

OSSERVATORIO

# MERCATI

**mediolanum** BANCA

FEBBRAIO

2022

# INDICE

<b>WHAT'S UP</b>	<b>3</b>
AVVIO D'ANNO TURBOLENTO	3
OBBLIGAZIONARIO PENALIZZATO DALL'AUMENTO DEI RENDIMENTI	4
<b>WHAT'S NEW</b>	<b>5</b>
CRESCITA: PIÙ MODERATA MA ANCORA SOLIDA	5
INFLAZIONE: IN CALO MA ANCORA RELATIVAMENTE ELEVATA	6
BANCHE CENTRALI: LA FED ACCELERA LA NORMALIZZAZIONE MONETARIA	7
<b>WHAT'S NEXT</b>	<b>9</b>
LA LIQUIDITÀ È UN COSTO	9
L'OBBLIGAZIONARIO OFFRE SOLUZIONI SOLO PARZIALI	9
L'AZIONARIO RIMANE LA RISPOSTA PIÙ ADATTA PER IL MEDIO-LUNGO TERMINE	10

# WHAT'S UP

## AVVIO D'ANNO TURBOLENTO

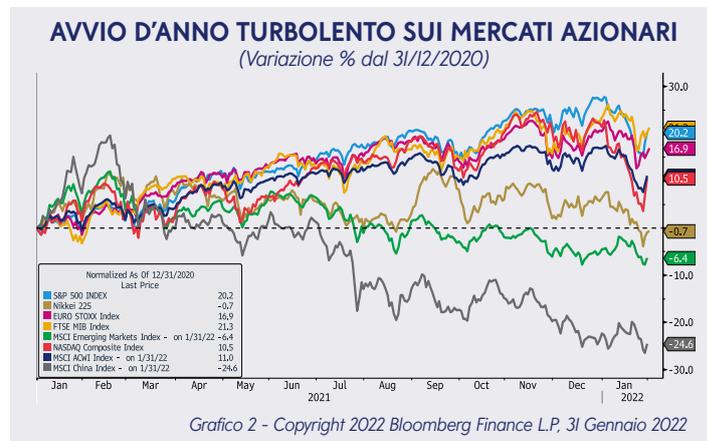
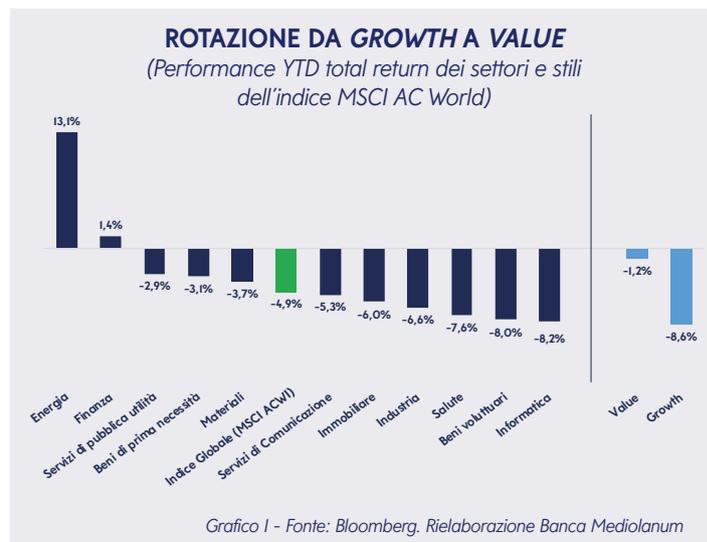
L'avvio del 2022 è stato piuttosto turbolento, segnato da un forte aumento di volatilità e dalla più significativa correzione nell'azionario da marzo 2020: l'indice globale è arrivato a perdere l'8% da inizio anno e l'8,5% dai massimi dello scorso 16 novembre, con un successivo parziale recupero che non ha comunque evitato di chiudere il mese in calo del 5%. L'andamento aggregato maschera inoltre una notevole eterogeneità sottostante, come descritto più dettagliatamente in quanto segue.

Il movimento è stato innescato, almeno inizialmente, dal riprezzamento delle attese degli investitori circa la rapidità di normalizzazione monetaria della Fed, alla luce di un'inflazione più persistente del previsto. Il conseguente aumento dei rendimenti governativi è stato trainato peraltro dai tassi reali, che, pur restando ancora in larga parte negativi, hanno iniziato a risollevarsi, mentre le attese di inflazione si sono per lo più stabilizzate.

Proprio questa dinamica ha dato vita ad aggiustamenti consistenti nei prezzi dell'azionario, soprattutto del settore tecnologico (grafico 1), date le valutazioni più elevate rispetto alla media di mercato e la maggiore sensibilità ad un aumento dei tassi<sup>1</sup>. Non a caso, i titoli tech più speculativi, alcuni dei quali molto "di moda" nel 2020 in quanto legati al tema "stay-at-home", hanno iniziato per primi a correggere, registrando nel complesso forti cali: evidentemente, dopo una fase di parziale euforia su tali nomi, gli investitori hanno iniziato a discernere i titoli veramente profittevoli dagli altri.

La correzione si è estesa successivamente all'intero settore e infine all'intero mercato azionario (grafico 2) - alimentata anche da altri fattori di incertezza quali le tensioni tra Russia e Ucraina e i segnali contrastanti rivenienti dalle trimestrali societarie - pur mantenendo comunque pesi e misure sensibilmente diversi. Si è assistito infatti ad una significativa rotazione dal *growth* (-8,6% nel mese) al *value* (-1,2%), ancora più evidente di quella registrata a cavallo tra 2020 e 2021. I finanziari e gli energetici, in particolare, hanno difeso meglio in questa fase: il primo ha beneficiato dell'aumento dei rendimenti sul mercato, mentre il secondo ha tratto vantaggio dai prezzi ancora elevati delle materie prime energetiche (il Brent che ha toccato i 90\$, record dal 2014).

Appesantiti - in questo frangente - dall'elevata esposizione alla tecnologia e ai titoli *growth* in genere, non sorprende come i listini USA abbiano sottoperformato rispetto a quelli europei ed emergenti: il Nasdaq in particolare è sceso del 9% nel mese



<sup>1</sup> Le società tecnologiche e in generale quelle afferenti allo stile *growth* si caratterizzano tipicamente per utili attesi più elevati negli anni futuri e le loro valutazioni risentono conseguentemente di più del tasso di interesse utilizzato come fattore di sconto.

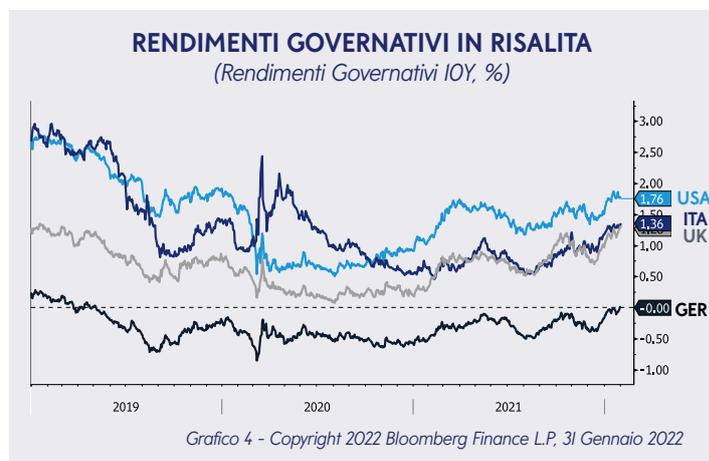
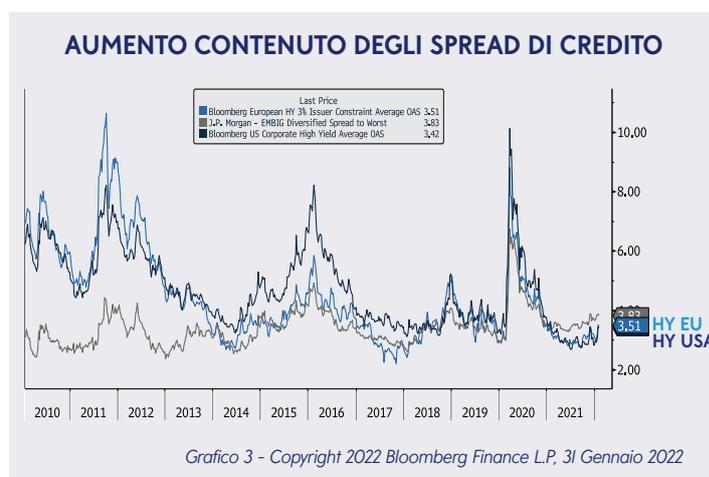
e dell'11,3% rispetto ai massimi, ma anche lo S&P 500 (dove le prime 6 big tech pesano quasi il 25% della capitalizzazione di mercato<sup>2</sup>) ha visto un calo a gennaio del 5,2%. Dall'altra parte dell'Atlantico, l'Europa ha beneficiato in termini relativi di una maggior esposizione ai titoli *value*, di una BCE che continua a prospettarsi più *dovish* della Fed e di un euro piuttosto debole: l'indice Stoxx 600 ha contenuto le perdite al 3,8%, con una sovraperformance di Regno Unito, Spagna e Italia. Anche l'indice giapponese (Nikkei 225) è sceso del 5,4%, mentre gli emergenti, dopo l'andamento deludente del 2021, sono rimasti relativamente più stabili (-1,2%); il mercato cinese, nello specifico, pur continuando ad evidenziare debolezza (-1,1% l'indice MSCI China), ha trovato parziale supporto nell'approccio più accomodante segnalato dalle autorità, con una riduzione dei timori in merito alla stretta regolamentare e alle difficoltà che continuano a segnare il settore immobiliare.

## OBBLIGAZIONARIO PENALIZZATO DALL'AUMENTO DEI RENDIMENTI

Anche il mercato obbligazionario, dato l'aumento dei rendimenti governativi sperimentato da inizio anno, ha aperto il 2022 con performance negative in tutti i comparti, non solo il debito governativo (-1,9%), ma anche quello societario, sia *Investment Grade* (-3,1%) che *High Yield* (-2,7%). Quest'ultimo, tra i pochi settori del reddito fisso che nel 2021 erano riusciti a chiudere in territorio lievemente positivo, ha visto comunque un aumento contenuto degli spread di credito (grafico 3), segnale di come non vi siano particolari timori sul quadro economico generale.

È interessante in ogni caso notare come, dopo una prima fase di aumento, i rendimenti governativi USA a lunga scadenza si siano nuovamente stabilizzati (grafico 4): il decennale, dopo aver raggiunto l'1,87% nella prima metà del mese di gennaio, ha visto un ritracciamento a 1,75%-1,80%, nonostante le conferme da parte della Fed circa una riduzione accelerata dei supporti monetari: ciò può riflettere una certa dose di incertezza, da parte del mercato, sul fatto che la Fed vorrà o potrà proseguire su un sentiero stabile di rialzo dei tassi, dopo le prime mosse ormai scontate e riflesse nell'aumento più consistente dei rendimenti a breve termine. In Europa, il rendimento del bund decennale tedesco è tornato in territorio positivo per la prima volta dal 2019, senza riuscire tuttavia per il momento ad andare molto oltre lo 0%. Infine, lo spread Italia-Germania è leggermente sceso dopo la rielezione di Mattarella come Presidente della Repubblica, un risultato nel segno della continuità politica che i mercati hanno quindi accolto favorevolmente.

Nel mercato valutario non sono stati registrati movimenti particolarmente marcati: il cambio euro/dollaro, dopo il calo significativo del 2021, aveva probabilmente già incorporato una certa divergenza di politica monetaria tra Fed e BCE, ma ha comunque registrato un ulteriore leggero indebolimento dopo la riunione della Fed del 26 gennaio.



<sup>2</sup> Apple, Microsoft, Amazon, Google, Tesla, Facebook

<sup>3</sup> Performance total return da inizio anno degli indici obbligazionari Governativo, IG e HY globali in USD.

# WHAT'S NEW

Alla luce dei movimenti di mercato appena descritti, è più che mai importante analizzare lo scenario di fondo per capire se siano intervenuti mutamenti di rilievo. Procediamo quindi con ordine:

## CRESCITA: PIÙ MODERATA MA ANCORA SOLIDA

Dal punto di vista della crescita economica, il contesto continua ad apparire favorevole:

- **RESILIENZA NEL 4° TRIMESTRE.** Partendo dai dati già certificati, sottolineiamo innanzitutto come nel 4° trimestre del 2021 la crescita globale si sia dimostrata molto resiliente e abbia registrato complessivamente una ri-accelerazione rispetto al 3°, che ha consentito di archiviare definitivamente il 2021 come l'anno del "grande rimbalzo" (tabella 1). Il PIL statunitense è salito oltre le attese, dell'1,7%, portando a +5,7% la crescita nel 2021. Anche nell'area euro l'economia è riuscita a crescere, seppur di un più modesto 0,3% (Italia +0,6%) a causa della nuova ondata pandemica, chiudendo il 2021 con un recupero complessivo del 5,2% rispetto al 2020 (+6,5% l'Italia). Infine, la Cina, dopo la debolezza dei mesi estivi, ha visto un parziale recupero (+1,6% nel 4° trimestre), trainato tuttavia quasi interamente dal comparto industriale e dall'export, a fronte invece di una protratta debolezza nel settore immobiliare e nei consumi interni; la crescita complessiva del 2021 è stata così pari all'8,1%.

**CRESCITA REALE PIL NEL 2021: TRIMESTRALE E COMPLESSIVA**  
(%)

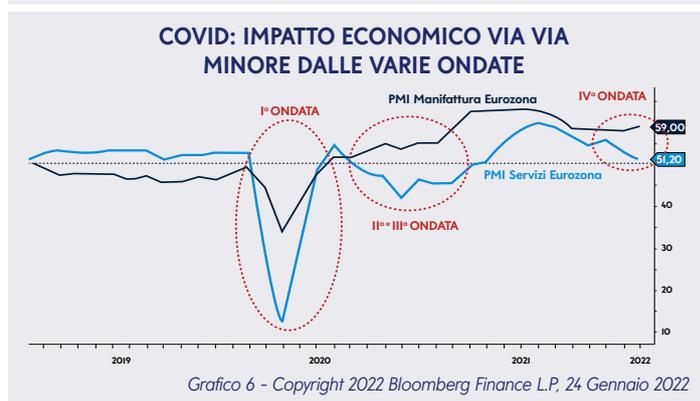
	1Q '21	2Q '21	3Q '21	4Q '21	2021
USA	1,6	1,7	0,6	1,7	5,7
Eurozona	-0,2	2,2	2,3	0,3	5,2
Francia	0,1	1,3	3,1	0,7	7,0
Germania	-1,9	2,0	1,7	-0,7	2,7
Italia	0,3	2,7	2,6	0,6	6,5
Spagna	-0,7	1,2	2,6	2,0	5,0
Cina	0,3	1,3	0,7	1,6	8,1

Tabella 1 - Fonte: Uffici di statistica nazionali, rielaborazione Banca Mediolanum

- **IMPATTO LIMITATO DA OMICRON.** Certamente la diffusione della variante Omicron, con il nuovo record di contagi e la re-imposizione di parziali misure restrittive, ha esercitato e sta tuttora esercitando un freno sulla mobilità e sull'attività economica. Gli indicatori macro più recenti testimoniano effettivamente un rallentamento a cavallo tra 2021 e 2022, specialmente nei servizi ad elevato contatto sociale e più in generale nei consumi, appesantiti anche dalla risalita dei prezzi.



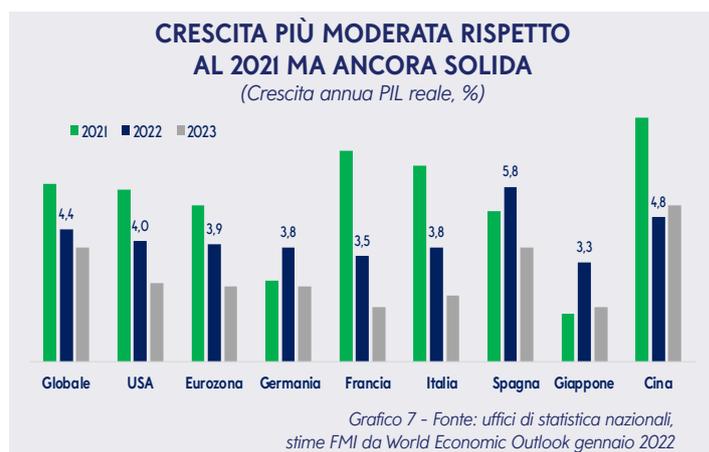
Tuttavia, molti Paesi sembrano ormai aver superato il picco e si sta sempre più confermando l'idea che l'impatto sarà molto più contenuto rispetto alle precedenti ondate (grafico 5) e di durata limitata. Prendendo ad esempio gli indici PMI dell'Eurozona (rappresentativi del sentiment delle imprese), si nota come il comparto dei servizi a differenza delle ondate precedenti - sia riuscito a rimanere in territorio di espansione anche a gennaio, pur registrando una comprensibile discesa (grafico 6); quello sulla manifattura è addirittura salito ulteriormente, beneficiando anche dei primi allentamenti dei colli di bottiglia nelle catene produttive globali. Considerazioni analoghe valgono per gli Stati Uniti: in base ad una proxy calcolata da Bloomberg per tracciare l'andamento del



PIL su base giornaliera (utilizzando svariati dati ad alta frequenza), dopo una frenata a inizio anno si sta già verificando un significativo recupero. Inoltre, ci sono buone ragioni per pensare che Omicron possa davvero rappresentare l'“inizio della fine” della pandemia, o comunque il passaggio ad una fase “endemica”, nella quale si potrà convivere il virus, senza più doverlo combattere attivamente. Le evidenze circa una sintomatologia più lieve, soprattutto in presenza della copertura vaccinale, supportano questa ipotesi.

Menzione a parte merita la Cina, dove la politica di tolleranza zero nei confronti del covid-19 potrebbe portare a misure più stringenti, con impatto potenzialmente maggiore sull'economia. Dall'altra parte, tuttavia, le autorità cinesi hanno nell'ultimo periodo assunto un atteggiamento più accomodante, sia in ambito monetario che fiscale, segnalando la volontà di evitare un eccessivo rallentamento dell'economia.

- **CRESCITA PIÙ MODERATA MA ANCORA ELEVATA ANCHE NEL 2022.** Nel complesso, insomma, si conferma che il 2022 dovrebbe si caratterizzarsi per una fisiologica decelerazione dopo il rimbalzo del 2021 (grafico 7), ma continuare a rappresentare un anno di forte crescita, grazie alle riaperture dopo il passaggio di Omicron, al buono stato di salute dei bilanci delle famiglie (che dovrebbe supportare la domanda) e al graduale riassorbimento degli squilibri pandemici. Il Fondo Monetario Internazionale, nell'ultimo World Economic Outlook, ha indicato un incremento del PIL globale pari al 4,4% quest'anno, un dato ancora decisamente superiore al trend potenziale e che vede partecipi tutte le principali aree geografiche.



## INFLAZIONE: IN CALO MA ANCORA RELATIVAMENTE ELEVATA

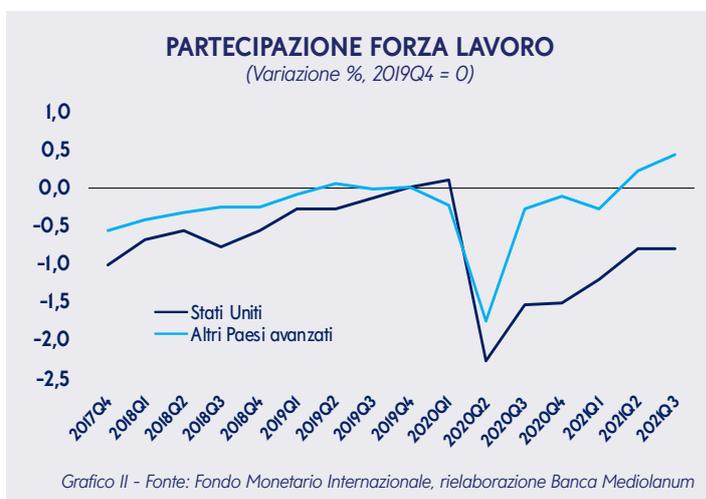
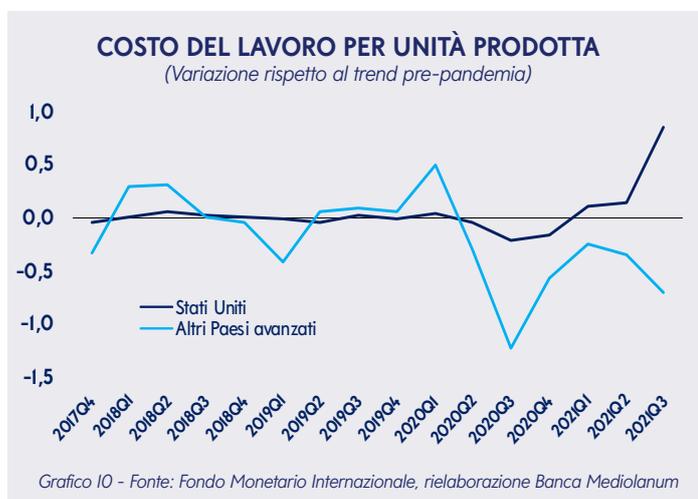
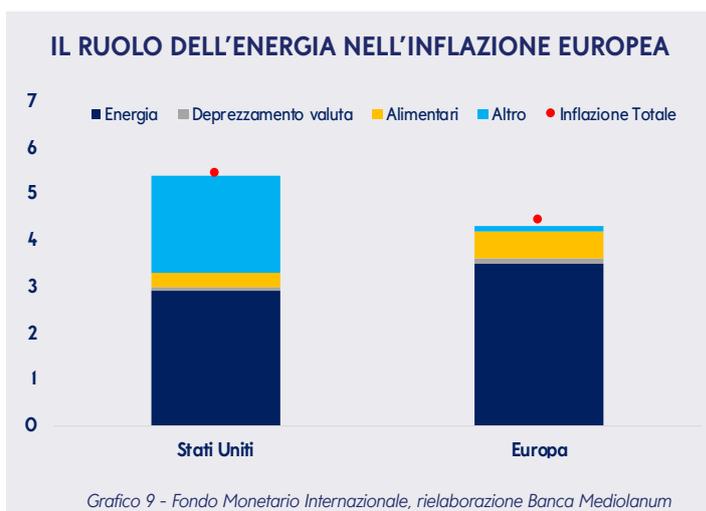
Anche le prospettive di inflazione non appaiono radicalmente cambiate rispetto a qualche settimana fa, ma questo aspetto è sicuramente più controverso al momento. Le pressioni sui prezzi si sono infatti dimostrate decisamente più persistenti rispetto a quanto inizialmente previsto e hanno raggiunto livelli molto elevati rispetto alla media degli ultimi anni: +7% negli Stati Uniti (record dal 1982) e +5% nell'area euro a dicembre (grafico 8). È difficile anticipare con precisione l'evoluzione dei fattori distorsivi originati dalla pandemia e che hanno contribuito a far salire l'inflazione. Da una parte, i colli di bottiglia nelle catene produttive globali stanno evidenziando dei segnali di allentamento e la frenata dei prezzi alla produzione in Cina depone a favore di una riduzione delle pressioni sui prezzi degli input produttivi nei prossimi mesi. D'altra parte, l'eventuale imposizione di misure molto stringenti da parte delle autorità cinesi per contrastare la diffusione della variante Omicron potrebbe portare a nuove chiusure di stabilimenti produttivi e porti, tornando ad acuire la questione.



la diffusione della variante Omicron potrebbe portare a nuove chiusure di stabilimenti produttivi e porti, tornando ad acuire la questione. Inoltre, un eventuale conflitto tra Russia e Ucraina con l'imposizione di sanzioni sulla prima da parte della NATO, potrebbe spingere il Cremlino a ridurre le forniture di gas naturale all'Europa, esacerbando le carenze e l'aumento dei prezzi energetici già vissuti negli ultimi mesi. Inoltre, più passa il tempo e più è probabile che le aziende si vedano costrette a traslare parte dell'aumento dei prezzi sui consumatori finali, alimentando effetti cosiddetti “di secondo livello”.

Insomma, lo scenario base continua a prevedere un graduale rientro dell'inflazione nei prossimi mesi, grazie ad un allentamento delle tensioni nelle filiere produttive, ad una stabilizzazione dei prezzi dell'energia e ad un più favorevole effetto base, ma le incertezze sui tempi e sulla dimensione di tale rientro non mancano.

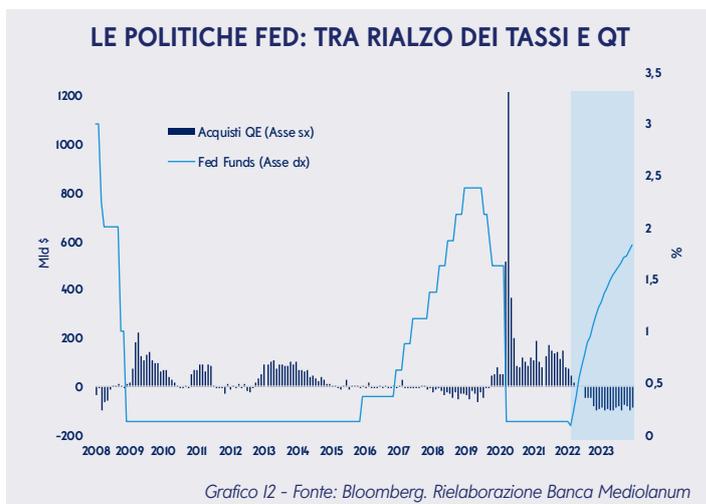
Inoltre, è importante notare le differenze che caratterizzano l'inflazione nei diversi Paesi, in particolare USA ed Eurozona (grafico 9). Per la seconda l'impatto dei prezzi energetici è molto più consistente, mentre oltreoceano le pressioni appaiono più diffuse e coinvolgono in parte anche i salari (grafico 10). Il tasso di disoccupazione infatti è già sceso al 3,9% (3,5% era stato il minimo pre-pandemia e 14,7% il massimo raggiunto ad aprile 2020), anche per effetto di una partecipazione al mercato del lavoro che stenta a tornare sui livelli precedenti (grafico 11), rispecchiando probabilmente fattori anche strutturali come pensionamenti anticipati e cambiamenti nelle scelte di vita post-pandemia. Per il momento l'aumento dei salari è inferiore a quello dei prezzi al consumo, contenendo il rischio di spirali prezzi-salari, ma sicuramente è un fattore di grande attenzione per la Fed.



## BANCHE CENTRALI: LA FED ACCELERA LA NORMALIZZAZIONE MONETARIA

E qui arriviamo al punto su cui davvero le attese di mercato hanno dovuto subire un significativo riprezzamento nell'ultimo periodo: la velocità di riduzione dei supporti da parte delle Banche Centrali, in particolare della Fed.

Basti pensare che a inizio dicembre il mercato scontava solamente 2 rialzi dei tassi negli USA nel corso del 2022, accompagnati da una lenta riduzione degli acquisti di titoli (*tapering*), che avrebbe dovuto portare alla conclusione del QE nell'arco di circa 6 mesi. Oggi, invece, le attese di mercato incorporano quasi 5 rialzi dei tassi nel 2022 - il primo a marzo e poi potenzialmente uno ad ogni meeting, la conclusione del tapering a marzo, nonché un possibile avvio del QT (*Quantitative Tightening*) a stretto giro<sup>4</sup> (grafico 12).



<sup>4</sup> Il QT corrisponde ad una fase in cui la Fed non solo smette di acquistare nuovi titoli (e quindi non incrementa più il proprio bilancio), ma inizia anche a lasciar scadere una parte dei titoli in portafoglio senza reinvestirli (riducendo così lo stock di bilancio). Un possibile avvio subito dopo il primo rialzo dei tassi è stato letto come una mossa particolarmente aggressiva, perché nel precedente ciclo di normalizzazione la Fed aveva lasciato passare molto più tempo tra una manovra e l'altra (il primo rialzo dei tassi era stato a dicembre 2015 e l'avvio del QT a ottobre 2017).

Nel mezzo ci sono stati due meeting della Fed (il 15 dicembre e il 26 gennaio) nei quali è stata comunicata l'intenzione di accelerare il percorso di normalizzazione per stabilizzare l'inflazione e mantenere ancorate le attese sull'inflazione futura, in un contesto economico che si sta dimostrando decisamente solido e che non ha più bisogno quindi di grandi supporti.

Bisogna comunque sottolineare che tali attese non sono scritte sulla pietra: la Fed manterrà un approccio flessibile e adeguerà le proprie mosse in base all'effettiva evoluzione dell'inflazione e dell'economia, cercando di stabilizzare la prima senza compromettere la seconda.

Inoltre, anche tenendo conto dei rialzi che si prospettano, il livello dei tassi d'interesse sarà comunque ancora piuttosto basso rispetto alla media storica. Infine, si sta delineando una certa divergenza tra Banche Centrali. La Banca Centrale Europea per il momento sta mantenendo un approccio molto più morbido (grafico I3), fatto sì di una graduale riduzione degli acquisti di titoli sul mercato (il PEPP scadrà a marzo), ma anche di un proseguimento a tempo indeterminato (nell'ambito dell'APP, che sarà anche in parte potenziato) e di tassi che dovrebbero rimanere invariati ancora a lungo (Lagarde ha più volte ribadito che un aumento nel 2022 è altamente improbabile). Addirittura, in Cina la PBOC ha tagliato i tassi di riferimento a gennaio per la prima volta da circa due anni, una mossa che è seguita peraltro al taglio del tasso sulle riserve bancarie obbligatorie (RRR) già deciso a dicembre.



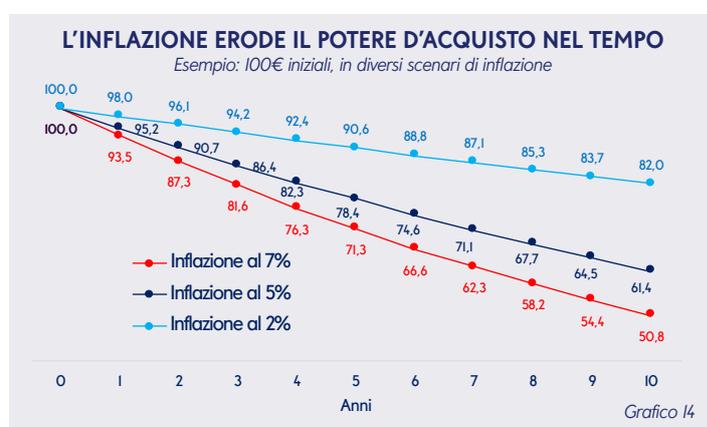
# WHAT'S NEXT

Ricapitolando quanto detto sopra, quello che si prospetta è uno scenario di crescita economica più moderata ma ancora solida, inflazione in calo ma ancora relativamente elevata e graduale riduzione dei supporti monetari, seppur con velocità e approcci in parte divergenti tra Banche Centrali.

Quali implicazioni può avere tutto questo per gli investimenti?

## LA LIQUIDITÀ È UN COSTO

Innanzitutto, per la prima volta da diversi anni è tornato ad essere centrale il tema della protezione dei risparmi dall'erosione ad opera dell'inflazione. A questo proposito, è utile notare come, ipotizzando un'inflazione al 2%, il potere d'acquisto di 100€ oggi si riduca a circa €90,6 a distanza di 5 anni e a circa €82 dopo 10 (grafico 14). Insomma, se detenere liquidità con inflazione prossima a zero rappresentava solo una perdita di opportunità, oggi rappresenta un vero e proprio costo.



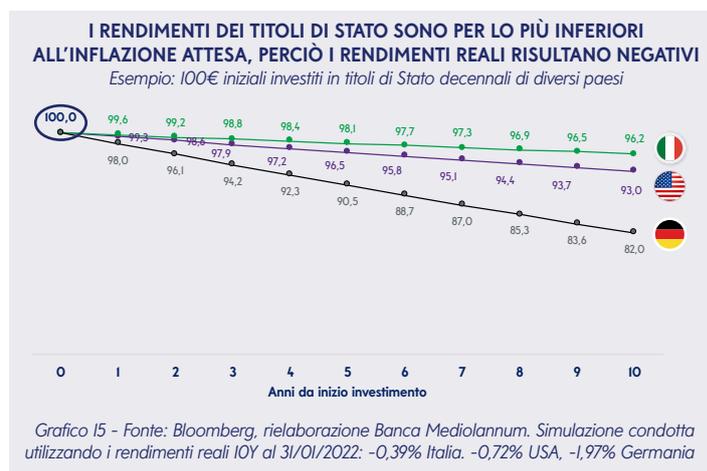
## L'OBBLIGAZIONARIO OFFRE SOLUZIONI SOLO PARZIALI

Il secondo punto di attenzione è che nemmeno l'investimento in titoli di Stato offre una soluzione soddisfacente: la maggior parte di essi presenta infatti un rendimento reale negativo, vale a dire che il rendimento nominale offerto è inferiore all'inflazione media attesa sul corrispondente orizzonte temporale. Va da sé che anche in un questo caso si avrà una perdita del potere d'acquisto nel tempo, seppur inferiore rispetto a quello della liquidità (grafico 15).

Non solo, ma in uno scenario di normalizzazione delle politiche monetarie come quello che abbiamo di fronte, l'investimento obbligazionario, oltre ad offrire scarso rendimento, è anche soggetto a volatilità e cali - almeno temporanei - in conto capitale, data la relazione inversa tra rendimenti e prezzi dei titoli: quasi un paradosso!

È chiara quindi l'esigenza di cercare asset class che possano dare nel tempo rendimenti almeno superiori all'inflazione.

Restando nell'obbligazionario, è necessario spingersi su categorie che offrano un rendimento maggiore, in cambio di un pur maggiore rischio di credito, come le obbligazioni societarie e il debito emergente: su un orizzonte di medio termine e con una logica di accumulazione delle cedole, essi possono dare ritorni sicuramente più appetibili rispetto ai titoli governativi, pur essendo a loro volta potenzialmente soggetti ad oscillazioni di prezzo nel breve, a causa del rialzo dei tassi da parte della Fed e dei livelli di partenza degli *spread* già molto compressi.



# L'AZIONARIO RIMANE LA RISPOSTA PIÙ ADATTA PER IL MEDIO-LUNGO TERMINE

Infine, l'azionario rimane certamente l'asset class più indicata per obiettivi d'investimento di medio-lungo periodo, essendo quella che meglio riesce a beneficiare della crescita economica globale, a patto di rispettare appunto un adeguato **orizzonte temporale** e un'attenta **diversificazione**. Quest'ultimo aspetto - quello della diversificazione - è più che mai importante nel contesto attuale: da una parte, infatti, le condizioni che caratterizzano questo ciclo economico potrebbero favorire ritorni più equilibrati rispetto a quelli osservati negli ultimi anni (nettamente spostati verso il tech e lo stile *growth* in generale); d'altra parte, tuttavia, è bene ricordare che la tecnologia permea ormai praticamente tutti gli ambiti di vita e di *business* e che i temi secolari di crescita come la rivoluzione digitale e quella climatica riceveranno grande supporto dagli ingenti piani d'investimento post-pandemici, sia governativi che privati.

È difficile anticipare con precisione quanto possa durare la fase di volatilità e correzione che sta interessando i mercati da inizio anno, ma è fondamentale tenere conto di alcuni aspetti:

- 1. La volatilità è una caratteristica e non un'anomalia dei mercati:** sembra scontato, ma si tende a dimenticarlo dopo periodi molto "tranquilli" e positivi come il 2021 (lo S&P 500 non è andato oltre un calo del 5% l'anno scorso). In realtà le correzioni, anche significative, sono più frequenti di quanto si possa pensare, così come i *drawdown* intra-annuali (grafico 16); tuttavia, il più delle volte l'anno si chiude poi in positivo.
- 2. La crescita è l'elemento cruciale.** Se le correzioni dei mercati sono piuttosto frequenti, è anche vero tuttavia che solitamente rimangono relativamente contenute (non si trasformano in *bear markets*) in assenza di una recessione economica. I dati storici suggeriscono anche che il mercato azionario può tollerare bene le fasi di rialzo dei tassi della Fed, a patto che la crescita degli utili sia presente e possa compensare un inevitabile aggiustamento al ribasso delle valutazioni. Per il momento le attese sugli utili non state per nulla intaccate e continuano a prospettare una crescita consistente sia per quest'anno che per il prossimo (grafico 17).
- 3. Dopo i movimenti recenti, le valutazioni dei mercati azionari si sono già significativamente adeguate al nuovo livello dei tassi.** I multipli sono già scesi notevolmente e in tal modo il rendimento atteso dall'azionario rimane indiscutibilmente più appetibile rispetto a quello dell'obbligazionario (grafico 18).

