

OSSERVATORIO

MERCATI

mediolanum BANCA

GIUGNO
2022

INDICE

| | |
|---|-----------|
| WHAT'S UP | 3 |
| MERCATI AZIONARI | 3 |
| MERCATI OBBLIGAZIONARI | 4 |
| WHAT'S NEW | 5 |
| CRESCITA: TIMORI PROSPETTICI VS RESILIENZA ATTUALE | 5 |
| RALLENTAMENTO IN CINA, MA FORSE IL PEGGIO È PASSATO | 6 |
| LE NUBI RESTANO ANCORA DENSE ALL'ORIZZONTE | 6 |
| APPRENSIONE PER LE MOSSE DELLE BANCHE CENTRALI | 7 |
| WHAT'S NEXT | 8 |
| PROSPETTIVE ECONOMICHE | 8 |
| I MERCATI SCONTANO GIÀ MOLTE NOTIZIE NEGATIVE | 8 |
| LE REGOLE D'ORO PER I MERCATI | 9 |
| LO SPECIALE | 10 |

WHAT'S UP

Il mese di maggio è stato ancora segnato da una forte volatilità sui mercati finanziari, dettata dall'incertezza sulle prospettive economiche in un contesto di inflazione ancora elevata, politiche monetarie in via di restringimento, proseguimento del conflitto Russia-Ucraina e rallentamento economico in Cina. Nella seconda parte del mese sono emersi dei tentativi di stabilizzazione e di parziale recupero, ma il clima rimane fragile ed è difficile stabilire se possa trattarsi di un duraturo cambio di tendenza.

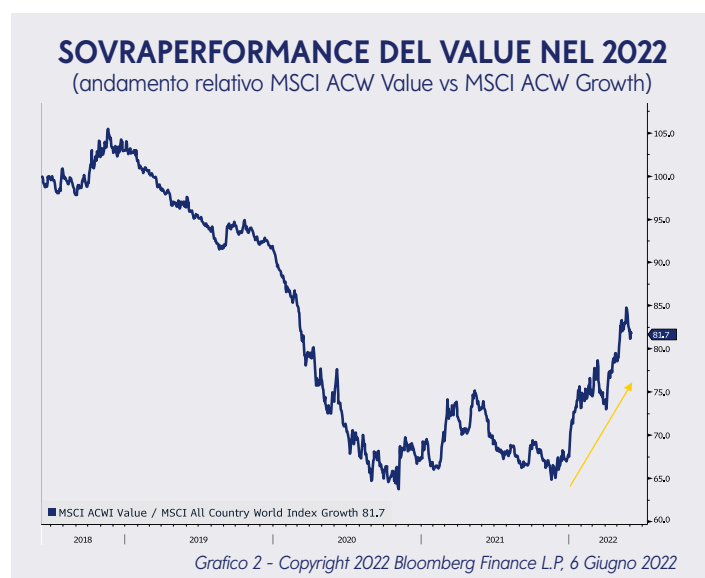
MERCATI AZIONARI

I mercati azionari (*Grafico 1*), dopo aver toccato il minimo dell'anno il 12 maggio, hanno chiuso il mese pressoché invariati nella media globale (-0,13% per l'indice MSCI World All Country), grazie ad una ripresa nell'ultima decade che ha assottigliato a -13,5% la discesa da inizio anno. La dispersione tra le performance mensili dei principali listini è stata molto limitata. Si sono distinti positivamente alcuni indici asiatici, in particolare cinesi, in anticipazione di un possibile recupero economico grazie alle riaperture e a nuovi piani di stimolo da parte del Governo. Anche il Giappone ha avuto una buona performance (+1,61% il Nikkei 225), così come alcuni listini europei (+2,1% il DAX tedesco, +3,1% l'IBEX 35 spagnolo).

L'indice Nasdaq, invece, pur chiudendo il mese in ripresa, ha registrato un moderato calo anche a maggio (-2,1%), accentuando così ulteriormente la forte sottoperformance del comparto tecnologico e in generale dello stile *growth* degli ultimi mesi. Da inizio anno l'indice MSCI World AC Value segna infatti un -5,2%, contro il -21,7% dell'equivalente *Growth* (*Grafico 2*): un divario attribuibile al drastico ridimensionamento delle valutazioni dei titoli *tech/stay at home* (rispetto ai livelli stellari raggiunti tra il 2020 e il 2021), innescato dalla riduzione dei supporti monetari.

Di contro, il settore migliore si conferma quello energetico (+11,2% a maggio, +31,6% YTD), in scia all'apprezzamento delle materie prime energetiche, proseguito anche nell'ultimo periodo. Il prezzo del petrolio è salito, infatti, del 12,5% a maggio e sta mantenendo una tendenza al rialzo anche a giugno, per via di svariati fattori, tra cui l'annuncio definitivo dell'embargo da parte dell'Unione Europea sul greggio russo, le riaperture in Cina e un aumento piuttosto limitato della produzione da parte dell'OPEC, che allo stesso tempo sta anzi alzando i prezzi di vendita della commodity. Anche il settore delle *utilities* e i finanziari hanno registrato ritorni positivi nel mese, mentre l'immobiliare e i consumi discrezionali sono stati i peggiori, risentendo questi ultimi dei risultati deludenti di alcuni grandi *retailers* statunitensi.

Nel complesso, comunque, i risultati aziendali del 1° trimestre sono stati migliori delle attese, confermando una buona resilienza degli utili a fronte dell'aumento dei costi fronteggiato dalle imprese.



MERCATI OBBLIGAZIONARI

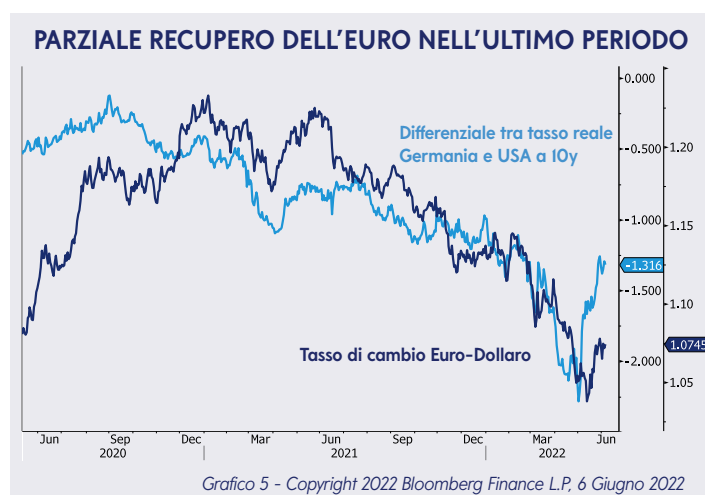
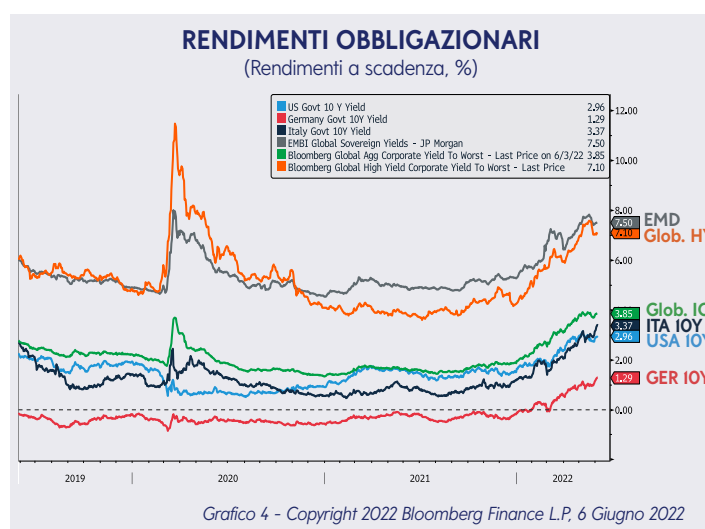
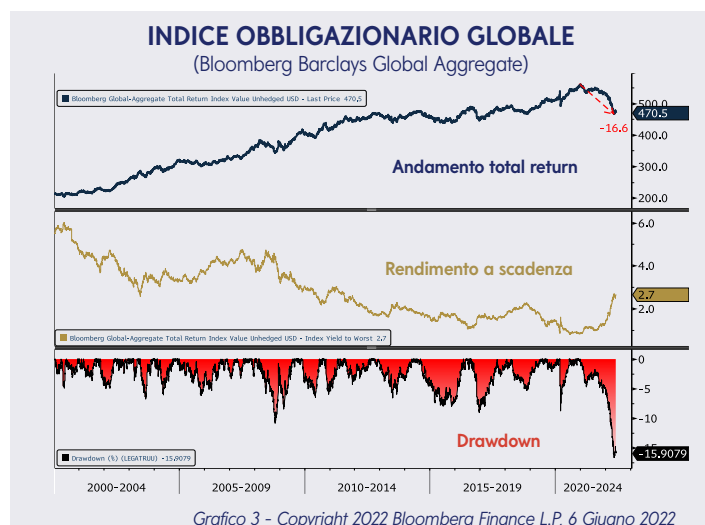
Anche nel mondo obbligazionario è stato osservato nelle ultime settimane un tentativo di stabilizzazione dei rendimenti e un leggero recupero dei corsi: quello di maggio è stato difatti il primo mese con performance positiva per l'indice obbligazionario globale dall'inizio del 2022, che pure rimane su livelli record in termini di *drawdown* (Grafico 3).

Il rendimento governativo decennale statunitense ha raggiunto un picco a 3,13% il 6 maggio, è sceso successivamente, attestandosi al 2,84% a fine mese, ma ha poi ripreso una tendenza al rialzo (3,05% al 9 giugno). Il mercato sembra aver ormai incorporato ampiamente i prossimi rialzi dei tassi della Fed e si interroga, a tratti, sulla futura tenuta della crescita e quindi sulla sostenibilità di un percorso molto aggressivo di restringimento monetario. La componente legata alle attese di inflazione ha continuato infatti a ridursi marginalmente/stabilizzarsi, mentre il rendimento reale - dopo essere tornato ad aprile in territorio positivo per la prima volta dallo scoppio della pandemia - è rimasto intorno allo 0,25% sulla scadenza appunto decennale.

Parzialmente diverso l'andamento dei rendimenti europei, con il decennale tedesco che ha continuato a salire nell'ultimo periodo, passando dallo 0,94% di fine aprile all'1,12% di fine maggio (all'1,4% circa del 9 giugno), e quello italiano da 2,77% a 3,12% (3,5% ca. il 9 giugno): lo spread si è così allargato da 185 a circa 210 pb. Tali movimenti rispecchiano un aggiustamento verso l'alto delle attese sulla rapidità del percorso di normalizzazione monetaria della Banca Centrale Europea, dopo le ultime dichiarazioni e gli ultimi dati sull'inflazione europea. Recependo una maggior risolutezza da parte della BCE verso il contenimento delle pressioni sui prezzi, nelle ultime settimane le attese di inflazione a medio-lungo termine hanno iniziato a scendere anche nel Vecchio Continente e, contestualmente, i rendimenti reali hanno iniziato a risalire, pur restando ancora in territorio ampiamente negativo per quanto concerne la Germania (-1,1% a 10 anni).

Il conseguente restringimento del differenziale tra i rendimenti reali USA e tedeschi ha favorito un recupero dell'euro nei confronti del dollaro, dopo il precedente significativo deprezzamento: il tasso di cambio euro-dollaro aveva toccato infatti un minimo il 12 maggio a 1,038, dal quale è risalito intorno a 1,07 a fine mese (Grafico 5).

In sintonia con l'andamento dell'azionario, anche gli spread di credito e dei mercati emergenti hanno visto un moderato allargamento nella prima parte del mese, seguito da un successivo restringimento, grazie al quale le performance mensili sono risultate in aggregato sostanzialmente nulle.

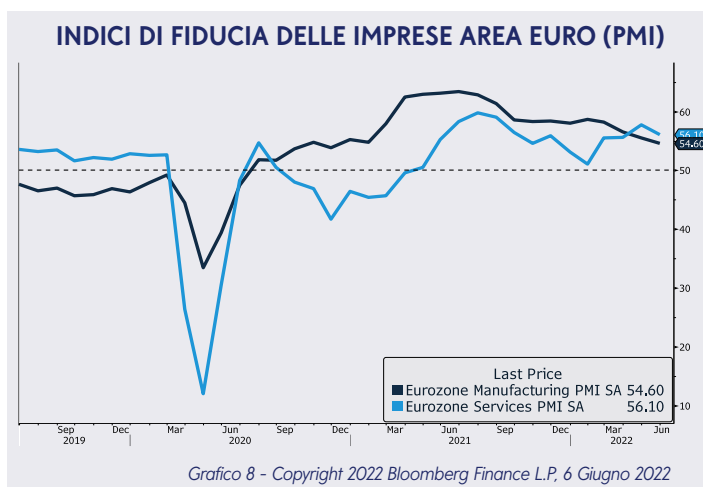
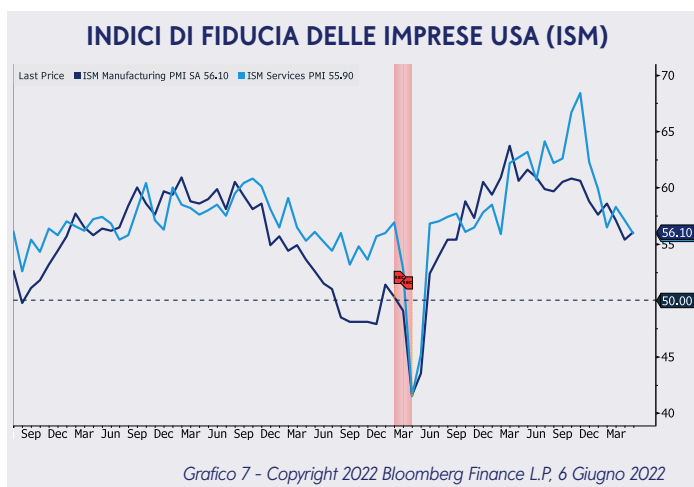
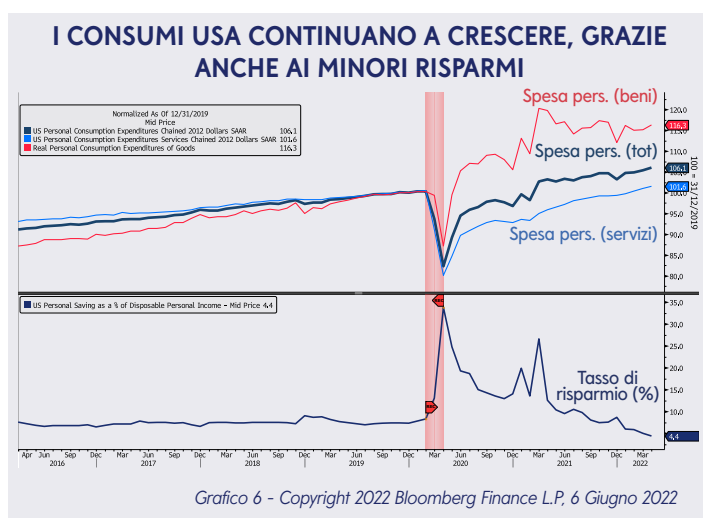


WHAT'S NEW

CRESCITA: TIMORI PROSPETTICI VS RESILIENZA ATTUALE

Nel corso del mese di maggio, il focus degli operatori di mercato si è in parte spostato dall'inflazione alla crescita, riflettendo l'idea che la prima abbia probabilmente raggiunto un picco o sia prossima a farlo - complice la rimozione dei supporti da parte delle Banche Centrali - ma allo stesso tempo il timore che proprio l'inasprimento delle politiche monetarie possa spingersi a tal punto da provocare prima o poi un rallentamento importante della crescita, finanche una recessione.

Per il momento, in realtà, l'economia globale continua a mostrare una significativa resilienza, nonostante i numerosi ostacoli che ne intralciano il percorso, confermando l'ipotesi di un rallentamento piuttosto che di una brusca frenata. I dati pubblicati recentemente negli Stati Uniti indicano che l'aumento dell'inflazione non sta frenando i consumi: la spesa si sta infatti espandendo ad un ritmo superiore al 3% nei primi due trimestri dell'anno, grazie ai guadagni del reddito da lavoro e al calo dei tassi di risparmio, con un parziale riequilibrio tra la spesa in beni fisici (che era esplosa durante la pandemia) e quella in servizi (*Grafico 6*). Anche la produzione industriale continua a crescere a buon ritmo, come pure gli ordini di beni durevoli. Il settore immobiliare sta dando alcuni primi segnali di rallentamento per quanto riguarda la vendita di case, complice l'aumento dei tassi ipotecari, ma da livelli di partenza molto elevati. Analogamente, il mercato del lavoro rimane molto forte, con un tasso di disoccupazione ai minimi degli ultimi 50 anni, ma sta dando i primi accenni di riduzione dello squilibrio tra la domanda e la disponibilità di lavoratori. Tutti indizi di una moderazione lieve (come si vede anche dagli indici ISM, *Grafico 7*) e certamente gradita alla Fed, il cui obiettivo è proprio quello di smorzare parzialmente la ripresa per frenare le pressioni inflazionistiche.

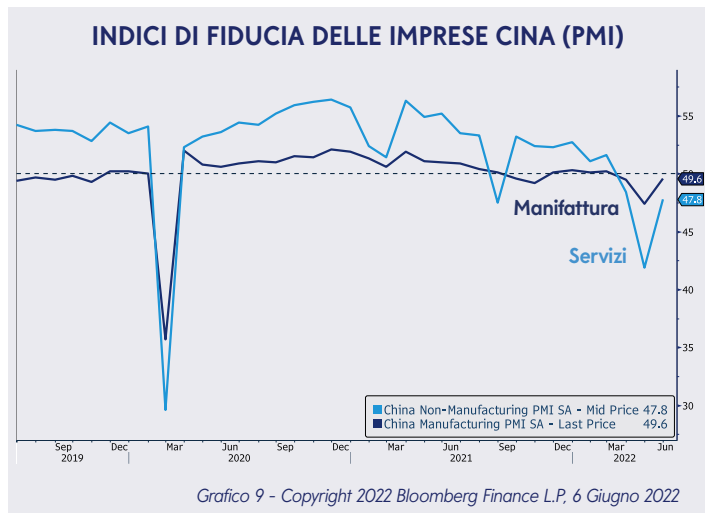


Il rapporto occupazionale di maggio ha mostrato un aumento dei posti di lavoro di 390 mila unità, più dei 318 mila attesi, ma un po' in calo rispetto ai mesi scorsi: il recupero post-pandemia è ormai pressoché completo e il tasso di disoccupazione si è stabilizzato al 3,6%, grazie anche ad un leggero aumento della partecipazione al mercato del lavoro.

In Europa, d'altra parte, è in corso un modesto rimbalzo dell'attività economica, nonostante l'aumento dei prezzi dell'energia e le preoccupazioni per la guerra russa in Ucraina, sostenuto dalle riaperture in concomitanza con l'avvio della stagione estiva e dalle misure fiscali di supporto. Gli indici di sentiment delle imprese, pur in calo rispetto ai mesi passati, si mantengono su livelli buoni, soprattutto per quanto concerne il settore terziario (Grafico 8).

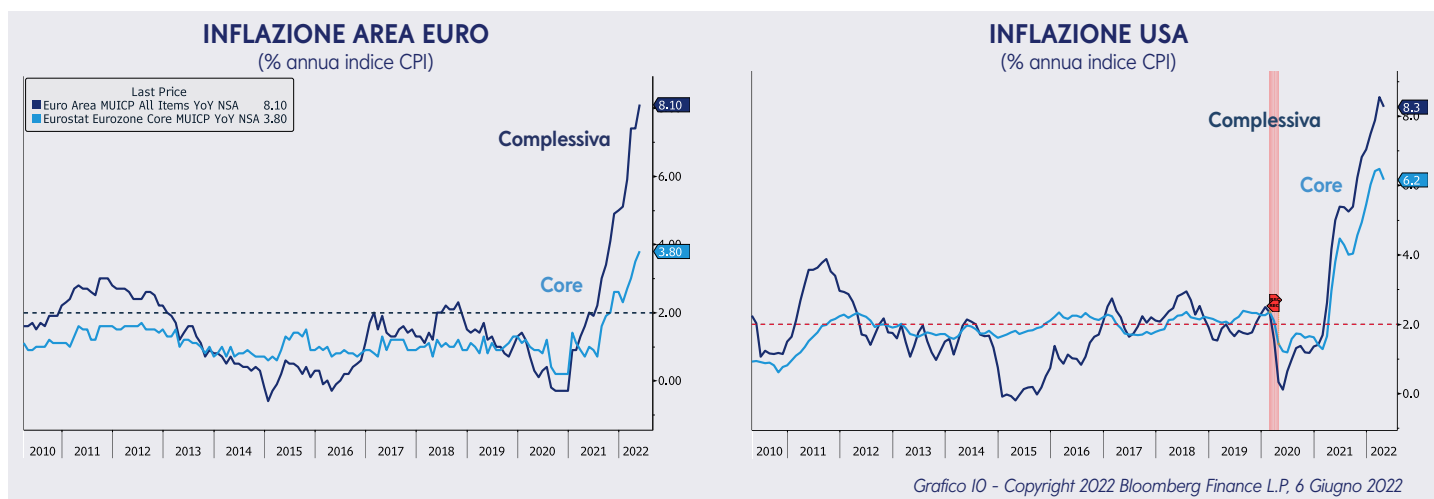
RALLENTAMENTO IN CINA, MA FORSE IL PEGGIO È PASSATO

Nel complesso, insomma, la crescita nei Paesi avanzati sembra ancora relativamente solida, promuovendo anche una certa resilienza nell'area asiatica, a fronte di una forte flessione in Cina. Il protrarsi delle rigide politiche di contenimento del virus imposte dalle autorità cinesi si sta infatti riflettendo pesantemente sugli indicatori economici del gigante asiatico: le vendite al dettaglio ad aprile sono risultate dell'11,1% inferiori rispetto ad un anno prima, ma anche la produzione industriale ha registrato il peggior calo mensile dal febbraio 2020 (-7,1%, che corrisponde ad un -2,9% su base annua). In risposta a tale rallentamento, il Governo ha intrapreso una politica di supporti che si è rivelata per ora piuttosto timida, ma che dovrebbe prendere slancio nei prossimi mesi. Inoltre, nell'ultimo periodo alcune misure restrittive sono state allentate, specie nell'area di Shanghai, ma più recentemente anche in quella di Pechino, grazie alla riduzione osservata dei contagi. Il peggio potrebbe quindi essere alle spalle, come suggerisce il rimbalzo degli indici PMI nel mese di maggio (Grafico 9), che pure restano ancora in territorio di contrazione, sotto la soglia di 50.



LE NUBI RESTANO ANCORA DENSE ALL'ORIZZONTE

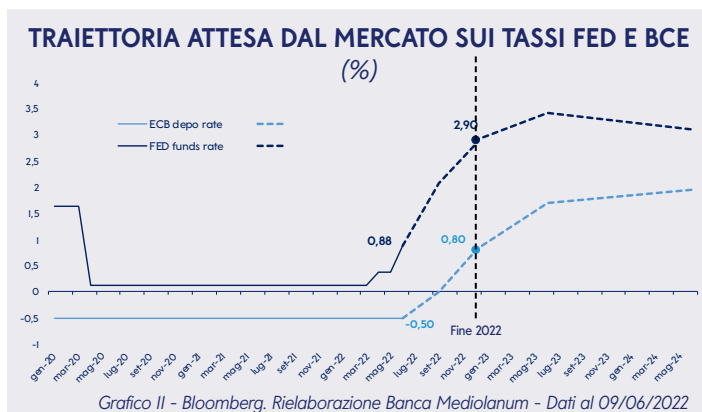
Sebbene, dunque, l'economia globale stia affrontando complessivamente bene questa difficile prova di resilienza, le nubi all'orizzonte non si stanno ancora diradando significativamente. I rischi geopolitici continuano a persistere, con l'invasione russa dell'Ucraina che sembra sempre più destinata a trasformarsi in un conflitto prolungato, alimentando il rischio di interruzioni più gravi delle forniture energetiche e alimentari e quindi di ulteriori aumenti nei prezzi delle materie prime. In stretta relazione a ciò, l'inflazione continua a rimanere elevata, complici i prezzi delle materie prime energetiche e le difficoltà nelle catene produttive, accentuate dai recenti blocchi in Cina. Negli USA, il picco di inflazione potrebbe essere stato raggiunto a marzo, quando la variazione annua dell'indice CPI ha toccato l'8,5%, livello dal quale ha già registrato una leggera discesa all'8,3% di aprile (Grafico 10). Tuttavia, le pressioni sui prezzi restano elevate e diffuse, come testimoniato dal dato core, che si attesta al 6,2% pur escludendo energia e alimentari. Parzialmente diversa la situazione in Europa, dove le pressioni di fondo restano certamente inferiori (l'inflazione core è al 3,8%), ma d'altra parte il picco non è ancora stato raggiunto, complice il maggior impatto del conflitto sui prezzi energetici: i dati sull'inflazione di maggio hanno sorpreso al rialzo, indicando un'accelerazione ulteriore all'8,1% nell'area euro (6,9% in Italia secondo il dato ISTAT).



APPRENSIONE PER LE MOSSE DELLE BANCHE CENTRALI

Tali sviluppi sull'inflazione - ma, paradossalmente, perfino le stesse notizie positive sulla tenuta dell'economia - continuano a creare apprensione sui mercati: si teme che possano spingere le Banche Centrali ad essere ancora più aggressive.

Nell'area euro il mercato ha rivisto sensibilmente al rialzo le attese circa la rapidità del percorso di normalizzazione monetaria, riguardo al quale sono stati forniti chiarimenti piuttosto precisi dalla Presidente Lagarde, prima in un [articolo](#) apparso sul blog BCE e successivamente durante la riunione di politica monetaria del 9 giugno: gli acquisti di titoli dell'APP (*Asset Purchase Programme*) cesseranno ufficialmente il 1 luglio (i reinvestimenti continueranno però fino a data da destinarsi) e saranno seguiti dall'avvio di un ciclo di rialzo dei tassi, di cui il primo a luglio (di 25 pb) e il secondo a settembre (che potrebbe anche essere di 50 pb). Le mosse successive saranno stabilite in base all'evoluzione dello scenario, tenendo conto non solo dell'inflazione, ma anche dell'incertezza che caratterizza le prospettive di crescita: se ci saranno le condizioni, il processo di normalizzazione potrà effettivamente essere portato a termine l'anno prossimo, ma sarà mantenuto un approccio basato su "gradualità, opzionalità e flessibilità". Il mercato è arrivato implicitamente a scontare un incremento dei tassi di oltre 100 pb entro fine anno e il superamento del livello dell'1% già nel primo trimestre del 2023 (*Grafico II*)².



Per quanto concerne la Fed - che dal mese di giugno ha iniziato ufficialmente il processo di riduzione del bilancio (*Quantitative Tightening*) - le attese di mercato avevano invece già incorporato un percorso piuttosto aggressivo di rialzo dei tassi, con il superamento del livello "neutrale" (stimato intorno al 2,5% circa) e dunque il passaggio in territorio restrittivo già entro fine anno. I verbali dell'ultima riunione hanno confermato l'intenzione di alzare i tassi di 50 pb per volta anche nei prossimi due *meeting*, valutando in seguito un eventuale ritorno ai consueti 25 se nel frattempo l'inflazione si confermerà in discesa.

² Il riferimento è al tasso sui depositi BCE (c.d. *depo rate*), ma in realtà gli aggiustamenti potranno riguardare tutti e tre i tassi chiave della BCE (quindi anche quelli sulle *main refinancing operations* e sulla *marginal lending facility*)

WHAT'S NEXT

PROSPETTIVE ECONOMICHE

Nel contesto appena descritto, è lecito attendersi nel breve un proseguimento del trend di decelerazione della crescita, per via dell'erosione del potere d'acquisto dovuta all'inflazione, dell'incertezza geopolitica e del restringimento delle condizioni finanziarie ad opera delle Banche Centrali. Ciò detto, l'espansione dovrebbe comunque proseguire, grazie al sostegno delle riaperture, ai consistenti stock di risparmio delle famiglie (Grafico 12) e ad un probabile recupero in Cina se le restrizioni pandemiche continueranno ad essere allentate, parallelamente all'introduzione di maggiori supporti economici. Tra le economie avanzate, l'area più a rischio rimane quella europea, ma per quanto riguarda gli Stati Uniti e l'economia globale nel suo complesso le probabilità di recessione appaiono piuttosto basse, almeno per i prossimi 12-18 mesi (Grafico 13).³

GLI STOCK DI RISPARMIO DELLE FAMIGLIE SONO ANCORA MOLTO CONSISTENTI

(Eccesso di risparmio, % del reddito annuo)

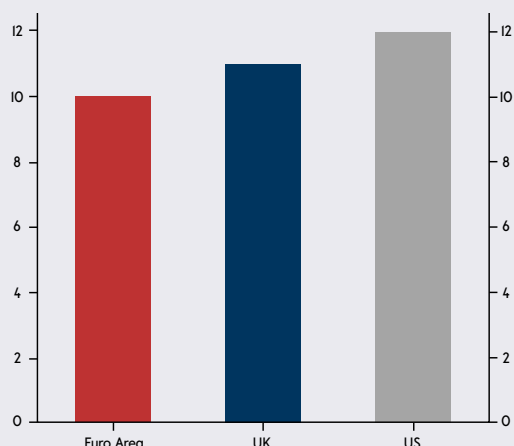


Grafico 12 - Goldman Sachs Investment Research

CRESCITA: RALLENTAMENTO MA NON RECESSIONE

| | 2021 | 2022 | 2023 |
|-----------------|------------|----------------------|--------------------|
| Globale | 5,8 | (-1,5) 3,0 | (-0,4) 2,8 |
| Eurozona | 5,3 | (-1,7) 2,6 | (-0,9) 1,6 |
| Germania | 2,9 | (-2,2) 1,9 | (-0,7) 1,7 |
| Francia | 6,8 | (-1,8) 2,4 | (-0,7) 1,4 |
| Italia | 6,6 | (-2,1) 2,5 | (-1,4) 1,2 |
| Spagna | 5,1 | (-1,4) 4,1 | (-1,6) 2,2 |
| Giappone | 1,7 | (-1,7) 1,7 | (0,7) 1,8 |
| UK | 7,4 | (-1,1) 3,6 | (-2,1) 0,0 |
| USA | 5,7 | (-1,2) 2,5 | (-1,2) 1,2 |
| Cina | 8,1 | (-0,7) 4,4 | (-0,2) 4,9 |
| India | 8,7 | (-1,2) 6,9 | (0,7) 6,2 |
| Russia | 4,7 | (-12,7) -10,0 | (-5,4) -4,1 |

Grafico 13 - Fonte: OECD Economic Outlook giugno 2022, rielaborazione Banca Mediolanum. I dati tra parentesi indicano le revisioni rispetto alle stime di dicembre 2021.

I MERCATI SCONTANO GIÀ MOLTE NOTIZIE NEGATIVE

Dopo aver subito forti ridimensionamenti da inizio anno - sia nell'azionario che nell'obbligazionario - a causa del significativo riprezzamento delle aspettative sul mix di crescita e inflazione e sulle prospettive di politica monetaria, i mercati sono arrivati ad incorporare una buona dose di sorprese negative.

Lo si evince sia dalla dimensione dell'aggiustamento al rialzo dei rendimenti obbligazionari, sia dal calo delle valutazioni nell'azionario, che a livello globale sono scese sotto la media degli ultimi 20-25 anni, a fronte di utili ancora in crescita (Grafico 14).

AGGIUSTAMENTI GIÀ IMPORTANTI SUI MERCATI



Grafico 14 - Copyright 2022 Bloomberg Finance L.P., 6 Giugno 2022

³ Attualmente le stime indicano una probabilità di recessione intorno al 30% a un anno.

Se da qui in avanti l'inflazione inizierà effettivamente ad affievolirsi, come le attese di mercato suggeriscono, e allo stesso tempo la crescita si manterrà in territorio positivo, nonostante i venti contrari già descritti, il margine per una stabilizzazione ed un parziale recupero è sicuramente presente.

Tuttavia, è importante notare come il passaggio dell'inflazione ad un regime strutturalmente più elevato, almeno per alcuni anni (complici una minor enfasi sulla globalizzazione e l'accelerazione della transizione green) e il conseguente cambio di regime anche per quanto riguarda le politiche monetarie, rappresentino un vero e proprio cambio di paradigma per i mercati finanziari rispetto ai cicli passati: non potendo più contare su politiche monetarie ultra-espansive, liquidità ultra-abbondante, e tassi a zero o negativi, è probabile che i recuperi saranno meno repentini e caratterizzati da una maggior volatilità.

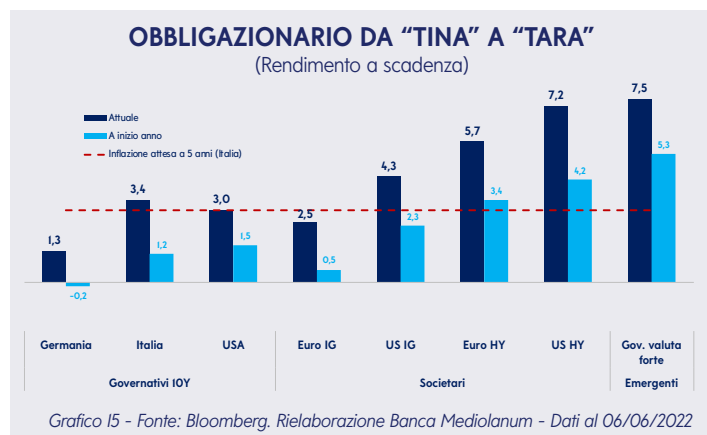
LE REGOLE D'ORO PER I MERCATI

Come comportarsi in questo scenario incerto? La soluzione migliore è quella di attenersi ad alcuni principi che rappresentano dei capisaldi per gli investimenti e si sono rivelati sempre validi anche in passato:

1. In primo luogo, **basare le scelte allocative (scadenze/profilo di rischio) sulle reali esigenze e sugli obiettivi di vita del cliente**, senza dimenticare il potenziale di crescita dell'economia e quindi dei mercati nel medio-lungo termine. Da questo punto di vista, è importante osservare che dopo i recenti aggiustamenti si è venuto a creare un maggior valore all'interno dei mercati, che deprime a favore di maggiori rendimenti prospettici. Il discorso vale anche per l'obbligazionario, tant'è vero che, grazie all'aumento dei rendimenti (*Grafico 15*), nel gergo degli investitori l'acronimo "TINA" (There Is No Alternative) è stato scalzato da **"TARA" (There Are Some Alternatives)**.

2. In secondo luogo, **diversificare sotto tutti i punti di vista** (per asset class, area geografica, settore, ecc, ...): specialmente in un contesto di elevata incertezza come quello attuale, questo principio si rivela più che mai importante. Peraltro, è utile osservare che, dopo un periodo di correzioni pressoché indistinte tra azionario e obbligazionario, è probabile che da qui in avanti si ristabiliscano almeno in parte le correlazioni tipiche tra le due asset class e che l'obbligazionario torni quindi a rappresentare un elemento di decorrelazione e di attenuazione della volatilità all'interno dei portafogli.

3. Terzo: **non farsi guidare dall'emotività**, ma attenersi alle strategie d'investimento prestabilite, riposizionando eventualmente le aspettative dei clienti sui corretti orizzonti temporali e tenendo presente che la volatilità è non solo una caratteristica intrinseca dei mercati, ma potenzialmente anche un'alleata, se sfruttata adeguatamente per cogliere le occasioni che periodicamente si presentano.



OSSERVATORIO
MERCATI



**INDIETREGGIARE
PER PRENDERE
LA RINCORSA**

INDIETREGGIARE. PER PRENDERE LA RINCORSA

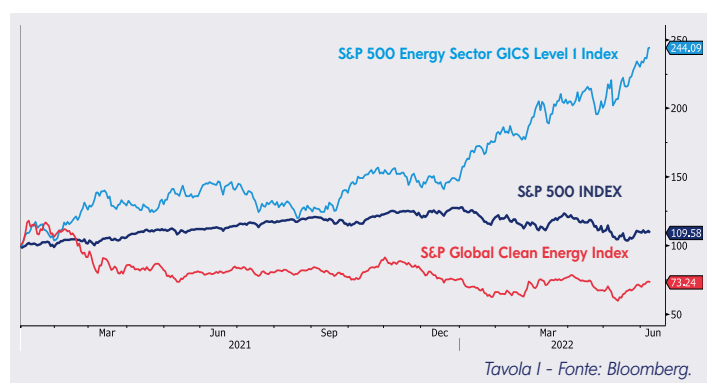
Pandemia e guerra in Ucraina, comunque vada a finire, forse non saranno quel punto di svolta epocale che enfaticamente molti pensano, ma certo hanno rimodellato il mondo. Non solo dal punto di vista geopolitico, ma soprattutto economico. E noi che attendavamo ben altre rivoluzioni: l'ESG, l'emergenza climatica, la transizione energetica, la digitalizzazione, l'automazione...

Invece, ora si riaccendono le **centrali a carbone e nucleari**; l'ESG vive un momento di disorientamento; **Fink**, CEO di BlackRock, fino a poco tempo fa profeta degli investimenti sostenibili, protesta che il settore privato non può essere "una polizia dell'ambiente" e che cessare di finanziare le compagnie che si occupano di combustibili fossili non è "consistente con gli interessi finanziari di lungo termine dei nostri clienti"; **Biden** rimette all'asta licenze di esplorazione per petrolio e gas su terreni federali, dopo che, tra i primi atti del suo insediamento, le aveva sospese; digitalizzazione ed automazione sembrano impantanate nella difficoltà di ridisegnare le catene di approvvigionamento. Tutto finito, dunque?

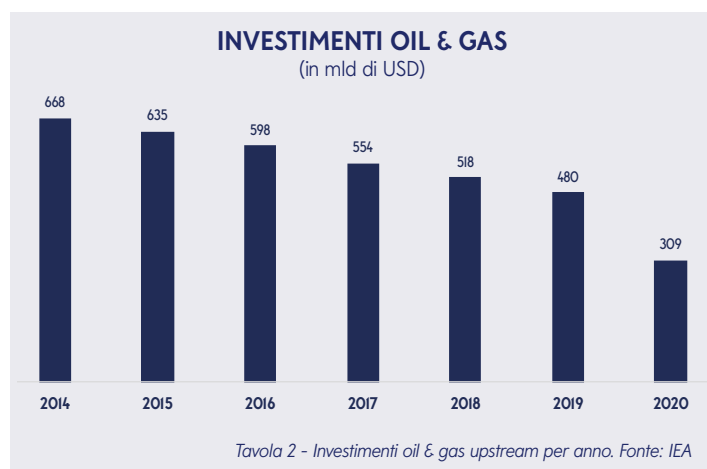
Per rispondere, bisogna esaminare stato dell'arte e le prospettive dei diversi temi nel modo più scevro possibile dall'emotività del momento.

LA TRANSIZIONE ENERGETICO-AMBIENTALE

Di primo acchito, Fink ha ragione. Un asset manager non può ignorare un grafico come quello di Tavola I, che evidenzia la decisa sovraperformance, nell'ultimo anno e mezzo, dei titoli energetici "tradizionali" rispetto a quelli legati alle rinnovabili.



Naturalmente, tale sovraperformance è dovuta all'incremento dei prezzi del petrolio e del gas, a sua volta determinato da almeno 7 anni di sottoinvestimenti nel settore (-54% dal 2014 al 2020, Tavola 2), non totalmente compensati dall'incremento degli investimenti nelle rinnovabili (+30%, Tavola 3): globalmente, si è passati da circa \$950 milioni di investimenti energetici nel 2014 ai \$650 del 2020 (-30%), mentre il consumo globale di energia è salito del 3% (+7.5% se consideriamo il 2019, anziché il 2020, in cui si è risparmiato energia per colpa del covid, Tavola 4).



INVESTIMENTI IN RINNOVABILI

(in mld di USD)



Tavola 3 - Investimenti in energia rinnovabile, escluso trasporto e batterie. Fonte: Bloomberg

CONSUMO DI ENERGIA NEL MONDO

(in TW/h)



Tavola 4 - Fonte: Our World in Data

Tuttavia, se allarghiamo lo sguardo, la sovraperformance delle rinnovabili è ancora notevole (Tavola 5), e francamente ci sembra azzardato decretare finito un trend del genere.

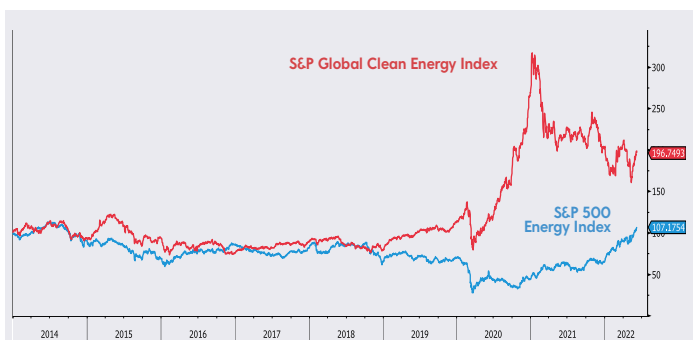


Tavola 5 - Fonte: Bloomberg

Per affrontare l'attuale crisi energetica, infatti, in buona parte anche dovuta alla guerra in Ucraina e alle sanzioni occidentali contro la Russia, i Governi stanno ora operando su due piani:

- quello **tattico o emergenziale**, dettato dalla necessità immediata di scongiurare un eventuale scenario di distacco dell'energia alle attività economiche, nonché di alleviare l'impatto delle bollette elettriche e del carburante a famiglie e imprese: qui si inseriscono la riaccensione delle centrali a carbone o nucleari, la corsa ai rigassificatori e gli accordi con partner diversi dalla Russia per l'acquisto di gas (l'Algeria, per esempio);

- quello **strategico**, che ha come obiettivo il raggiungimento di un buon grado di indipendenza energetica: ci vorranno molti anni prima che Mosca torni ad essere considerata un partner affidabile. E l'indipendenza energetica non si ottiene tanto diversificando i Paesi da cui si compra o ricorrendo al gas naturale liquefatto, ma producendosi in proprio l'energia necessaria. Per Paesi poveri di risorse naturali come quelli europei, esistono solo due strade: il nucleare o le rinnovabili.

L'obiettivo dell'indipendenza energetica si salda così perfettamente con quello delle zero emissioni nette entro il 2050, che riceverà sicuramente nuovo impulso quest'autunno, quando in Egitto si terrà la Cop27. Non potrà essere diversamente, perché poche settimane fa l'Organizzazione Meteorologica mondiale (WMO) ha pubblicato il suo **rapporto annuale sullo stato del clima globale**, da cui emerge che i quattro indicatori chiave del cambiamento climatico (concentrazioni di gas serra, innalzamento del livello del mare, calore oceanico e acidificazione degli oceani) hanno stabilito nuovi record negativi nel 2021 (a dispetto del lockdown), e la temperatura media globale è salita a 1.1°C sopra la media pre-industriale: se si considera l'obiettivo di non superare 1.5° entro il 2030, pena l'irreversibilità dei cambiamenti climatici, si capisce che de-carbonizzare resta una priorità assoluta.

Ecco perché, nonostante l'apparenza contraria, in realtà l'attuale contesto, più che fermare, accelererà la transizione energetica e verde. Non a caso, in EU, l'attivismo in tal senso si è moltiplicato: **100 città**, **New European Bauhaus**, EU Green bonds, e soprattutto **REPowerEU**.

REPOWEREU

Quest'ultimo, in particolare, per realizzare gli interventi sintetizzati in Tavola 6, metterà sul piatto poco meno di 300bn di euro (Tavola 7), che in buona parte arriveranno dai fondi non utilizzati dal NextGenerationEU (circa 220bn: si tratta di prestiti non richiesti da Paesi, come la Germania, che si finanziano a tassi inferiori o anche di sussidi non utilizzati da chi, come l'Olanda, non ha presentato un proprio PNRR) e dallo storno di fondi già allocati ad altri piani (come la Politica Agricola Comune). 20bn arriveranno poi dall'inedita vendita di nuovi certificati CO2, ossia di diritti ad inquinare: servirà a non far salire il prezzo di tali certificati alla luce dell'apertura a bruciare il 5% in più di carbone nell'ambito del piano tattico di cui sopra.

IL PIANO REPOWEREU IN SINTESI

| Obiettivi | Azioni individuate |
|--|--|
| Aumentare il risparmio energetico | Migliorare efficienza della rete elettrica |
| | Migliorare il target di efficienza energetica dal 9 al 13%, agendo in particolare sugli edifici. |
| | Promuovere comportamenti virtuosi di risparmio energetico, come quelli proposti nell'iniziativa Playing my Part dell'IEA, che se realizzati da ogni cittadino ridurrebbero del 5% la domanda europea di gas. |
| Diversificare le importazioni di energia | Incoraggiare gli Stati membri a utilizzare incentivi fiscali (come aliquote IVA ridotte) a favore di pompe di calore, sistemi di riscaldamento e raffrescamento ad alta efficienza, cappotti isolanti degli edifici. |
| | Istituzione di una Piattaforma Energetica Europea, a carattere volontario, per l'acquisto comune di gas, gas liquefatto e idrogeno. Un vero e proprio meccanismo per la negoziazione congiunta dei contratti con i fornitori potrebbe seguire a breve. |
| Accelerare la transizione all'energia pulita | Il piano Fit for 55, presentato a luglio 2021, fissa al 40% il target di energia che dovrà arrivare da fonti rinnovabili entro il 2030 (dall'attuale 32%). Ora il REPowerEU lo innalza al 45%. |
| | Un capitolo specifico è dedicato al solare: l'attuale capacità dovrà raddoppiare entro il 2025, fino ad arrivare a un totale di 600GW entro il 2030. |
| | Obbligo normativo di installare pannelli solari su tutti gli edifici di nuova costruzione, e sui tetti di tutti gli uffici pubblici che si prestano. |
| | Raddoppio dell'attuale ritmo di installazione di pompe di calore: cumulativamente, saranno 10 milioni nei prossimi 10 anni, da 1,8 milioni vendute nel 2020. |
| | Norme specifiche (che però usciranno nel 2023) per rafforzare le catene di approvvigionamento nel solare, eolico e pompe di calore. |
| Impulso al biometano. | |
| | Forte impulso allo sviluppo dell'idrogeno "verde": la produzione domestica dovrà essere pari a 10 milioni di tonnellate entro il 2030, e altri 10 milioni saranno importati. Il piano Fit for 55 ne prevedeva 5,6 milioni in tutto. |

Tavola 6 - Fonte: Commissione Europea

REPOWEREU: COSTI STIMATI PER AREA DI INTERVENTO

| Area | Costo (mld di euro) |
|---|---------------------|
| Miglioramento efficienza rete elettrica | 29 |
| Produzione di biometano | 37 |
| Miglioramento efficienza energetica e diffusione pompe di calore | 56 |
| Disincentivo ad un minor uso dei combustibili fossili e adattamento | 41 |
| Maggiori costi per fonti alternative a petrolio russo | 2 |
| Investimenti in rinnovabili e idrogeno | 113 |
| Investimenti per gas liquefatto e gasdotti | 10 |
| TOTALE | 288 |

Tavola 7 - Fonte: Commissione Europea

Il piano deve comunque essere approvato dai leader europei, e ancora non è chiaro se ogni Paese riceverà una quota dei fondi (stile NGEU), oppure se essi verranno gestiti in qualche modo centralmente: a deporre in questo senso ci sarebbe uno **studio** dell'University College di Dublino, secondo cui "se la rete di distribuzione venisse ristrutturata non tenendo conto dei confini nazionali, ma agendo in una logica paneuropea, il costo dell'elettricità si ridurrebbe del 32%". **Euractiv**, invece, calcola che il costo potrebbe addirittura dimezzarsi, "se ci fosse una vera unione dell'energia, con la messa in comune di riserve e acquisti congiunti, come per i vaccini".

Punti di cui in effetti il piano si occuperà. Ma altrettanto qualificante, in particolare, è l'enfasi sul **solare**: per raggiungere i 600GW di target entro il 2030, da oggi al 2025 l'EU dovrà installare 35GW all'anno, che dovranno diventare 60 all'anno dal 2026 al 2030. Per dare un'idea, nel 2021 ne sono stati installati solo 26, massimo di sempre. Contribuirà allo sforzo anche la **Strategia per l'energia solare**, che, pur senza allocare fondi specifici, mira a incentivare la produzione domestica di pannelli solari, attualmente pari all'11% della produzione mondiale (contro il 65/70% della Cina).

Quadruplicato, infine, il peso dell'**idrogeno verde** (ossia prodotto tramite energia rinnovabile), che sarà essenziale per gli impianti particolarmente energivori (come le fonderie).

Il REPowerEU costituisce dunque un altro passettino verso un'UE più coesa e pare ormai sdoganato l'utilizzo di questi piani come strumento di gestione delle emergenze, che quindi diventerebbero strutturali.

Ma forse la cifra vera (per certi versi sorprendente) è la loro flessibilità. Agli Stati membri, infatti, sarà concessa la possibilità di riscrivere il proprio PNRR, se lo riterranno necessario per meglio adattarsi all'obiettivo del REPowerEU, ovvero coniugare la continuità energetica con l'ambiente. Persino il **Green Deal**, ovvero l'architettura della politica ambientale comunitaria, sarà modificato.

IL PNRR ITALIANO

In Italia, archiviata la prima fase, conclusa nel 2021, che ha consentito di incassare 45.9bn di fondi, ad oggi **il Governo ha già raggiunto** 18 obiettivi di riforma sui 45 previsti per il primo semestre 2022; altri 15 lo saranno entro il 30 giugno; e 10 sono "in linea" con i tempi previsti. Solo 2 paiono ancora lontani. E dei **167 progetti** concreti in cui gli obiettivi sono declinati, ben 105 sono già avviati.

IL PNRR ITALIANO IN SOLDONI

| | Scadenza | Obiettivi/risultati | Erogazioni (mld di euro) |
|------------------|----------|---------------------|--------------------------|
| Prefinanziamento | 13/08/21 | | 24,9 |
| Prima rata | 31/12/21 | 51 | 21 |
| Seconda rata | 30/06/22 | 45 | 21 |
| Terza rata | 31/12/22 | 55 | 19 |
| Quarta rata | 30/06/23 | 27 | 16 |
| Quinta rata | 31/12/23 | 69 | 18 |
| Sesta rata | 30/06/24 | 31 | 11 |
| Settima rata | 31/12/24 | 58 | 18,5 |
| Ottava rata | 30/06/25 | 20 | 11 |
| Nona rata | 31/12/25 | 51 | 13 |
| Decima rata | 30/06/26 | 120 | 18,1 |
| TOTALE | | 527 | 191,5 |

Tavola 8

Fonte: Camera dei deputati, Relazione sullo stato di attuazione del PNRR (Errata corrige)

Decisamente non male per un Paese abituato a risultati assai scarsi nell'accesso ai fondi comunitari. Il rispetto della tabella di marcia consentirà quindi di incassare un'altra rata da 21bn (Tavola 8).

Tuttavia, nonostante questi successi, quasi tutte le forze politiche hanno già chiesto al Governo di rinegoziare il PNRR, sfruttando la flessibilità di cui sopra, proprio per tenere conto del mutato contesto. C'è chi chiede genericamente di **"rimodulare i progetti"**, facendo slittare di un anno (al 2027) l'orizzonte temporale, e chi si spinge a ipotizzare di usarne i fondi per costruire **micro centrali nucleari**. Draghi per ora resiste, conscio che cambiare il PNRR esige tempi lunghi, ma forse, piuttosto, aspetta che un tale "suggerimento" arrivi da Bruxelles.

NECESSITÀ DI COORDINAMENTO

Il fatto è che una "regia centrale" è essenziale: ormai è drammaticamente chiaro che la transizione energetica ha un costo (cui è stato dato anche il nome "greenflation"), e che proprio per questo deve essere "giusta" non solo sul piano ambientale, ma anche economico e sociale. Servono azioni coordinate, per essere efficaci ed evitare interventi estemporanei e -in ultima analisi- confliggenti. Non ce ne voglia il lettore, ma, nel lungo periodo, non ha molto senso -per dirne una- che la BCE, al fine di contenere l'inflazione, alzi i tassi e poi i Governi taglino le accise sulla benzina, perché la prima mossa mira a scoraggiare la domanda, mentre la seconda la incoraggia.

Meglio studiare allora altre soluzioni, come agire sul lato dell'offerta. In tutto il mondo, per esempio, sta emergendo la consapevolezza che abbandonare prematuramente gli investimenti in greggio e gas sia stato un errore: il WTI a 120USD al barile li re-incentiverà senz'altro. Per questo l'IEA ne ipotizza un ritorno ai livelli del 2015 (ossia circa 450bn di dollari all'anno) entro il 2025, buona parte dei quali (oltre 170bn), potrebbero andare al gas liquefatto (LNG). Non si tratterà però di riabbracciare i fossili, con tante scuse: almeno i Paesi del G7 finanzieranno solo progetti che **contempleranno tecnologie di cattura del carbonio**.

Allo stesso modo, proprio in questi giorni, come accennato, il Parlamento EU dovrebbe approvare una riforma anche del Green Deal, specificatamente nella parte riguardante la "borsa" dei diritti ad emettere CO2 (ETS), in particolare per

il settore trasporti e costruzioni, nonché nella parte che regola le importazioni di prodotti ad alta intensità di carbonio (**CBAM**). Il punto è delicato: occorre trovare un equilibrio che disincentivi le emissioni (e quindi a sua volta stimoli lo sviluppo di nuove tecnologie low-carbon), ma preservando le industrie domestiche ad alta intensità energetica (come le acciaierie), la cui importanza è ridiventata evidente negli ultimi mesi, con il boom dei prezzi delle materie prime.

DEGLOBALIZZAZIONE ?

Il tema si lega a quello più ampio della necessità di reagire alle strozzature nelle catene di approvvigionamento internazionali. La guerra in Ucraina e il conseguente inasprirsi delle questioni geopolitiche, insieme agli insegnamenti appresi dal covid (chiusure di città, fabbriche e porti in Cina, con conseguenti disfunzionalità logistiche critiche) hanno assestato un duro colpo alla globalizzazione: le imprese occidentali hanno realizzato che produrre vicino ai propri clienti forse costa di più, ma ha anche molti vantaggi. Però non è un colpo mortale: per ora il *reshoring* (ossia il rientro delle attività produttive) viene più declinato come *nearshoring* (rilocalizzazione verso Paesi vicini) o *diversifying shoring* (diversificare la produzione in più Paesi) che come *backshoring* (rimpatrio tout court), con l'obiettivo di perseguire la maggior flessibilità possibile della propria supply chain, al minor costo possibile.

I nodi sono sempre gli stessi: costo del lavoro e costo del "diritto ad inquinare". Mentre ormai i rispettivi differenziali con la Cina si stanno assottigliando, restano ancora importanti con altri Paesi, come India, Messico o Vietnam. E se un'azienda americana o europea volesse tagliarli in patria, dovrebbe investire efficacemente in tecnologia, specialmente digitalizzazione e automazione, per aumentare la produttività.

Inoltre, è bene osservare che, mentre in passato i Governi hanno subito quasi impotenti la globalizzazione, stavolta giocano da protagonisti, attraverso provvedimenti ad hoc:

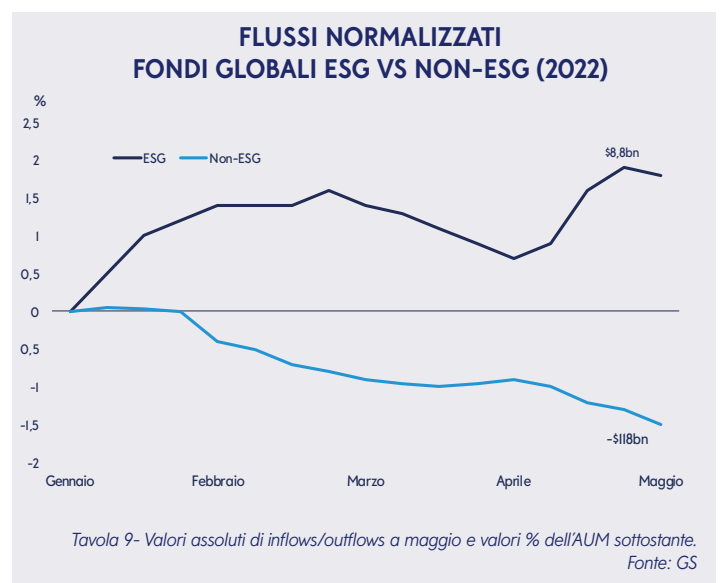
- direttamente a favore delle aziende, con incentivi vari, come sussidi, finanziamenti e sgravi fiscali, soprattutto per la ricerca&sviluppo (ne è un esempio il **Buy American Rule**);
- indirettamente, rilanciando gli investimenti in infrastrutture (il NextGenerationEU, e l'**Infrastructure Bill** da 1trn di dollari).

Questo perché

- ovviamente è un modo per creare nuovi posti di lavoro e ridurre le disparità sociali;
- ma occorre "facilitare" l'offerta di lavoro per contenere le ricadute sull'inflazione via pressioni salariali (attraverso formazione, incentivi alla mobilità e forme di compensation alternative, rimodulazione dei sussidi, politiche di immigrazione);
- il reshoring è esente da rischi (e comporta meno costi per le aziende, soprattutto europee) solo se è accompagnato da un forte impulso alle rinnovabili: in fondo anche i combustibili fossili hanno una loro (potenzialmente soggetta a disruption) supply chain (anche solo per ragioni geopolitiche);
- ora molte produzioni vengono considerate di interesse (quando non di sicurezza) nazionale: tecnologia (soprattutto chip), farmaceutica, solare, alluminio, per fare qualche esempio;
- la deglobalizzazione può diventare strumento di soft power politico. Non a caso il Segretario USA al Tesoro, Yellen, alle varie declinazioni di reshoring menzionate sopra ne ha aggiunta un'altra: "friend shoring", ossia investimenti nei Paesi amici, nelle democrazie liberali, per non favorire i regimi autoritari (e alla fine magari divenirne dipendenti).

INVESTIMENTI ESG

Clamorosamente innervata in tutto questo, poi, c'è la questione ESG. Come per quella ambientale, **qualcuno** ha approfittato della situazione per andare all'attacco, amplificando anche il **primo deflusso** (\$2bn, a maggio) mai registrato sui fondi azionari USA ESG.



In realtà quest'ultima è una notizia fuorviante: se confrontiamo tale deflusso con le dinamiche subite da fondi analoghi non ESG (calcoli JPMorgan) a maggio (circa +\$14bn) e ad aprile (circa -\$49bn), pare poca cosa. E scompare proprio se prendiamo in considerazione l'intero universo dei fondi ESG, invece che solo quelli azionari (Tavola 9).

Qui l'inflow da inizio anno è stato positivo per 8.8bn (+1.8% rispetto alle masse sottostanti), contro un deflusso da 118bn (-1.5%). È un'altra prova che l'ESG è vivo, ma forse la cosa più interessante è un'altra: quei +8.8bn tengono conto anche di un **deflusso da ben 1.9bn** avvenuto sugli ETF gestiti da uno dei maggiori player del settore, State Street. Il che potrebbe indicare la preferenza, da parte degli investitori, per una gestione attiva, anziché passiva.

Un'esigenza più che comprensibile, perché, in effetti, navigare il mondo ESG (che globalmente vale 35trn di dollari di asset, di cui 17 di diritto americano), in questo contesto, si è fatto piuttosto complicato. Critiche sono arrivate persino da alfieri storici dei fondi etici, come **James Penny e Chris Hohn**. E non aiutano le notizie su malversazioni accertate (**Bank of New York**, che ha accettato di pagare una multa da 1.5 milioni) o ancora presunte (**DWS**) di *greenwashing*, ossia la strategia di marketing di presentare come verde o sostenibile qualcosa che invece non lo è.

Il fatto è che mancano regole precise, come una tassonomia che riduca al minimo le ambiguità e uno standard di controlli e certificatori terzi. La **Commissione Europea** ci sta lavorando dal 2018: attraverso la **SFDR** ha introdotto criteri stringenti in base ai quali i fondi possono fregiarsi dell'etichetta "ESG". Ma su altro ha tempi lunghi: per esempio, lo **standard europeo per i Green Bond** verrà discusso al Parlamento Europeo solo nel 2023, per entrare in vigore nel 2025. La **SEC** sta ancora **studiando**.

Tuttavia, la spinta da parte dei Governi verso gli investimenti sostenibili è inequivocabile. Anzi, l'attuale contesto ne rafforza il senso di urgenza (per esempio Ursula von der Leyen ha dichiarato che l'obiettivo dell'UE è raggiungere la completa indipendenza energetica da Mosca entro il 2027), e -volendo- consente di individuare nuove opportunità, ampliando l'universo investibile. In questo senso, è probabilmente un bene che la normativa sia solo abbozzata o ancora incompleta: sono più facili eventuali modifiche.

Di quanto alla lettera "E" si è già ampiamente discusso. Per la "S" e la "G", invece, ora si possono fare considerazioni prima precluse.

Per esempio, riguardo alla prima, forse nei fondi sostenibili possono trovare spazio anche il nucleare e la difesa: **una recente indagine** condotta da Deutsche Bank rivela che il 55% degli investitori istituzionali intervistati è a favore dell'inclusione nell'ESG dei finanziamenti alla difesa, e il 61% ritiene che dovrebbe essere ammessa l'esposizione al nucleare. Attualmente, il framework in discussione sugli EU Green Bonds esclude esplicitamente la possibilità che i fondi raccolti vadano al nucleare, ma è chiaro che il conflitto in Ucraina ha alterato la sensibilità.

L'ha alterata perfino a Berlino sulle spese militari, visto che il Governo tedesco ha annunciato per il solo 2022 un fondo speciale da 100bn di euro, e per gli anni a venire un incremento dall'1.5% al 2% del PIL (si tratta di una ventina di miliardi l'anno in più, circa 77bn in totale). Con la Germania anche la Polonia, che ha alzato il budget della difesa al 3% del PIL, mentre altri seguiranno. La stessa von der Leyen, a latere della conferenza stampa di presentazione del REPowerEU, ha accennato a "200bn addizionali nella difesa nei prossimi anni". Niente di concreto, evidentemente, ma c'è la possibilità di una sorta di piano DefenceEU, che potrebbe ricalcare, come meccanismo di finanziamento, il NGEU: magari non andrà a finanziare bombe e mitragliatrici, ma navi, aerei, satelliti, sistemi radar e di cyber difesa, certamente sì.

Quanto alla "G", il conflitto in Ucraina ha colto troppe aziende e **fondi ESG con esposizioni alla Russia**, aprendo il dibattito opposto a quello della "S": forse qui l'universo investibile andrebbe ridotto, escludendo Paesi non rispettosi dei diritti umani e che fanno palesemente ricorso al crimine informatico.

CONCLUSIONI

Dunque, sbaglierebbe chi pensasse che le grandi narrative che hanno dominato i pensieri degli investitori negli ultimi anni si siano esaurite, o -peggio- che seguirle sia stato un errore: hanno cambiato aspetto, ma sono più vive che mai. I temi legati al covid, all'ambiente, all'energia, alla globalizzazione, al ruolo capitale della tecnologia, alla geopolitica si sono incredibilmente saldati tutti insieme, sollevando un polverone di risvolti inattesi. Per una volta, dovranno essere i Governi (o l'UE), più che le banche centrali, a indicare la strada (e in parte l'hanno già fatto): si muoveranno prima i capitali pubblici, ma quelli privati seguiranno a ruota.

L'impressione è che si stia comprimendo una molla. Con buona pace di Che Guevara, qualche volta si può indietreggiare, se serve a prendere la rincorsa.