

OSSERVATORIO

MERCATI

mediolanum BANCA

MAGGIO

2022

INDICE

WHAT'S UP	3
MERCATI AZIONARI	3
MERCATI OBBLIGAZIONARI	4
MATERIE PRIME E VALUTE	4
WHAT'S NEW	6
UN NUOVO IMPORTANTE SHOCK SUL LATO DELL'OFFERTA	6
RIFLESSI IMMEDIATI SULL'INFLAZIONE	6
L'ECONOMIA RALLENTA MA NON DERAGLIA	7
LE BANCHE CENTRALI HANNO POCHI DUBBI	8
LA CINA IN CONTROTENDENZA	9
WHAT'S NEXT	10
PROSPETTIVE QUADRO MACROECONOMICO	10
BANCHE CENTRALI: POSSIBILE IL SOFT LANDING?	11
MERCATI: TRA INCERTEZZE E OPPORTUNITÀ	11

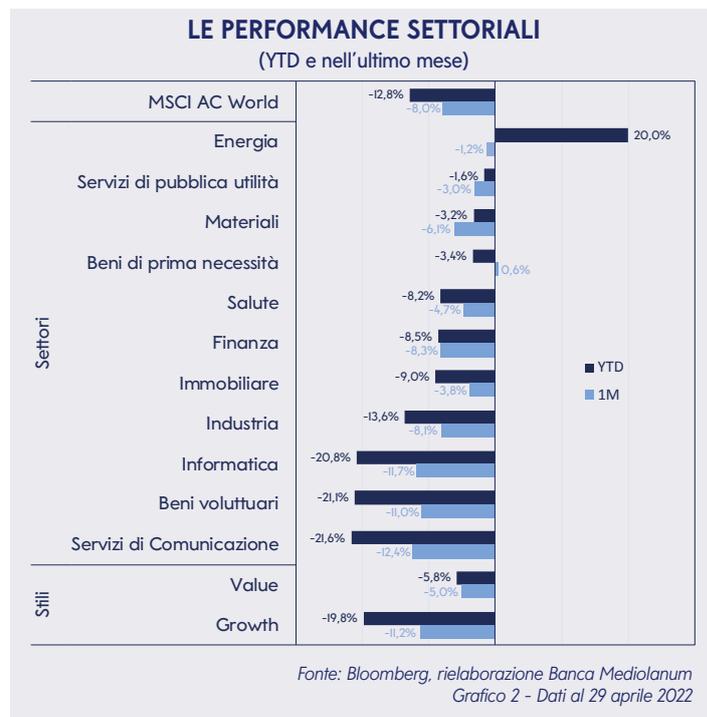
WHAT'S UP

Dopo il recupero osservato nel mese di marzo, ad aprile è tornata a prevalere una tendenza all'avversione al rischio sui mercati finanziari, a causa di tre principali fattori: il proseguimento del conflitto in Ucraina, con l'archiviazione definitiva dell'ipotesi della "guerra lampo", l'inasprimento della retorica della Federal Reserve e, in ultima analisi, il peggioramento del quadro economico cinese alla luce dei nuovi lockdown.

MERCATI AZIONARI

Il rialzo della volatilità si è tradotto in una decisa correzione nei mercati azionari (*Grafico 1*): l'indice globale MSCI World All Country ha ritestato i minimi del 2022, segnando un -8% nel mese e un -12,8% da inizio anno. A livello geografico, il calo di aprile ha coinvolto specialmente gli Stati Uniti (-8,7% lo S&P 500 e -13,2% il Nasdaq) e, in misura minore, i Paesi Emergenti, inclusa la Cina, complici le nuove quarantene (-5,6% il MSCI EM e -3,9% il MSCI China). Più limitata la discesa in Giappone (-3,5% il Nikkei 225), e soprattutto in Europa, dove l'indice Stoxx Europe 600 ha visto solo un ritracciamento dell'1,4%. Tra i listini europei, i più favoriti sono stati ancora quello spagnolo e quello inglese (+2,6% l'IBEX 35+0,7% il FTSE 100), contrariamente a quello tedesco e a quello italiano (-2,2% e -2,1 rispettivamente).

La sottoperformance statunitense, a prima vista controintuitiva data la relativa lontananza - geografica ed economica - dal conflitto, testimonia come i mercati siano stati influenzati molto anche dalla prospettiva stretta monetaria della Fed, che ha portato ad un significativo aggiustamento delle valutazioni. Non a caso, i settori più penalizzati sono stati proprio la tecnologia e gli altri comparti più sensibili al rialzo dei tassi. Di contro, il più favorito nel mese è stato un settore tipicamente difensivo come quello dei beni di prima necessità, seguito dall'energia, che si conferma il migliore da inizio anno grazie al forte apprezzamento delle materie prime (*Grafico 2*).



MERCATI OBBLIGAZIONARI

Volatilità e ribassi sono rimasti all'ordine del giorno anche per il mercato obbligazionario, che in questo primo scorcio d'anno ha ormai raggiunto livelli di correzione da record, a causa del significativo rialzo dei rendimenti (Grafico 3).

Il decennale statunitense è salito ulteriormente, passando dal 2,34% del 31 marzo 2022 al 2,93% del 29 aprile, e risulta praticamente raddoppiato da inizio anno. In positivo, la curva dei rendimenti governativi americani è tornata ad una normale conformazione crescente sul tratto a 2-10 anni, dopo la temporanea inversione registrata a marzo.

Da segnalare inoltre come il rendimento *reale* statunitense a 10 anni sia tornato in territorio positivo per la prima volta dallo scoppio della pandemia (Grafico 4): ciò conferma il restringimento in corso delle condizioni finanziarie e allo stesso la stabilizzazione delle attese di inflazione a medio/lungo termine, a seguito delle ultime dichiarazioni della Fed.

Anche in Europa prosegue la tendenza al rialzo dei rendimenti nominali, con il decennale tedesco che è salito di quasi 40 punti base solo nell'ultimo mese, passando dallo 0,55% di fine marzo allo 0,94% di fine aprile.

Quello *reale*, tuttavia, rimane ancora in territorio ampiamente negativo. Discorso a parte per i rendimenti italiani, che hanno visto un allargamento ulteriore dello *spread* nei confronti della Germania (dai 150 pb di fine trimestre ai circa 185 di fine aprile il decennale), complici la conferma della conclusione del QE da parte della BCE già nel terzo trimestre e l'incrementata incertezza economica.

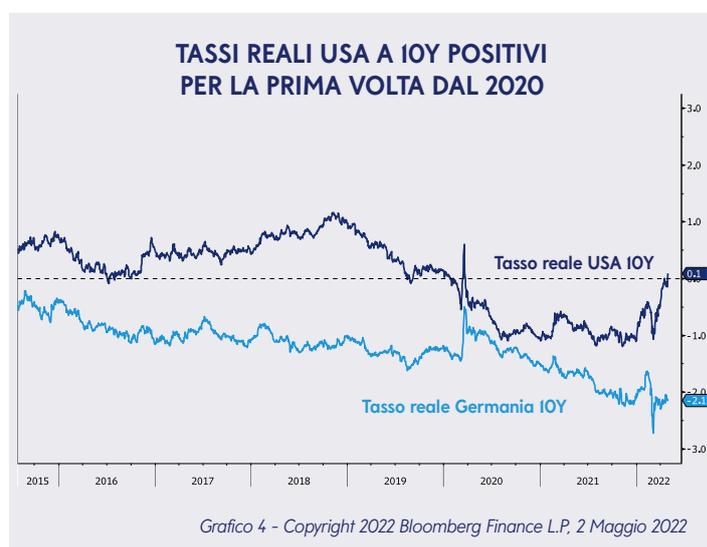
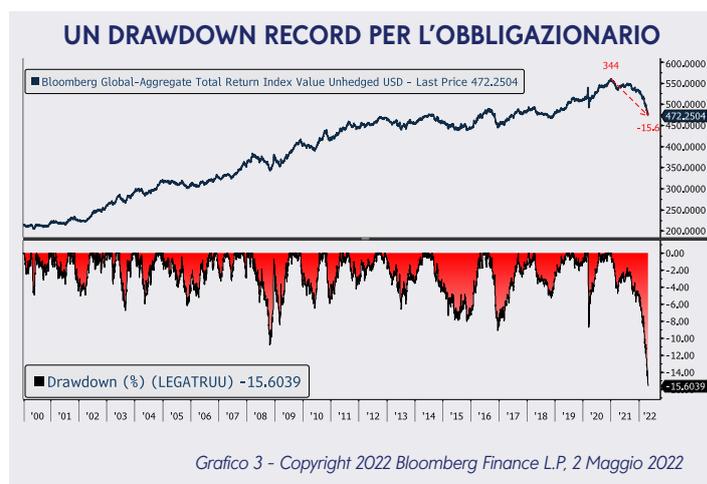
A dieci anni, con un rendimento nominale e un'inflazione attesa entrambi intorno al 2,8%, il rendimento reale italiano si aggira intorno allo 0%, più simile a quello USA che a quello tedesco.

Anche i titoli societari e le obbligazioni dei mercati emergenti hanno registrato un ulteriore incremento dei rendimenti e quindi performance negative ad aprile. Il movimento, tuttavia, è stato trainato principalmente dalla componente tasso, mentre gli *spread* di credito hanno visto un ampliamento contenuto, segnalando per ora limitati timori sul deterioramento dei fondamentali economici.

MATERIE PRIME E VALUTE

Le materie prime restano sotto pressione a causa del conflitto in Ucraina: l'indice generale delle *commodities* si mantiene oltre il 30% sopra i valori di inizio anno. Il prezzo del petrolio è rimasto nel complesso invariato ad aprile, frenato anche dai segnali di rallentamento economico cinese, ma ha registrato un moderato incremento a inizio maggio, in risposta ai piani di embargo sul greggio russo da parte dell'UE. Il gas naturale europeo ha visto invece un calo del 20% circa nel periodo, nonostante la notizia del blocco dei rifornimenti russi a Polonia e Bulgaria dopo il rifiuto di questi ultimi di pagare in rubli: il mercato ritiene evidentemente possibile una soluzione di compromesso che eviti pesanti razionamenti all'Europa nel breve.

Le pressioni macroeconomiche si stanno nel frattempo scaricando in maniera piuttosto evidente anche sui tassi di cambio, favorendo il dollaro statunitense, che ha raggiunto un livello di forza particolarmente elevato nei confronti delle principali



altre valute mondiali (Grafico 5).

Ciò rispecchia sia l'accelerazione della Fed sul sentiero di normalizzazione monetaria, sia il ruolo di valuta rifugio in un contesto di forte incertezza geopolitica. L'Euro ha continuato ad indebolirsi rapidamente anche ad aprile, con il cambio che è arrivato intorno a \$1,05, sui minimi dal 2017 (-4,7% nel mese e -7,3% da inizio anno). Ma ancora più significativo è stato il deprezzamento dello yen e del renminbi cinese, dato l'orientamento divergente delle politiche monetarie della BoJ e della PBOC rispetto a quello delle Banche Centrali occidentali.



WHAT'S NEW

UN NUOVO IMPORTANTE SHOCK SUL LATO DELL'OFFERTA

A distanza di poco più di due anni dallo scoppio della pandemia di covid-19, la guerra tra Russia e Ucraina ha innescato non solo una nuova drammatica crisi umanitaria, ma anche un nuovo significativo shock economico. Proprio mentre le distorsioni originate dalla pandemia andavano gradualmente attenuandosi - seppur non estinguendosi, come evidenziato dai nuovi lockdown in Cina - l'esplosione del conflitto ha infatti messo nuovamente sotto pressione le catene di fornitura globale, in particolare quelle legate all'approvvigionamento di importanti materie prime.

RIFLESSI IMMEDIATI SULL'INFLAZIONE

Questi sviluppi hanno già provocato un ulteriore sensibile incremento delle pressioni inflazionistiche: nell'area euro la variazione annuale dei prezzi al consumo ha raggiunto il livello record del 7,5% a marzo, stabilizzandosi ad aprile (in Italia è leggermente scesa dal 6,8% al 6,6%). L'incidenza della componente energetica è molto elevata, tanto è vero che escludendola l'inflazione si fermerebbe al 4,2% (3,1% in Italia): un dato comunque non trascurabile e in ulteriore aumento nell'ultimo mese (Grafico 6).

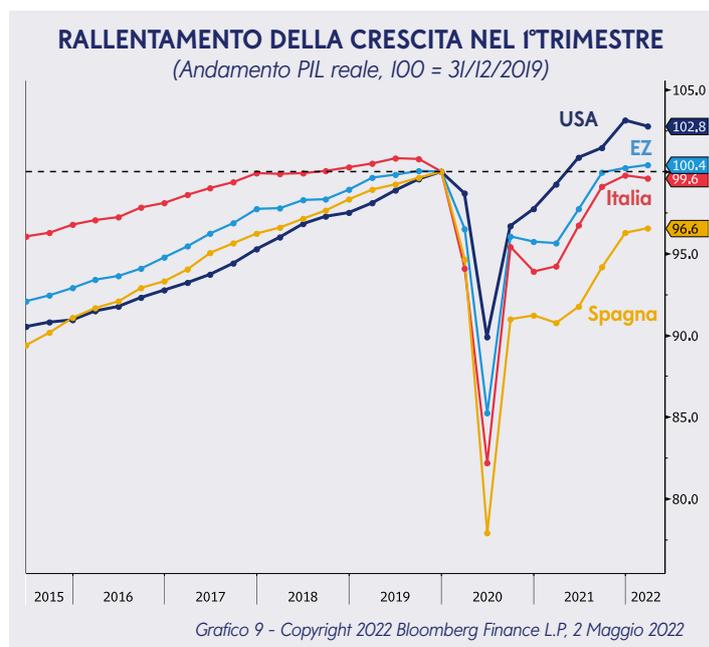
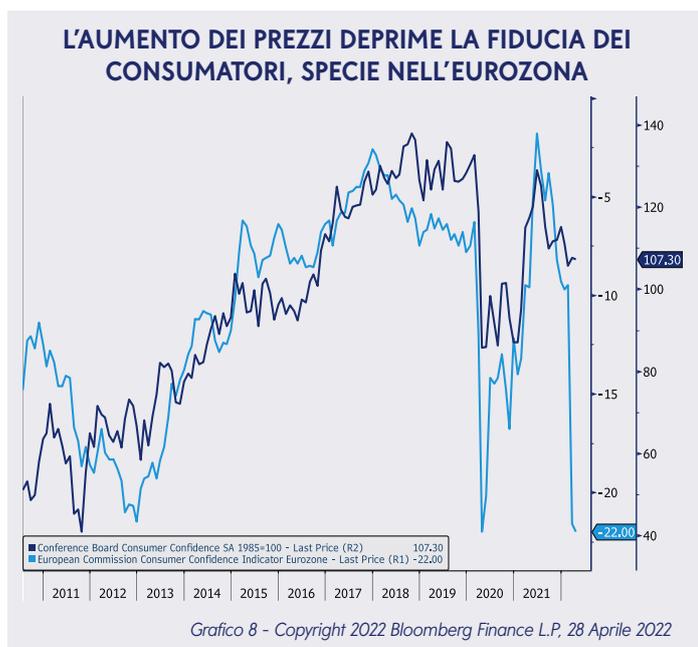
Gli Stati Uniti, i cui rapporti commerciali e finanziari con la Russia sono molto più limitati, risultano decisamente meno esposti agli effetti del conflitto. Anche qui l'incremento dei costi per l'energia è importante (+32% su base annua nel mese di marzo), ma le pressioni inflazionistiche appaiono molto più diffuse: anche escludendo la componente energetica, infatti, l'inflazione sarebbe pari al 6,8% (Grafico 7).



I dati si riferiscono alla variazione anno su anno dell'indice dei prezzi al consumo armonizzato calcolato da Eurostat (HICP). Per l'Italia, il dato non armonizzato calcolato dall'ISTAT è stato pari a marzo al 6,5% e ad aprile al 6,2%.

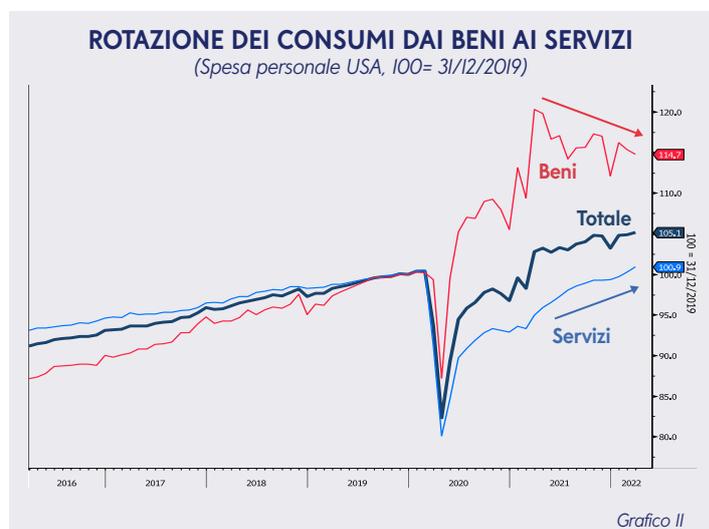
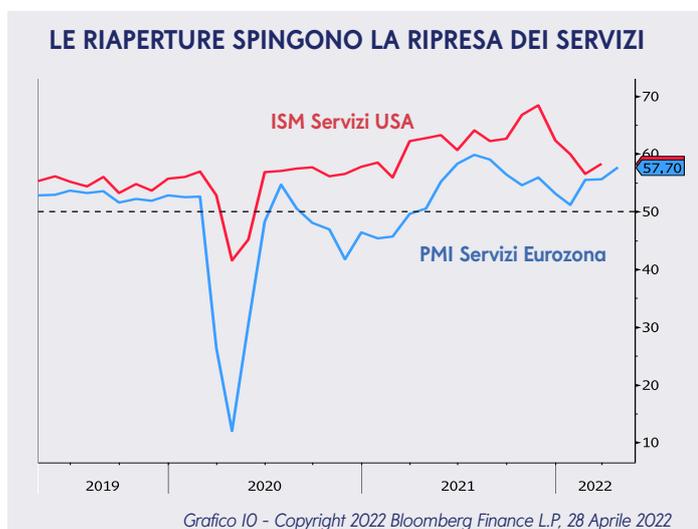
L'ECONOMIA RALLENTA MA NON DERAGLIA

Chiaramente, l'aumento dell'inflazione sta mettendo sotto pressione il potere d'acquisto delle famiglie e facendo aumentare i costi per le aziende, soprattutto in Europa e in quei Paesi Emergenti che sono importatori netti di materie prime, come evidenziato dal sensibile calo della fiducia dei consumatori (Grafico 8). Nel primo trimestre la crescita del PIL (Grafico 9) si è affievolita nell'area euro, come da attese (+0,2%), ed è scesa leggermente in Italia (-0,2%). Il calo del PIL USA (-0,4%) è stato invece per lo più un calo tecnico, influenzato dalla variazione delle scorte (ancora in aumento, ma meno del trimestre precedente) e dalla bilancia commerciale (forte incremento del deficit). Dall'altra parte, i consumi USA hanno continuato ad espandersi a buon ritmo (+0,7%), soprattutto nei servizi, e gli investimenti fissi hanno accelerato (+1,8%)².



In generale, dunque, il quadro economico globale rimane ancora resiliente, compatibile con un rallentamento, più che con un deragliamento della ripresa. Ciò è attribuibile ad alcuni fattori che stanno sostenendo la domanda e controbilanciando almeno in parte l'impatto negativo di questi nuovi shock sul lato dell'offerta.

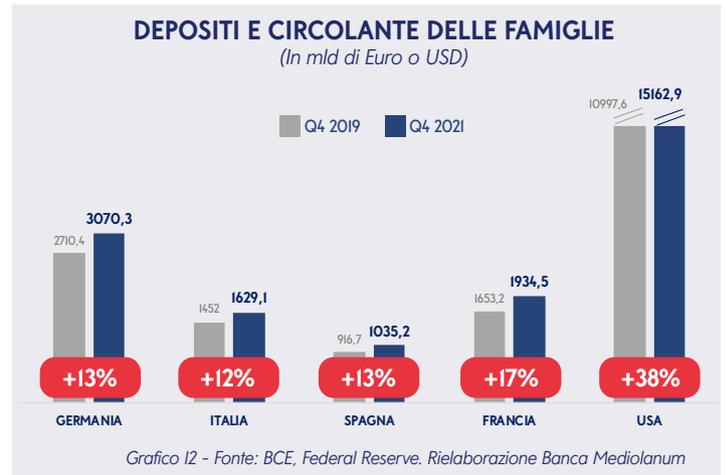
1. **Le riaperture post-pandemia:** stanno favorendo la ripresa delle attività legate ai servizi, come confermato dalla recente accelerazione degli indici di sentiment delle imprese nel settore terziario (Grafico 10) e dai dati sui consumi privati, che testimoniano una rotazione in corso dai beni fisici ai servizi (Grafico 11). Quest'ultima sta peraltro facendo scendere le tensioni sui prezzi in alcune categorie di beni che avevano in precedenza trainato al rialzo l'inflazione.



² Tutti le variazioni sono espresse rispetto al trimestre precedente (non annualizzate).

2. **Il proseguimento del ciclo di investimenti da parte delle imprese**, supportato dal fatto che il ripristino delle scorte - dai livelli estremamente compressi raggiunti lo scorso anno - non è ancora concluso. Inoltre, le imprese hanno bilanci mediamente in salute, grazie all'incremento dei profitti e dei margini registrato negli ultimi mesi, frutto anche della capacità finora di traslare buona parte dell'aumento dei costi sui consumatori finali.

3. **Il recupero del mercato del lavoro**: nelle principali economie avanzate i tassi di disoccupazione sono scesi notevolmente (3,6% negli USA e 6,8% in Eurozona) e la domanda di lavoratori da parte delle aziende è salita, in molti casi anche sopra i livelli pre-pandemia. Negli Stati Uniti, in particolare, i posti di lavoro disponibili (considerando anche i posti vacanti) risultano addirittura maggiori rispetto alla forza lavoro, generando pressioni al rialzo sui salari. Ciò rappresenta un sostegno per i consumi, anche se in proporzione gli stipendi sono saliti meno dei prezzi al consumo.



4. **Lo stock di risparmio accumulato dalle famiglie dallo scoppio della pandemia** (Grafico I2): insieme all'aumento dell'occupazione e dei salari, rappresenta un altro importante elemento di supporto per i consumi in un contesto di maggiori costi e incertezza.

5. **Le misure fiscali introdotte dei Governi per mitigare l'impatto negativo dell'aumento dei costi energetici e alimentari**. Secondo un'analisi del Fondo Monetario Internazionale, più di due terzi dei Paesi Avanzati e diversi Paesi Emergenti hanno annunciato almeno una misura di questo tipo dall'inizio dell'anno. Nell'area euro, proprio per via delle maggiori spese legate al conflitto (in ambito energetico, militare e umanitario) la riduzione attesa dei deficit fiscali rispetto al 2020 e al 2021 sarà in parte rimandata; inoltre, i programmi di investimento strutturale del Next Generation EU rimangono in essere, nonostante le complicazioni legate all'aumento dei costi.

LE BANCHE CENTRALI HANNO POCHI DUBBI

Notoriamente, uno shock sul lato dell'offerta, che comporta al contempo un aumento dell'inflazione e un rallentamento della crescita, pone i banchieri centrali di fronte ad un difficile *trade-off*: a quale dei due obiettivi dare priorità? In questo preciso frangente, tuttavia, sembrano esserci pochi dubbi: la priorità va data al contenimento dell'inflazione. Non solo per i livelli raggiunti da quest'ultima, ma anche perché, come appena descritto, l'espansione economica appare nel complesso solida e capace di tollerare quanto meno una normalizzazione della politica monetaria.

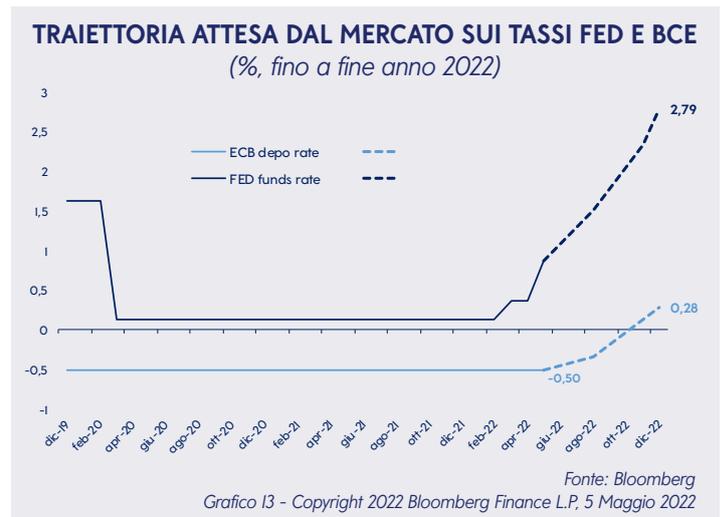
Con alcuni distinguo rilevanti, tuttavia, tra le due sponde dell'Atlantico: se negli USA, infatti, l'economia viaggia a ritmo più sostenuto (essendo anche meno esposta alle ripercussioni del conflitto) e l'inflazione ha una natura più "endogena", nell'area euro c'è più incertezza sulla solidità della ripresa e l'inflazione è in gran parte attribuibile a fattori "esogeni", che sfuggono al raggio d'azione della banca centrale. Ecco perché, mentre la Fed ha lasciato intendere di voler agire con convinzione e rapidità, la BCE deve muoversi con più cautela e gradualità.

L'Istituto guidato da Powell ha così alzato i tassi d'interesse anche a maggio, con un ritocco stavolta di 50 punti base (da 0-0,25% a 0,75-1%), che potrebbe restare la norma anche per i prossimi meeting. Inoltre, ha annunciato ufficialmente l'avvio a giugno di un rapido sentiero di riduzione del bilancio³. Il bilancio della BCE, d'altra parte, è ancora in fase di espansione, ma la Lagarde ha confermato l'intenzione, *rebus sic stantibus*, di azzerare gli acquisti di titoli nel 3° trimestre (proseguendo comunque con i reinvestimenti), lasciando aperta la possibilità di alzare i tassi entro la fine dell'anno.

Un aspetto che potrebbe forzarle un po' la mano (pur senza ammetterlo esplicitamente) è il forte deprezzamento del cambio contro dollaro: da una parte fa bene all'export, dall'altra però aumenta i prezzi all'importazione, cosa di cui non c'è certo bisogno in questo momento.

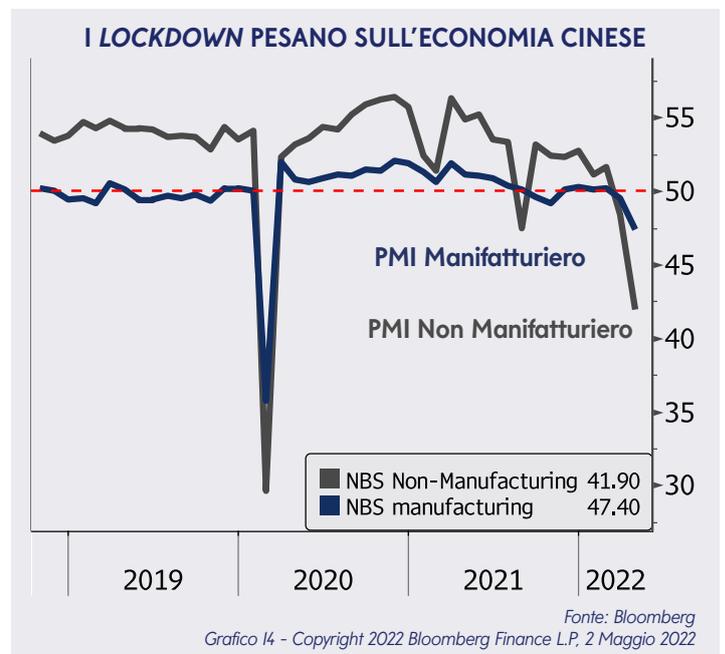
³ Il QT inizierà a giugno con un ritmo di \$47,5 mld di dollari al mese per i primi 3 mesi (30 mld di Treasury + 17,5 mld di MBS), passando poi a \$95 mld al mese (60 mld di Treasury + 35 mld di MBS).

Il mercato in ogni caso si è già portato avanti, su entrambi i fronti: negli USA sconta un incremento dei tassi di altri 200 punti base circa entro la fine dell'anno, tale da superare già il livello "neutrale", indicato intorno al 2,4%. Ma anche nell'area euro le aspettative sono per un aumento di circa 80 punti base entro il 2022, ben più limitato, ma comunque sufficiente a riportare il *depo rate* in territorio positivo per la prima volta dal 2014 (Grafico 13).



LA CINA IN CONTROTENDENZA

L'economia cinese continua per molti versi a viaggiare su un binario separato rispetto a quello delle altre grandi economie. I segnali di ripresa ciclica evidenziati a inizio 2022, confermati da una crescita del PIL superiore alle attese nel primo trimestre, sono in gran parte svaniti nell'ultimo periodo, a causa dell'imposizione di nuovi stringenti *lockdown* in varie parti del Paese, comprese alcune delle principali città, come Shenzhen, Shanghai e Pechino. L'ultima ondata di covid-19 si è rivelata infatti la peggiore in Cina dallo scoppio della pandemia, complice la maggior trasmissibilità della variante Omicron e la drastica politica di "zero-covid", che rimane per lo più in vigore. Il risultato è una flessione generale dell'attività economica (Grafico 14), particolarmente marcata per quanto riguarda la domanda interna (le vendite al dettaglio hanno già registrato un calo su base annua del 3,5% nel mese di marzo), ma che coinvolge anche la produzione industriale e l'export: basti considerare che Shanghai rappresenta non solo il principale centro economico e finanziario del Paese, ma anche la più importante città portuale. Ciò ha inoltre aumentato il rischio di ulteriori distorsioni nelle catene di produzione e fornitura anche a livello globale, pur calmierato in parte dal fatto che, a differenze del 2021, il resto del mondo sta invece tornando ad una situazione di normalità.



In questo scenario, le autorità cinesi stanno aumentando i supporti, sia di natura monetaria che fiscale: la Banca Centrale ha apportato un taglio moderato alla quota di riserve bancarie obbligatorie (RRR) e dovrebbe continuare su questo sentiero di allentamento, riducendo anche i tassi di riferimento nel prossimo periodo; parallelamente, la spesa pubblica e l'emissione di bond governativi locali sono già salite nel primo trimestre. Finora l'approccio è stato piuttosto cauto, ma è attesa un'accelerazione nel prossimo futuro, anche in base alle ultime dichiarazioni del Comitato Politico che ha preannunciato un rafforzamento delle misure macroeconomiche, con un potenziamento degli stimoli infrastrutturali, un allentamento della stretta regolamentare sul settore tecnologico e misure a sostegno del settore immobiliare.

WHAT'S NEXT

PROSPETTIVE QUADRO MACROECONOMICO

Nel prossimo futuro l'attenzione degli investitori resterà molto probabilmente focalizzata sugli sviluppi del conflitto tra Russia e Ucraina, sul processo di normalizzazione monetaria delle Banche Centrali e sull'evoluzione del quadro macroeconomico cinese, nel tentativo di valutare la resilienza dell'economia globale a fronte dell'intersezione di queste complesse variabili.

Il Fondo Monetario Internazionale ha recentemente rivisto al ribasso la crescita globale nel 2022 (*Grafico 15*), portandola dal 4,4% al 3,6%. Oltre alla Russia e ai Paesi direttamente coinvolti nel conflitto, l'area europea è quella che più ha contribuito a tale revisione: per l'Eurozona, infatti, si prevede ora una crescita del 2,8%, contro il 3,9% atteso a gennaio. Per gli Stati Uniti, invece, la stima di crescita è stata solamente "limata" dello 0,3%, dal 4,1% al 3,7%, e risulta quindi piuttosto ottimista. In Cina, il target di crescita del 5,5% posto dal Governo per il 2022 appare attualmente troppo ambizioso, ma se le restrizioni pandemiche saranno allentate in un tempo ragionevole e se il Governo darà seguito alle promesse di nuovi supporti, una crescita intorno al 4,5% dovrebbe essere comunque nei radar, grazie ad un rimbalzo potenzialmente significativo nella seconda metà dell'anno.

Guardando poi al 2023, l'economia globale dovrebbe continuare ad espandersi del 3,6%, con una ri-accelerazione nelle economie emergenti a fronte, invece, di un rientro su livelli più moderati di crescita nelle economie avanzate.

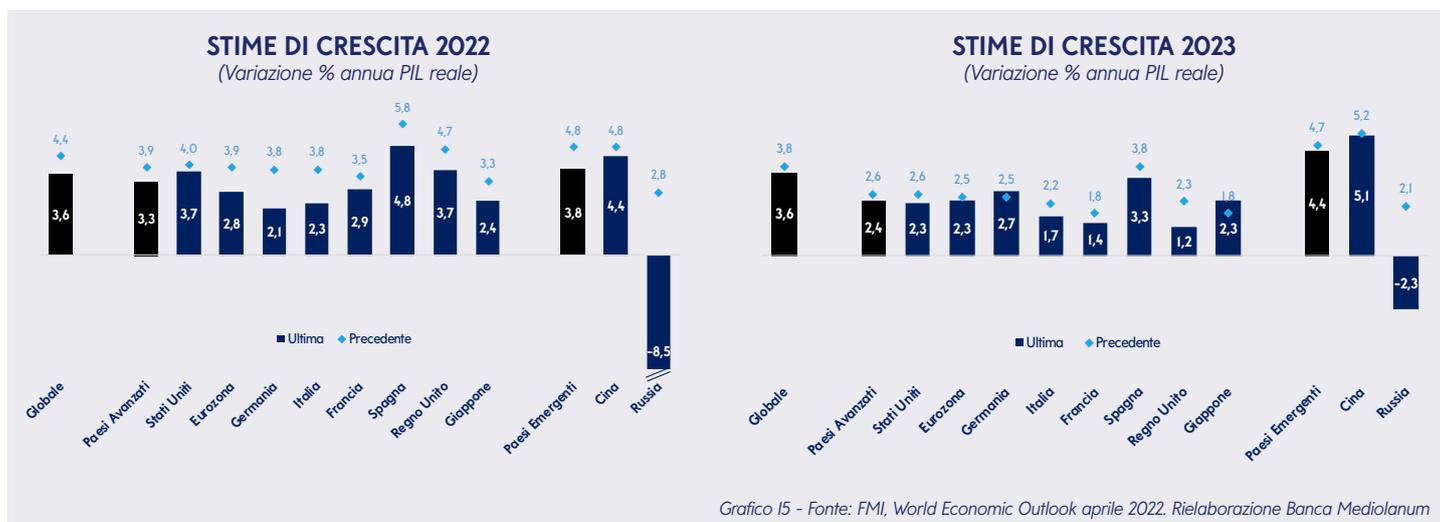


Grafico 15 - Fonte: FMI, World Economic Outlook aprile 2022. Rielaborazione Banca Mediolanum

Insomma, anche grazie ai fattori di resilienza descritti nel paragrafo precedente, al momento lo scenario centrale continua ad incorporare una buona crescita nei prossimi 18-24 mesi, seppur inferiore rispetto all'anno scorso e a quella prevista prima dello scoppio del conflitto. Si noti, infatti, come un tasso di crescita intorno al 3,5% sarebbe del tutto in linea con quella che è stata la media globale degli ultimi anni (*Grafico 16*).

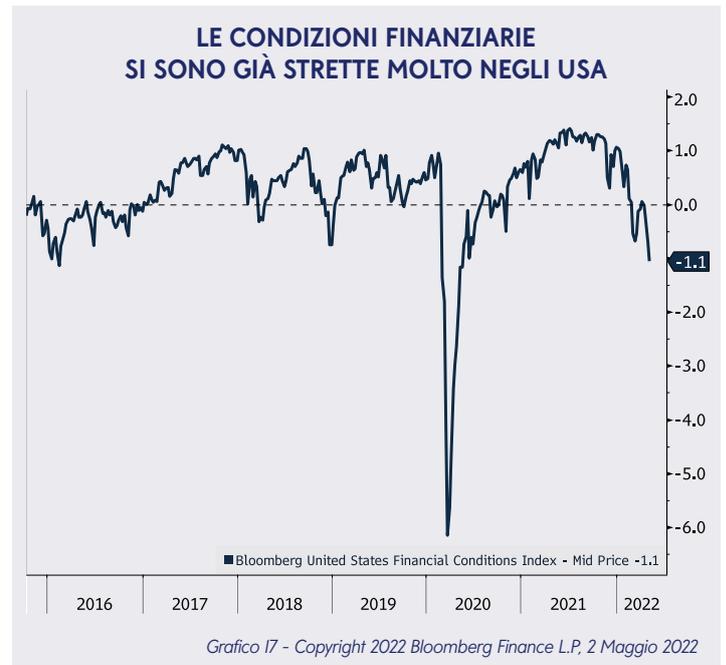
Per quanto concerne l'inflazione, il FMI ha rivisto al rialzo le stime per il 2022, al 5,7% nelle economie avanzate e all'8,7% nei Paesi emergenti (rispettivamente +1,8% e +2,8% rispetto a gennaio). Si continua a prevedere un graduale rientro nei



prossimi mesi, grazie a diversi fattori: un'attenuazione nei prezzi delle *commodities*, un rallentamento della domanda con parziale spostamento della spesa dai beni ai servizi, un recupero della forza-lavoro con conseguente riduzione delle tensioni salariali, e un progressivo riassorbimento delle distorsioni nelle catene produttive. Tuttavia, è molto probabile che l'inflazione si mantenga su livelli relativamente elevati più a lungo di quanto previsto a inizio anno: per quanto riguarda l'Eurozona, ad esempio, il Vicepresidente della BCE ha affermato che le pressioni sui prezzi sono vicine al picco, ma che non scenderanno sotto il 4% quest'anno.

BANCHE CENTRALI: POSSIBILE IL SOFT LANDING?

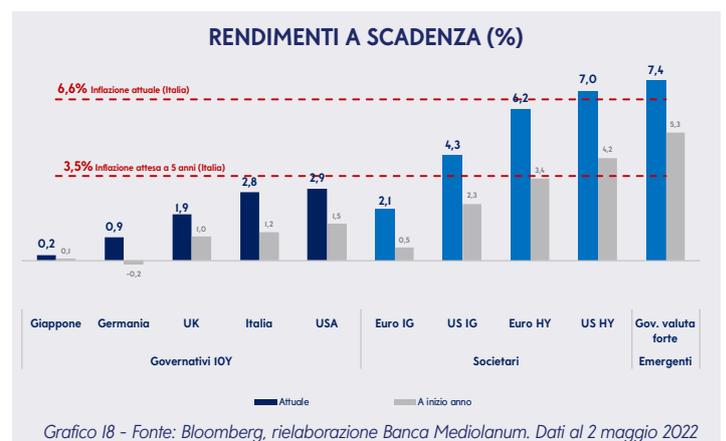
Ad incidere sugli sviluppi del quadro macroeconomico saranno anche le future mosse delle Banche Centrali, che si prospettano, come detto, in via di normalizzazione, se non addirittura di restrizione nel prossimo futuro. A questo proposito, un importante interrogativo che i mercati (come sempre anticipatori) si stanno già ponendo riguarda la capacità delle Banche Centrali, in particolare della Fed, di riuscire ad orchestrare quello che viene definito "soft-landing": una restrizione delle condizioni finanziarie utile e necessaria a frenare parzialmente la vivacità dell'economia e a riportare sotto controllo l'inflazione, ma non tale da arrestare la fase di espansione. Certamente non sarà un'impresa facile, ma per ora è positivo osservare che una significativa stretta alle condizioni finanziarie si è già verificata nei fatti ad opera del mercato, ancor prima di vedere effettivamente realizzati gli interventi ventilati da parte della Fed (Grafico 17). Basti pensare al rialzo già registrato nei tassi d'interesse governativi e societari, all'aumento dei tassi sui mutui (che hanno superato il 5% a 30 anni, da poco più del 3% a inizio anno) o al rafforzamento del dollaro, senza contare i cali nell'azionario. Inoltre, le attese del mercato sull'inflazione a medio-lungo termine si sono stabilizzate nell'ultimo periodo. Tutto questo potrebbe alleggerire il compito per la Fed ed evitare di dover raggiungere livelli eccessivi di restrizione monetaria.



MERCATI: TRA INCERTEZZE E OPPORTUNITÀ

Proprio in relazione a quanto appena detto, circa il fatto che il mercato si sia già "portato avanti" sul sentiero di restrizione monetaria, l'obbligazionario rimane sì soggetto alle mosse delle Banche Centrali, ma a questo punto è probabile che una buona parte dell'incremento dei tassi d'interesse si sia già verificata.

È importante notare come, a fronte del calo dei prezzi dei titoli registrato nell'ultimo periodo, i rendimenti prospettici siano notevolmente migliorati. Pur restando in assoluto ancora piuttosto bassi, specie per quanto concerne i titoli governativi e nel confronto con l'inflazione, sono diventati certamente molto più interessanti rispetto a pochi mesi fa (Grafico 18). Nel caso poi di un eventuale rallentamento economico maggiore di quello attualmente prezzato dal mercato, potrebbero rappresentare un elemento di stabilizzazione e decorrelazione all'interno di un portafoglio.



Alla luce dell'incertezza geopolitica, della riduzione dei supporti monetari e, in generale, degli interrogativi sulla crescita, è verosimile attendersi un contesto ancora volatile nel breve per i mercati azionari. Questi ultimi, tuttavia, rimangono la soluzione principe per gli obiettivi di investimento di medio-lungo periodo, con la loro capacità - dato un orizzonte temporale adeguato

- di produrre il maggior valore, anche in termini reali, per l'investitore. Anche in questo caso, l'aggiustamento al ribasso delle valutazioni, volto ad incorporare tutti gli elementi di incertezza presenti, oltre alla riduzione della liquidità da parte delle Banche Centrali, è stato già significativo (*Grafico 19*). D'altra parte, nello scenario macroeconomico descritto sopra, la crescita degli utili dovrebbe confermarsi positiva a livello globale anche per l'anno in corso: i risultati del primo trimestre, seppur meno brillanti dei trimestri passati, sono stati finora complessivamente superiori alle aspettative degli analisti, e le attese sul resto dell'anno sono state in media riviste al rialzo.

Si rinnova ancora una volta la raccomandazione a detenere un portafoglio adeguatamente diversificato: i segmenti più *value* e ciclici di mercato possono continuare a sovraperformare in un contesto di rendimenti in salita e di tenuta del ciclo economico, i comparti difensivi possono offrire maggior protezione a eventuali fasi di rallentamento, mentre quelli di natura più *growth* forniscono la necessaria esposizione alla tecnologia e agli altri temi legati alla crescita strutturale di lungo periodo.

