

OSSERVATORIO
MERCATI

LUGLIO
2022



INDICE

WHAT'S UP _____ 3

IL PEGGIOR PRIMO SEMESTRE DEGLI ULTIMI 90 ANNI _____	3
CORREZIONE EPOCALE SUI MERCATI OBBLIGAZIONARI _____	3
MERCATI AZIONARI UFFICIALMENTE IN "MERCATO ORSO" _____	4
MATERIE PRIME SOTTO PRESSIONE, MA INIZIALI SPIRAGLI _____	5
DOLLARO ANCORA MOLTO FORTE _____	6

WHAT'S NEW _____ 7

UN NUOVO GRANDE TEST PER LA CRESCITA GLOBALE _____	7
LE BANCHE CENTRALI DA ALLEATE A GUARDIANE _____	8
UNA PER TUTTI, TUTTI PER UNA _____	8

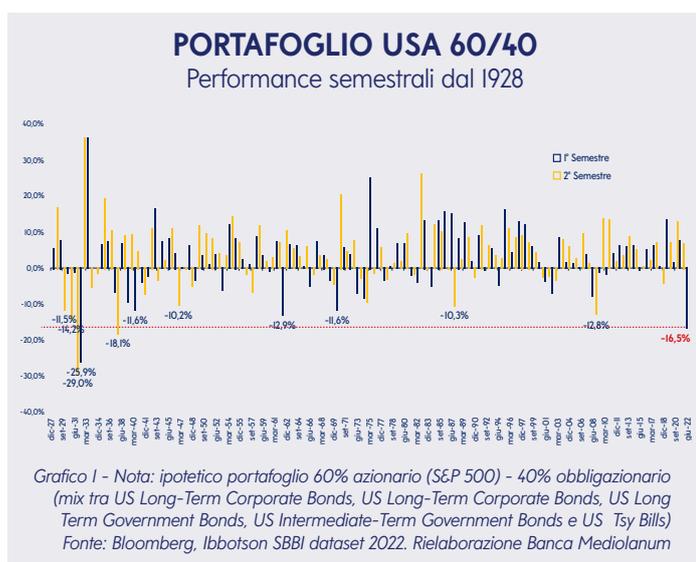
WHAT'S NEXT _____ 9

TIRO ALLA FUNE TRA CRESCITA E INFLAZIONE: POSSIBILI SCENARI _____	9
INCERTEZZE DI BREVE VS CERTEZZE DI LUNGO _____	10
LA RISCOPERTA DEL REDDITO FISSO _____	10

WHAT'S UP

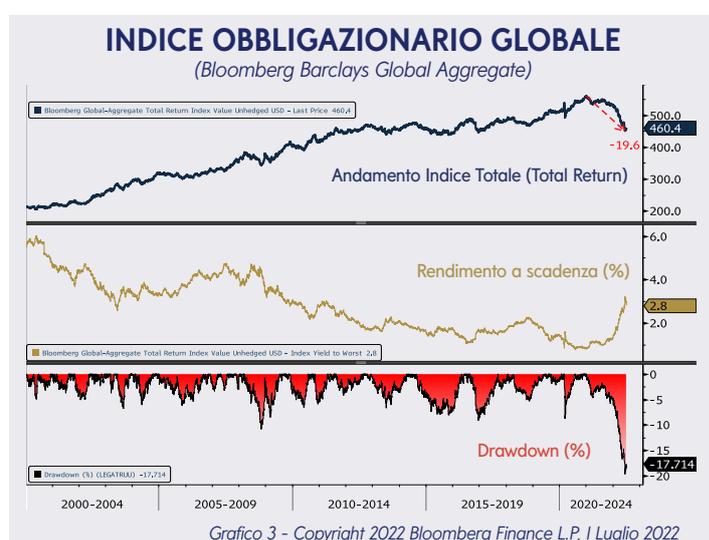
IL PEGGIOR PRIMO SEMESTRE DEGLI ULTIMI 90 ANNI

Il primo semestre del 2022 sarà senza dubbio ricordato come uno dei più complessi nella storia dei mercati finanziari, probabilmente il più complesso addirittura degli ultimi 90 anni: non accadeva infatti dal 1932 che un ipotetico portafoglio bilanciato (60% azionario/40% obbligazionario) basato sul mercato statunitense (quello più rilevante a livello globale e con più storia a disposizione), registrasse un calo tanto significativo nella prima metà dell'anno (*Grafico 1*). La persistenza dell'inflazione, associata - e accentuata - dallo scoppio del conflitto tra Russia e Ucraina e dal protrarsi dei *lockdown* in Cina, ha pesantemente condizionato lo scenario macroeconomico globale, spingendo le Banche Centrali ad intraprendere un percorso di normalizzazione monetaria molto più rapido rispetto a quanto atteso a inizio anno. Il forte aggiustamento verso l'alto dei tassi d'interesse che ne è derivato ha comportato correzioni importanti sia nei mercati obbligazionari che nei mercati azionari, facendo venir meno i benefici tipicamente associati alla diversificazione tra le due asset class (*Grafico 2*).



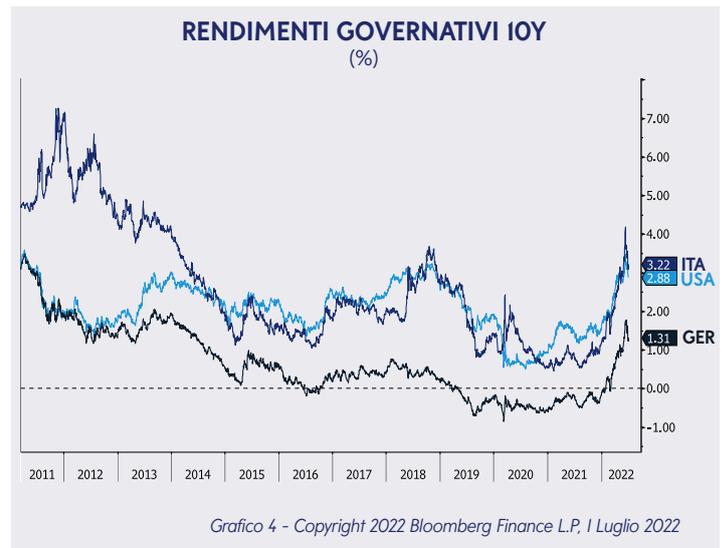
CORREZIONE EPOCALE SUI MERCATI OBBLIGAZIONARI

I rendimenti governativi dei principali Paesi avanzati hanno registrato incrementi molto significativi, sia per dimensione che per rapidità, con conseguenti performance negative per tutti i comparti obbligazionari. Basti considerare che l'indice *Bloomberg Barclays Global Aggregate*, rappresentativo delle obbligazioni globali di elevata qualità, ha registrato un calo del 13,9% da inizio anno e del 18% circa dai massimi di inizio 2021: si tratta della caduta maggiore nella storia dell'indice (*Grafico 3*), ma secondo alcune [fonti](#) sarebbe necessario tornare indietro all'inizio del secolo scorso se non addirittura all'800 per trovare un precedente simile.



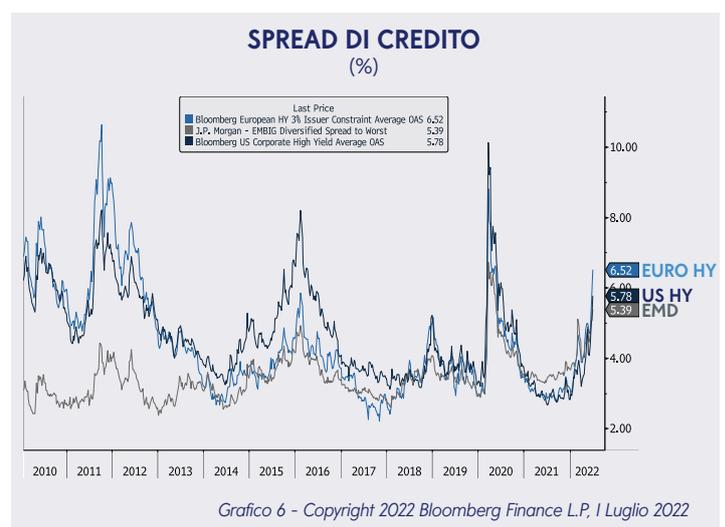
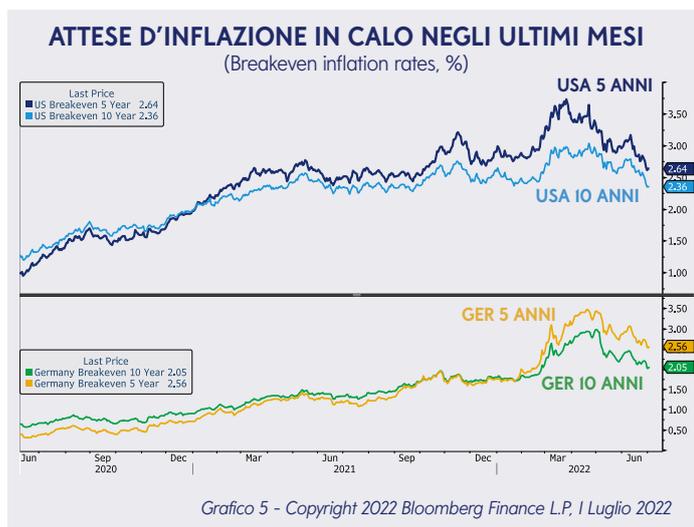
Le performance indicate si riferiscono al rendimento totale (comprensivo di cedole reinvestite) espresso in USD.

Più in dettaglio (Grafico 4), il decennale statunitense è all'incirca raddoppiato, passando dall'1,51% di fine 2021 al 2,34% del 31 marzo, al 3,01% di fine semestre, con un parziale rientro nelle ultime settimane rispetto al picco di metà giugno (3,47%, massimo dal 2011), dovuto all'accentuarsi dei timori di recessione. Andamento simile per il rendimento decennale tedesco, che è passato da un livello iniziale di -0,18% al +0,55% di fine marzo e al +1,34% di fine giugno, dopo un picco a 1,77% il 21 giugno, sui massimi dal 2014. Parallelamente, anche gli spread periferici dell'area euro hanno registrato un certo allargamento, scontando l'incertezza legata alla fine dei supporti della Banca Centrale Europea: quello italiano, in particolare, è passato dai 135 punti base di inizio anno ai 150 circa di fine marzo e ai 193 di fine giugno, con un massimo di periodo registrato a 242 pb il 14 giugno, subito prima dell'annuncio da parte della BCE della futura adozione di uno strumento "anti-frammentazione".



L'incremento dei rendimenti governativi è stato in buona parte trainato, in particolare a partire dal secondo trimestre, dalla risalita dei rendimenti reali (aggiustati per l'inflazione) rispetto ai livelli estremamente compressi raggiunti nel 2021; di contro, le attese di inflazione, in aumento nei mesi precedenti, hanno registrato un progressivo raffreddamento, testimoniando la credibilità attribuita implicitamente dal mercato alle Banche Centrali nel riuscire a calmierare l'inflazione (Grafico 5).

Anche i rendimenti societari e dei Paesi Emergenti hanno subito un significativo aggiustamento al rialzo, dovuto non solo alla componente tasso, ma anche all'allargamento degli *spread* di credito, in risposta ai timori di rallentamento economico. L'aumento degli *spread* (Grafico 6) è stato comunque relativamente contenuto finora, grazie al buono stato di salute in aggregato dei fondamentali societari e ai tassi di *default* molto bassi; è stato inoltre più marcato nell'area europea rispetto a quella statunitense, sia per la maggior esposizione al conflitto Russia-Ucraina, sia per il minor peso del settore energetico (favorito dall'apprezzamento delle relative materie prime) all'interno dell'indice *high yield* europeo.



MERCATI AZIONARI UFFICIALMENTE IN "MERCATO ORSO"

I mercati azionari hanno visto, nella media globale, il maggior calo dal marzo 2020, arrivano a superare, intorno alla metà di giugno, il 20% di correzione dai massimi di inizio gennaio ed entrando così ufficialmente in territorio di *bear market* (mercato ribassista). Il semestre si è chiuso con una discesa del 20,9%, frutto di un calo del 5,7% nel primo trimestre, seguito da un altro -16,1% nel secondo (di cui -8,6% nel solo mese di giugno)². In un contesto di riduzione della liquidità e di aumento dei tassi d'interesse ad opera delle Banche Centrali, la correzione delle valutazioni ha rappresentato infatti il fattore in generale

in generale dominante dei cali di mercato in questa prima metà d'anno, in un contesto invece di resilienza delle stime sugli utili (Grafico 7).

A livello geografico, tutti i principali listini hanno registrato performance negative nel semestre, a partire dagli Stati Uniti (-20,6% per l'indice S&P 500) e dall'area euro (-20,1% l'indice Eurostoxx), che hanno sottoperformato rispetto ai mercati emergenti (-18,8% il MSCI Emerging Markets), in particolare alla Cina (-11,7% il MSCI China), che ha recuperato da metà maggio in poi dopo i forti cali dei mesi precedenti; anche gli indici inglesi (-2,9% il FTSE 100) e giapponesi (-8,3% il Nikkei 225), hanno battuto la media globale.

Dal punto di vista settoriale, i comparti difensivi e *value* sono stati più favoriti nel semestre, in primis l'energia (+12,5% il settore energetico mondiale, seppur in calo a giugno), grazie all'apprezzamento delle materie prime; di contro, i settori ciclici, soprattutto quelli legati alla tecnologia e allo stile *growth* sono stati i più penalizzati (come evidenziato dal -29,5% del Nasdaq), con un forte riequilibrio delle valutazioni rispetto ai livelli raggiunti nel 2020-21 (Grafico 8).



Grafico 7 - Copyright 2022 Bloomberg Finance L.P., 4 Luglio 2022

INDICE	Performance (%)		SETTORE	Performance (%)	
	YTD	Giugno '22		YTD	Giugno '22
MSCI AC WORLD	-20,9%	-8,6%	ENERGIA	12,5%	-14,5%
MSCI WORLD	-21,2%	-8,8%	SERVIZI DI PUBBLICA UTILITÀ	-7,3%	-7,0%
S&P 500	-20,6%	-8,4%	BENI DI PRIMA NECESSITÀ	-10,9%	-3,6%
NASDAQ	-29,5%	-8,7%	SALUTE	-11,5%	-3,1%
STOXX EUROPE 600	-16,5%	-8,2%	FINANZA	-17,4%	-10,2%
EUROSTOXX	-20,1%	-9,5%	MATERIALI	-19,1%	-15,3%
FTSE MIB	-22,1%	-13,1%	IMMOBILIARE	-19,8%	-7,5%
IBEX 35	-7,1%	-8,5%	INDUSTRIA	-22,0%	-8,5%
DAX	-19,5%	-11,2%	SERVIZI DI COMUNICAZIONE	-27,2%	-7,4%
CAC 40	-17,2%	-8,4%	BENI VOLUTTUARI	-29,7%	-7,8%
FTSE 100	-2,9%	-5,8%	INFORMATICA	-30,0%	-10,5%
NIKKEI 225	-8,3%	-3,3%	VALUE	-13,5%	-8,8%
MSCI EM	-18,8%	-7,1%	GROWTH	-28,3%	-8,4%
MSCI CHINA	-11,7%	5,7%			

Grafico 8 - Dati al 30/06/2022, performance price return. Fonte: Bloomberg, rielaborazione Banca Mediolanum.

MATERIE PRIME SOTTO PRESSIONE, MA INIZIALI SPIRAGLI

Le materie prime (Grafico 9) sono state tra le poche asset class a mettere a segno un andamento positivo nel corso di questa prima metà d'anno, riflettendo tuttavia principalmente le tensioni geopolitiche scatenate dal conflitto Russia-Ucraina: l'indice Bloomberg Commodity è salito infatti del 18% da inizio anno. Dopo una prima fase di rialzi generalizzati, alcune commodities hanno tuttavia visto un sensibile ridimensionamento nell'ultimo periodo, legato principalmente ai timori di rallentamento economico: i metalli industriali, in particolare, risultano addirittura in calo rispetto a inizio anno, così come, in misura minore, i metalli preziosi. Perfino le *commodities* agricole ed energetiche, le più direttamente impattate dal conflitto e ancora ampiamente sopra i livelli di inizio anno, hanno evidenziato una discesa

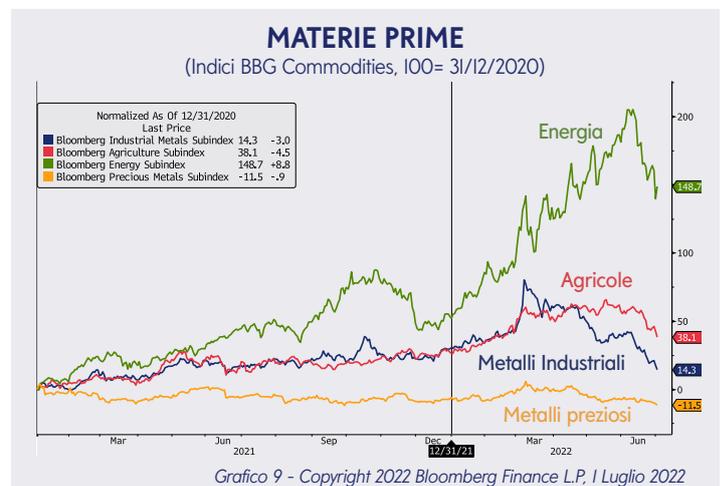


Grafico 9 - Copyright 2022 Bloomberg Finance L.P., 1 Luglio 2022

2 Tutte le performance degli indici azionari sono price return, non inclusive dei dividendi.

nel corso dell'ultimo mese, ad eccezione del gas naturale europeo, che è tornato nuovamente sotto pressione di recente per via della diminuzione delle forniture dalla Russia.

DOLLARO ANCORA MOLTO FORTE

Dal punto di vista valutario, infine, è proseguita la tendenza di rafforzamento del dollaro già in atto nel 2021, in risposta all'aumento dell'incertezza geopolitica, ma soprattutto all'approccio più restrittivo della Federal Reserve in ambito di politica monetaria rispetto alle altre primarie banche centrali: il cambio euro-dollaro, nello specifico, è sceso del 7,8% da inizio anno, attenuando le discese degli indici espressi in dollari dal punto di vista dell'investitore europeo.

WHAT'S NEW

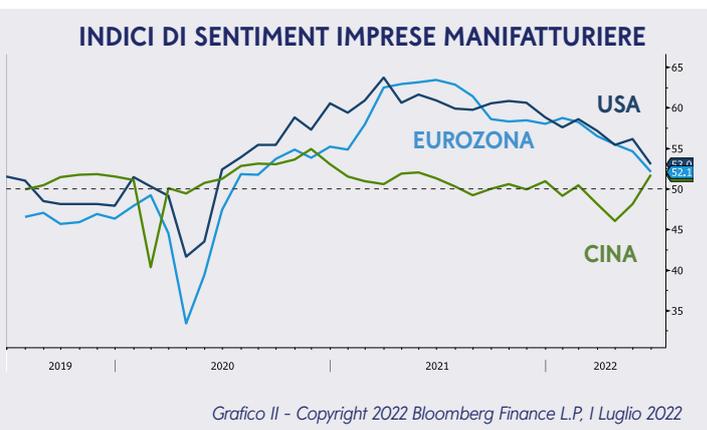
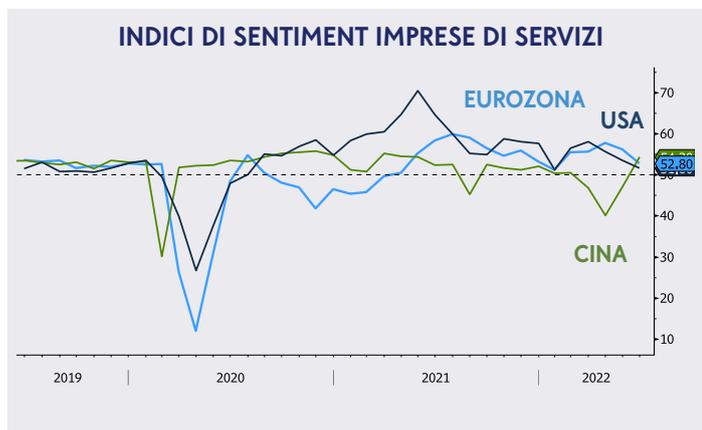
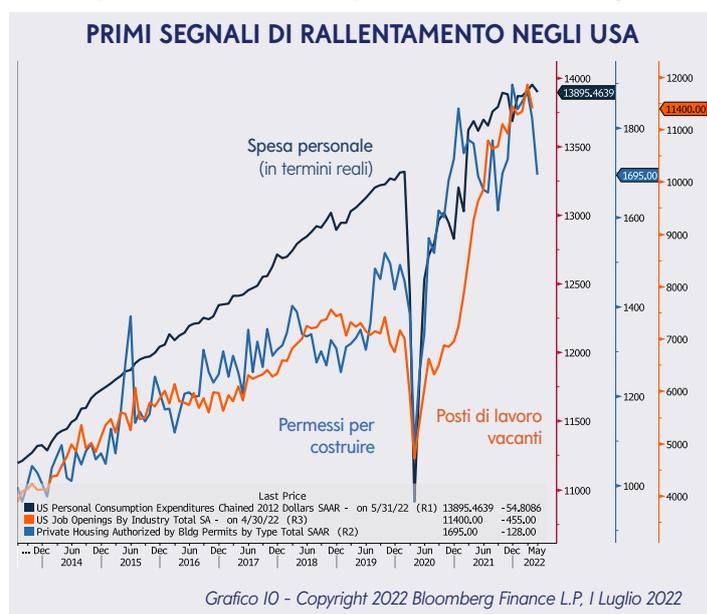
UN NUOVO GRANDE TEST PER LA CRESCITA GLOBALE

Nei primi sei mesi del 2022 è proseguita una fase di moderata espansione per l'economia globale, pur nell'ambito di un rallentamento molto più rapido di quello atteso a inizio anno, dovuto principalmente all'impatto dell'inflazione sul potere d'acquisto dei consumatori, al restringimento delle condizioni finanziarie, oltre che ad un fisiologico riequilibrio dopo il forte rimbalzo del 2021. Le riaperture post-pandemia e gli elevati stock di risparmio accumulati in precedenza dalle famiglie sono stati elementi di supporto per i consumi nelle economie avanzate, favorendo in particolare per la ripresa del settore terziario; d'altra parte, la Cina ha risentito della reimposizione di stringenti *lockdown* per limitare la diffusione delle nuove varianti di covid-19.

Nel primo trimestre la crescita del PIL è stata pari a +0,6% nell'area euro (+0,1% in Italia), -0,4% negli Stati Uniti (si è trattato tuttavia di un calo "tecnico", dovuto principalmente al calo della bilancia commerciale) e +1,3% in Cina³.

Nel secondo trimestre, per il quale non sono ancora disponibili i dati definitivi, le stime indicano una probabile decelerazione nell'area euro (intorno allo 0,2%), complici le ripercussioni del conflitto in Ucraina, e uno stallo più marcato in Cina (-1,5%). Anche negli Stati Uniti hanno iniziato ad intravedersi dei segnali di moderazione nei consumi, nel mercato immobiliare (molto influenzato dall'aumento dei tassi ipotecari) e nella domanda di lavoratori, seppur da livelli molto vivaci (Grafico 10).

Gli indici di fiducia dei consumatori sono scesi su livelli molto bassi, sia in Europa che negli USA, riflettendo principalmente le preoccupazioni legate all'aumento dei prezzi; quelli che misurano il *sentiment* delle imprese (Grafico 11) sono ancora compatibili invece con uno scenario di crescita, seppur molto modesta, avendo evidenziato un progressivo affievolimento negli ultimi mesi - soprattutto nell'ambito dell'industria ma in parte anche dei servizi - rimanendo comunque sopra la soglia di espansione. Da notare, inoltre, il nascente recupero dell'economia cinese, grazie al progressivo allentamento delle restrizioni pandemiche nelle ultime settimane: sia i sondaggi che i dati effettivi sull'attività economica sono in fase di ripresa, sebbene ancora piuttosto deboli, beneficiando anche dei maggiori stimoli monetari e fiscali, testimoniati dalla recente accelerazione dell'impulso creditizio.



3 I tassi di crescita sono espressi su base trimestrale non annualizzata.

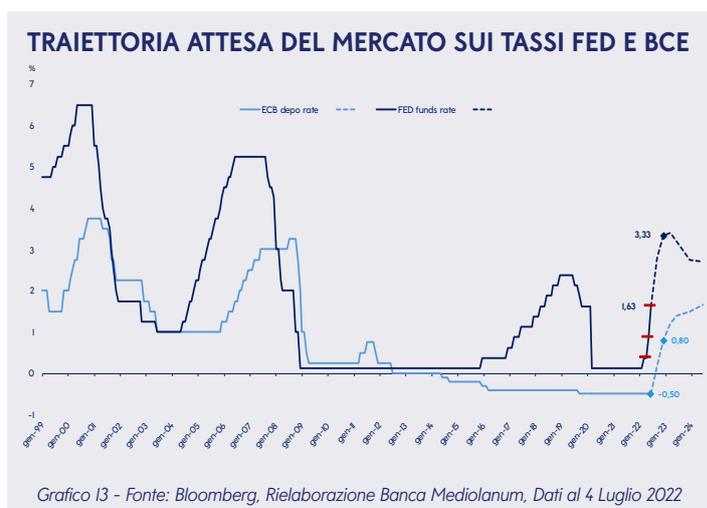
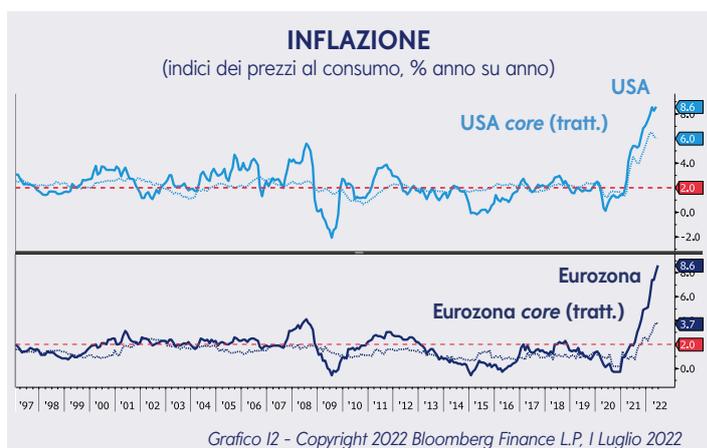
LE BANCHE CENTRALI DA ALLEATE A GUARDIANE

Nonostante la generale resilienza dell'economia globale, nell'ultimo periodo le preoccupazioni degli investitori sull'evoluzione del quadro macroeconomico si sono notevolmente accentuate, come evidenziato dall'intensificarsi del dibattito sulla possibilità di una recessione più o meno imminente. Tali timori derivano sostanzialmente dalla crescente risolutezza manifestata dalle Banche Centrali nel combattere la più consistente - e insistente - ondata inflazionistica degli ultimi decenni.

Basti ricordare che negli Stati Uniti è stato registrato un nuovo picco a maggio all'8,6% (il massimo dal dicembre 1981), contrariamente alle attese di una lieve riduzione, e che lo stesso livello è stato raggiunto anche nell'area euro a giugno, di gran lunga il massimo da quando esiste la serie storica (Grafico 12).

L'inflazione "core" (esclusi energia e alimentari) sembra aver toccato un picco, ma si trova ancora su livelli elevati, specie negli USA, dove le pressioni "endogene" sono alimentate da una significativa pressione al rialzo anche sul fronte dei salari, sui prezzi delle case e su svariate altre categorie. In Europa, la componente energetica continua a giocare un ruolo dominante, in buona parte dovuto all'effetto del conflitto sui prezzi dell'energia, ma anche qui le pressioni sono ormai piuttosto diffuse. Ciò mette in luce l'aspetto probabilmente più problematico dell'inflazione, ovvero la sua tendenza ad autoalimentarsi e a diventare più strutturale una volta che inizia ad essere incorporata nelle aspettative degli operatori economici.

È proprio per questo motivo che le Banche Centrali si trovano costrette ad intervenire, anche a costo di sacrificare un po' la crescita nel breve pur di riguadagnare quella stabilità che è essenziale per il medio-lungo termine. Per dare l'idea, dall'inizio dell'anno circa 80 banche centrali di tutto il mondo hanno alzato i tassi d'interesse, di cui circa la metà ha fatto ricorso a rialzi consistenti, anche di 75 punti base o più. Tra queste, anche la Federal Reserve nell'ultima riunione di giugno, quando ha segnalato l'intenzione di proseguire rapidamente sul sentiero di restrizione monetaria, portando i tassi tra il 3,5% e il 4% entro il prossimo anno. Ma anche la Banca Centrale Europea si appresta a rialzare i tassi per la prima volta dal 2011, con un incremento preannunciato di 25 punti base a luglio seguito da un altro, probabilmente di 50 pb, a settembre. Una svolta piuttosto drastica, che i mercati finanziari si sono trovati a dover "riprezzare" in breve tempo, con le conseguenze già descritte sui corsi di tutti gli asset finanziari. Sebbene Powell abbia ribadito in svariate occasioni che l'economia USA è solida e quindi in grado di tollerare i rialzi dei tassi, il fatto che in questo momento la priorità sia data senza dubbio al contenimento dell'inflazione alimenta il timore di un "hard landing", ossia di innescare un rallentamento economico pronunciato, tanto è vero che nell'ultimo periodo le attese del mercato sui rialzi dei tassi si sono in parte attenuate, arrivando a prevedere un possibile taglio nella seconda metà del 2023 (Grafico 13).



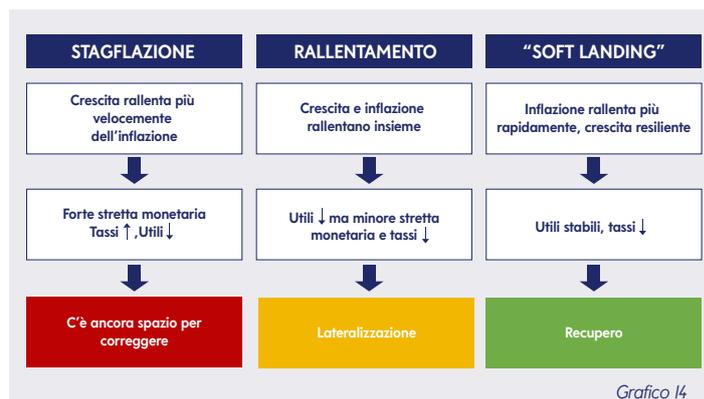
UNA PER TUTTI, TUTTI PER UNA

La BCE, dal canto suo, è alle prese con un grado di complessità in più: non solo bilanciare crescita e inflazione, ma anche evitare il cosiddetto "rischio di frammentazione", dovuto all'eterogeneità dei Paesi facenti parte dell'unione monetaria. Un rischio che aveva iniziato a palesarsi attraverso un sensibile allargamento degli *spread* periferici subito dopo l'ultimo meeting BCE di giugno, in cui è stata confermata la fine degli acquisti di titoli a partire da luglio, oltre all'avvio del ciclo di rialzo dei tassi. Onde evitare che ciò possa compromettere il meccanismo di trasmissione della politica monetaria all'interno dell'area euro, la BCE ha rapidamente aggiustato il tiro, convocando una riunione di emergenza e annunciando l'avvio dei lavori per il lancio di uno strumento ad hoc, il c.d. "scudo anti-spread", i cui dettagli non sono ancora noti, ma su cui saranno probabilmente forniti maggiori dettagli nel corso della prossima riunione.

WHAT'S NEXT

TIRO ALLA FUNE TRA CRESCITA E INFLAZIONE: POSSIBILI SCENARI

In un contesto di correzioni già tanto significative sui mercati finanziari, risulterà determinante da qui in avanti l'evoluzione del mix tra crescita e inflazione, in particolare la velocità relativa con cui si muoveranno queste due variabili, da cui dipenderà anche l'atteggiamento delle politiche monetarie. Sebbene, infatti, sia piuttosto probabile che entrambe vadano incontro ad un rallentamento, funzionale al raggiungimento di un nuovo equilibrio, rimane tuttavia da capire quale delle due cederà per prima, in analogia con il gioco del tiro alla fune. A tal proposito, è possibile individuare tre macro-scenari (*Grafico 14*):



- 1. STAGFLAZIONE (la crescita rallenta più rapidamente dell'inflazione).** È lo scenario evidentemente peggiore, nel quale l'inflazione rimane elevata più a lungo e di conseguenza le banche centrali si trovano costrette a restringere fortemente le condizioni finanziarie, facendo rallentare significativamente la crescita fino eventualmente a causare una recessione. Gli utili sarebbero rivisti al ribasso e allo stesso tempo i tassi d'interesse resterebbero elevati o salirebbero ulteriormente - almeno in una prima fase - continuando a gravare sui prezzi degli asset finanziari e richiedendo quindi ulteriori aggiustamenti al ribasso delle valutazioni prima di poter iniziare una nuova fase di rialzo. La probabilità di questo scenario non appare molto elevata, ma potrebbe aumentare nel caso di nuovi shock esogeni (legati verosimilmente al conflitto) che spingessero ulteriormente al rialzo l'inflazione.
- 2. RALLENTAMENTO (crescita e inflazione rallentano insieme).** In un contesto normale - senza ulteriori shock esterni appunto - i consueti "anticorpi" del sistema economico dovrebbero favorire un graduale riequilibrio di entrambe le variabili: in altre parole, dato il restringimento delle politiche monetarie e l'affievolimento della crescita già in atto, anche le pressioni inflazionistiche dovrebbero iniziare a scendere. Ciò consentirebbe alle banche centrali di allentare un po' la presa e quindi, a fronte di un calo degli utili, i prezzi degli asset finanziari potrebbero iniziare a trovare un parziale sostegno da una riduzione dei tassi d'interesse, evidenziando un andamento più laterale. Al momento questo scenario sembra il più probabile, visto che l'attività economica sta decelerando, ma allo stesso tempo ci sono anche dei segnali di attenuazione dei prezzi (dalle materie prime, dai costi della logistica, ecc...) e le attese di inflazione insite nei prezzi di mercato appaiono ben ancorate. Grazie al buono stato di salute dei bilanci delle famiglie, delle imprese e delle banche, è probabile che, se anche si entrasse in recessione, si tratterebbe di una recessione piuttosto moderata. Inoltre, come detto, il mercato sconta una leggera riduzione dei tassi Fed dopo un picco nella prima metà del 2023, compatibilmente con uno scenario di questo tipo.
- 3. SOFT-LANDING (inflazione rallenta più rapidamente della crescita):** questo è sicuramente lo scenario migliore, nel quale l'inflazione scende più rapidamente del previsto, mentre la crescita rimane resiliente. I mercati beneficerebbero in questo caso non solo della maggior tenuta degli utili ma anche di tassi stabili o inferiori rispetto a quelli di oggi. Al momento c'è un certo scetticismo sulla possibilità che uno scenario di questo tipo possa realizzarsi, ma non è da escludere a priori. Per ora, infatti, le stime degli analisti sui fatturati e sui margini di profitto restano sostenute e, guardando alla storia, non tutti i bear market sono stati accompagnati da una recessione: nei casi in cui la recessione non si è verificata, l'ampiezza e la durata del calo di mercato sono state effettivamente inferiori. Inoltre, il fatto che le Banche centrali si stiano muovendo rapidamente, nell'intento comune e dichiarato di combattere a tutti i costi l'inflazione, può essere un elemento di maggiore efficacia rispetto al passato, in particolare rispetto all'episodio di inflazione alta e prolungata degli anni '70. Nel prossimo periodo, le indicazioni rivenienti dalle trimestrali societarie del secondo trimestre, insieme all'evoluzione dei dati macroeconomici, saranno cruciali nel determinare quale degli scenari sopradescritti si rivelerà il più calzante.

INCERTEZZE DI BREVE VS CERTEZZE DI LUNGO

Il tutto tenendo presente invece di quelle che possono essere considerate pressoché delle certezze per il medio-lungo termine. In primis, la capacità dell'economia globale di superare ogni crisi e di continuare a crescere: basti considerare che, secondo la [World Economic League](#) del CEBR (*Centre for Economics and Business Research*), il Pil mondiale potrebbe [raddoppiare nuovamente entro il 2035](#) (*Grafico 15*). Di conseguenza, il fatto che ogni crisi di mercato giunge sempre al termine, come dimostra la storia degli ultimi cento anni e oltre: i *bull market* (mercati rialzisti) superano di gran lunga i *bear markets* (mercati ribassisti), sia per dimensione che per durata, consentendo un ottimo apprezzamento nel tempo degli investimenti legati all'economia reale.

LA RISCOPERTA DEL REDDITO FISSO

Al di là dei futuri sviluppi sui mercati azionari, c'è un importante elemento di novità che questo generale e drastico riequilibrio degli asset finanziari ci ha restituito: il riemergere del mercato obbligazionario come alternativa d'investimento ragionevole, dopo anni di tassi estremamente bassi o addirittura negativi. Rendimenti mediamente maggiori implicano infatti ritorni prospettici maggiori nel futuro. Avere nuovamente a disposizione dei rendimenti "normali", in molti casi interessanti anche se aggiustati per l'inflazione attesa nei prossimi anni (*Grafico 16*), rappresenta una grande opportunità, soprattutto per gli investitori meno propensi al rischio o con orizzonti temporali più brevi, ma anche come elemento di diversificazione all'interno dei portafogli. Nell'ultimo periodo, a fronte dei maggiori timori di rallentamento economico e della protratta volatilità nell'azionario, si sta già vedendo un'attenuazione dei rendimenti, che sta dando ossigeno soprattutto ai comparti più sicuri del reddito fisso e ristabilendo almeno in parte le consuete decorrelazioni tra asset class.

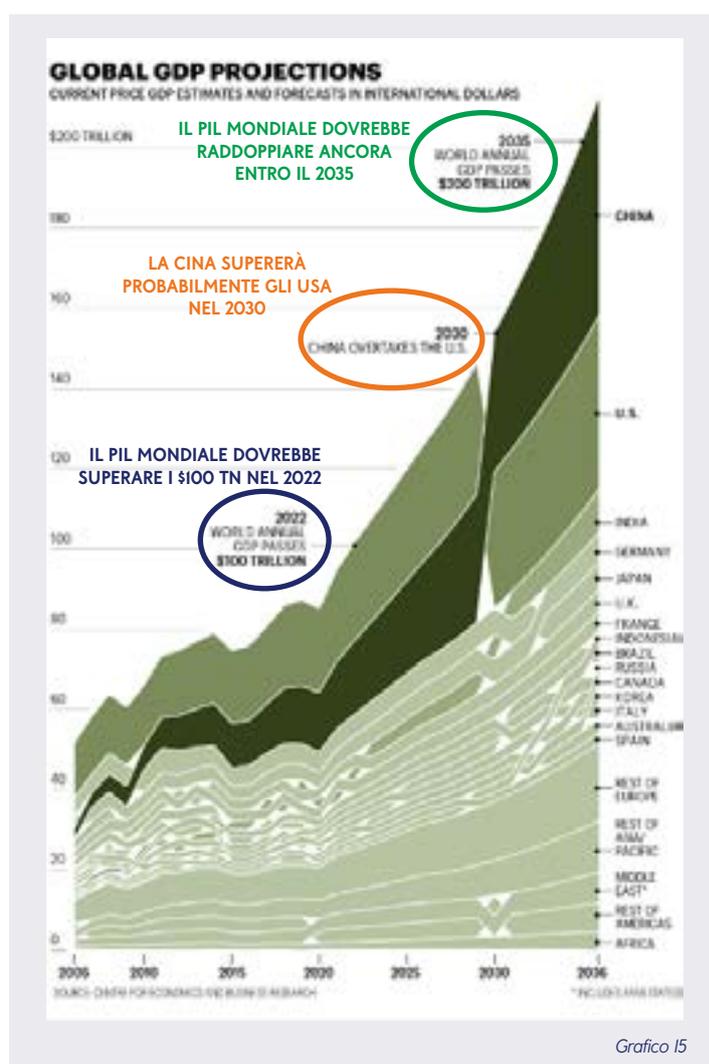


Grafico 15

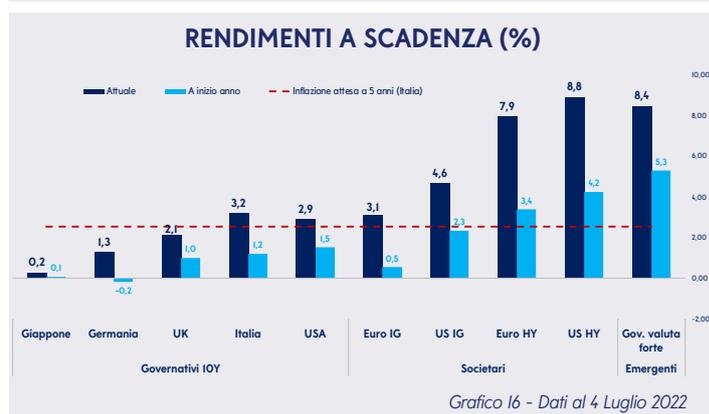


Grafico 16 - Dati al 4 Luglio 2022