

OSSERVATORIO
MERCATI

mediolanum BANCA

APRILE

2022

INDICE

WHAT'S UP	3
MERCATI AZIONARI	3
MERCATI OBBLIGAZIONARI	4
MATERIE PRIME E VALUTE	4
WHAT'S NEW	6
SANZIONI E IMPATTO SULLA RUSSIA	6
I CANALI DI TRASMISSIONE VERSO LE ALTRE ECONOMIE	6
COME STANNO REAGENDO LE BANCHE CENTRALI	8
COME STANNO REAGENDO I GOVERNI	9
COME SI COLLOCA LA CINA IN QUESTO SCENARIO?	9
WHAT'S NEXT	11
PROSPETTIVE ECONOMICHE DI BREVE...	11
...E DI MEDIO-LUNGO TERMINE	12
POSSIBILI SVILUPPI SUI MERCATI	12

WHAT'S UP

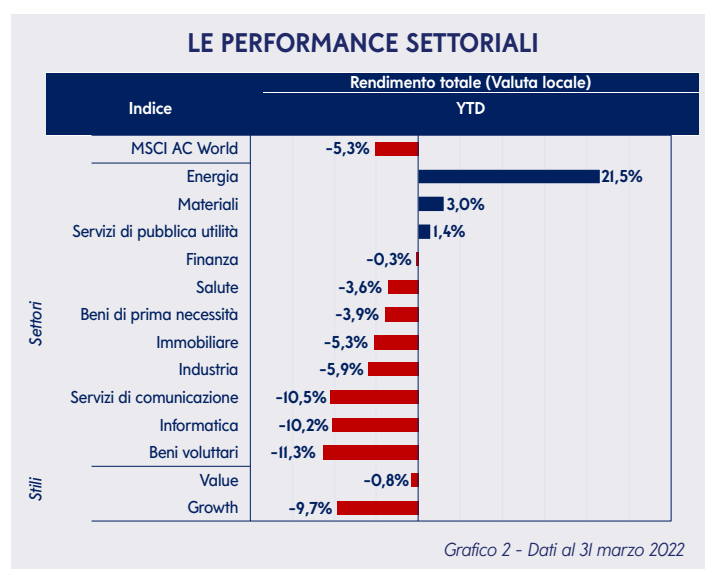
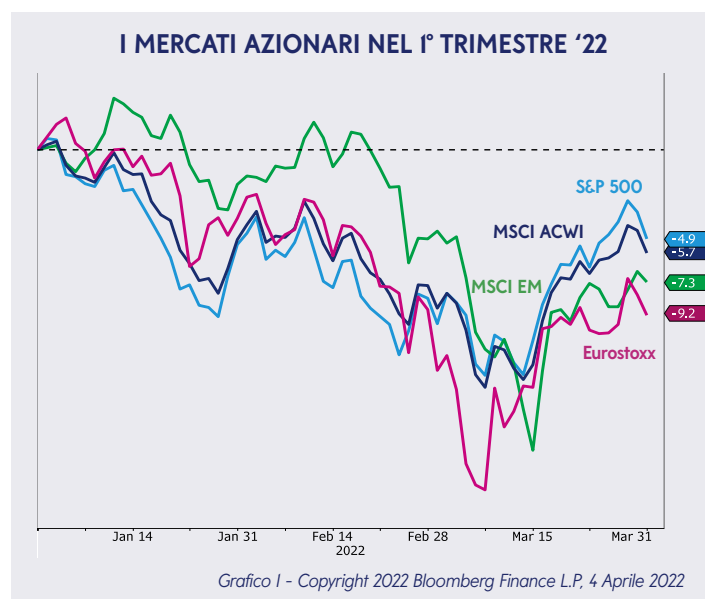
Il primo trimestre del 2022 è stato segnato da un'elevata volatilità sui mercati finanziari, inizialmente innescata dalle prospettive di normalizzazione monetaria da parte delle Banche Centrali - in un contesto di elevata e persistente inflazione - e successivamente acuita dallo scoppio del conflitto tra Russia e Ucraina.

MERCATI AZIONARI

Dall'inizio dell'anno al minimo dell'8 marzo, i mercati azionari hanno registrato una discesa del 13% nella media globale, seguita tuttavia da un recupero rapido e già consistente: il trimestre si è chiuso così con una performance complessiva del -5,7%, ma con un rialzo del 1,9% nell'ultimo mese. Gli investitori sperano in una risoluzione diplomatica del conflitto e nella possibilità che l'economia globale riesca quindi a superare la crisi in atto senza grossi intoppi.

A livello geografico (*Grafico 1*), gli Stati Uniti e il Giappone hanno sovraperformato la media globale (-4,9% e -3,4% nel 1° trimestre), mentre l'Area Euro ha registrato una sottoperformance (-9,2%), data la maggior esposizione alle conseguenze economiche del conflitto. Tra i listini europei, i più sfavoriti sono stati il mercato italiano (-8,5%) e tedesco (-9,3%), mentre quello spagnolo e soprattutto quello inglese si sono distinti positivamente (-3,1% e +1,8% rispettivamente). Anche i mercati emergenti sono stati penalizzati nel periodo (-7,3%), risentendo in maniera diretta sia della crisi geopolitica russa¹, sia dell'andamento del mercato cinese: quest'ultimo ha visto un forte calo nella prima metà di marzo, soprattutto a carico delle società tecnologiche quotate all'estero, successivamente recuperato in parte grazie agli interventi verbali delle autorità cinesi a supporto dell'economia e del mercato.

Tra i settori (*Grafico 2*), il più favorito è stato di gran lunga quello energetico, grazie al forte apprezzamento delle materie prime, seguito dai materiali di base. Al terzo posto i finanziari, che stavano evidenziando un buon trend in avvio d'anno, successivamente intaccato dai timori circa eventuali ripercussioni dalle sanzioni finanziarie imposte alla Russia anche per le banche internazionali, soprattutto quelle europee. Dalla parte opposta dello spettro, i settori meno favoriti sono stati i consumi discrezionali, i servizi di comunicazione e la tecnologia, notoriamente afferenti allo stile *growth* e tendenzialmente più penalizzati nelle fasi di rialzo dei tassi d'interesse.



¹ La borsa russa è rimasta chiusa per quasi un mese, dal 28 febbraio al 24 marzo, quando ha riaperto parzialmente registrando un rimbalzo temporaneo e artificialmente agevolato dalle misure del Governo russo, che ha vietato lo short selling e le vendite di azioni da parte degli stranieri, oltre ad aver utilizzato il fondo sovrano per acquistare titoli e sostenere le quotazioni

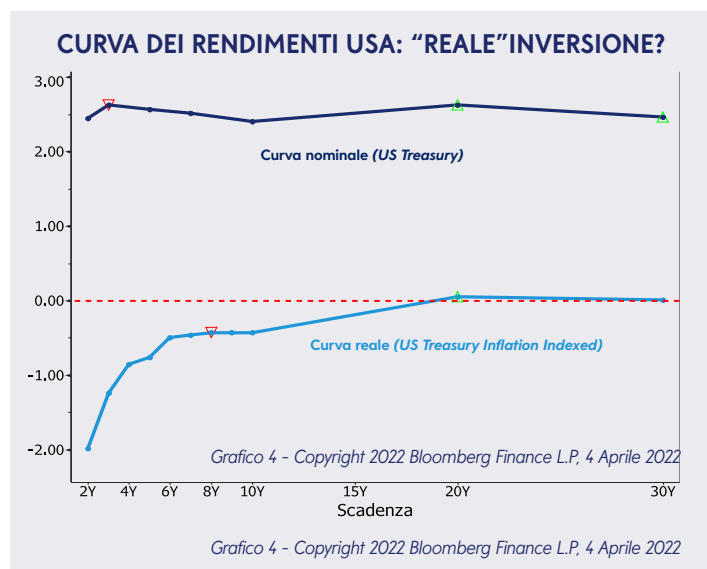
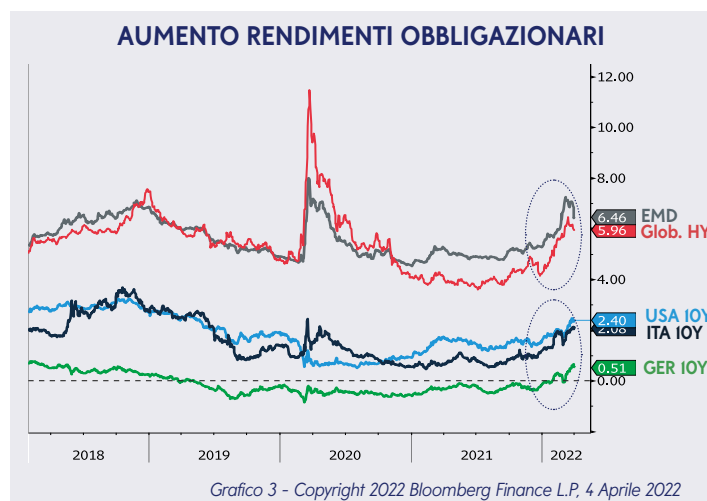
MERCATI OBBLIGAZIONARI

Difficoltoso anche l'avvio d'anno per i mercati obbligazionari, che hanno restituito ritorni per lo più negativi nel periodo, a causa del significativo rialzo dei rendimenti (Grafico 3). Il decennale statunitense è passato dall'1,51% di fine 2021 al 2,34% del 31 marzo 2022, con un incremento di quasi un punto percentuale. Anche il rendimento decennale tedesco è salito di oltre 80 punti base nel periodo, da -0,18% a +0,54%. Inoltre, la prospettiva di una riduzione degli acquisti di titoli di Stato da parte della BCE e i timori legati all'invasione russa dell'Ucraina hanno portato ad un ampliamento del differenziale di rendimento tra i titoli a 10 anni italiani e tedeschi, dai 135 punti base di inizio anno ai 150 circa di fine trimestre, con un picco intorno a 170 punti base raggiunto il 23 febbraio.

Un aspetto molto dibattuto nell'ultimo periodo riguarda la configurazione della curva dei rendimenti governativi statunitensi (Grafico 4), che, oltre ad un generale spostamento verso l'alto, ha evidenziato anche un significativo "appiattimento" e addirittura un'inversione su alcuni tratti di curva. I tassi a breve-medio termine sono infatti saliti molto di più di quelli a lungo, riflettendo l'imminente ciclo di rialzi della Fed, ma allo stesso tempo un certo scetticismo sul fatto che tali rialzi possano proseguire anche oltre i prossimi 1-2 anni. Sebbene un'inversione della curva sia spesso considerata come un segnale di futuro rallentamento economico (a distanza comunque anche di un paio d'anni), secondo una recente ricerca della stessa Fed tale segnale potrebbe essere spurio; inoltre in questo momento potrebbe essere distorto dalle attese di riduzione futura dell'inflazione, più che della crescita: infatti, escludendo la componente legata alle attese di inflazione, la curva dei rendimenti reali presenta una normale struttura crescente. Nel mercato obbligazionario a *spread* è stato registrato un allargamento del premio al rischio richiesto dagli investitori, soprattutto sui titoli *high yield* europei e sul debito emergente, potenzialmente più colpiti dalle conseguenze del conflitto. Tuttavia, si è trattato di movimenti decisamente più contenuti rispetto a quelli osservati durante la pandemia e già in parte rientrati, in analogia con il recupero del mercato azionario.

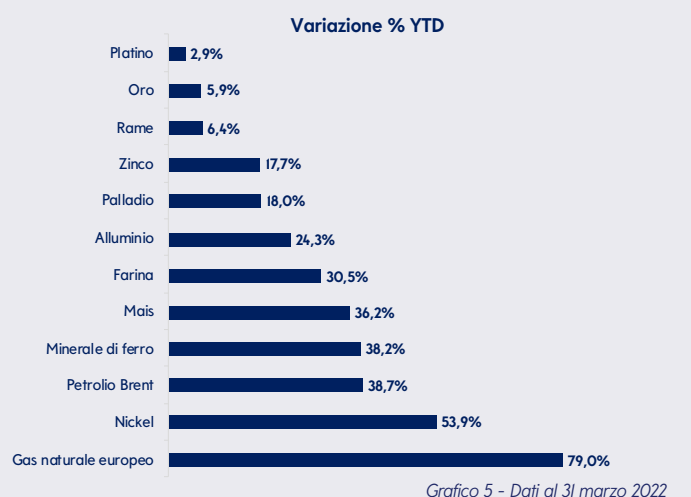
MATERIE PRIME E VALUTE

Come già accennato, il complesso delle materie prime - dall'energia, ai metalli, alle *commodities* agricole - ha registrato forti rialzi nel trimestre (Grafico 5), rispecchiando i timori circa un corposo ridimensionamento della loro offerta a causa del conflitto. Pur in assenza (almeno finora) di significative riduzioni nelle forniture energetiche, l'incertezza sullo scenario, accentuata dalle scorte già molto basse e dalla più recente richiesta di Putin di ricevere i pagamenti in rubli da parte dei Paesi "nemici", ha fatto salire significativamente il prezzo del gas. Simile sorte per il petrolio, complice il rifiuto volontario da parte di molti acquirenti di fare affari con i venditori russi. Rispetto ai picchi di inizio marzo, si è comunque assistito ad un parziale rientro dei prezzi delle principali materie prime nell'ultimo periodo.



Nel mercato obbligazionario a *spread* è stato registrato un allargamento del premio al rischio richiesto dagli investitori, soprattutto sui titoli *high yield* europei e sul debito emergente, potenzialmente più colpiti dalle conseguenze del conflitto. Tuttavia, si è trattato di movimenti decisamente più contenuti rispetto a quelli osservati durante la pandemia e già in parte rientrati, in analogia con il recupero del mercato azionario.

FORTI AUMENTI DEI PREZZI NELLA COMMODITIES



Infine, dal punto di vista valutario, il dollaro statunitense si è apprezzato rispetto all'euro e alle altre principali valute (tasso di cambio Euro-Dollaro -2,7%), sulla scia di una politica monetaria in via di rapido restringimento negli USA e di un minor coinvolgimento economico nel conflitto. Da sottolineare l'andamento del rublo, che ha visto un drastico deprezzamento, di circa il 45%, dopo l'invasione, ma anche un significativo recupero successivo, riflettendo i tentativi di supporto da parte del Governo e della Banca Centrale russi, ma soprattutto il proseguimento ad alto regime della vendita di materie prime energetiche al resto del mondo.

WHAT'S NEW

SANZIONI E IMPATTO SULLA RUSSIA

Dallo scoppio del conflitto Russia-Ucraina il 24 febbraio scorso, lo scenario economico e geopolitico globale è profondamente cambiato.

Le sanzioni imposte dall'Occidente hanno sostanzialmente tagliato fuori la Russia dal sistema finanziario e dagli scambi commerciali con gli Stati Uniti, l'Europa e gli altri partner, compresa la possibilità di acquistare svariati componenti cruciali per il funzionamento dei settori strategici. Molte multinazionali hanno già sospeso o abbandonato del tutto le attività nel Paese. Sono state colpite persone fisiche e banche, ridotto drasticamente l'accesso ai mercati dei capitali internazionali e congelato l'accesso a buona parte delle riserve in valuta estera della Banca Centrale russa. Quest'ultima ha alzato drasticamente i tassi d'interesse (dal 9,5% al 20%) e introdotto controlli sui capitali per cercare di contrastare il deprezzamento del rublo, il deflusso di capitali e l'aumento dell'inflazione. Al contempo, i ritardi e le difficoltà negli scambi commerciali e nei pagamenti internazionali hanno aumentato notevolmente il rischio di *default* per molte società russe e per lo Stato stesso (Grafico 6). Dopo una temporanea attenuazione, tale rischio è tornato a salire fortemente a inizio aprile, dopo che il Tesoro USA, con una nuova mossa sanzionatoria, ha deciso di negare al governo russo la possibilità di onorare i propri debiti internazionali attraverso i conti correnti sulle banche statunitensi. Sarebbe la prima volta che la Russia dichiara il fallimento sul debito estero dal 1918 e si tratterebbe di uno dei principali default della storia moderna.²



I CANALI DI TRASMISSIONE VERSO LE ALTRE ECONOMIE

Al di là del drammatico effetto sull'economia russa, l'attenzione di economisti e investitori è stata rivolta soprattutto a stimare il possibile impatto anche sul resto del mondo.

Nonostante la Russia e l'Ucraina pesino insieme solo per circa il 2% del PIL globale, i potenziali canali di trasmissione del conflitto verso le altre economie sono diversi, con varia natura e rilevanza. Analizziamoli più in dettaglio, anche in base all'evoluzione osservata finora:

- **FINANZIARIO:** sotto questo profilo, i legami della Russia con gli altri Paesi sono generalmente modesti. Gli **investimenti esteri diretti (FDI)** da e verso la Russia pesano solo circa l'1-1,5% del totale globale e anche **l'esposizione delle banche estere** nei confronti di Russia e Ucraina rappresenta meno dello 0,5% del totale³. L'Europa certamente risulta più esposta di altre aree, ma con cifre comunque complessivamente contenute (Grafico 7).



² Il debito estero, tra Stato e società russe, si aggira intorno ai 150 miliardi di dollari. Il rischio è in parte calmierato dal fatto che per alcune emissioni è prevista la possibilità di rimborso in altra valuta, per cui il saldo in rubli non comporterebbe un default.

³ Dati BIS al 3° trimestre 2021.

A conferma di tutto ciò, il Fondo Monetario Internazionale ha recentemente dichiarato che anche un eventuale *default* della Russia - non più considerato per l'appunto un evento improbabile - avrebbe un impatto probabilmente limitato a livello globale e non rappresenterebbe quindi un vero e proprio rischio sistemico. Inoltre, la reazione dei mercati finanziari dallo scoppio del conflitto (sotto forma di cali nell'azionario, allargamento degli *spread* di credito e movimenti valutari) ha comportato sì un restringimento delle condizioni finanziarie, ma di portata più limitata rispetto ad altre crisi e già in riduzione rispetto al picco. Infine, la Banca Centrale Europea ha dichiarato di essere pronta ad agire per preservare la stabilità finanziaria se fosse necessario.

COMMERCIALE ED ENERGETICO: anche dal punto di vista degli scambi commerciali in senso lato, il peso combinato di

Russia e Ucraina è in generale molto contenuto. Perfino per l'Europa - di nuovo la più esposta - l'export verso queste due nazioni pesa meno dell'1% del PIL. Ciononostante, il canale commerciale è decisamente il più rilevante, a causa del ruolo molto significativo che i due Paesi rivestono come produttori ed esportatori di materie prime (Grafico 8). Basti pensare che insieme coprivano circa il 30% dell'export globale di farina e il 20% di quello di mais e di minerali fertilizzanti. L'interruzione dei flussi di tali **commodities agricole** avrebbe importanti ripercussioni economiche e umanitarie, soprattutto per i Paesi del Nord-Africa e per altri Paesi Emergenti che ne fanno grande affidamento. Inoltre, le catene di fornitura globali sono molto dipendenti dalle esportazioni di **metalli** da Russia e Ucraina, per cui eventuali difficoltà di approvvigionamento - come il recente calo dell'attività nei porti sembra suggerire - può incidere negativamente sulla produzione in vari settori industriali, tra cui ad esempio quello automobilistico. Infine, non bisogna dimenticare il ruolo cruciale nella fornitura di **materie prime energetiche**: circa il 20% delle esportazioni globali di gas naturale e circa il 10% di quelle di petrolio e carbone venivano proprio dalla Russia. Per l'Europa queste cifre salgono addirittura al 40-45% per il gas, 27% per il petrolio e 46% per il carbone, testimoniando l'elevata dipendenza del Vecchio Continente dal Cremlino e il rischio di un effetto boomerang dalle sanzioni (Grafico 9). Non a caso l'Europa non si è allineata alla decisione degli USA e di altri Paesi NATO di applicare un embargo sull'import di prodotti energetici dalla Russia, se non per quanto riguarda il carbone, che incide molto poco. Il rischio è che l'aumento dei prezzi energetici si traduca in un aggravio per famiglie e imprese tale da indurre un rallentamento nei consumi e nelle attività produttive. Per il momento, gli indicatori ad alta frequenza non indicano un declino significativo nella spesa in consumi e nell'utilizzo di elettricità nell'Eurozona, ma un eventuale protrarsi delle tensioni potrebbe incidere negativamente in tal senso.

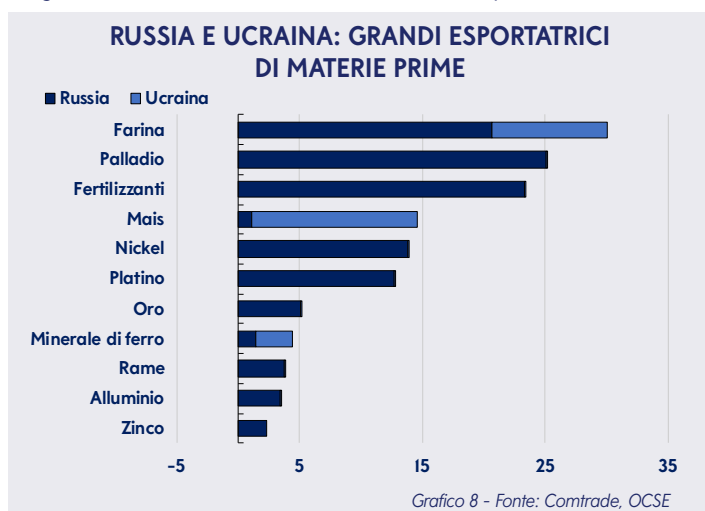


Grafico 8 - Fonte: Comtrade, OCSE

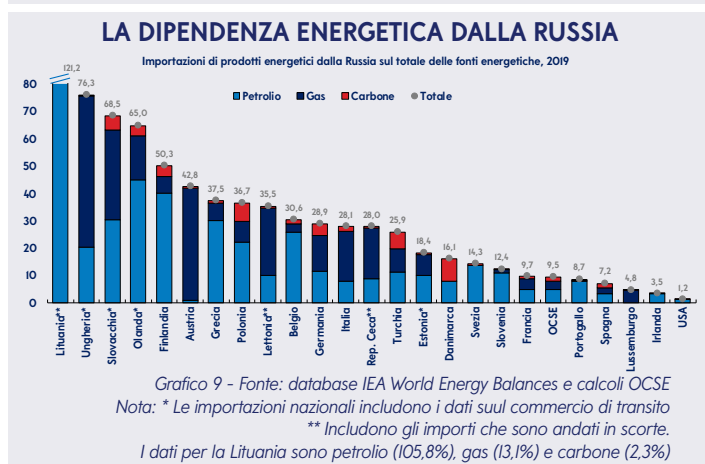


Grafico 9 - Fonte: database IEA World Energy Balances e calcoli OCSE
 Nota: * Le importazioni nazionali includono i dati sul commercio di transito
 ** Includono gli importi che sono andati in scorte.
 I dati per la Lituania sono petrolio (105,8%), gas (13,1%) e carbone (2,3%)

- **SENTIMENT:** l'ultimo canale preso in considerazione - più indiretto rispetto ai primi due, ma comunque degno di nota - è rappresentato dai livelli di fiducia degli attori economici e dal fatto che una maggior incertezza sulle prospettive future possa spingere a rimandare alcune decisioni di spesa e di investimento, amplificando l'effetto del conflitto. Finora è stato osservato un calo piuttosto significativo nel sentiment dei consumatori nell'area euro, verosimilmente legato all'aumento dei prezzi dei beni di consumo e in particolare dei carburanti; di contro, tuttavia, gli indicatori di sentiment delle imprese, come gli indici PMI e gli indici calcolati dalla Commissione Europea, sono

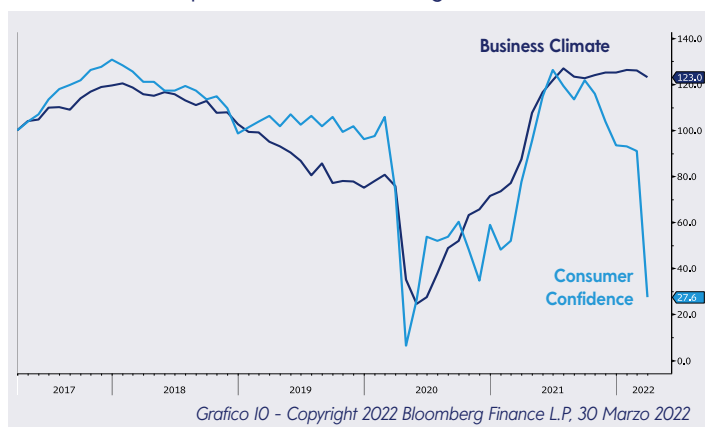


Grafico 10 - Copyright 2022 Bloomberg Finance L.P., 30 Marzo 2022

risultati migliori delle attese per il mese di marzo (Grafico 10).

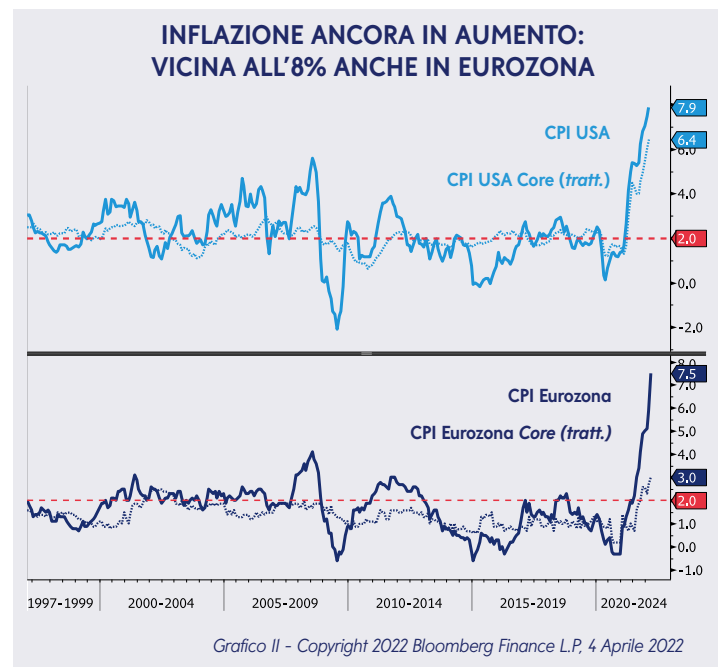
COME STANNO REAGENDO LE BANCHE CENTRALI

Uno scenario come quello appena descritto, nel quale uno shock (per lo più esogeno) sul lato dell'offerta comporta allo stesso tempo un rallentamento della crescita e un aumento dell'inflazione, risulta particolarmente complesso da navigare per le Banche Centrali, che si trovano in qualche modo a dover scegliere a quali dei due aspetti dare priorità. La decisione tende a basarsi sul contesto di partenza e sulle attese circa l'impatto dello *shock* sul quadro macroeconomico: in estrema sintesi potremmo dire che, per ora, lo scoppio del conflitto - pur aggiungendo sicuramente un elemento di cautela in più - non ha per nulla intaccato i piani di normalizzazione monetaria precedentemente in essere, in quanto:

- a) L'inflazione era già molto elevata e salirà ulteriormente a causa del conflitto
- b) La crescita appariva solida e si pensa sarà solo in parte intaccata dal conflitto.

Insomma, il focus principale delle Banche Centrali in questo momento è quello di mantenere ancorate le aspettative di inflazione di medio-lungo periodo per preservare la stabilità dei prezzi.

Nel meeting di politica monetaria dello scorso 16 marzo, la Fed statunitense ha alzato il *range* di riferimento sui *fed funds* per la prima volta dal 2018, indicando altri possibili 6 rialzi dei tassi nel corso del 2022, seguiti da ulteriori 3-4 ritocchi nel 2023. Ciò porterebbe i tassi di riferimento intorno al 2,8%, in territorio restrittivo rispetto al 2,4% indicato come target neutrale di lungo periodo. Inoltre, nell'ultimo periodo, i commenti di alcuni esponenti della Banca Centrale, incluso lo stesso Powell, hanno lasciato intendere la possibilità di procedere ad un rialzo doppio (50pb invece dei consueti 25pb) al prossimo meeting di maggio. Nella stessa occasione potrebbe anche essere annunciato l'avvio del c.d. Quantitative Tightening, la riduzione dello stock di bilancio tramite il mancato reinvestimento di parte dei titoli in scadenza. Del resto, l'inflazione ha raggiunto il 7,9% a febbraio (Grafico 11), con pressioni diffuse in svariate categorie di beni, mentre la disoccupazione è scesa al 3,6% a marzo e la domanda di lavoratori si conferma molto elevata: insomma, l'economia è forte e può tollerare la riduzione dei supporti, mentre la priorità è il contenimento dell'inflazione.



Anche la BCE ha dato un messaggio piuttosto rigido, che ha in parte sorpreso gli investitori: dopo il termine del programma PEPP confermato per fine marzo, l'iter di riduzione degli acquisti nell'ambito dell'APP è stato compresso all'interno del solo secondo trimestre (40 miliardi ad aprile, 30 a maggio, 20 a giugno), lasciando aperta la possibilità nel terzo di calibrare ed eventualmente già concludere gli acquisti, se le condizioni lo consentiranno. Per quanto riguarda i tassi, non è stata data alcuna indicazione precisa, al di là del fatto che qualsiasi aggiustamento avrà luogo dopo un certo tempo dalla fine degli acquisti. Il mercato sta scontando un incremento entro fine anno di circa 50 pb del *deposit rate* (che sarebbe quindi portato a zero dal -0,50% attuale), ma tutto dipenderà dall'evoluzione del quadro: da una parte l'inflazione è elevata anche nell'area euro (7,5% a marzo, Grafico 11) e si teme che possa diventare sempre più persistente, dall'altra però il suo aumento è attribuibile in gran parte alla componente energetica (su cui la BCE non può fare molto), senza contare che l'impatto del conflitto sulla crescita economica è ancora altamente incerto. Da qui la necessità per la BCE, ancor più che per la Fed, di riservarsi la massima flessibilità e opzionalità in tutti gli strumenti.

COME STANNO REAGENDO I GOVERNI

In un contesto in cui le Banche Centrali, dati gli elevati livelli di inflazione e la natura dello shock in corso, hanno scarso margine di manovra, il ruolo dei Governi e delle politiche fiscali è ancora più importante, specialmente in Europa, dove l'impatto del conflitto è maggiore e rischia di causare una forte crisi energetica.

Le misure annunciate finora dai singoli Stati vanno nella direzione di attutire l'impatto sui redditi di famiglie e imprese causato dall'aumento dei prezzi dell'energia, tramite trasferimenti e tagli fiscali (Grafico 12). Inoltre, il conflitto sta spingendo molti Governi a considerare un significativo incremento della spesa militare verso il target della NATO del 2% annuo del PIL (Grafico 13): molto significativa in tal senso la svolta della Germania, che allo scopo ha annunciato tra l'altro un fondo di 100 miliardi di euro. Infine, si renderà necessario incrementare la spesa pubblica per supportare i rifugiati dall'Ucraina. Tutto ciò dovrebbe comportare un aumento del deficit fiscale del 2022 rispetto alle previsioni iniziali tra l'1 e l'1,5% in media nei principali 4 Paesi dell'area euro.⁴

Oltre alle misure a livello nazionale, rese possibili anche grazie all'adozione di un nuovo "[quadro temporaneo di crisi](#)" sugli aiuti di Stato da parte della Commissione Europea (per consentire agli Stati membri di sostenere le imprese in difficoltà), cruciali saranno le azioni coordinate a livello comunitario. I leader europei hanno accolto la proposta preliminare della Commissione sul tema energetico, il c.d. [Repower EU](#), e richiesto la definizione di stime e piani più articolati entro maggio, sia nell'ambito della difesa che dell'energia. L'obiettivo è duplice: in primo luogo gestire la fase di emergenza, con misure quali gli acquisti centralizzati di gas, l'imposizione di *cap* sui prezzi e l'introduzione di una soglia minima di stoccaggio entro il prossimo inverno; in secondo luogo agire per il medio-lungo termine riducendo la dipendenza dalla Russia sul gas naturale⁵ e più in generale la dipendenza dalle fonti fossili. Non è ancora chiaro come

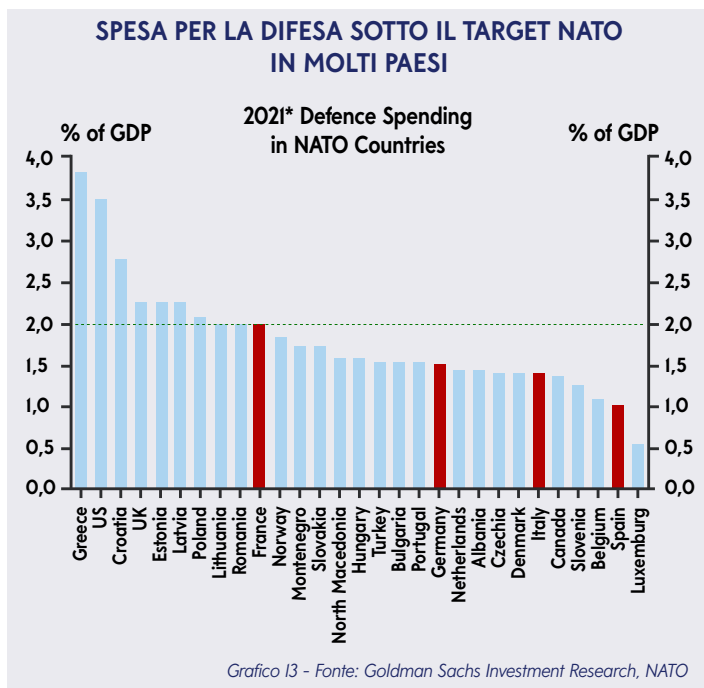
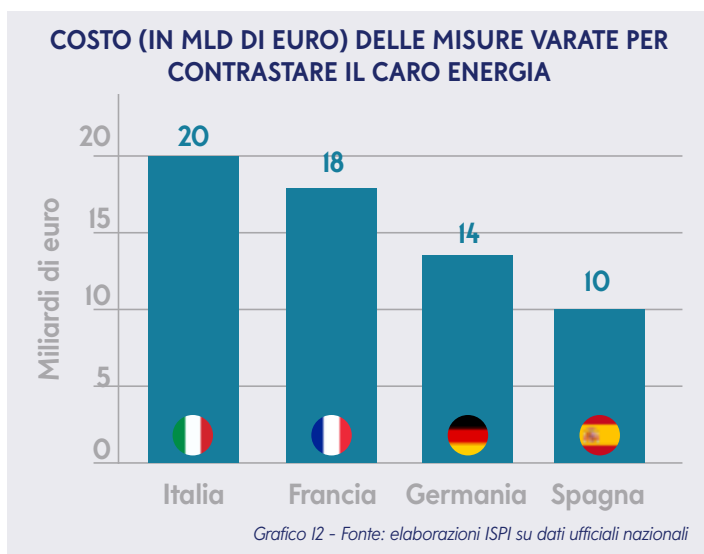
tali misure potranno essere finanziate, ma la recente esperienza della pandemia può fornire un valido tracciato: le ipotesi vanno da un'ulteriore proroga della sospensione del Patto di Stabilità, alla concessione di nuovi finanziamenti europei agli Stati membri (potrebbe anche essere utilizzata la quota residua di prestiti del Next Generation EU che molti Paesi non hanno richiesto) fino allo stanziamento di ulteriori trasferimenti a fondo perduto.

COME SI COLLOCA LA CINA IN QUESTO SCENARIO?

Il ruolo della Cina in questo complesso scenario è stato molto discusso nell'ultimo periodo, in particolare riguardo all'eventualità di un suo schieramento con la Russia. Tuttavia, al di là di possibili aiuti minori, una scelta netta in tal senso appare decisamente poco probabile. Da una parte, infatti, c'è la tentazione per la Cina di avere accesso alle risorse russe (energetiche e non solo) a sconto; dall'altra però il rischio di incorrere a propria volta in pesanti sanzioni, fortemente penalizzanti per l'economia.

⁴ Germania, Francia, Italia, Spagna. Stime Goldman Sachs.

⁵ Cruciale la diversificazione dei fornitori e l'incremento della quota di gas liquefatto (LNG). A tal proposito, viene in aiuto anche il [piano](#) annunciato dagli USA durante il summit a Bruxelles del 24 marzo per potenziare la fornitura di gas naturale liquefatto (LNG) ai Paesi europei entro la fine del 2022, con almeno 15 miliardi di metri cubi in più (progressivamente alzati a 50 entro il 2030).



Ad oggi, la Cina è ancora infatti molto dipendente dall'occidente, in *primis* come mercato di sbocco per le esportazioni, ma anche per l'acquisto di importanti input produttivi per settori strategici, come quello dei chip, delle biotecnologie e dell'aviazione. Basti pensare che nel 2021 il valore dell'export verso UE e USA insieme ha superato ampiamente i \$1'000 mld di dollari, contro i soli \$68 mld circa verso la Russia (Grafico 14). Inoltre, il quadro economico cinese, che a inizio anno stava dando segnali di miglioramento, è tornato a complicarsi per via dei nuovi *lockdown* imposti di recente per arginare la peggior ondata di covid-19 in Cina dal 2020, nell'ambito di quella che rimane una strategia molto rigida nei confronti dell'epidemia (Grafico 15). In positivo, tuttavia, rimane il fatto che per raggiungere il target di crescita, posto per il 2022 al 5,5%, saranno probabilmente necessarie manovre espansive consistenti, sia in ambito monetario che fiscale. La retorica del Governo è già significativamente cambiata in tal senso, come testimoniano le recenti dichiarazioni che hanno manifestato chiaramente la volontà di sostenere l'economia e i mercati finanziari, promettendo tra l'altro di allentare la repressione regolamentare e impedire crolli disordinati nel settore immobiliare. Si prefigura così un notevole disallineamento rispetto alle politiche di normalizzazione monetaria in corso in occidente.

VALORE DELL'EXPORT DELLA CINA VERSO RUSSIA, USA E UE (Totale 2021, in mld di USD)

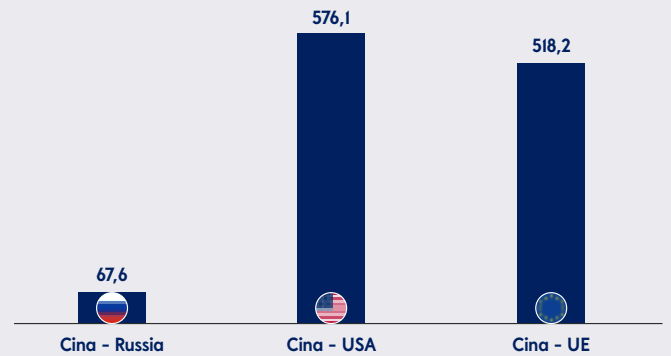


Grafico 14 - Fonte: People's Republic of China, Customs General Administration

CINA: INDICATORI DI FIDUCIA DELLE IMPRESE SOTTO LA SOGLIA DI ESPANSIONE

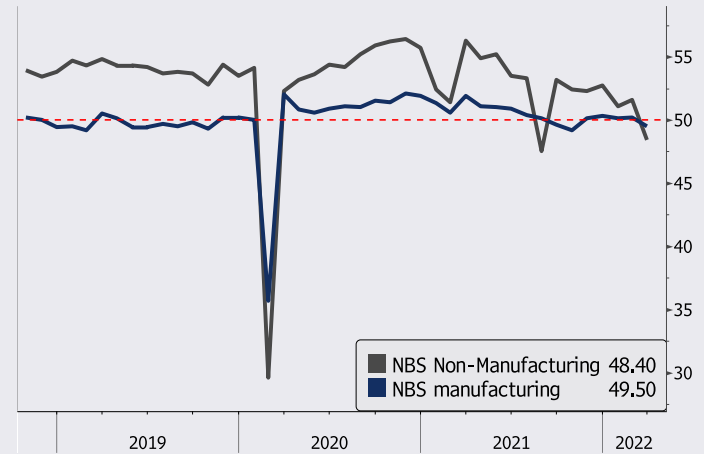


Grafico 15 - Copyright 2022 Bloomberg Finance L.P., 4 Aprile 2022

WHAT'S NEXT

PROSPETTIVE ECONOMICHE DI BREVE...

Il conflitto in Ucraina ha creato un nuovo *shock* sul lato dell'offerta, proprio mentre alcune delle distorsioni nelle catene di fornitura globale che erano emerse dopo la pandemia iniziavano a dare segnali di allentamento. Come visto nel paragrafo precedente, gli effetti del conflitto si riverbereranno in primis sulla Russia stessa, ma in parte anche sul resto dell'economia globale, attraverso diversi canali di trasmissione, di cui il principale è rappresentato sicuramente dagli scambi commerciali di materie prime.

Secondo un'analisi dell'Institute of International Finance, l'economia russa registrerà una contrazione di circa il 15% quest'anno, il che, sommato ad un calo del 3% anche nel 2023, cancellerà sostanzialmente 15 anni di crescita economica (Grafico 16). Non molto lontane le stime dell'OCSE, che indicano un calo del PIL superiore al 10% e un'inflazione prossima al 15% nel 2022.

A livello globale, invece, la crescita potrebbe essere di circa l'1% inferiore (Grafico 17) e l'inflazione di circa il 2,5% maggiore rispetto alle stime iniziali, assumendo che gli *shock* sulle materie prime e sui mercati finanziari osservati nelle prime due settimane del conflitto si protraggano anche nei prossimi mesi. In realtà, nell'ultimo periodo tali distorsioni si sono in parte attenuate, perciò l'effetto potrebbe essere minore, soprattutto se si riuscisse a trovare una soluzione diplomatica alla guerra; d'altra parte, non si può nemmeno escludere un peggioramento dello scenario, con un conseguente riacutizzarsi delle tensioni sui prezzi o un razionamento delle forniture energetiche dalla Russia. In ogni caso, ci sono anche alcune "attenuanti" da considerare:

1. **Non tutte le aree geografiche sono ugualmente impattate:** come già sottolineato, l'Europa è quella più esposta, mentre gli Stati Uniti ne risentiranno molto meno, avendo legami commerciali e finanziari più deboli con la Russia ed essendo molto più indipendenti energeticamente. Considerazioni analoghe valgono anche per l'Asia. Per quanto riguarda i Paesi Emergenti, quelli maggiormente importatori di materie prime soffriranno sicuramente dell'aumento dei prezzi, ma di contro quelli esportatori potrebbero addirittura beneficiarne.

RUSSIA: LA GUERRA PUÒ CANCELLARE 15 ANNI DI CRESCITA

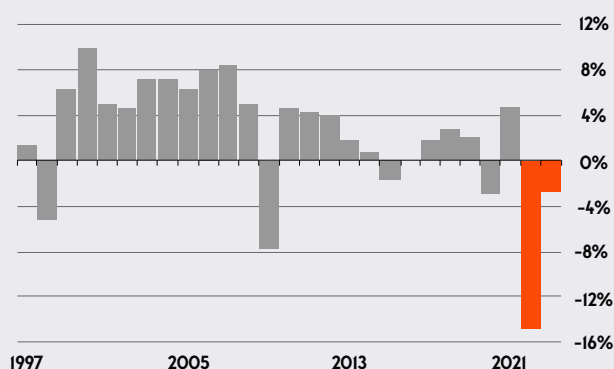


Grafico 16 - Fonte: Dati ufficiali nazionali, stime Institute of International Finance

STIME DI CRESCITA PIL REALE 2022 (%)

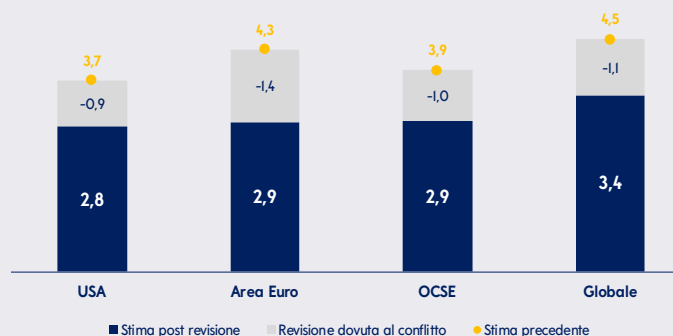


Grafico 17 - Fonte: OCSE, Economic Outlook Marzo 2022

DISOCCUPAZIONE MOLTO BASSA NEGLI USA, AI MINIMI IN EUROZONA

(Dati in %)

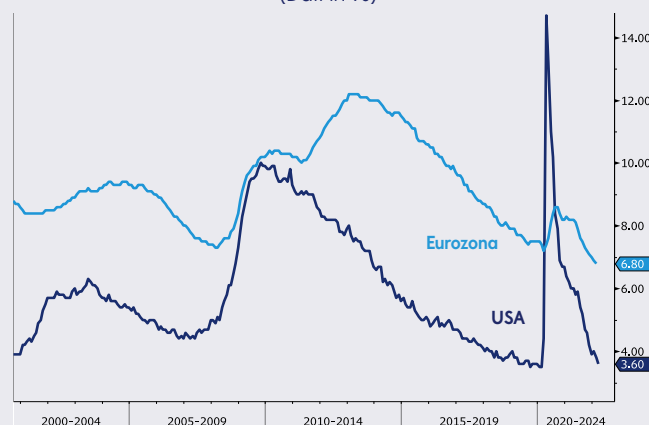


Grafico 18 - Copyright 2022 Bloomberg Finance L.P., 4 Aprile 2022

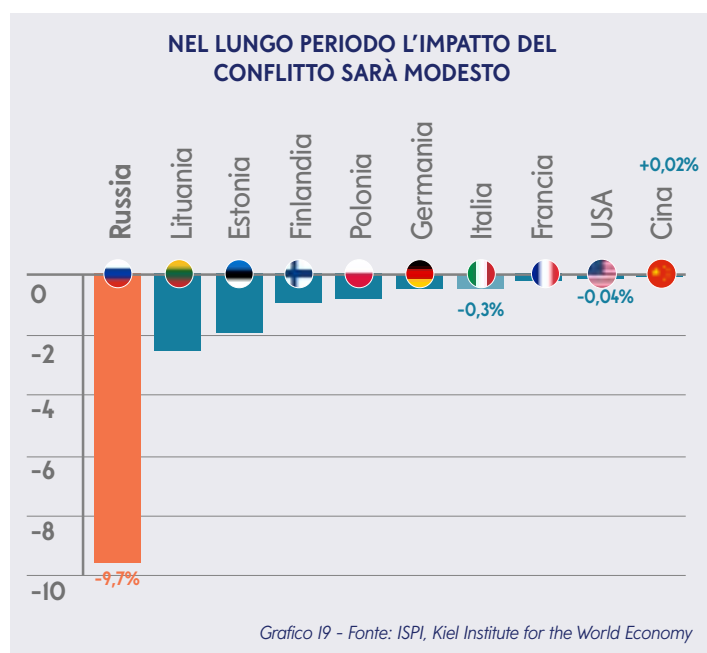
2. **Le riaperture post-pandemia, il continuo recupero del mercato del lavoro (Grafico 18) e lo stock di risparmio accumulato dalle famiglie dovrebbero controbilanciare almeno in parte l'effetto negativo sui consumi.**

3. **Le misure fiscali di supporto** da parte dei Governi dovrebbero in parte attutire l'impatto del conflitto: sempre secondo l'OCSE, un aumento medio della spesa fiscale dello 0,5% quest'anno (cosa più che verosimile) potrebbe all'incirca dimezzare l'effetto negativo sul PIL, senza alimentare più di tanto l'inflazione.

In definitiva, nonostante una sensibile riduzione rispetto allo scenario pre-conflitto, la crescita dovrebbe comunque rimanere più che positiva nel 2022, sia a livello globale che nelle principali aree. L'inflazione potrebbe salire ulteriormente nei prossimi mesi, prima di iniziare a scendere, restando comunque su livelli più elevati rispetto a quelli pre-pandemia. Le Banche Centrali, fatto salvo un sensibile peggioramento del quadro, dovrebbero quindi procedere speditamente sul sentiero di riduzione dei supporti monetari indicato.

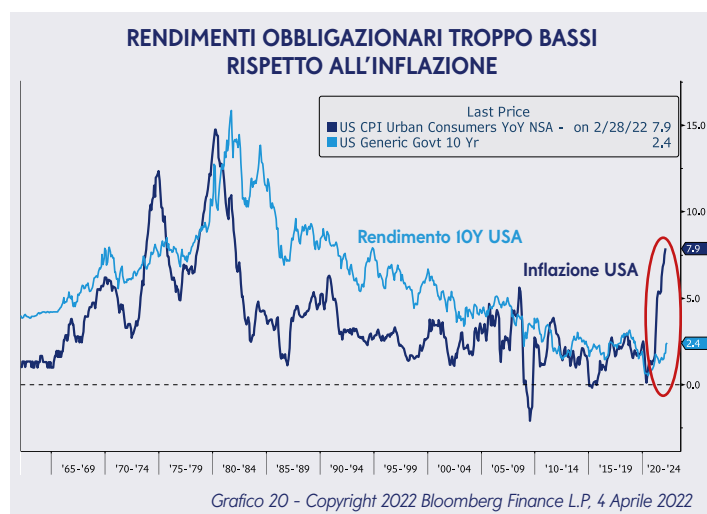
...E DI MEDIO-LUNGO TERMINE

Se nel breve il conflitto causerà uno stress economico importante, nel medio-lungo periodo il suo impatto sulla crescita globale dovrebbe in gran parte riassorbirsi: secondo un'analisi del [Kiel Institute for the World Economy](#), a lungo termine l'economia russa sarebbe molto più gravemente colpita dal venir meno delle relazioni commerciali con gli Stati Uniti e gli altri partner (quasi -10% all'anno), mentre questi ultimi subirebbero perdite molto minori (Grafico 19). Per quanto sia estremamente difficile prevedere tutte le possibili ramificazioni della crisi in atto, bisogna considerare che, come spesso accade, essa potrebbe sì far rallentare alcuni trend - ad esempio quello della globalizzazione - ma allo stesso tempo farne accelerare altri: i temi della sicurezza (energetica, militare e cibernetica), della transizione ecologica e, in generale, quello di una maggiore cooperazione e integrazione in Europa stanno assumendo una sempre maggiore centralità, creando significative opportunità prospettiche per l'economia reale e gli investimenti.



POSSIBILI SVILUPPI SUI MERCATI

Stante l'elevata inflazione e la normalizzazione monetaria in corso da parte delle principali Banche Centrali, il mercato obbligazionario rimarrà verosimilmente sotto pressione anche nel prossimo periodo. Ciò detto, considerato l'incremento già rilevante dei rendimenti governativi registrato fino ad oggi, è probabile che buona parte dell'aggiustamento si sia già verificata. Inoltre, rendimenti più elevati implicano ritorni maggiori in futuro per gli investitori. Tuttavia, tali ritorni sono ancora generalmente bassi, soprattutto se confrontati con l'elevata inflazione. Prendendo ad esempio il decennale USA, il rendimento di circa il 2,4% si confronta con un'inflazione attuale al 7,8% e un'inflazione media attesa nei prossimi 10 anni di circa il 3%: in ogni caso il rendimento reale risulta ampiamente negativo (Grafico 20).



Relativamente più interessanti appaiono i rendimenti delle obbligazioni *High Yield* e dei mercati emergenti, specialmente dopo il recente allargamento degli *spread* e considerando il buono stato di salute che i fondamentali societari continuano in media ad esibire: i tassi di *default* sono vicini ai minimi storici, la liquidità nei bilanci è elevata e i costi di finanziamento sono ancora bassi rispetto ai ritorni sul capitale.

I mercati azionari, infine, pur nell'ambito di una volatilità ancora potenzialmente elevata (data l'incertezza che caratterizza lo scenario e la riduzione in atto dei supporti monetari), continuano a presentare ritorni reali attesi di medio-lungo termine interessanti per gli investitori, certamente più appetibili rispetto alla maggior parte delle alternative presenti sul mercato (*Grafico 21*). L'aggiustamento registrato da inizio anno sembra infatti aver già in buona parte incorporato i fattori d'incertezza presenti, tanto che nella media globale le valutazioni di mercato sono tornate intorno ai livelli pre-pandemia, e il *sentiment* degli investitori rimane piuttosto depresso. Di contro, sempre a livello globale, le stime di crescita degli utili non sono state riviste significativamente al ribasso. Rimane in ogni caso essenziale mantenere un'elevata diversificazione a tutti i livelli e attenersi alle strategie di investimento prescelte.

