

OSSERVATORIO
MERCATI

mediolanum BANCA

MARZO
2022

INDICE

WHAT'S UP	3
UN NUOVO SHOCK SI ABBATTE SUI MERCATI	3
OBBLIGAZIONARIO IN BILICO TRA INFLAZIONE E INCERTEZZA GEOPOLITICA	4
WHAT'S NEW	5
VENTI DI GUERRA ALLE PORTE DELL'EUROPA	5
L'OCCIDENTE UNITO CONTRATTACCA CON LE ARMI ECONOMICHE	5
RIPERCUSSIONI PER LA RUSSIA E PER IL RESTO DEL MONDO	5
NEL FRATTEMPO... SEGNALI DI CRESCITA SOLIDA	7
WHAT'S NEXT	9
SCENARI A CONFRONTO	9
COSA ASPETTARSI DALLE BANCHE CENTRALI	9
QUALI PROSPETTIVE PER I MERCATI	10

WHAT'S UP

UN NUOVO SHOCK SI ABBATTE SUI MERCATI

Il mese di febbraio, iniziato con i già noti timori legati all'inflazione e alle future mosse delle Banche Centrali, è stato fortemente condizionato dall'invasione dell'Ucraina da parte dell'esercito russo, che ha fatto aumentare la già rilevante volatilità. Chiaramente ciò ha aumentato l'incertezza del mercato, che sta assistendo a movimenti repentini, dipendenti dalle notizie che provengono dai Governi, legati alle prospettive delle negoziazioni di pace e all'impatto delle sanzioni imposte dai Paesi occidentali.

Il rialzo della volatilità si è quindi tradotto in un deciso ritracciamento dei mercati, con l'indice azionario globale MSCI All Country che ha segnato un -2,6% nel mese.

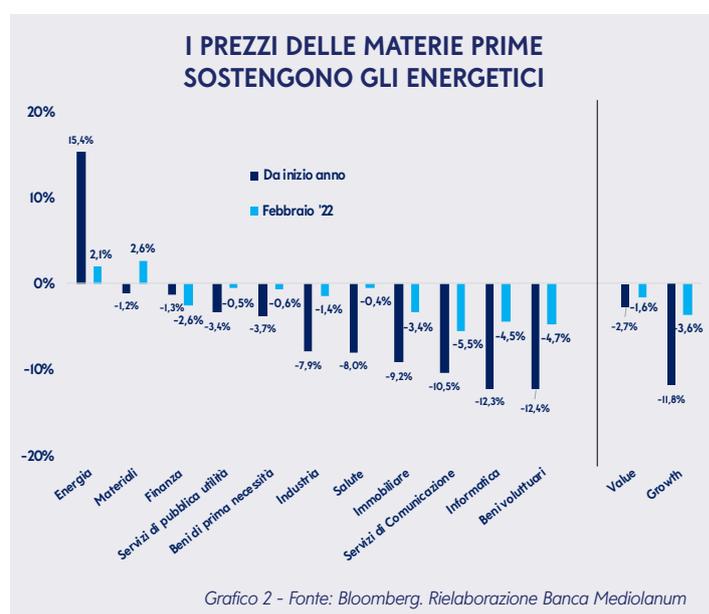
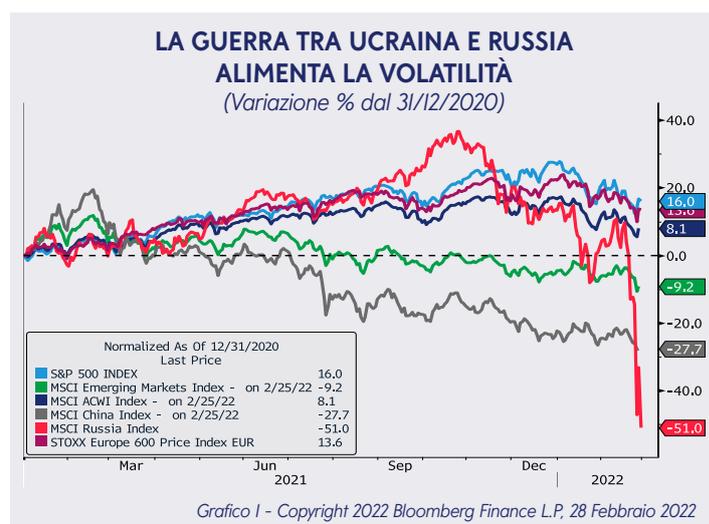
Il calo ha coinvolto pressoché tutte le macro-aree geografiche (grafico 1): dagli USA all'Europa (-3% lo S&P 500 contro il -3,2% dello Stoxx 600), che risente dei maggiori interessi economici verso la Russia, legati prevalentemente alla dipendenza dal gas naturale e la presenza di società partecipate, soprattutto in ambito finanziario.

Le azioni russe sono chiaramente crollate (-52,7% per l'indice MSCI Russia a febbraio), ma il loro peso era inferiore al 3% nell'indice MSCI EM, la cui performance complessiva (-3%) è stata in linea con quella dei mercati avanzati e della Cina (-3,7% l'MSCI China), quest'ultima in parte sostenuta dai maggiori supporti monetari e fiscali prospettati dal Governo.

Il conflitto ucraino ha avuto un impatto anche dal punto di vista settoriale (grafico 2). Infatti, mentre nella prima parte del mese era proseguita la rotazione dallo stile *growth* al *value*, supportata dalle aspettative di accelerazione da parte delle Banche Centrali sul rialzo dei tassi, nell'ultima settimana tali aspettative si sono in parte ridimensionate, favorendo un riequilibrio tra gli stili, dovuto anche ad un maggior contraccolpo sul settore finanziario europeo.

Di contro, il settore energetico mantiene un trend al rialzo (+14,9% da inizio anno e +2,1% a febbraio), spinto dall'ulteriore aumento dei prezzi del petrolio, con il Brent che ha superato i 100 dollari al barile, e del gas naturale (+16,4% a febbraio), elemento di punta dell'export russo verso l'Unione Europea.

In ogni caso, in questi momenti di incertezza e di alta volatilità sui mercati non bisogna perdere di vista i fondamentali, che si stanno dimostrando fortemente resilienti: difatti la reporting season del 4° trimestre del 2021 sta per concludersi con un quadro generale che rimane nel complesso decisamente positivo, con utili in crescita e margini aziendali che rimangono al di sopra dei livelli pre-pandemia nonostante l'aumento dei costi. Inoltre, pur mettendo in conto un possibile ridimensionamento delle stime per il 2022 alla luce del conflitto, le prospettive si mantengono robuste, con utili previsti in ulteriore crescita, che hanno permesso una forte riduzione delle valutazioni, rendendo "più convenienti" i titoli in tutte le principali aree geografiche.



OBBLIGAZIONARIO IN BILICO TRA INFLAZIONE E INCERTEZZA GEOPOLITICA

Anche il mercato obbligazionario ha visto nel mese di febbraio un andamento a due fasi, fortemente influenzato dagli eventi geopolitici e dalle aspettative di politica monetaria.

Nella prima metà del mese gli approcci più *hawkish* segnalati sia da parte della Fed che della BCE hanno generato un forte rialzo dei tassi di interesse governativi sia negli Stati Uniti che in Europa (grafico 3): il treasury decennale era difatti avanzato dall'1,8% fino a toccare la soglia del 2%; nel Vecchio Continente questo movimento era stato ancora più marcato, frutto della maggiore sorpresa a seguito delle parole della Presidentessa Lagarde, che non aveva più escluso un possibile rialzo nel 2022. Il Btp decennale italiano aveva raggiunto l'1,97% (con un incremento di circa 70 punti base) e il corrispondente Bund tedesco lo 0,3% (con tutte le scadenze oltre i 5 anni tornate in territorio positivo).

Le prospettive di una riduzione del supporto monetario da parte della Bce avevano inoltre riacceso l'attenzione sui conti pubblici dei singoli Stati dell'Eurozona, con gli spread rispetto alla Germania in leggera risalita: quello italiano era passato da 135 a 175 punti base.

Questa tendenza globale ha però visto una frenata decisa nella seconda metà del mese, favorita dalla ricerca di sicurezza da parte degli investitori nel contesto di forte incertezza geopolitica: il decennale USA è così tornato a 1,85%, quello tedesco a 0,1% e lo spread Italia-Germania a 150 pb, in anticipazione di un possibile atteggiamento più attendista da parte della BCE.

L'aumento dei rendimenti ha chiaramente influito anche sui bond societari, in particolare quelli investment grade, più sensibili all'effetto tasso e caratterizzati da una duration mediamente lunga. Anche gli *high yield* hanno registrato un calo, dovuto in questo caso anche ad un parziale allargamento degli spread di credito, in particolare di quelli europei; in aggregato rimaniamo comunque su livelli in linea o poco al di sopra di quelli pre-pandemia, segnale di come il mercato non veda in generale future tensioni forti sulle condizioni finanziarie delle imprese. Chiaramente i bond emergenti sono quelli che hanno sofferto di più tra le categorie dei mercati obbligazionari, trainati al ribasso negli ultimi giorni dal collasso dei titoli di stato russi, che hanno visto i rendimenti sulle lunghe scadenze sfiorare il 20%.

Anche il rublo ha visto un crollo delle quotazioni (grafico 4), con il cambio verso l'Euro che ha visto un calo di circa il 30%. Per quanto riguarda il cambio euro/dollaro, dopo una prima fase di rafforzamento della moneta unica (tornata sopra la soglia di 1,145), il dollaro è stato favorito dal tradizionale ruolo di valuta rifugio e il tasso di cambio è tornato vicino alla soglia di 1,11.



WHAT'S NEW

VENTI DI GUERRA ALLE PORTE DELL'EUROPA

Il temuto conflitto tra Russia e Ucraina si è effettivamente concretizzato tra il 21 e il 24 febbraio, prima con il riconoscimento ufficiale da parte di Putin delle due auto-proclamate repubbliche separatiste filorusse (Donetsk e Luhansk, nella regione ucraina del Donbass), e successivamente con una vera e propria azione militare ad opera della Russia nei confronti di diverse città e territori ucraini. Lo scontro affonda le sue radici nella volontà di Putin di arrestare - e anzi far arretrare - l'espansione a est della NATO e nella pretesa di ricevere rassicurazioni sul fatto che l'Ucraina non sarebbe mai entrata a farne parte. Dal lungo discorso con il quale il Presidente russo ha di fatto dichiarato guerra all'Ucraina, emerge una rilettura storica e politica dei fatti, a partire dalla Guerra Fredda e fino agli avvenimenti più recenti (lo scontro sulla Crimea del 2014), che conduce ad una presunta necessità di difendersi da tale minaccia, arrivando a sovvertire l'attuale Governo ucraino e riportando l'Ucraina sotto l'influenza russa.

L'OCCIDENTE UNITO CONTRATTACCA CON LE ARMI ECONOMICHE

Per ovvie ragioni, la risposta dell'occidente è stata finora molto contenuta dal punto di vista militare, limitandosi alla fornitura di attrezzature all'Ucraina e all'assunzione di un atteggiamento di consolidamento e difesa dei confini NATO. Di contro, ha preso principalmente la forma sanzioni incrementali di vario genere nei confronti della Russia e della Bielorussia, volte ad isolarne e metterne in ginocchio il sistema economico-finanziario ([qui](#) l'ultimo aggiornamento dalla Commissione Europea). Ad oggi, tali sanzioni vanno a colpire in particolare:

- **il settore finanziario**: impediscono alla maggior parte delle banche russe e a molte delle principali aziende l'accesso ai mercati dei capitali internazionali; alcune banche sono state anche escluse dal sistema di messaggistica per i pagamenti internazionali, SWIFT, una misura quest'ultima particolarmente pesante e inizialmente lasciata fuori per il timore di alcuni Governi che potesse impedire l'approvvigionamento energetico dalla Russia. Inoltre, è stata bloccata la possibilità per la Banca Centrale di utilizzare parte delle riserve in valuta estera¹ per sostenere il sistema finanziario e il valore del rublo. È stata anche ristretta l'accettazione da parte degli istituti europei di depositi e investimenti dai cittadini russi.
- **gli scambi commerciali e i settori strategici**, con controlli alle esportazioni verso la Russia di varie tipologie di beni, tra cui quelli a duplice uso (militare e civile) e quelli di natura tecnologica, le attrezzature legate all'aeronautica e al miglioramento delle raffinerie petrolifere in linea con i nuovi standard. È stato anche bloccato lo spazio aereo UE a qualsiasi mezzo russo. La Germania aveva inoltre fin da subito bloccato la certificazione del nuovo gasdotto NordStream 2.
- **Politici, oligarchi e altre personalità**, tra cui lo stesso Putin e il Ministro degli Esteri, Lavrov.

RIPERCUSSIONI PER LA RUSSIA E PER IL RESTO DEL MONDO

Certamente la drammaticità di questa situazione è estrema soprattutto da un punto di vista umanitario e sociale, con ripercussioni che saranno gravi, complesse e probabilmente prolungate per tutte le popolazioni coinvolte e per i Paesi limitrofi, basti pensare alla gestione dei corridoi umanitari e dell'accoglienza, in un contesto in cui si parla già di oltre 500 mila cittadini ucraini in fuga dal proprio Paese.

¹ Queste hanno un controvalore complessivo di circa 640 miliardi di USD, di cui facilmente accessibili a questo punto sarebbero solo circa il 22% in oro e il 14% detenuto in Cina, in base ai [dati di fine giugno 2021](#).

L'obiettivo di questo documento, tuttavia, è quello di analizzare gli scenari economici e la loro influenza sui mercati finanziari, che notoriamente adottano un approccio molto pragmatico - e pertanto a volte perfino controintuitivo - in qualsiasi circostanza. L'aspetto chiave, sotto questo profilo, è quindi analizzare il possibile impatto di quanto sta accadendo sulle principali variabili economiche a livello globale.

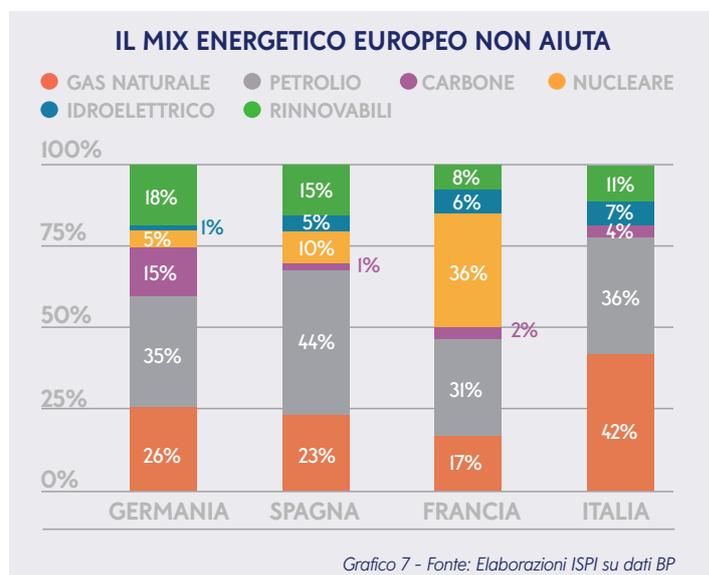
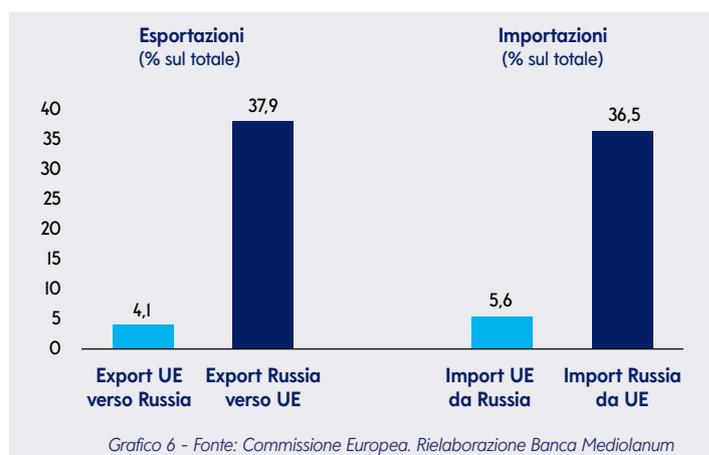
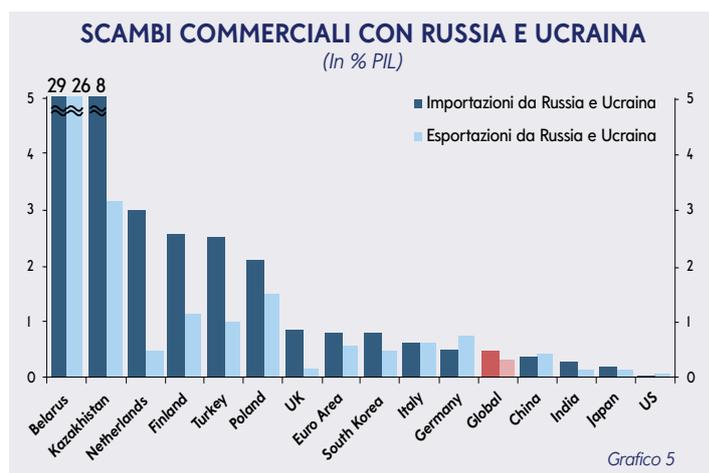
Per quanto riguarda la Russia stessa, gli effetti devastanti delle sanzioni hanno già iniziato a palesarsi: la Banca Centrale ha alzato immediatamente i tassi d'interesse dal 9,5% al 20%, bloccato la vendita di titoli da parte dei non residenti e richiesto la conversione forzata della maggior parte dei ricavi (80%) in valuta estera delle aziende, per limitare i deflussi di capitale e il crollo del rublo; la corsa agli sportelli è già partita e l'inflazione diventerà rapidamente galoppante.

Tutt'altra cosa è invece l'impatto per le altre economie, che passa principalmente dal canale commerciale (riduzione dell'import/export con la Russia). A livello mondiale aggregato tale impatto dovrebbe essere molto ridotto, in quanto Russia e Ucraina pesano insieme per meno del 2% degli scambi commerciali globali (e anche del PIL, grafico 5). L'Europa è sicuramente più esposta di altre economie, come quella statunitense, specie per quanto riguarda alcuni Paesi (quelli dell'Est Europa) e settori; tuttavia anche qui le percentuali sono piuttosto ridotte: complessivamente la Russia pesa infatti per il 4-5% dell'intero volume di scambi europeo e il dato si riduce a meno dell'1% in termini di incidenza sul PIL; viceversa, l'Europa rappresenta di gran lunga il principale partner commerciale per la Russia (circa il 37% degli scambi, grafico 6).

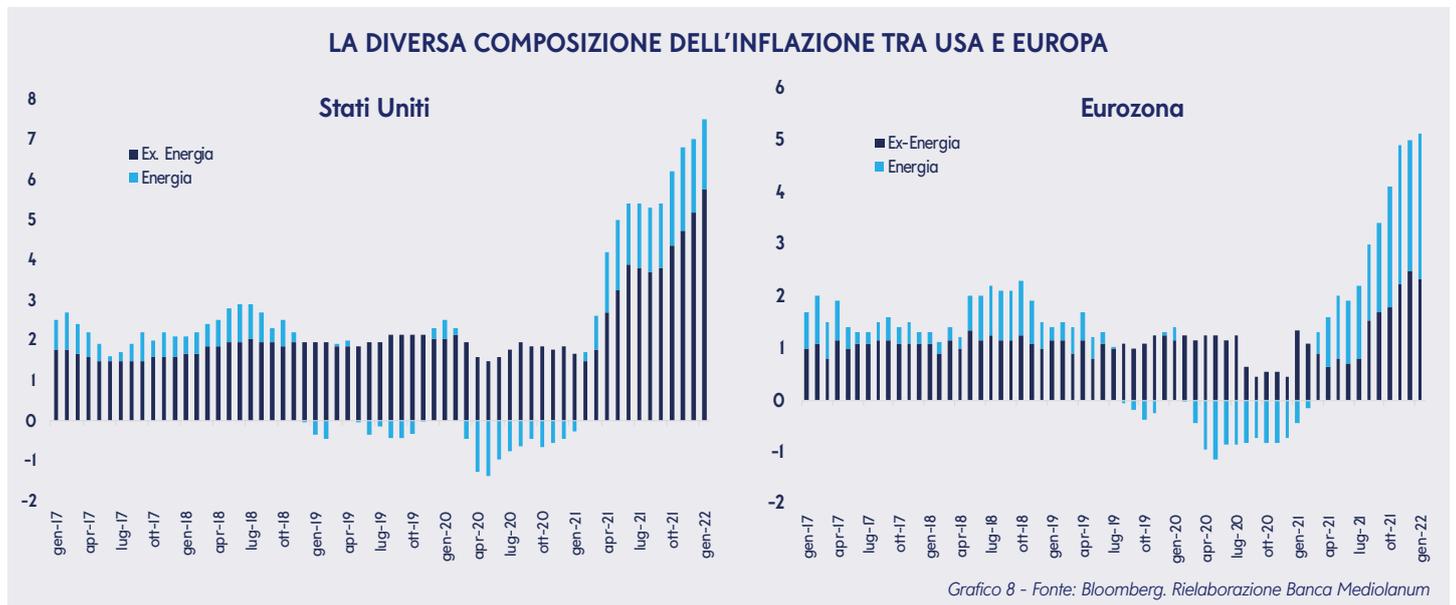
Il problema maggiore, tuttavia, risiede nella composizione delle esportazioni dalla Russia, che rappresenta uno dei principali produttori di materie prime energetiche (petrolio, gas naturale), ma anche agricole, metalli, legno e fertilizzanti. L'Europa in particolare è altamente **dipendente dall'estero** dal punto di vista energetico, una dipendenza che peraltro è salita negli ultimi anni, e in particolare dalla Russia. Basti pensare che il Cremlino è il principale fornitore per l'Unione Europea di gas naturale (circa il 40% del gas importato), petrolio (circa il 27%) e carbone (circa il 47%)² e che tali materie prime rappresentano una fonte ancora molto importante nel nostro mix energetico (grafico 7). Il timore principale, insomma, è legato all'impatto che un ulteriore aumento dei prezzi dell'energia e in generale delle materie prime possa rallentare la ripresa e continuare ad alimentare l'inflazione, che già costituiva un elemento di grande attenzione per i mercati finanziari, avendo raggiunto livelli molto elevati sia negli USA che in Europa: a gennaio era pari rispettivamente al 7,5%, il record dal 1982, e al 5,1%, il massimo da quando esiste la serie storica, ossia dal 1997 (stesso dato anche per l'Italia, record dal 1996).

Con una differenza, tuttavia (grafico 8), legata proprio al fatto che, mentre negli USA le pressioni inflazionistiche risultano molto più diffuse e legate anche ad un eccesso di domanda, in Europa derivano per la maggior parte dal lato dell'offerta: i colli di bottiglia nelle catene produttive, ma soprattutto il

² Dati a fine 2019. Fonte: Eurostat, IEA



forte aumento già registrato nei prezzi energetici (+28,8% nell'area euro rispetto a un anno fa e addirittura +39,1% in Italia a gennaio). Difatti l'inflazione *core* (che esclude energia, alimentari, alcool e tabacco) ha invece registrato una discesa da 2,6% a 2,3% nell'area euro. E tale aumento dei prezzi dell'energia era già almeno in parte riconducibile alla Russia, ovvero alla riduzione di circa il 25-30% delle forniture di gas naturale osservata negli ultimi mesi.

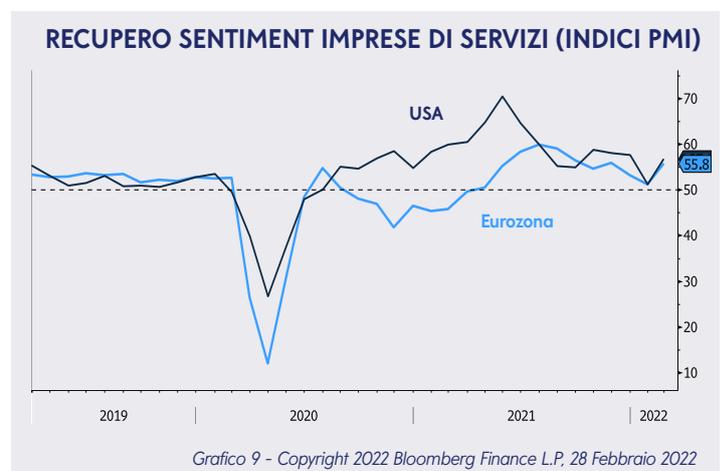


La persistenza dell'inflazione, unita ad un contesto di crescita solida grazie anche al progressivo miglioramento del quadro sanitario, aveva indotto la Banca Centrale Europea ad abbandonare in parte l'atteggiamento di "colomba" mantenuto fino a fine 2021. Oltre alla riduzione degli acquisti di titoli, il mercato era arrivato a scontare un incremento del *depo rate* di circa 50 punti base entro fine anno (dall'attuale -0,50% a 0%). Ovviamente, alla luce delle aumentate tensioni geopolitiche e dei possibili riverberi sulla crescita, non è detto che i piani della BCE non subiscano modifiche. Il mercato ha già abbassato le sue previsioni a circa 30 pb di rialzo nel 2022 e in una conferenza stampa straordinaria la Lagarde ha già dichiarato che la BCE farà tutto quanto in suo potere per salvaguardare la stabilità dei prezzi e il sistema finanziario nell'area dell'euro. L'evoluzione della situazione sarà monitorata attentamente e sarà condotta una valutazione completa delle prospettive economiche, che costituirà la base del prossimo incontro del 10 marzo.

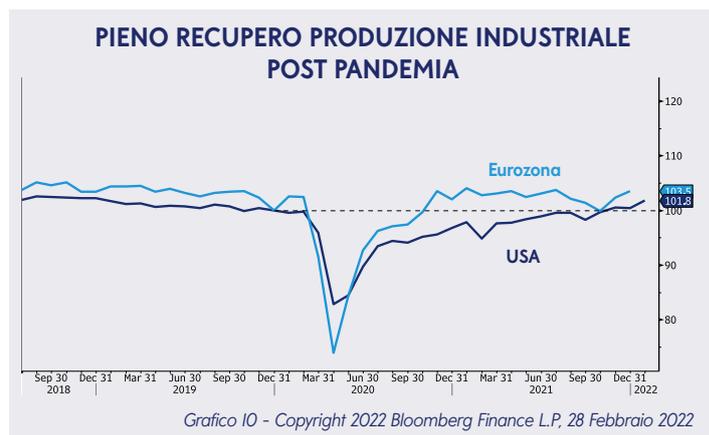
NEL FRATTEMPO... SEGNALI DI CRESCITA SOLIDA

Nonostante l'attenzione sia stata quasi totalmente catalizzata dagli sviluppi geopolitici e dai loro risvolti altamente incerti, bisogna comunque sottolineare che nell'ultimo periodo erano emerse alcune importanti evidenze positive sul fronte economico, che non vanno dimenticate:

- Il miglioramento del quadro sanitario sta consentendo graduali riaperture dopo l'ondata omicron, riflettendosi in una ripresa della mobilità e dei livelli di attività in tutti i principali Paesi, specie nei settori più colpiti dalle restrizioni, come il turismo, la ristorazione e l'intrattenimento. I dati di sentiment delle imprese di servizi testimoniano questo effetto (grafico 9)
- I consumi si dimostrano resilienti, nonostante l'impatto dell'ultima ondata pandemica e l'aumento dei prezzi: ad esempio, l'ultimo dato di vendite al dettaglio negli USA di gennaio ha fortemente sorpreso al rialzo (+3,8% sul mese).
- Al contempo, anche la produzione industriale stava evidenziando un buon recupero, arrivando a superare ormai ampiamente i volumi pre-pandemia sia nell'area



euro ma anche negli USA (grafico 10); il sentiment delle imprese manifatturiere si confermava su livelli molto elevati e i colli di bottiglia nelle catene produttive, seppur ancora molto significativi, mostravano continui segnali di allentamento.



WHAT'S NEXT

SCENARI A CONFRONTO

In questo momento è ancora molto difficile fare delle stime accurate su quello che potrà essere l'impatto del conflitto sulle principali variabili macroeconomiche: la situazione è in rapido divenire da un punto di vista geopolitico e non si ha ancora piena contezza dei risvolti a cascata delle sanzioni imposte dall'occidente.

È necessario quindi affidarsi ad un range di possibili scenari, tenendo presente che il principale canale di trasmissione, come detto, è rappresentato dal flusso di materie prime, in particolare energetiche.

Chiaramente, lo scenario peggiore sarebbe quello di un taglio completo o comunque di una riduzione importante delle forniture dalla Russia, che comporterebbe anche un freno alla produzione per le imprese, oltre che un'incidenza sui consumi privati, provocando probabilmente una leggera recessione in Europa e rimettendo quindi completamente in discussione le prospettive di riduzione dei supporti monetari della BCE. Questo scenario appare comunque molto improbabile visto che i guadagni legati all'export di energia pesano per la Russia circa il 35-40% delle entrate fiscali e circa il 20% del PIL.

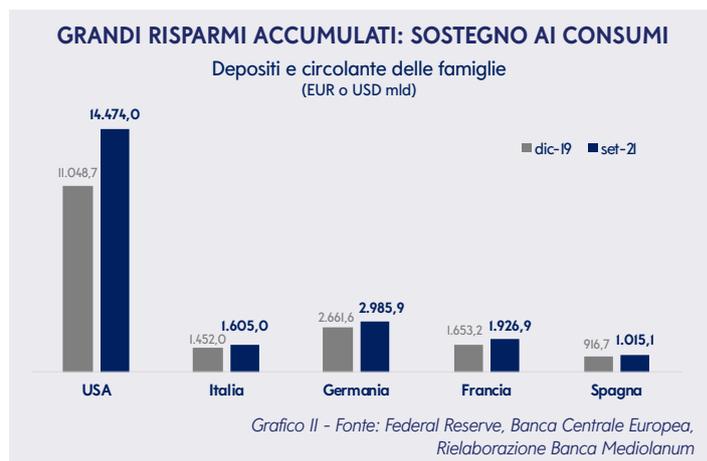
Nel caso, invece, in cui le forniture energetiche venissero poco o solo in parte intaccate - come sembra più probabile al momento, dato tra l'altro che il tema energetico è stato appositamente lasciato per lo più fuori dalle sanzioni - si avrebbe comunque un aumento dei prezzi, un nuovo picco di inflazione e una ricaduta negativa sulla crescita, ma in misura molto minore e in ogni caso variabile a seconda della dimensione e della durata dello shock. I Governi stanno già studiando tutti i modi per mitigare l'impatto dell'aumento dei costi energetici sui consumi e sulla produzione, dalle misure fiscali ad hoc (tra cui potrebbe esserci anche un fondo di solidarietà a livello europeo, come proposto dalla Grecia) al potenziamento dei canali di fornitura alternativi attivabili nel breve (come l'Algeria, che già si è detta pronta ad aumentare la quota verso l'Europa, o gli USA e il Qatar per il gas liquefatto). L'avvicinarsi della bella stagione sarà un aiuto in tal senso, come pure, per quanto riguarda il petrolio, l'eventuale riattivazione dell'accordo sul nucleare con l'Iran, associata al ricorso già ipotizzato da parte degli USA e di altri Paesi alle riserve strategiche.

Le stime iniziali della BCE parlano di un possibile ridimensionamento di circa lo 0,3-0,4% dell'espansione economica dell'area euro nel 2022, che rimarrebbe comunque sostanziosa, date le elevate stime di partenza (intorno al 4%). Non bisogna infatti dimenticare che, dall'altra parte, il contesto di riaperture dopo il passaggio di Omicron, i progressi nel mercato del lavoro e l'elevata liquidità delle famiglie rimangono un elemento di grande supporto per i consumi (grafico II).

COSA ASPETTARSI DALLE BANCHE CENTRALI

Visto che questo leggero rallentamento della crescita sarà accompagnato anche da un ulteriore aumento dell'inflazione nel breve, la BCE avrà l'arduo compito di bilanciare le proprie mosse, portando avanti la normalizzazione monetaria stressando ancor più però l'aspetto legato alla flessibilità di tutti gli strumenti e alla prudenza, per garantire la stabilità finanziaria.

Per la Fed la situazione è piuttosto differente: come detto, l'impatto economico stimato per gli Stati Uniti è molto minore che per l'Europa, mentre le pressioni inflazionistiche sono molto più diffuse, includendo anche in parte i salari. L'avvio di un ciclo di rialzo dei tassi da parte della Fed, accompagnato da una graduale riduzione dell'attivo di bilancio dovrebbe quindi essere confermato: il mercato continua ad attendersi circa 6 rialzi dei tassi quest'anno, di cui il primo già al prossimo meeting del 16



marzo, sebbene gli eventi recenti abbiano ridotto notevolmente la probabilità di vedere un “doppio rialzo” (di 50 punti base invece che di 25) come prima mossa.

QUALI PROSPETTIVE PER I MERCATI

Una volta superata la fase di maggior incertezza e volatilità, i tassi d’interesse dovrebbero quindi riprendere la propria tendenza al rialzo, pesando almeno nel breve sui corsi obbligazionari più esposti all’effetto *duration*, tenendo presente comunque che il *terminal rate* atteso (il punto di arrivo della fase di normalizzazione delle Banche Centrali) rimane piuttosto contenuto.

Per quanto concerne i mercati azionari, dopo questa correzione si potrebbe assistere ad un recupero favorito da una crescita degli utili societari in larga parte confermata, dal forte ridimensionamento delle valutazioni e da livelli di posizionamento e di sentiment degli investitori già molto depressi (grafico 12). Infine, in un’ottica più di lungo termine, questa crisi geopolitica spingerà sicuramente i Governi europei ad attivare il più rapidamente possibile un sistema di stoccaggio comune di energia, a diversificare maggiormente le fonti di approvvigionamento e, in ultima analisi, ad accelerare il processo di transizione energetica, che già occupava un posto di prim’ordine nel Next Generation EU.

Tutto ciò lascia presagire che ancora una volta l’economia e i mercati globali riusciranno a superare una situazione di grave crisi, grazie ai meccanismi autoregolatori del sistema economico-finanziario (i cosiddetti “anticorpi”) e alla spinta che tali situazioni generano verso la ricerca di nuove soluzioni.

Si raccomanda, ancor più in un contesto incerto come quello attuale, di mantenere un approccio il più possibile diversificato, geograficamente e settorialmente, e di attenersi alla pianificazione di lungo termine e alle strategie già preventivamente definite.

