

OSSERVATORIO MERCATI

mediolanum BANCA

GENNAIO
2022

INDICE

WHAT'S UP _____ 3

MERCATI AZIONARI _____	3
MERCATI OBBLIGAZIONARI _____	4
MATERIE PRIME _____	5

WHAT'S NEW _____ 6

2021: L'ANNO DEL "GRANDE RIMBALZO" _____	6
GLI EFFETTI COLLATERALI DELLA RIPRESA _____	7
IL RITORNO DELL'INFLAZIONE E IL DILEMMA DELLE BANCHE CENTRALI _____	7

WHAT'S NEXT _____ 9

2022: TRANSIZIONE VERSO UNA CRESCITA PIÙ "NORMALE" _____	9
...E UN TENDENZIALE RIENTRO DELL'INFLAZIONE _____	10
AFFIANCATI DA UNA GRADUALE NORMALIZZAZIONE MONETARIA E FISCALE _____	10
QUALI IMPLICAZIONI PER GLI INVESTIMENTI? _____	11

WHAT'S UP

MERCATI AZIONARI

Il forte recupero evidenziato dall'economia globale nel corso del 2021 si è chiaramente riflesso sull'andamento dei mercati azionari, che hanno messo a segno un rialzo aggregato del 16,8%¹ (indice MSCI AC World) da inizio anno (grafico 1).

Il contributo maggiore è giunto dai Paesi avanzati, con una performance del 27% per l'indice statunitense S&P 500 e del 22,2% per l'indice europeo Stoxx Europe 600. Tra i principali Paesi europei, si sono positivamente distinte la Francia (+28,9% il CAC 40) e l'Italia (+23% il FTSEMIB), mentre Germania e Spagna hanno sottoperformato rispetto alla media dell'area (+15,8% e +7,9% il DAX e l'IBEX 35, rispettivamente).

D'altra parte, l'area asiatica e i Paesi Emergenti hanno avuto un andamento decisamente meno brillante: l'indice giapponese è salito solo del 5,6%, mentre l'indice MSCI Emerging Markets ha registrato un calo del 4,6%, influenzato negativamente dalla Cina e dall'America Latina. Oltre alle mosse regolamentari del Governo cinese, che hanno condizionato le quotazioni specialmente del settore tecnologico, si ricordano le maggiori difficoltà incontrate da molte economie emergenti nel far fronte alle svariate ondate pandemiche, alla luce della minor disponibilità di vaccini e risorse finanziarie rispetto ai Paesi sviluppati.

Dopo un calo frazionale nel 3° trimestre, l'indice azionario globale ha più che recuperato nel 4°, sebbene gli ultimi due mesi dell'anno siano stati caratterizzati da una volatilità piuttosto marcata, alla luce dei rinnovati timori sull'andamento della pandemia e dell'incertezza sulle future mosse delle Banche Centrali. Anche nell'ultimo trimestre i Paesi Avanzati hanno sovraperformato rispetto agli emergenti (+10,6% e +7,3% per S&P 500 e Stoxx Europe 600, vs -1,7% per l'MSCI Emerging Markets).

A livello settoriale e di stili gestionali (grafico 2), il 2021 ha visto un andamento complessivamente simile tra *value* e *growth* (rispettivamente +16,9% e +16,3%): il primo ha sovraperformato nella prima metà dell'anno, con un recupero dei settori ciclici (come finanziari ed energetici) che ha rispecchiato le riaperture e la maggior fiducia nella ripresa economica; il secondo ha riguadagnato terreno successivamente, anche alla luce delle perduranti incertezze sul quadro sanitario. Il settore informatico nel suo complesso risulta il secondo migliore da inizio anno (dopo l'energia), sebbene la prospettiva di una più rapida normalizzazione monetaria da parte della Fed abbia pesato nell'ultimo periodo sui titoli *tech* più speculativi.

IL RECUPERO DELLE ECONOMIE SI RIFLETTE SUI MERCATI (Variazione % dal 31/12/2020)

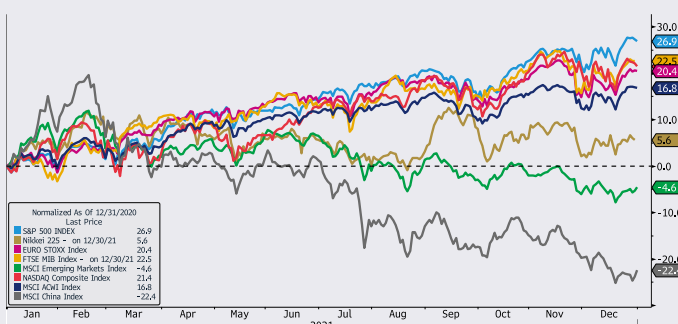


Grafico 1 - Copyright 2022 Bloomberg Finance L.P., 4 Gennaio 2022

ANDAMENTO SETTORIALE GLOBALE NEL 2021

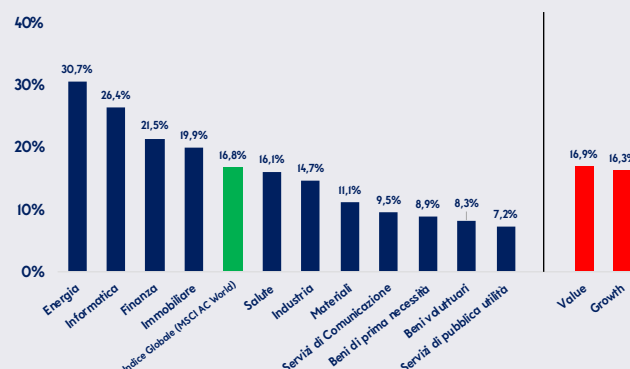


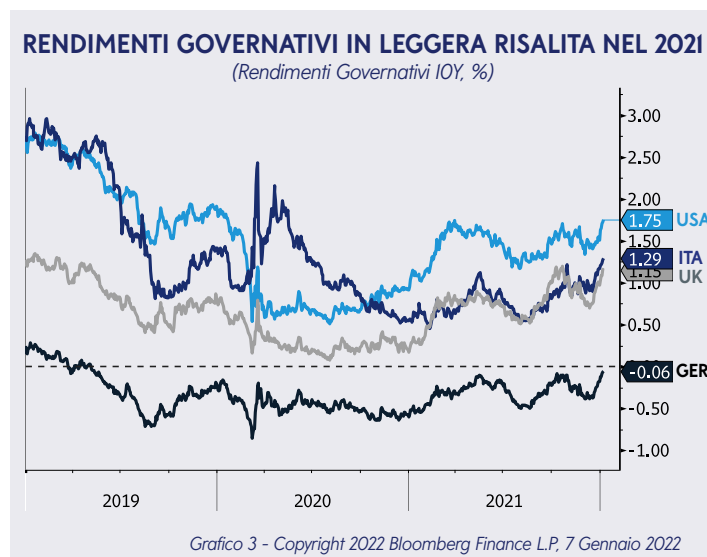
Grafico 2 - Fonte: Bloomberg. Rielaborazione Banca Mediolanum

¹ Le performance per i mercati azionari e le materie prime si intendono *price return*, per i mercati obbligazionari *total return*, ovvero inclusive sia della variazione di prezzo, sia delle eventuali cedole staccate.

In generale, è importante sottolineare come i rialzi dei mercati azionari nel 2021 siano stati ampiamente supportati dal miglioramento dei fondamentali: la crescita degli utili è stata infatti in aggregato superiore a quella dei prezzi, favorendo anche un moderato riequilibrio delle valutazioni dei principali indici (misurate dal rapporto prezzo/utile) rispetto ai livelli di fine 2020.

MERCATI OBBLIGAZIONARI

Per quanto concerne il mondo del reddito fisso, il 2021 è stato caratterizzato, d'altra parte, da una performance moderatamente negativa, specie nel comparto dei titoli governativi (-6,6% nella media globale). Ciò è stato dovuto ad una - seppur molto contenuta - risalita dei rendimenti di mercato rispetto ai livelli eccezionalmente bassi raggiunti nel 2020, che, a sua volta, ha rispecchiato il rimbalzo economico e la prospettiva di una futura graduale normalizzazione delle politiche monetarie da parte delle Banche Centrali (grafico 3). A ben vedere, l'andamento dei rendimenti governativi è stato addirittura sorprendente nella sua esiguità, considerata la forte ripresa del ciclo economico e dell'inflazione. La spiegazione risiede principalmente nell'approccio molto cauto e paziente che le Banche Centrali hanno finora mantenuto e che continuano a ribadire con riferimento al futuro percorso di aggiustamento dei tassi d'interesse: anche il mercato sconta infatti una traiettoria decisamente morbida di rialzi finanche al 2024.

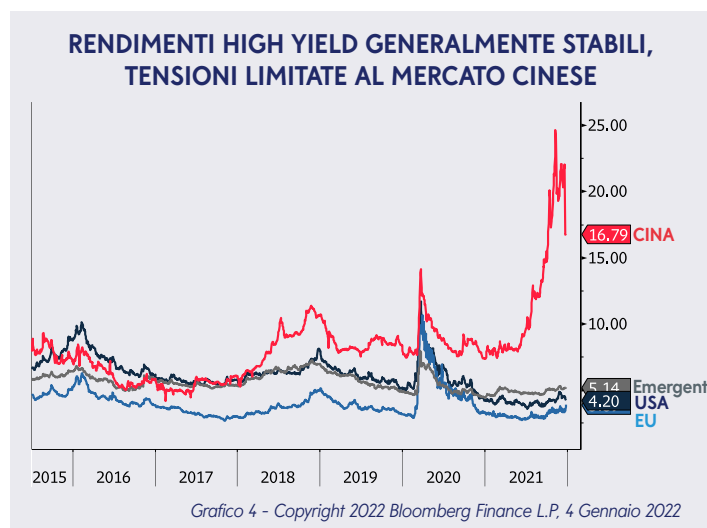


Anche la protratta incertezza sulla situazione sanitaria ha inciso in tal senso: nell'ultimo trimestre, infatti, dopo aver sfiorato l'1,7% negli USA e il -0,1% in Germania, i timori legati alla variante Omicron hanno portato ad un nuovo temporaneo ridimensionamento dei rendimenti decennali. Il Treasury USA IOY ha chiuso l'anno in zona 1,5%, mentre il Bund IOY intorno al -0,2%, salvo poi evidenziare una nuova tendenza al rialzo in apertura del 2022. Per quanto lo *spread* tra i titoli decennali di Italia e Germania, l'anticipazione della prossima scadenza del PEPP della BCE - che pure continuerà ad acquistare titoli, fornendo una garanzia per la stabilità dell'euro sistema - ha portato ad un leggero allargamento, dai 105 punti base di fine settembre ai 135 del 31 dicembre.

Da segnalare come la combinazione tra tassi nominali ancora molto bassi e il significativo aumento delle attese di inflazione si sia tradotta in livelli fortemente negativi per i tassi reali, che hanno raggiunto i minimi storici anche negli USA nel corso dell'anno.

Nell'universo obbligazionario, il comparto del credito *high yield* è quello che si è comportato meglio in aggregato, beneficiando della riduzione e successivamente della stabilizzazione degli *spread* di credito su livelli molto bassi (grafico 4), grazie al recupero dei fondamentali. Anche l'accentuata volatilità di fine anno si è riflessa solo marginalmente su tale asset class. Fa eccezione, in negativo, il mercato HY cinese, che ha risentito delle difficoltà nel settore immobiliare, in particolare del dissesto di Evergrande, registrando un aumento dei rendimenti fino al 25%, solo in parte rientrato a dicembre grazie agli interventi di sostegno del Governo.

La differente impostazione delle politiche monetarie tra le due sponde dell'Atlantico ha favorito un significativo



apprezzamento del dollaro nel corso dell'anno, un trend che è proseguito anche nell'ultimo trimestre: il cambio dell'euro nei confronti del biglietto verde ha raggiunto un livello minimo di 1,12 a fine novembre, stabilizzandosi successivamente intorno all'1,13, con un calo complessivo del 6,9% da inizio anno.

MATERIE PRIME

Il settore delle commodities è stato uno dei protagonisti dei mercati nel 2021, infatti da inizio anno l'indice generale ha visto un rialzo del 27,1%, il più alto dal 2000. A trainarlo è stata sicuramente la componente energetica (grafico 5), con il petrolio che è rimbalzato nell'anno (+51,4%) grazie al forte recupero degli scambi commerciali e degli spostamenti; solo nell'ultima parte del quarto trimestre si è assistito a un leggero ritracciamento dovuto alle nuove limitazioni imposte dagli Stati nel contenimento di Omicron (-1,7% nel trimestre). Menzione a parte merita l'andamento del gas naturale, che ha visto un forte rialzo, specialmente nel Vecchio Continente segnando un picco proprio a dicembre (oltre il 700% da inizio anno), legato alla riduzione dei flussi dalla Russia, seguito da un forte calo favorito dalla fornitura proveniente dagli Stati Uniti, che ha portato il principale contratto europeo a chiudere il trimestre con un -21,5%.



WHAT'S NEW

2021: L'ANNO DEL "GRANDE RIMBALZO"

Lungi dal rivelarsi un anno "normale" - a dispetto degli auspici della vigilia - il 2021 è stato caratterizzato da un poderoso recupero dell'economia globale, che con un rimbalzo del PIL reale stimato intorno al 5,6% ha già ampiamente recuperato il calo dell'anno scorso (-3,1%), superando di circa il 2,3% il livello di fine 2019 (grafico 6).

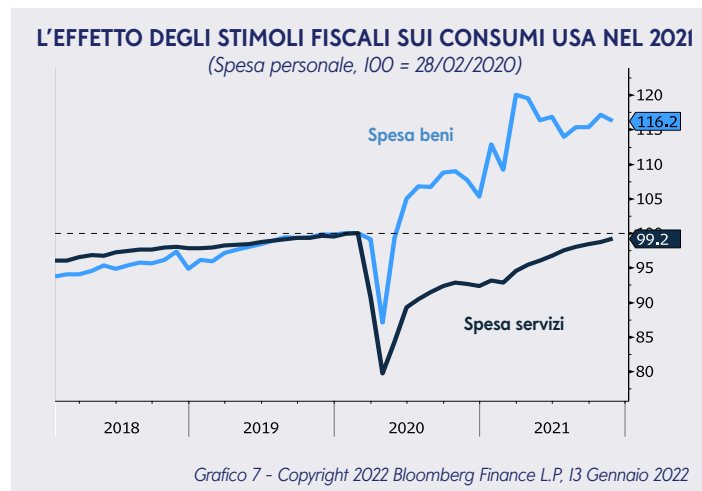
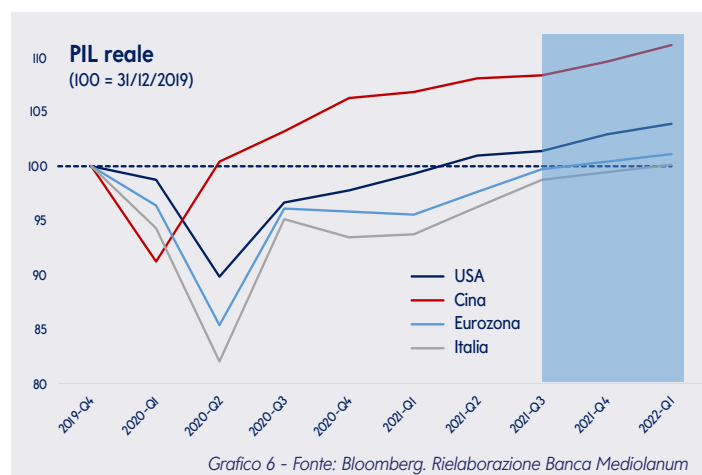
L'implementazione su larga scala delle vaccinazioni, le conseguenti riaperture e il mantenimento di politiche economiche accomodanti hanno infatti consentito una forte ripresa dei livelli di attività e occupazionali.

Il rimbalzo ha avuto tempi e caratteristiche parzialmente differenti tra aree geografiche. Nella prima parte dell'anno gli Stati Uniti hanno fatto da traino, grazie ad un rapido avvio della campagna vaccinale e all'introduzione di massicci piani fiscali di supporto: quello varato a dicembre 2020 (\$900 mld) e l'*American Rescue Plan*, approvato a marzo 2021 per ben \$1'900 mld. Essi hanno fornito aiuti significativi, anche in forma diretta, a famiglie, lavoratori disoccupati e imprese, supportando fortemente i consumi (Grafico 7).

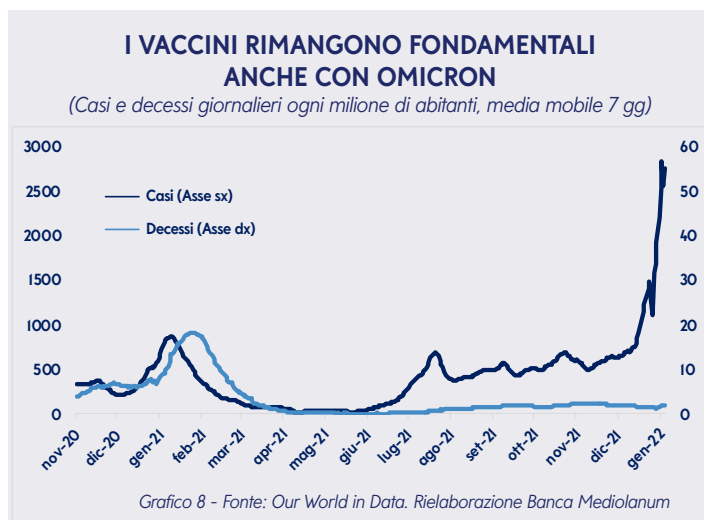
Nell'area euro il recupero è stato in parte ritardato da un avvio più zoppicante delle vaccinazioni e da restrizioni protratte conseguentemente più a lungo, ma ha successivamente preso piede nel secondo e terzo trimestre, con un'accelerazione favorita dalle riaperture in concomitanza con la stagione turistica estiva. Da segnalare, nel contesto europeo, l'ottimo andamento dell'economia italiana, che nei primi tre trimestri del 2021 ha mantenuto tassi di crescita superiori alla media dell'area, con un generalizzato recupero di tutti gli indicatori legati all'attività economica e alla fiducia di famiglie e imprese. Grazie anche all'elevata credibilità del nuovo Governo Draghi e all'avanzamento degli investimenti e delle riforme legati al Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza - approvato dalla Commissione Europea ad aprile e che consente di accedere alle risorse del Next Generation EU - si è assistito ad un netto miglioramento della percezione del nostro Paese da parte degli investitori internazionali.

In parziale controtendenza rispetto alle altre aree si è mossa l'economia cinese, che, dopo aver recuperato più in fretta degli altri Paesi (tanto da registrare una crescita positiva già nel 2020), ha risentito quest'anno di una riduzione dei supporti monetari e fiscali e dell'introduzione di misure regolamentari in svariati ambiti da parte delle autorità (antitrust, regolamentazione finanziaria, sicurezza dei dati, disuguaglianze sociali, ...). Tra i principali effetti di tali manovre si annovera il rallentamento del settore immobiliare cinese, ben esemplificato dalla crisi del colosso Evergrande e di altre società minori, che avuto un impatto significativo sull'economia cinese per via del peso molto rilevante di tale settore e di tutto il suo indotto. È importante comunque sottolineare la *ratio* di queste iniziative, che vanno nella direzione di riformare il sistema economico cinese per raggiungere gli obiettivi di medio-lungo termine del Governo, legati ad una crescita di maggior qualità, più equa e sostenibile. Inoltre, nell'ultimo periodo sono giunti dei segnali più accomodanti da parte delle autorità, come il taglio del coefficiente di riserva per le banche (RRR), che testimoniano la volontà di evitare comunque un eccessivo indebolimento dell'economia nel breve termine.

In parziale controtendenza rispetto alle altre aree si è mossa l'economia cinese, che, dopo aver recuperato più in fretta degli altri Paesi (tanto da registrare una crescita positiva già nel 2020), ha risentito quest'anno di una riduzione dei supporti monetari e fiscali e dell'introduzione di misure regolamentari in svariati ambiti da parte delle autorità (antitrust, regolamentazione finanziaria, sicurezza dei dati, disuguaglianze sociali, ...). Tra i principali effetti di tali manovre si annovera il rallentamento del settore immobiliare cinese, ben esemplificato dalla crisi del colosso Evergrande e di altre società minori, che avuto un impatto significativo sull'economia cinese per via del peso molto rilevante di tale settore e di tutto il suo indotto. È importante comunque sottolineare la *ratio* di queste iniziative, che vanno nella direzione di riformare il sistema economico cinese per raggiungere gli obiettivi di medio-lungo termine del Governo, legati ad una crescita di maggior qualità, più equa e sostenibile. Inoltre, nell'ultimo periodo sono giunti dei segnali più accomodanti da parte delle autorità, come il taglio del coefficiente di riserva per le banche (RRR), che testimoniano la volontà di evitare comunque un eccessivo indebolimento dell'economia nel breve termine.

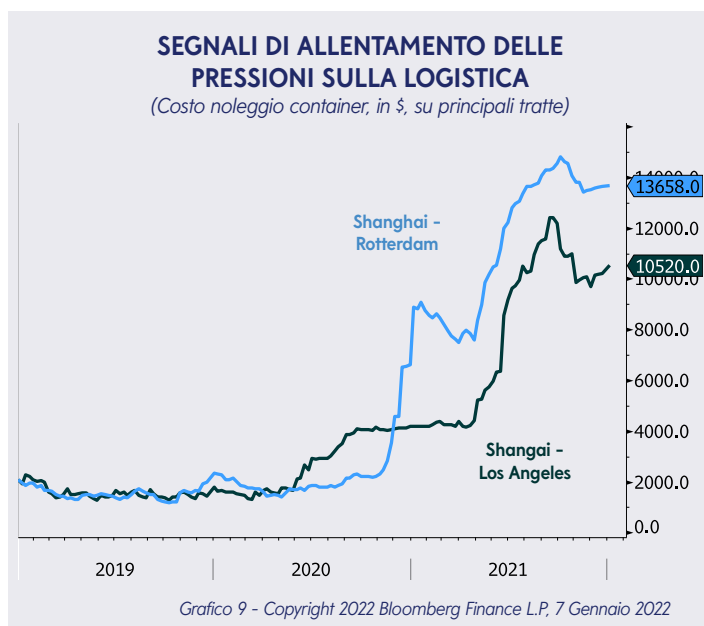


Complice il rallentamento in Cina, ma anche l'impatto della variante Delta in tutta l'area asiatica e il fisiologico assestamento dell'economia USA dopo il precedente rimbalzo, nel terzo trimestre la crescita globale è proseguita ad un ritmo leggermente inferiore rispetto ai due precedenti. I primi dati relativi al quarto trimestre lasciavano intravedere una ri-accelerazione in chiusura d'anno, che molto probabilmente risulterà tuttavia smorzata dalla recente reintroduzione di misure restrittive per far fronte alla nuova ondata pandemica e alla diffusione della variante Omicron; l'effetto potrebbe essere percepito soprattutto in Europa e in Asia, interessando in particolare i servizi legati al turismo e all'intrattenimento. Nonostante la maggiore trasmissibilità e la parziale resistenza ai vaccini, la nuova variante sembrerebbe comunque caratterizzata da una sintomatologia relativamente più lieve (grafico 8); inoltre, la copertura vaccinale dovrebbe rimanere piuttosto efficace contro i casi gravi, specie dopo la somministrazione della terza dose, una soluzione verso cui tutti i principali Governi si stanno mobilitando.



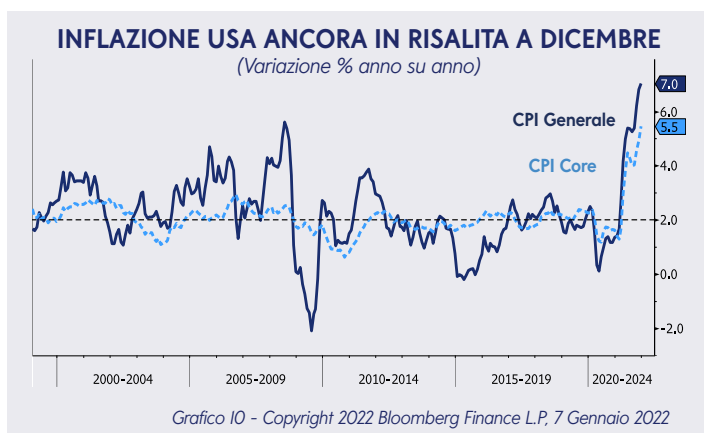
GLI EFFETTI COLLATERALI DELLA RIPRESA

Per quanto positiva, una ripresa della domanda tanto rapida e sostenuta come quella osservata nel 2021 ha avuto anche dei risvolti imprevisti: innanzitutto perché si è concentrata soprattutto in certi ambiti (i beni fisici, in particolare quelli utili alla vita domestica e al lavoro da remoto) e, in secondo luogo perché il lato dell'offerta, dopo le chiusure e le riduzioni del personale del 2020, non è stato in grado di ripartire altrettanto velocemente (Grafico 9). Ciò ha dato vita ad un circolo vizioso fatto di carenze di materiali e input produttivi in genere (in primis i *chip*), colli di bottiglia nella distribuzione e nella logistica e, talvolta, difficoltà nel reperire forza lavoro, soprattutto in certi settori e nei Paesi dove si era puntato più alla tutela del potere d'acquisto (come gli Stati Uniti) che dei posti di lavoro (come in Europa). La presenza di generosi sussidi alla disoccupazione, insieme ai timori e alle altre distorsioni create dalla pandemia, ha infatti rallentato il recupero della partecipazione al mercato del lavoro USA e spinto le aziende a maggiori concessioni salariali.



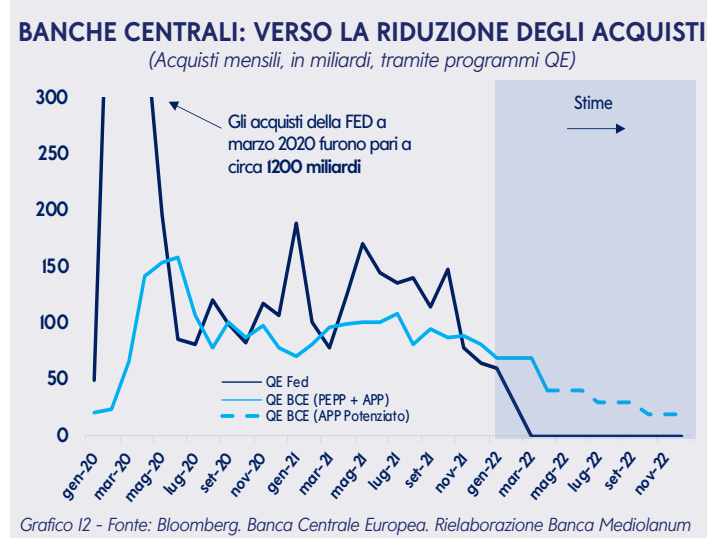
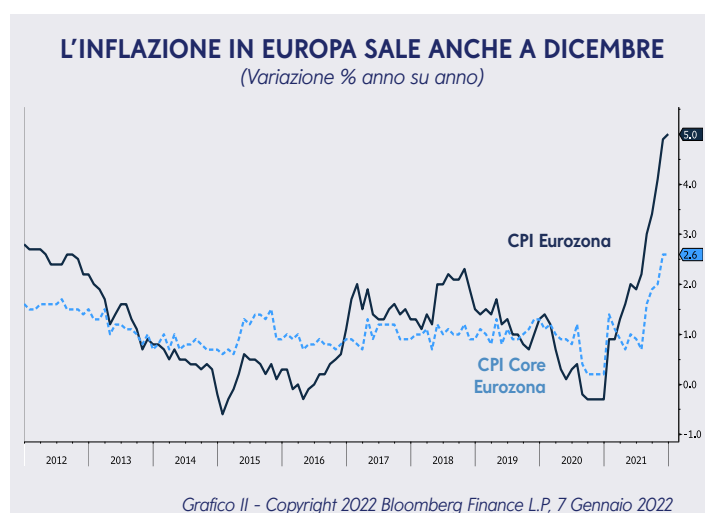
IL RITORNO DELL'INFLAZIONE E IL DILEMMA DELLE BANCHE CENTRALI

Gli squilibri appena descritti sono stati alla base di uno dei fenomeni senz'altro più discussi del 2021: il ritorno dell'inflazione. A ciò hanno contribuito anche altri fattori, quali l'aumento dei prezzi delle materie prime, in particolare energetiche, e il cosiddetto "effetto base", ossia il confronto con i bassi prezzi del 2020, che matematicamente ha fatto lievitare la variazione anno su anno (grafico 10 e 11). A dicembre, l'incremento annuale dei prezzi al consumo ha così raggiunto il 7% negli Stati Uniti (5,5% il dato core, depurato da energia e alimentari) e il 5% nell'Eurozona (2,6% la core).



Le stesse Banche Centrali, pur conscie di un probabile incremento delle pressioni inflazionistiche, ne avevano inizialmente sottovalutato l'impatto e durata, sottovalutando probabilmente la portata delle distorsioni pandemiche sul mercato dei beni e sul mercato del lavoro e non potendo chiaramente anticipare le tensioni sul fronte energetico, determinate in buona parte da fattori geopolitici e quindi difficili da prevedere. L'approccio monetario, sia della Federal Reserve statunitense che della Banca Centrale Europea, è rimasto ampiamente espansivo per gran parte dell'anno, con l'obiettivo di continuare a favorire la ripresa, in un contesto ancora incerto dal punto di vista sanitario, di recupero solo parziale dei livelli occupazionali e di un'inflazione considerata per lo più transitoria. Un restringimento delle condizioni finanziarie avrebbe potuto infatti rivelarsi controproducente, frenando la domanda senza risolvere i problemi dell'offerta. Solo a novembre, la Fed ha annunciato l'avvio del c.d. *tapering*, ossia di una graduale riduzione degli acquisti di titoli sul mercato nell'ambito del *quantitative easing*, alla luce dell'intensificarsi e del diffondersi delle pressioni inflazionistiche, oltre che del recupero economico e occupazionale ormai molto avanzato. Un ulteriore passo verso la normalizzazione monetaria è stato poi compiuto al meeting di dicembre, con la decisione di accelerare da 15 a 30 miliardi al mese il ritmo del *tapering*. Quest'ultimo dovrebbe così concludersi intorno a marzo 2022, aprendo quindi la strada a progressivi rialzi dei tassi d'interesse di riferimento, indicativamente 3 nel corso del 2022, in base alle ultime proiezioni dei membri della Commissione.

I messaggi della BCE sono rimasti decisamente più accomodanti, considerato il recupero economico meno avanzato, la nuova incognita Omicron e le dinamiche inflazionistiche meno vivaci, soprattutto escludendo la componente energetica. Anche le attese d'inflazione rimangono significativamente inferiori rispetto agli USA, così come la crescita dei salari, al momento praticamente assente. La presidentessa Lagarde ha sì ammesso che ci vorrà del tempo per assistere ad una discesa dell'inflazione, che potrebbe addirittura salire ulteriormente nel 2022, ma ha ribadito di attendersi comunque un rientro e una stabilizzazione sotto il 2% nel medio termine: pertanto, è ancora del tutto prematuro pensare ad un rialzo dei tassi. Per quanto riguarda gli acquisti di titoli, nella riunione del 16 dicembre è stato annunciato che il PEPP (*Pandemic emergency purchase programme*) proseguirà anche nel 1° trimestre 2022 (grafico I2), sebbene con un ritmo ridotto, per essere successivamente dismesso a marzo; tuttavia, sarà mantenuta un'elevata flessibilità nella gestione dei reinvestimenti, sotto tutti i punti di vista (tempistiche, tipologie di asset e Paese), e saranno parallelamente aumentati gli acquisti dell'APP (*Asset Purchase Programme*), oggi pari a 20 miliardi di euro al mese, in una sorta di "soluzione ponte": 40 miliardi al mese nel 2° trimestre, 30 nel 3°, tornando successivamente a 20 miliardi.



WHAT'S NEXT

2022: TRANSIZIONE VERSO UNA CRESCITA PIÙ “NORMALE”

Il 2022 si preannuncia come un anno di transizione verso una maggiore normalità sotto diversi punti di vista, a partire dal ritmo di crescita globale, che dovrebbe comunque rimanere su un livello molto buono e superiore al trend potenziale, intorno al +4,5%² (grafico I3).

La graduale rimozione delle misure restrittive alle attività e agli spostamenti interni ed esteri, le politiche macroeconomiche ancora accomodanti e l'eccesso di risparmio accumulato dallo scoppio della pandemia dovrebbero continuare a supportare la domanda. Al contempo, il progressivo riassorbimento dei colli di bottiglia nelle catene produttive dovrebbe consentire un recupero dell'offerta, spingendo le imprese a produrre per ripristinare livelli adeguati di scorte e ad investire per innalzare la capacità produttiva negli ambiti dove sono emerse le maggiori carenze (un esempio su tutti, i chip).

Come già evidenziato, l'andamento della pandemia e l'emergere di nuove varianti rappresentano ancora un elemento di incertezza; tuttavia, le varie ondate pandemiche successive alla prima hanno avuto un impatto economico via via decrescente (grafico I4). Ciò principalmente per due ragioni: la prima è che, grazie ai rapidissimi progressi in campo medico (tracciatura, vaccini e altri farmaci in fase di sperimentazione) siamo ormai ben equipaggiati per tenere sotto controllo il virus; in secondo luogo, gli attori economici si sono ormai abituati a “convivere” con esso, riuscendo comunque a portare avanti gran parte delle attività. È molto probabile quindi che, anche a fronte di eventuali nuove varianti che evadano almeno in parte l'efficacia dei vaccini, la ripresa sarebbe solamente ritardata, ma non compromessa.

Guardando alle ultime stime sulle principali aree geografiche, gli Stati Uniti dovrebbero crescere ad un ritmo del 3,7%, l'area euro del 4,3% - dovendo ancora chiudere parte del gap col trend pre-pandemico - e la Cina intorno al 5%: un dato quest'ultimo sicuramente inferiore a quello degli ultimi anni, ma che rispecchia il nuovo corso intrapreso dalle autorità cinesi, orientato come detto non più alla crescita elevata “a tutti i costi”, ma ad uno sviluppo di maggior qualità, più equo e sostenibile. A tal fine, il piano di riforme regolamentari di lungo periodo tracciato negli ultimi mesi sarà portato avanti, cercando tuttavia al contempo di salvaguardare l'andamento economico nel breve termine: la politica monetaria dovrebbe rimanere per lo più neutrale o leggermente espansiva, evitando forti stimoli, ma concedendo comunque adeguati livelli di liquidità, come visto di recente con il taglio del coefficiente di riserva obbligatoria per le banche; il peso del settore immobiliare sarà via via strutturalmente ridotto, ma d'altra parte potranno essere aumentati gli investimenti in infrastrutture e in nuovi ambiti, come la transizione ecologica.

ANCHE NEL 2022 LA CRESCITA È PREVISTA ROBUSTA

(Stime Ocse, dicembre 2021, Rielaborazione Banca Mediolanum)

	2020	2021	2022
Globale	-3,4	5,6	4,5
USA	-3,4	5,6	3,7
Eurozona	-6,4	5,2	4,3
Germania	-4,9	2,9	4,1
Francia	-8,0	6,8	4,2
Italia	-9,0	6,3	4,6
Spagna	-10,8	4,5	5,5
Giappone	-4,6	1,8	3,4
Regno Unito	-9,7	6,9	4,7
Cina	2,3	8,1	5,1

Grafico I3

LE ASPETTATIVE A LIVELLO GLOBALE RIMANGONO POSITIVE

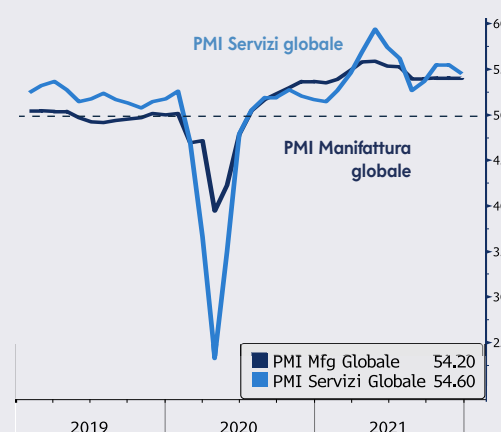
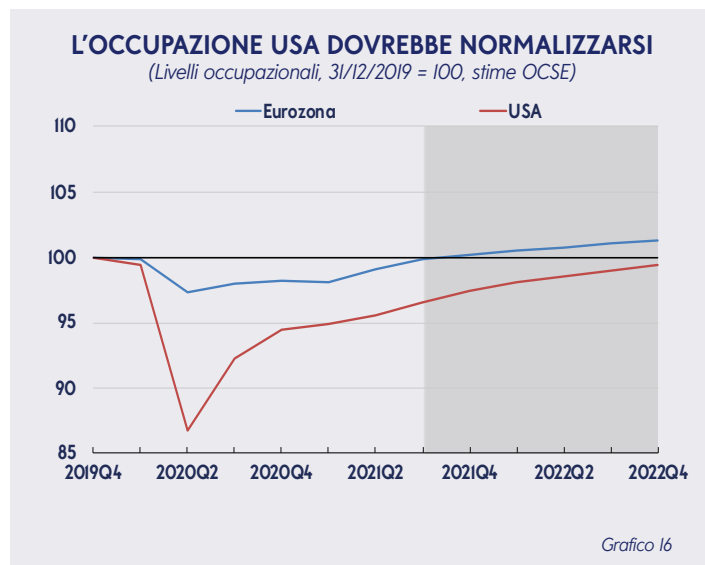
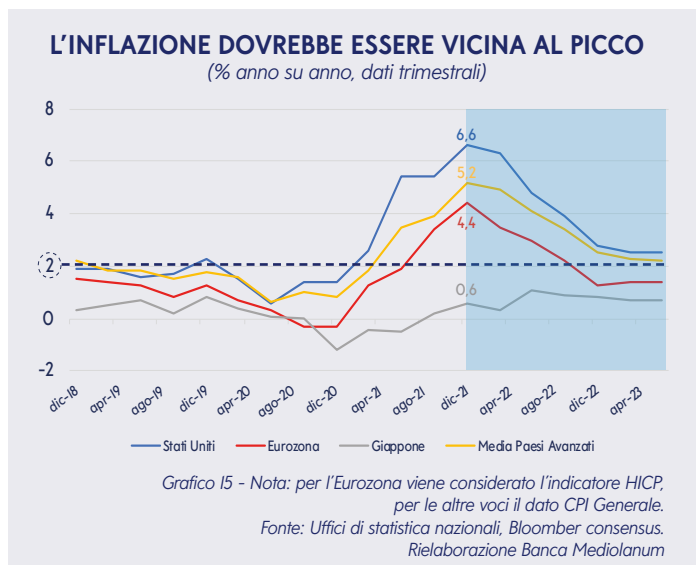


Grafico I4 - Copyright 2022 Bloomberg Finance L.P., 7 Gennaio 2022

²stime OCSE, Economic Outlook dicembre 2021.

...E UN TENDENZIALE RIENTRO DELL'INFLAZIONE

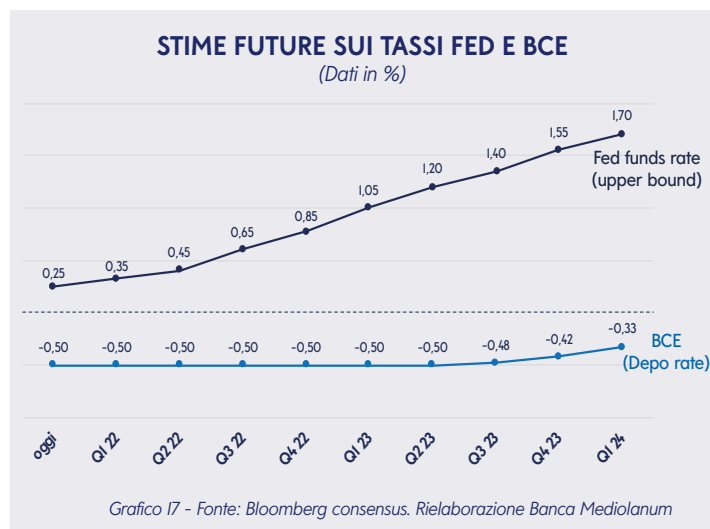
Come la crescita, anche l'inflazione dovrebbe pian piano normalizzarsi, dopo aver raggiunto un picco indicativamente a cavallo tra i due anni (grafico 15). Il combinato disposto tra un graduale riequilibrio di domanda e offerta, una stabilizzazione dei prezzi energetici, e un più favorevole effetto base (i prezzi del 2022 si confronteranno con quelli già elevati del 2021) dovrebbero favorire un rientro verso livelli più compatibili con i target delle Banche Centrali. Anche i livelli occupazionali USA (grafico 16), superate le distorsioni pandemiche, dovrebbero pian piano risalire, raffreddando la crescita dei salari osservata di recente. Ciò non esclude comunque la permanenza dell'inflazione su livelli relativamente elevati per un certo tempo e una successiva stabilizzazione su livelli maggiori rispetto a quelli pre-covid, visto il cambiamento di alcuni fattori strutturali, fra i quali una maggior tolleranza in tal senso da parte delle Banche Centrali - ufficializzata sia dalla Fed che dalla BCE nei nuovi target di riferimento - e un approccio fiscale più espansivo.



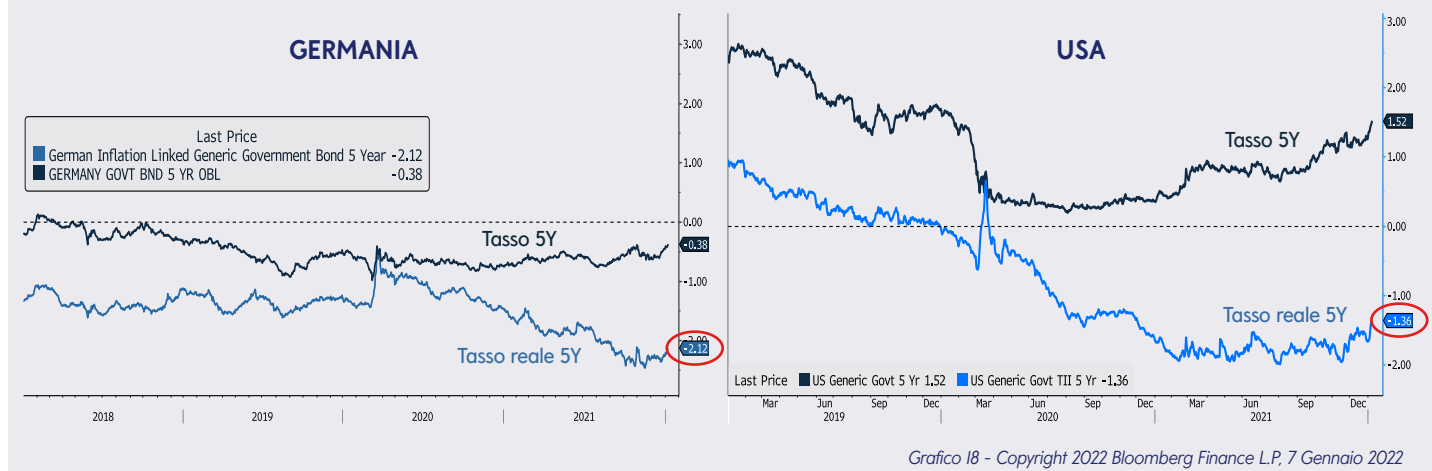
AFFIANCATI DA UNA GRADUALE NORMALIZZAZIONE MONETARIA E FISCALE

A proposito di normalizzazione, quest'ultima prenderà certamente piede anche in ambito monetario nel 2022, preannunciandosi tuttavia piuttosto paziente, soprattutto nell'area euro (grafico 17).

Tassi d'interesse *nominali* bassi, uniti ad un'inflazione non trascurabile, dovrebbero garantire tassi *reali* ancora molto bassi o addirittura negativi, come oggi (grafico 18). Ciò rappresenterebbe un elemento di supporto non solo per l'attività economica, ma anche per la sostenibilità dei debiti pubblici, già elevati e ulteriormente saliti dopo la pandemia, specialmente in un contesto in cui le politiche fiscali rimarranno ancora accomodanti. La spesa pubblica, infatti, sarà sì a sua volta "normalizzata" e quindi ridotta rispetto agli straordinari livelli del 2020-21 - ad eccezione del Giappone che ha da poco varato un nuovo piano di stimolo da 56 tn di yen (\$490 mld, circa il 10% del PIL) - ma lascerà il posto ad uno sforzo maggiore in termini di investimenti e riforme di medio-lungo periodo. Come più volte sottolineato, gli importanti piani fiscali pluriennali già varati (nel caso del Next Generation EU e del piano infrastrutturale USA di oltre \$500 mld) o ancora in fase di discussione (nel caso del Build Back Better USA) hanno proprio l'obiettivo di rilanciare strutturalmente le economie attraverso un'accelerazione della produttività che possa portare ad un innalzamento del trend di crescita potenziale.



I RENDIMENTI REALI RIMANGONO AMPIAMENTE NEGATIVI

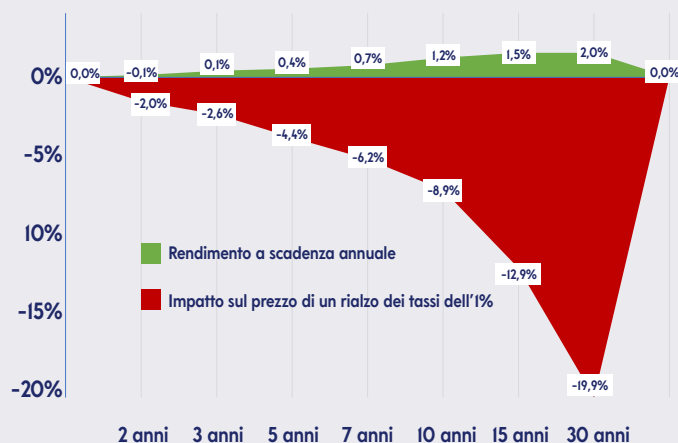


QUALI IMPLICAZIONI PER GLI INVESTIMENTI?

Nello scenario appena delineato, è piuttosto chiaro come l'investimento in titoli obbligazionari tradizionali possa andare incontro non solo a scarsi rendimenti attesi - sicuramente non tali da compensare l'erosione del potere d'acquisto causata dall'inflazione - ma anche al rischio di cali in conto capitale nel caso di un generalizzato (per quanto lieve) aumento dei rendimenti di mercato, data la futura normalizzazione delle politiche monetarie (grafico 19). Ne consegue la scarsa attitudine di tale tipologia di asset a rappresentare una valida alternativa per gli investimenti di medio-lungo termine e la necessità di riservarli ad esigenze di breve, vista la natura tendenzialmente poco volatile, specialmente nel caso di una *duration* contenuta. Rendimenti obbligazionari relativamente più appetibili possono ancora essere reperiti, d'altra parte, sul mercato obbligazionario societario ed emergente: sebbene anch'esso influenzato in parte dalle dinamiche dei tassi d'interesse, può comunque continuare a trovare supporto nel buon andamento atteso dei fondamentali economici.

Venendo, infine, all'azionario, certamente la scarsità di alternative d'investimento continuerà a rappresentare un fattore di grande supporto: il cosiddetto effetto "TINA" (*There Is No Alternative*) è destinato infatti a rimanere un *driver* importante da questo punto di vista. Fortunatamente, tuttavia, non è solo la mancanza di alternative a far propendere per questo tipo di investimento, ma anche le prospettive di crescita degli utili (grafico 20), che, in linea con le attese macroeconomiche descritte sopra, si profilano ancora molto positive anche per i prossimi anni (pur evidenziando anche in questo caso una normalizzazione dopo il rimbalzo del 2021). L'investimento nell'azionario si conferma quindi come la soluzione preferibile per orizzonti temporali medio-lunghi, a patto di rispettare un'attenta diversificazione e di sfruttare le inevitabili fasi di volatilità attraverso le più adeguate strategie d'ingresso e di accumulazione.

LA NORMALIZZAZIONE MONETARIA È UN POTENZIALE RISCHIO PER L'OBLIGAZIONARIO



Dati al 31/12/2021
 Grafico 19 - Fonte: M-Click, Banca Mediolanum

UTILI SOCIETARI ANCORA IN CRESCITA

(STIME DI CONSENSUS BLOOMBERG, 2019=100)



Grafico 20 - Copyright 2021 Bloomberg Finance L.P., 31 Dicembre 2021