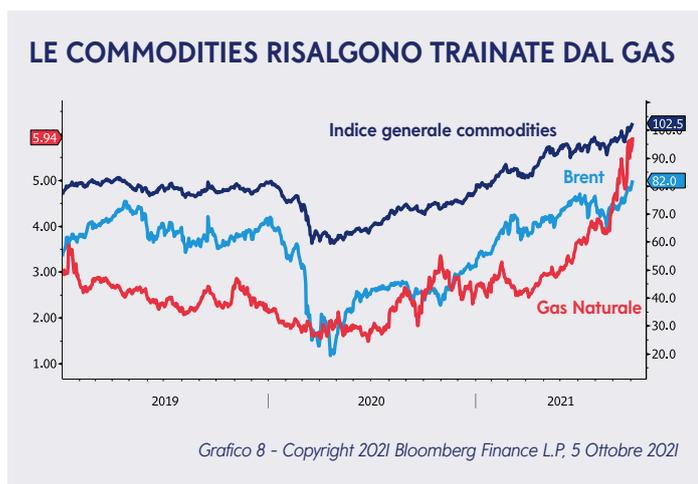
LE TENSIONI ENERGETICHE PREMONO SUI PREZZI DELLE COMMODITIES

La fine del mese di settembre ha visto emergere in maniera dirompente alcune tensioni nella produzione di elettricità e nell'approvvigionamento delle relative materie prime energetiche.

In un contesto in cui l'uscita dalla pandemia sta facendo aumentare notevolmente il fabbisogno energetico, i processi di transizione energetica complicano la capacità di farvi fronte, dato che l'utilizzo delle fonti fossili viene disincentivato, ma al contempo quelle rinnovabili non sono ancora sufficienti. La domanda si sta quindi riversando su *commodities* più tradizionali, **gas naturale in primis**, essendo il meno inquinante dei combustibili fossili, ma anche petrolio e carbone. Anche qui però un rapido aumento della produzione non è per nulla scontato, considerati gli scarsi investimenti in tali settori negli ultimi anni, dovuti in buona parte proprio alla lotta ai cambiamenti climatici; a ciò si aggiunge la decisione dell'Opec+ di non accelerare l'aumento le quote di estrazione.

Le tensioni sono accentuate dal ruolo della Cina, dove l'ambizioso piano di conversione energetica ha fatto salire la domanda da parte del Paese nel mercato globale del gas naturale; ciò ha portato a sottoscrivere contratti a prezzi via via crescenti e a **limitare l'approvvigionamento** di altre regioni come l'Europa, dove le riserve di gas sono ai minimi degli ultimi 5 anni. Inoltre, i limiti imposti sul consumo di energia elettrica per il rispetto dei target climatici stanno condizionando la produzione industriale, soprattutto nei settori con un fabbisogno energetico più elevato, tra cui spicca la produzione di alcuni materiali di base.

Tutto questo spiega il forte rialzo dei prezzi delle materie prime energetiche, che si sta palesando in maniera evidente sulle quotazioni del greggio (con il Brent che ha toccato gli 80\$ al barile), ma soprattutto del gas naturale, in aumento del 33% nel mese negli USA e di oltre il 50% su alcune piazze europee (Grafico 8).



WHAT'S NEW

L'ESPANSIONE PROSEGUE, MIGLIORA LA SITUAZIONE SANITARIA

Nell'Osservatorio Mercati di settembre avevamo già segnalato come alcuni fattori - nello specifico, la variante Delta, il rallentamento in Cina e i colli di bottiglia nelle catene produttive - stessero contribuendo ad una moderazione nei ritmi di crescita dell'economia globale, un fenomeno comunque fisiologico dopo lo straordinario recupero già osservato nei mesi scorsi. Ricordiamo infatti come, grazie agli enormi supporti monetari e fiscali, alla capacità di adattamento degli attori economici e all'accelerazione delle campagne vaccinali, la ripresa post-pandemica sia stata sorprendentemente rapida, specie se confrontata con quanto accaduto dopo la Grande Crisi Finanziaria: a livello globale, infatti, grazie soprattutto al contributo di Cina e Stati Uniti, sono già stati superati i livelli di PIL pre-covid, ma anche l'Europa si appresta a fare altrettanto entro fine anno e l'Italia dovrebbe seguire a stretto giro, all'inizio del 2022 (Tabella I).

Tornando al quadro contingente, bisogna innanzitutto notare come l'espansione stia proseguendo a buon ritmo, sia negli Stati Uniti che in Eurozona, come confermato dagli indicatori di sentiment delle imprese, in pieno territorio di espansione. Inoltre, le preoccupazioni sulla variante Delta, che pure hanno avuto un impatto non trascurabile sull'area asiatica e più in generale sui consumi in tutte le principali aree, sono recentemente scese, grazie alle evidenze circa l'efficacia dei vaccini e alla capacità di mantenere o riportare sotto controllo la situazione sanitaria (Grafico 9): ciò riduce notevolmente la probabilità di vedere reintrodotti forti misure restrittive, come accaduto invece l'anno scorso in questo periodo.

D'altra parte, è aumentata l'attenzione sugli altri due fattori - la situazione in Cina e i vincoli nelle catene produttive globali - complici la crisi Evergrande e le carenze energetiche a livello globale, come descritto nel paragrafo precedente.

RIFLETTORI PUNTATI SULLA CINA

Le problematiche nel settore immobiliare e nelle forniture energetiche si inseriscono in un quadro già incerto per l'economia cinese, visto che la crescita sta da tempo attraversando una fase di moderazione. Tuttavia, è importante sottolineare come buona parte di tale decelerazione sia stata in qualche modo "auto-inflitta", ossia dovuta alle politiche del Governo, che, in estrema sintesi, ha sfruttato una finestra temporale (quella data nel 2021 dal vantaggio nel recupero post-covid rispetto alle altre economie e dal facile confronto con la bassa crescita del 2020) per mettere in atto tutta una serie di iniziative volte a riformare profondamente il sistema economico.

TEMPO DI RECUPERO PIL
(IN TRIMESTRI)

	CRISI 2020	CRISI 2008
CINA	1	--
USA	6	10
EUROZONA	7*	28
ITALIA	8**	?

* Se confermato recupero entro Q4 2021
** Se confermato recupero entro Q1 2022

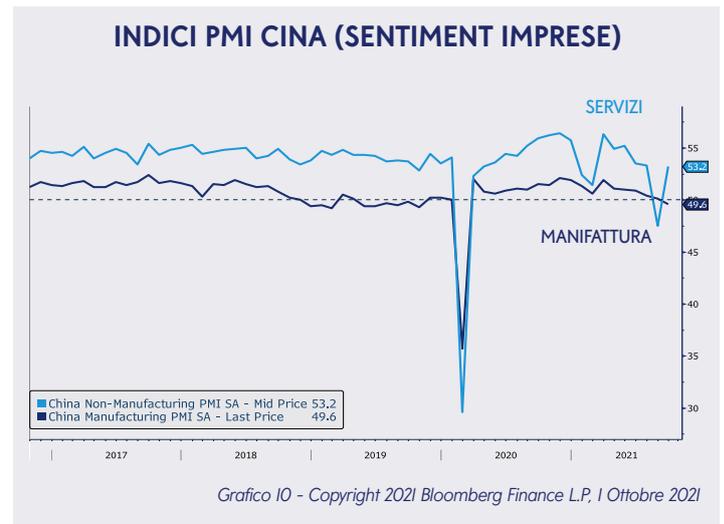
Tabella I

DECESSI GIORNALIERI PER MLN DI ABITANTI
(MEDIA MOBILE A 7gg)



Grafico 9 - Fonte: Johns University CSSE COVID-19 data

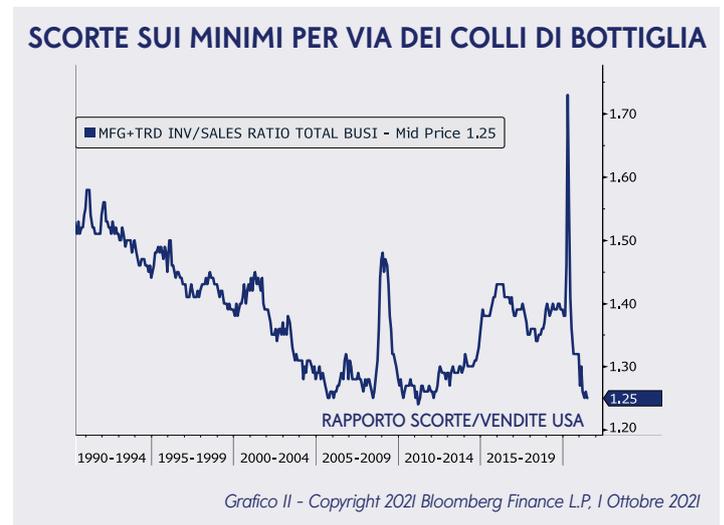
Come descritto nello [Speciale del mese](#) di settembre, la strategia di medio-lungo termine delle autorità cinesi - riassumibile con i principi della ["dual circulation"](#) e della ["common prosperity"](#) - è infatti quella di perseguire una crescita di maggior qualità (più solida, sostenibile ed equa) e sempre meno dipendente dall'estero (specie dagli USA). Da qui il ridimensionamento dell'impulso creditizio e fiscale in atto già da inizio anno, le iniziative regolamentari che hanno colpito diversi ambiti e settori (dall'istruzione, ai videogiochi, ai servizi online, alle materie prime, alle IPO, solo per citarne alcuni) e le azioni volte a ridurre gli eccessi di indebitamento e i prezzi nel settore immobiliare, di cui Evergrande è stata evidentemente un "danno collaterale". A ciò bisogna aggiungere la politica della ["tolleranza zero"](#) nei confronti del covid-19, che nel corso dell'estate ha portato ad alcune chiusure selettive e a ripercussioni negative soprattutto sui consumi e sui servizi. Da ultimo, le interruzioni di energia in alcune province, che stanno pesando sulla manifattura (Grafico 10), sono anch'esse in parte il risultato dell'azione del Governo, in questo caso volta a perseguire gli obiettivi climatici.



Per tutti questi fattori, si stima che il contributo del 3° trimestre appena concluso alla crescita sia stato molto basso. Tuttavia, ci sono già alcuni segnali di recupero prospettico, come il rimbalzo dell'indice PMI servizi (Grafico 10) grazie alla rimozione delle misure anti-covid, l'accelerazione nelle emissioni di bond governativi locali, che aumenterà il finanziamento alle infrastrutture, e un possibile allentamento delle politiche monetarie mirato soprattutto alle piccole-medie imprese.

PROTRATTE TENSIONI PRODUTTIVE E PRESSIONI INFLAZIONISTICHE

È ormai noto da tempo come la ripresa post-pandemica sia "inusuale" (per citare le parole di [Christine Lagarde](#)) e come, con la sua rapidità e peculiarità, abbia dato origine a significativi colli di bottiglia nelle catene produttive globali. Da un lato, la domanda di beni ha visto un rimbalzo molto repentino e consistente - un aspetto di per sé chiaramente positivo, che testimonia il successo nell'evitare importanti e durature cicatrici nell'economia globale a seguito della crisi covid; dall'altro, l'offerta ha dovuto fare i conti con importanti vincoli, causati non tanto da significative carenze di capacità produttiva (che richiederebbero molto tempo per essere colmate), ma piuttosto dalla mancanza di alcuni input produttivi (come materie prime e semiconduttori), dalle difficoltà nella logistica e dalla carenza di lavoratori.



¹ I grattacapi per Evergrande - il secondo sviluppatore immobiliare cinese, oltre che un grosso conglomerato con presenza in vari settori - erano iniziati infatti già ad agosto 2020, con l'avvio da parte delle autorità cinesi di una [campagna di riduzione della leva finanziaria nel settore immobiliare](#) che introduceva "tre linee rosse", ossia tre limiti ad altrettanti rapporti di indebitamento, che i *property developers* sono chiamati a raggiungere entro il 2023. Evergrande (che le oltrepassava tutte e tre) non è riuscita a compiere grandi progressi in avanti nei mesi successivi, vedendosi perciò via via limitato l'accesso a nuovo credito e andando incontro a crescenti problemi di liquidità, sfociati, il 23 settembre, nel mancato pagamento degli interessi su un'obbligazione in dollari, che ha dato avvio ad un "periodo di tolleranza" di 30 giorni oltre il quale scatterebbe il default tecnico; l'agenzia Fitch ha già provveduto al downgrade del debito a C, livello appena superiore al default. Sebbene i media siano subito corsi ad evocare similitudini con il caso Lehman Brothers, il paragone non regge per vari motivi e le autorità stanno gestendo la crisi in modo da circoscriverla ed evitare ripercussioni più ampie sul sistema economico-finanziario, sebbene ciò non implichi un vero e proprio salvataggio.

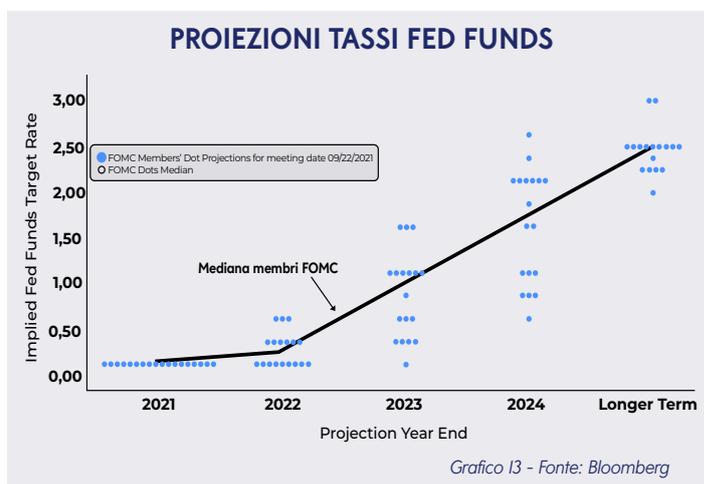
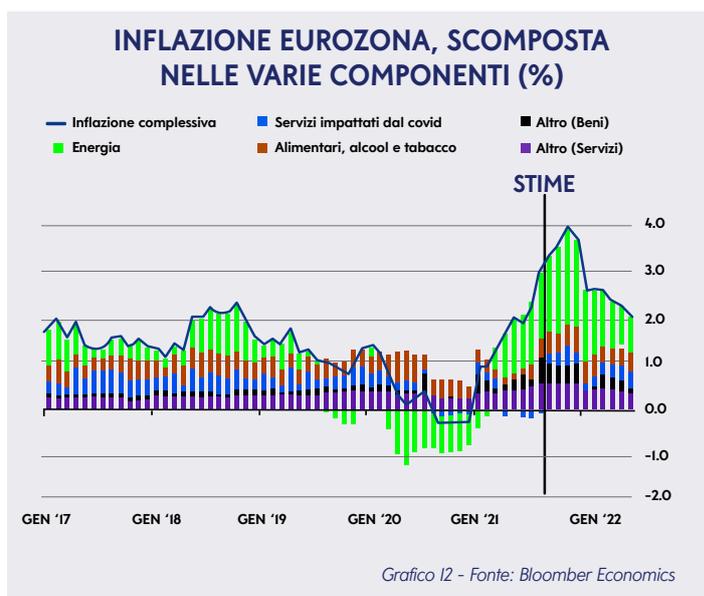
A tutto ciò si è aggiunto nell'ultimo periodo lo *shock* nelle forniture di energia, in parte legato al processo di transizione energetica in atto anche in Cina, come descritto sopra.

Alcuni di questi aspetti dovrebbero risolversi in tempi relativamente rapidi, specie se il quadro sanitario continuerà a migliorare; altri richiederanno più tempo per essere superati (ad esempio la disponibilità di chip), ma stanno già stimolando **nuovi investimenti** per farvi fronte. In ogni caso, le preoccupazioni degli investitori sono legate al fatto che tali fenomeni possano portare contemporaneamente ad un calo della crescita e ad un aumento dell'inflazione, testando i nervi delle Banche Centrali.

COSA NE PENSANO LE BANCHE CENTRALI?

Le autorità monetarie hanno in effetti ammesso nell'ultimo periodo che le pressioni sui prezzi si stanno protrahendo più a lungo del previsto, ma nel complesso continuano a sposare la linea della transitorietà. La **Lagarde**, in particolare, ha dato dei messaggi molto accomodanti, ribadendo che la politica monetaria debba guardare oltre alle dinamiche transitorie, evitando reazioni eccessive e premature. Buona parte dell'attuale aumento dell'inflazione nell'Eurozona, che a settembre ha toccato il 3,4% su base annua, sono dovute infatti ai prezzi energetici e alle riaperture (Grafico 12), mentre le attese di mercato sul medio termine rimangono ben ancorate e i segnali sui salari sono ancora deboli, tanto che la BCE si attende un'inflazione solo dell'1,5% al 2023.

L'approccio della Fed è un po' meno "dovish", ma comunque paziente, dato che anche negli USA l'inflazione è fortemente influenzata da alcune categorie di beni (come le auto) che risentono dei colli di bottiglia nelle catene produttive. Dopo il meeting del 23 settembre, il mercato ha dovuto "digerire" sia la prospettiva di una riduzione degli acquisti condotta a ritmo un po' più rapido di quanto inizialmente atteso, visto che il *tapering* potrebbe essere annunciato a novembre ed essere portato a termine già verso la metà del 2022; sia una leggera modifica alle proiezioni sui tassi d'interesse, dato che la metà dei membri del FOMC prevede ora un possibile rialzo già nel 2022 (Grafico 13). Tuttavia, il percorso di aggiustamento dei tassi d'interesse sarà molto graduale: il livello atteso dei tassi al 2024 è ancora dell'1,8%, inferiore a quello "di equilibrio di lungo termine" (2,5%, in vigore nel 2019).



WHAT'S NEXT

NORMALIZZAZIONI IN VISTA

Nel prossimo periodo è probabile che continueremo ad assistere ad una fase di stabilizzazione della crescita globale, dovuta sia al fisiologico andamento del ciclo economico (assestamento dopo un rimbalzo), sia alle distorsioni descritte nel paragrafo precedente, che continueranno per qualche tempo ad esercitare pressione anche sull'inflazione. D'altra parte, il contenimento della pandemia dovrebbe supportare un recupero economico nell'area asiatica. Sommando alla normalizzazione della crescita anche l'avvicinamento ad un processo di normalizzazione delle politiche monetarie, è possibile che l'andamento dei mercati azionari risulti più moderato rispetto a quello osservato nei mesi passati e caratterizzato da episodi di volatilità, come nelle ultime settimane. Al contempo, il proseguimento delle riaperture dovrebbe continuare a favorire i comparti ciclici e value, considerato anche il moderato aggiustamento verso l'alto dei rendimenti governativi.

IN UN CONTESTO DI FONDO FAVOREVOLE

Sottolineiamo tuttavia come il contesto macroeconomico di fondo continui ad apparire favorevole, con le più recenti stime di crescita che confermano per le principali economie un importante rimbalzo quest'anno, seguito da un proseguimento della ripresa anche nel 2022 (Tabella 2). La domanda globale dovrebbe infatti restare sostenuta, per l'appunto, dalle riaperture, dalla ripresa dei consumi nelle categorie di servizi che non sono ancora tornate a pieno regime, dal continuo miglioramento del mercato del lavoro e dai grandi risparmi accumulati. Sul lato dell'offerta, i colli di bottiglia dovrebbero come detto riassorbirsi gradualmente - seppur in via più o meno rapida a seconda della tipologia - consentendo un'accelerazione della produzione e un rientro dell'inflazione. Tutto ciò, unito a politiche monetarie ancora accomodanti e a tassi d'interesse in assoluto molto contenuti (negativi in termini reali), dovrebbe continuare ad essere supportivo per i mercati azionari.

DAL RIMBALZO AL RILANCIO

Ma l'aspetto più interessante della ripresa post-covid è legato senza dubbio all'opportunità di passare da un semplice rimbalzo ad un vero e proprio rilancio strutturale. Basti pensare che per l'Italia il Governo stima, nell'ultima **NADEF**, non solo una crescita al 6% quest'anno e al 4,2% nel 2022, ma anche un ritorno per la prima volta oltre i livelli di PIL del 2007 entro il 2024 (Grafico 14). Un obiettivo possibile solo attraverso un'accelerazione della crescita della produttività: il motivo è lampante dalle parole del premio Nobel Paul Krugman: "La produttività non è tutto, ma nel lungo termine è quasi tutto. La capacità di un Paese di migliorare il proprio tenore di vita nel tempo dipende quasi interamente dalla capacità di aumentare la produzione per addetto". Paul Krugman, The Age of Diminishing Expectations (1994)

STIME DI CRESCITA ANNUA PIL REALE (%)

	2021	2022
USA	5,9	4,1
EUROZONA	5,9	4,3
ITALIA	5,9	4,2
CINA	5,9	5,5

Tabella 2. Fonte: Bloomberg consensus e NADEF 2021 per Italia, rielaborazione Banca Mediolanum

ANDAMENTO PIL REALE ITALIA

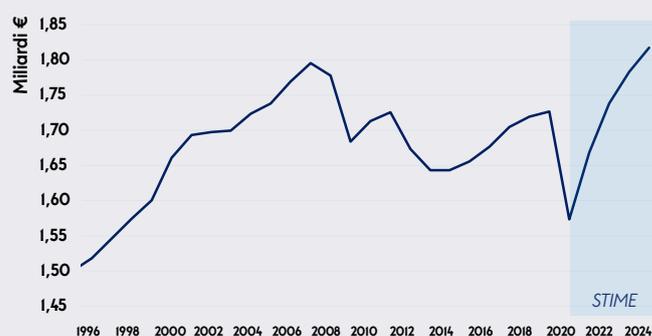
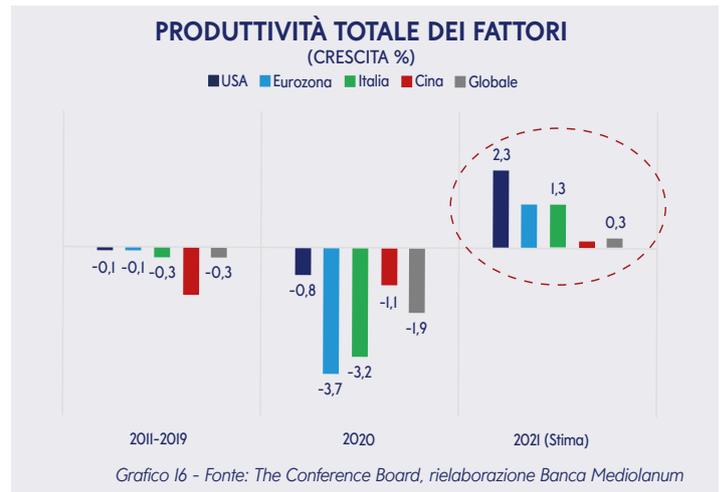
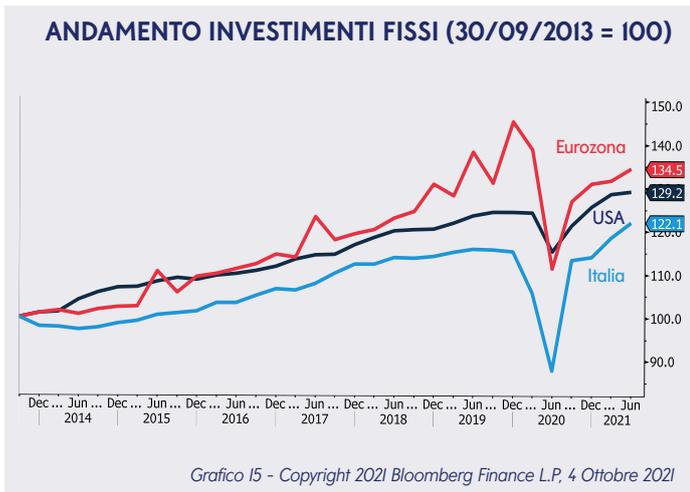


Grafico 14. Fonte: Istat, NADEF 2021, rielaborazione Banca Mediolanum

Aumentare la produttività è possibile attraverso maggiori investimenti in capitale fisico o in capitale umano (istruzione, ricerca, formazione), in modo da aumentare il grado di efficienza e l'innovazione. Negli ultimi mesi abbiamo avuto evidenze positive su entrambi questi aspetti. In primo luogo, gli investimenti fissi hanno visto un forte recupero (Grafico 15), con un trend che è stato particolarmente marcato in Italia (diversamente dagli anni precedenti); il 45% delle imprese italiane dichiara peraltro di voler incrementare gli investimenti anche nella seconda parte del 2021. Ma anche la produttività totale dei fattori, una misura dell'efficienza economica e dell'innovazione, ha registrato un balzo sorprendente, in controtendenza rispetto all'andamento stagnante del decennio pre-covid e frutto verosimilmente della spinta verso la digitalizzazione e la ricerca di soluzioni alternative data dalla pandemia (Grafico 16). Non a caso, nonostante l'aumento dei costi di molti input produttivi, le aziende sono riuscite in media a preservare e ad aumentare i margini operativi, un segnale inequivocabile di una maggior produttività.



SVILUPPI PIANI FISCALI IN FOCUS NEL PROSSIMO PERIODO

I grandi piani fiscali come il Next Generation EU in Europa e il Build Back Better proposto da Biden negli USA mirano proprio a sfruttare l'opportunità data dalla pandemia e dalle grandi rivoluzioni in corso (in primis quella climatica e quella digitale) per rilanciare strutturalmente le economie. Ecco perché gli investitori continueranno nel prossimo periodo a monitorare con attenzione i progressi sotto questo profilo: per quanto riguarda l'Europa, l'efficace implementazione degli investimenti e delle riforme richiesti dall'Europa affinché i Paesi continuino a ricevere i fondi (l'Italia come noto è tra i maggiori beneficiari); sull'altra sponda dell'Atlantico, la capacità del Governo Biden di far approvare i suddetti piani fiscali superando l'attuale fase di impasse legata anche all'innalzamento del tetto sul debito.

² Stime tendenziali. Le stime programmatiche, che incorporano gli effetti dei provvedimenti che il Governo ha in cantiere per la prossima Legge di Bilancio, collocano al 4,7% la crescita nel 2022.

³ [Bollettino Economico n. 3 - 2021, Banca d'Italia](#)

⁴ La produttività totale dei fattori è una componente residuale della crescita, non attribuibile a capitale e lavoro, ma all'efficienza economica e all'innovazione.

⁵ [The Conference Board](#)