

OSSERVATORIO
MERCATI

mediolanum BANCA

SETTEMBRE

2022

INDICE

WHAT'S UP _____ 3

RESET DELLE ASPETTATIVE DOPO IL RALLY ESTIVO _____	3
GLI SVILUPPI NEI MERCATI OBBLIGAZIONARI _____	4
SUPER-DOLLARO _____	5
MATERIE PRIME IN CERCA DI STABILITÀ _____	5

WHAT'S NEW _____ 6

UTILI ANCORA IN CRESCITA NEL PRIMO SEMESTRE _____	6
STATI UNITI: SOFT LANDING ANCORA POSSIBILE _____	6
EUROPA: OUTLOOK COMPLICATO DALLA CRISI ENERGETICA _____	8
CINA: ECONOMIA DEBOLE MA SUPPORTI IN VISTA _____	9

WHAT'S NEXT _____ 10

NEL BREVE UN DELICATO EQUILIBRIO PER L'ECONOMIA GLOBALE... _____	10
...SI TRADUCE IN UN QUADRO INCERTO PER I MERCATI _____	10
PAZIENZA E METODO PER COGLIERE LE PROSSIME OPPORTUNITÀ _____	11

WHAT'S UP

RESET DELLE ASPETTATIVE DOPO IL RALLY ESTIVO

Dopo un significativo - e per molti versi inatteso - rimbalzo dei principali asset finanziari dai minimi di giugno, la fine dell'estate ha portato con sé un nuovo reset delle aspettative degli investitori, costretti ad abbandonare le speranze di assistere già nel breve ad un atteggiamento più morbido da parte delle Banche Centrali e tornati quindi a considerare con maggior disincanto le prospettive economiche globali.

L'indice delle borse mondiali, il *MSCI AC World*, è arrivato a recuperare quasi il 13% dal minimo del 17 giugno al 16 agosto, prima di ritracciare per oltre la metà del rimbalzo e di chiudere così il mese di agosto in calo del 18,8% circa da inizio anno (*Grafico 1*).

A guidare il movimento - sia al rialzo che al ribasso - sono stati principalmente i consumi discrezionali, la tecnologia e in generale i settori più prettamente *growth*, caratterizzati da attese di crescita futura degli utili e da valutazioni superiori alla media dell'indice e pertanto più sensibili alle oscillazioni dei tassi e delle attese sulle politiche monetarie. D'altra parte, il settore energetico, che aveva sottoperformato nella fase di ripresa, è tornato in testa nell'ultimo periodo e si conferma di gran lunga il migliore da inizio anno (*Grafico 2*).

L'andamento geografico rispecchia abbastanza chiaramente quello settoriale, con un recupero particolarmente significativo - ma successivamente ridimensionato - degli indici statunitensi (Nasdaq in primis) seguiti da quelli europei.

Molto buono anche l'andamento del Giappone, che risulta tra i più favoriti del 2022, complice il decoupling della politica monetaria rispetto a quelle occidentali; di contro, i mercati emergenti hanno continuato a sottoperformare la media globale, appesantiti dalla rinnovata debolezza della Cina nel corso dell'estate, che tuttavia negli ultimi giorni sta trovando parziale supporto negli annunci del Governo circa i nuovi piani di supporto all'economia.



Grafico 1 - Copyright 2022 Bloomberg Finance L.P., 31 Agosto 2022

PERFORMANCE (%)	DAL 17.06 AD OGGI	YTD
MSCI AC WORLD	4,9	-18,8
ENERGIA	7,3	21,3
SERVIZI DI PUBBLICA UTILITÀ	8,8	-4,1
BENI DI PRIMA NECESSITÀ	5,2	-10,3
SALUTE	3,8	-14,2
FINANZA	3,0	-15,8
INDUSTRIA	6,1	-18,4
MATERIALI	-3,2	-19,1
IMMOBILIARE	3,8	-19,9
CONSUMI DISCREZIONALI	9,7	-24,3
INFORMATICA	7,1	-26,1
SERVIZI DI COMUNICAZIONE	-1,0	-28,7
VALUE	2,6	-13,0
GROWTH	7,3	-24,7

Grafico 2 - Fonte: Bloomberg, rielaborazione Banca Mediolanum. Dati al 31 Agosto 2022

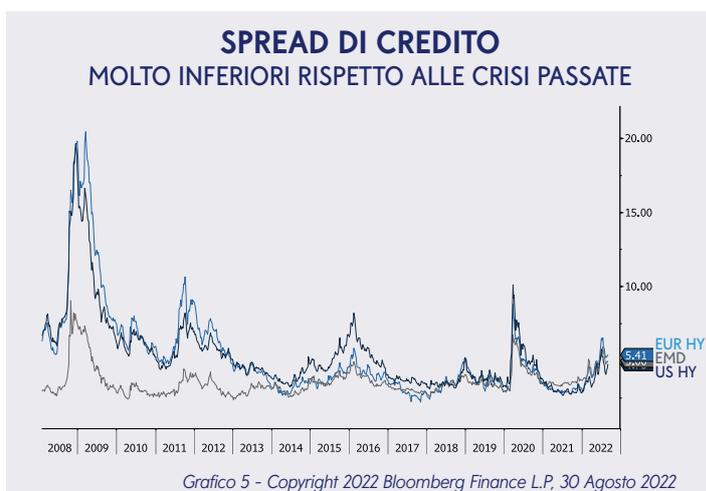
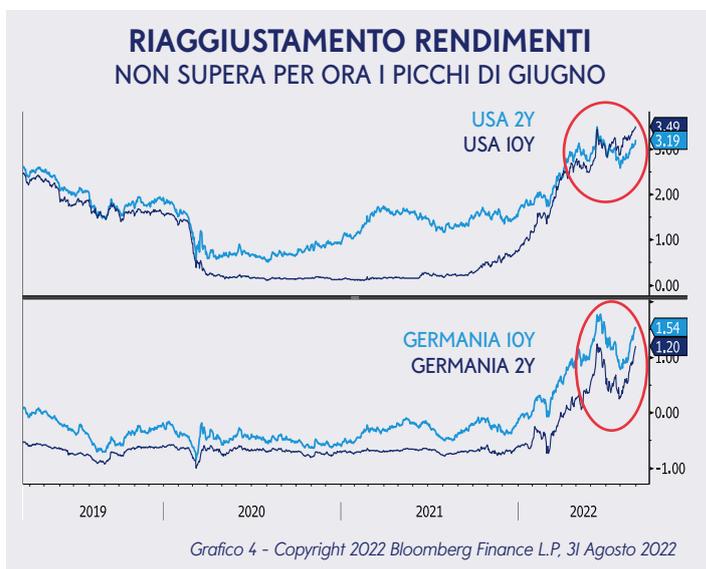
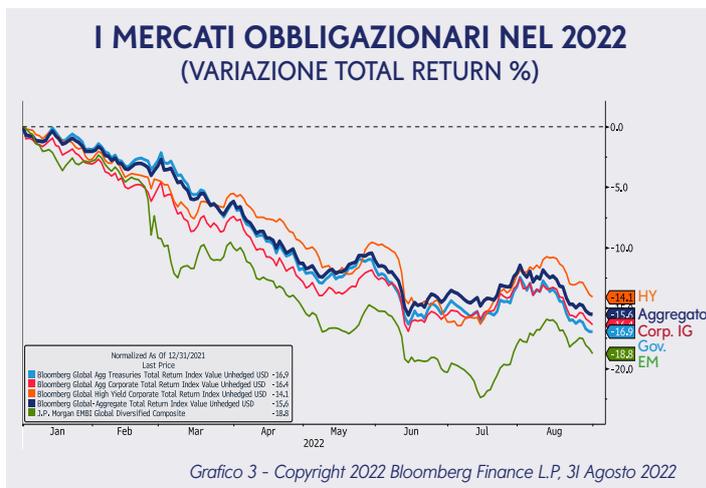
GLI SVILUPPI NEI MERCATI OBBLIGAZIONARI

Anche il mercato obbligazionario ha tirato temporaneamente un sospiro di sollievo durante i mesi estivi, dopo quella che è stata unanimemente definita come una delle peggiori - se non *la peggiore* - tra le correzioni della storia contemporanea (Grafico 3).

I rendimenti governativi si sono ridimensionati tra giugno e luglio, sulla scorta delle attese di un rallentamento economico e di una possibile futura pausa nei rialzi da parte della Fed; aspettative rimesse per l'appunto in discussione nella seconda metà di agosto, in particolare dopo le parole di Powell al Simposio di Jackson Hole, che hanno fugato ogni dubbio circa la determinazione della Fed di mantenere un approccio restrittivo fino a quando il compito di riportare sotto controllo l'inflazione non sarà stato portato a termine. Ciò ha ravvivato le pressioni al rialzo sui rendimenti, soprattutto quelli a breve termine, più sensibili alle mosse della Banca Centrale: il rendimento USA a 2 anni è tornato sui livelli di giugno, intorno al 3,5%, mentre quello a 10 anni rimane più basso, intorno al 3,3%, confermando una significativa inversione della curva dei rendimenti. Altrettanto, se non addirittura più importanti gli aggiustamenti nei rendimenti dell'area euro, con il due anni tedesco risalito sopra l'1% e il decennale in area 1,5% (Grafico 4).

Lo spread italiano, complice il riemergere dell'incertezza politica in vista delle prossime elezioni del 25 settembre, è risalito intorno ai 230 punti base, pur rimanendo al di sotto dei livelli toccati a giugno, grazie anche alla garanzia data dallo "scudo anti-frammentazione" annunciato dalla BCE. Al di là delle oscillazioni appena descritte, è interessante osservare la generale tendenza alla stabilizzazione dei tassi a medio-lunga scadenza sui livelli ormai raggiunti nel 2022, fattore essenziale per favorire una più ampia stabilizzazione dei mercati finanziari.

Anche per quanto concerne il credito societario e i mercati emergenti, dopo un parziale recupero, i rendimenti e gli *spread* di credito sono tornati a salire nell'ultimo periodo, senza tuttavia ritornare per ora sui livelli di giugno, a loro volta molto inferiori rispetto a quelli raggiunti in altre crisi (Grafico 5): ciò testimonia come la correzione del 2022 sia stata finora dovuta soprattutto al riprezzamento dei tassi e solo in misura minore ad un deterioramento atteso dei fondamentali economici.

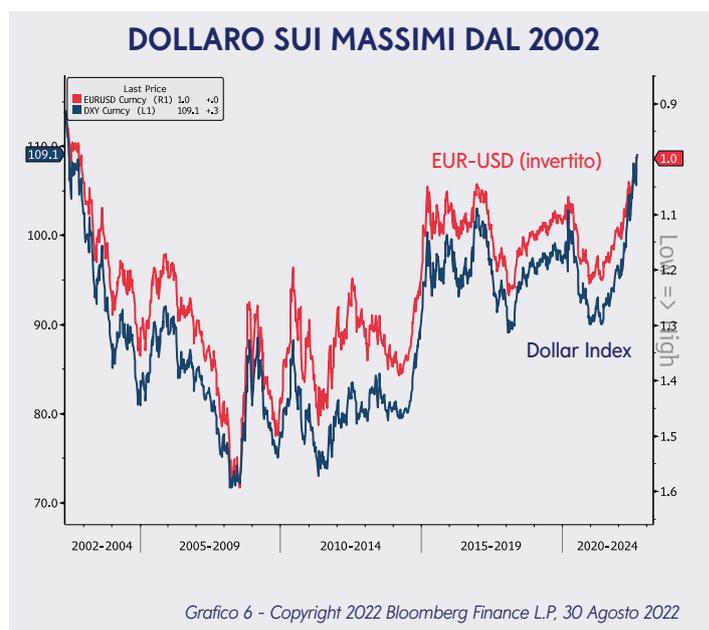


SUPER-DOLLARO

Una tendenza pressoché costante di quest'anno si conferma essere il rafforzamento del dollaro: sia il cambio euro-dollaro che il Dollar Index (una media dei tassi di cambio del dollaro rispetto alle principali valute mondiali) si trovano infatti su livelli inediti dal 2002 (Grafico 6). Frutto della rigida azione della Fed, delle tensioni geopolitiche che esaltano il ruolo di valuta rifugio del dollaro e della crisi energetica, che non risparmia quasi nessuno ma colpisce senza dubbio molto più duramente l'Europa rispetto agli USA.

MATERIE PRIME IN CERCA DI STABILITÀ

Dopo l'esponentiale apprezzamento registrato nel corso di quest'anno, complice il conflitto Russia-Ucraina, negli ultimi mesi si è assistito ad una stabilizzazione/riduzione nei prezzi di molte commodities. Soltanto il mercato dell'energia traballa ancora vistosamente, tra minacce di diminuzione dell'offerta e prospettive di recessione che ne rallenterebbero la domanda.



WHAT'S NEW

Nel corso dell'estate sono emerse alcune evidenze relativamente confortanti circa l'evoluzione del mix di crescita e inflazione, che avevano contribuito ad instillare negli investitori la speranza - successivamente fugata - di poter assistere ad un ammorbidimento dei toni da parte delle Banche Centrali.

UTILI ANCORA IN CRESCITA NEL PRIMO SEMESTRE

Le trimestrali societarie, innanzitutto, hanno messo in luce una crescita degli utili migliore del previsto e ancora generalmente buona anche nel 2° trimestre del 2022. Per quanto concerne lo [S&P 500](#), il 78% circa delle società ha riportato al di sopra delle attese, con una crescita aggregata dell'8,5% rispetto allo stesso trimestre del 2021; per lo [Stoxx 600](#) il 60% circa ha superato le attese, con una crescita di quasi il 30%. Sebbene un contributo decisivo sia giunto in entrambi i casi dal settore energetico, i risultati sono stati mediamente migliori del previsto in quasi tutti i settori. Anche i margini delle aziende sono rimasti su livelli molto buoni nonostante l'aumento dei costi; addirittura, il dato aggregato di tutte le imprese USA ha registrato il [record dal 1950](#) (Grafico 7).

Ciò ad ulteriore conferma di come - almeno finora - la correzione dei mercati del 2022 non sia stata dovuta tanto ad un peggioramento dei conti societari quanto ad un aggiustamento al rialzo dei tassi (e dunque al ribasso delle valutazioni).

Anche il quadro macro ha fornito alcuni spiragli, seppur in un contesto di confermato peggioramento della congiuntura economica globale e con importanti distinguo tra aree geografiche.

STATI UNITI: SOFT LANDING ANCORA POSSIBILE

Le notizie relativamente più positive sono giunte dagli Stati Uniti, dove la possibilità per la Fed di raggiungere il tanto agognato "soft landing" rimane ancora sul tavolo. Infatti, nonostante i due trimestri consecutivi di crescita negativa del PIL, convenzionalmente considerati come demarcatori di una recessione, per ora si tratta decisamente più di una recessione tecnica che di una sostanziale. Il dato del primo trimestre era stato fortemente influenzato dalla bilancia commerciale, mentre quello del secondo (rivisto tra l'altro al rialzo in seconda lettura, da -0,9% annualizzato a -0,6%) dalla variazione delle scorte. I consumi, invece, vero motore dell'economia USA, hanno continuato a crescere, seppur meno dei trimestri precedenti (Grafico 8). La riduzione dei tassi di risparmio (che, come si ricorderà, avevano raggiunto livelli molto elevati nel 2020-21), ha aiutato in tal senso, insieme alla continua forza del mercato del lavoro (Grafico 9). Gli ultimi rapporti occupazionali di luglio e agosto hanno mostrato un ritmo ancora molto elevato di creazione di nuovi posti di lavoro, con un tasso di disoccupazione molto basso (in leggera risalita ad agosto al 3,7% dal 3,5% di luglio, dovuta però all'aumento del tasso di partecipazione). Difficile, insomma, considerare davvero in recessione un'economia con tali caratteristiche. Peraltro, il [National Bureau of Economic Research](#), ente incaricato di stilare ufficialmente le fasi del ciclo economico USA, fa una valutazione molto più ampia e ragionata, utilizzando svariati indicatori, tra cui anche il Reddito Interno Lordo, che - diversamente dal Prodotto Interno Lordo - è rimasto in crescita¹⁾.

¹⁾ In teoria i due dovrebbero essere allineati ed eventuali scostamenti dovrebbero essere dovuti a discrepanze statistiche, che in questo caso, tuttavia, appaiono - stranamente - piuttosto rilevanti.



CONSUMI USA ANCORA IN CRESCITA NONOSTANTE L'INFLAZIONE SUPPORTO DAI RISPARMI ACCANTONATI IN PRECEDENZA

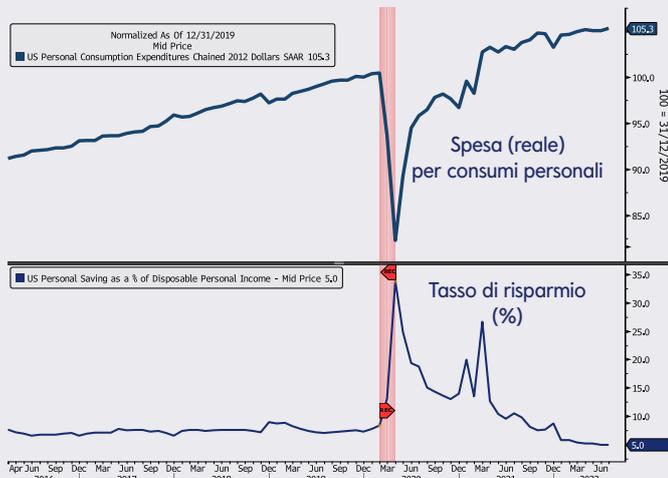


Grafico 8 - Copyright 2022 Bloomberg Finance L.P., 30 Agosto 2022

IL MERCATO DEL LAVORO USA SI CONFERMA MOLTO FORTE

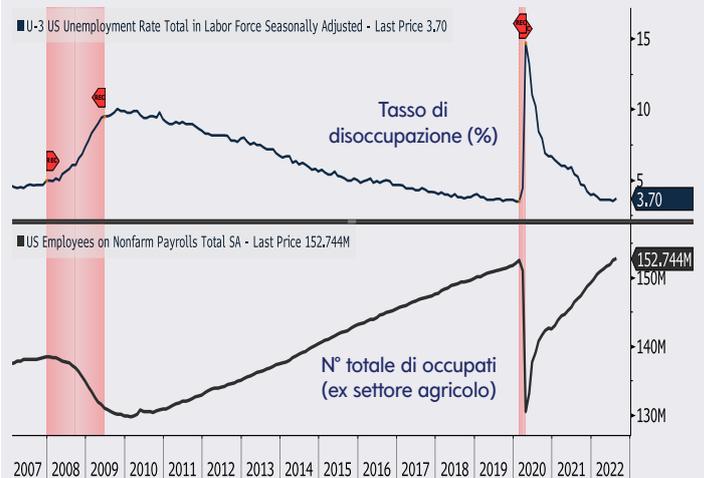


Grafico 9 - Copyright 2022 Bloomberg Finance L.P., 30 Agosto 2022

Ciò detto, è pur vero che l'economia USA sta dando evidenti segnali di decelerazione, confermato anche dal calo dei sondaggi tra famiglie e imprese. Il mercato immobiliare, dopo il boom post-pandemia, sta vedendo un forte rallentamento, complice l'aumento dei tassi ipotecari degli ultimi mesi; nell'ambito del mercato del lavoro, i posti vacanti hanno iniziato a scendere leggermente, così come l'intenzione dichiarata dalle aziende di aumentare gli organici; le scorte sono state ormai ripristinate e sono tornate su livelli molto elevati dopo essere sprofondate nel biennio passato, riducendo la spinta produttiva in chiave prospettica.

Ciò non rappresenta necessariamente uno sviluppo del tutto negativo, nella misura in cui aiuta a calmierare l'inflazione. E, sotto questo profilo, sembra che le cose abbiano iniziato finalmente a muoversi nella giusta direzione. I dati sull'inflazione di luglio hanno fornito un primo segnale di moderazione, con una variazione mensile pari a 0% per la prima volta dal 2021, che ha fatto scendere il tendenziale all'8,5% (meno delle attese di 8,7%) dal torrido picco (9,1%) registrato a giugno (Grafico 10). Sebbene un grosso aiuto sia giunto dal calo del prezzo del petrolio, anche il dato core (depurato di energia e alimentari) è stato inferiore del previsto (+0,3% mensile contro 0,5% atteso, per un tendenziale stabile al 5,9%). Inoltre, i sondaggi puntano ad una diminuzione prospettica delle pressioni inflazionistiche, soprattutto sul lato della produzione, grazie al calo dei prezzi di svariate materie prime e all'allenamento dei colli di bottiglia nelle catene produttive (Grafico 11).

I prezzi al consumo impiegheranno probabilmente più tempo a scendere, per via delle pressioni ancora elevate sui salari e

INFLAZIONE USA: PICCO SUPERATO?

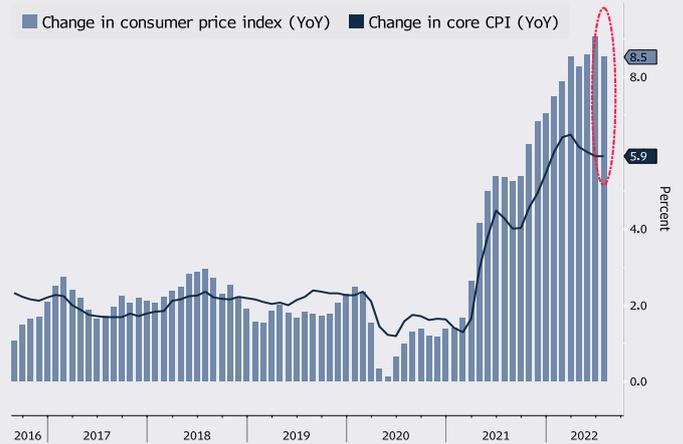


Grafico 10
Fonte: Bureau of Labor Statistics - Copyright 2022 Bloomberg Finance L.P., 30 Agosto 2022

SEGNALI PROSPETTICI DI ALLENAMENTO PRESSIONI SUI PREZZI

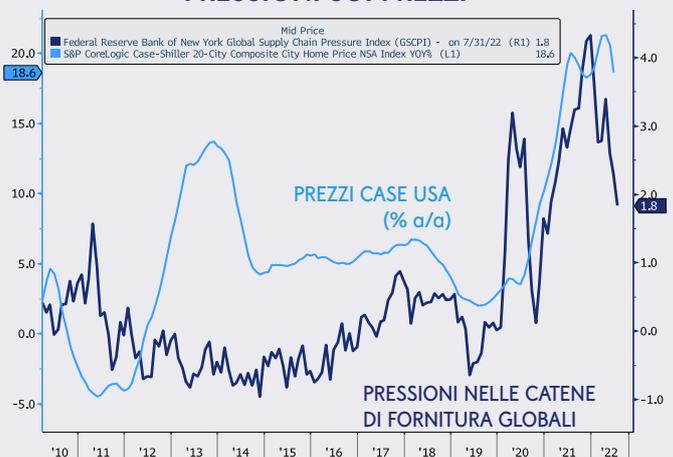
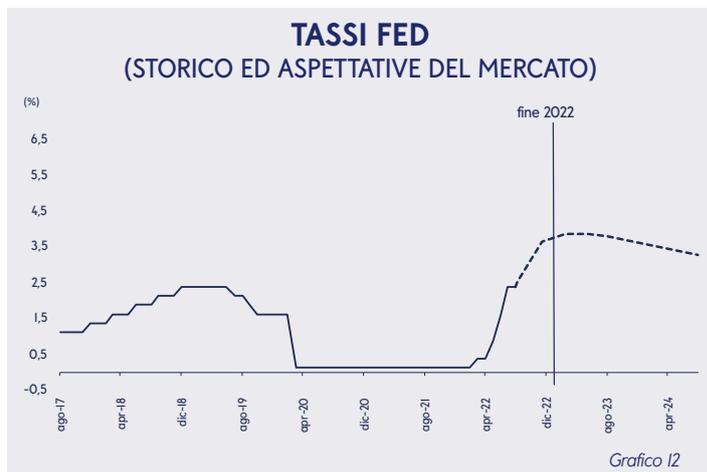


Grafico 11 - Copyright 2022 Bloomberg Finance L.P., 30 Agosto 2022

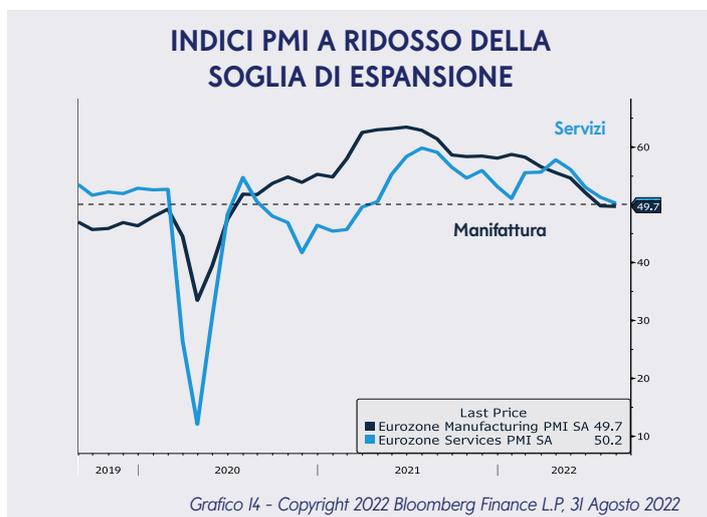
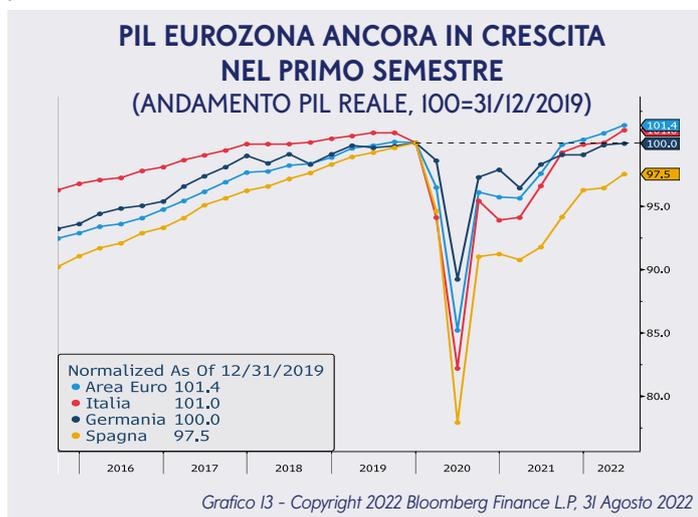
sui prezzi degli affitti, ma col tempo il rallentamento già citato in atto nel mercato immobiliare e nel mercato del lavoro dovrebbe dare i suoi frutti e promuovere una generalizzata discesa dell'inflazione.

Tutto bene quindi? Non proprio, nel senso che al momento l'inflazione rimane decisamente troppo elevata per consentire alla Fed qualsiasi ripensamento: un concetto ribadito molto chiaramente da Powell a Jackson Hole, quando, traendo insegnamento dai grandi precedenti del passato nella lotta all'inflazione (segnatamente, gli anni '70-80), ha messo in guardia rispetto ai rischi di allentamenti troppo prematuri. Di conseguenza, un altro rialzo di 75 pb - come quello apportato nel corso dell'ultimo *meeting* di luglio - rimane assolutamente sul tavolo per il 21 settembre (la valutazione si baserà sulla totalità dei dati a disposizione in quel momento) e quasi certamente non rappresenterà la fine del percorso di aggiustamento. In occasione della prossima riunione, saranno anche aggiornate le previsioni dei membri del FOMC sulla traiettoria futura dei tassi (i *dots*), ma - a detta dello stesso Powell - è probabile che "ripristinare la stabilità dei prezzi richiederà di mantenere una politica monetaria restrittiva per un po' di tempo", anche se ciò si tradurrà in crescita più lenta e condizioni del mercato del lavoro più soft". Il mercato del lavoro, peraltro, al momento è ancora tutt'altro che soft, convalidando ancor più queste indicazioni. Alla luce delle quali il mercato ha aggiustato leggermente verso l'alto le attese sul livello dei tassi a fine anno (a 3,6%), ma soprattutto ha ridimensionato fortemente le probabilità di assistere ad un taglio già nel corso del 2023 (Grafico 12).

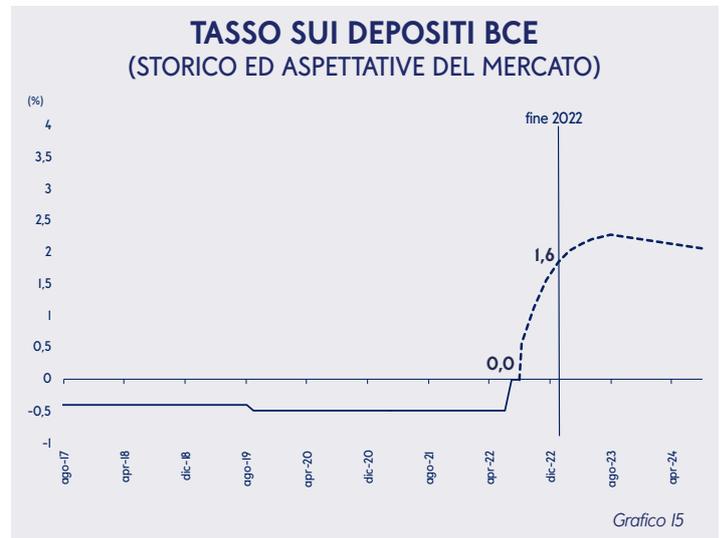


EUROPA: OUTLOOK COMPLICATO DALLA CRISI ENERGETICA

Nel frattempo, l'Europa è alle prese con una nuova pesante fiammata della crisi energetica, principalmente a causa della progressiva riduzione delle forniture di gas naturale dalla Russia (sul 20% circa del livello normale), con presunti disguidi tecnici adottati come motivazioni per nuove temporanee interruzioni in alcuni dei principali gasdotti. L'economia europea ha dimostrato finora una significativa resilienza, come evidenziato dai dati sulla crescita ancora positiva nel secondo trimestre (Grafico 13) e sull'occupazione, ma l'aumento stratosferico del costo dell'energia (i prezzi all'ingrosso sono all'incirca decuplicati rispetto alla media stagionale degli ultimi 5 anni) complica notevolmente il quadro prospettico. Provoca, infatti, uno spostamento più in alto e più in là nel tempo del picco di inflazione e, allo stesso tempo, una stretta sull'attività economica. Non sorprende che gli ultimi sondaggi tra le imprese abbiano confermato un peggioramento del sentiment, scendendo a ridosso (nel caso dei servizi) o leggermente sotto (nella manifattura) la soglia di espansione (Grafico 14). I Governi hanno già stanziato svariate misure di supporto (si stimano complessivamente 280 miliardi di euro nell'ultimo anno), ma alla luce degli ultimi sviluppi e dei piani di emergenza che si stanno predisponendo - e che potrebbero prevedere progressivi razionamenti energetici nei prossimi mesi - si renderanno necessari ulteriori interventi per limitare le ricadute sull'economia. Essenziale, inoltre, sarebbe una risposta comune a livello europeo, per cui si guarda con attenzione al *meeting* di emergenza dei leader EU convocato per il 9 settembre.

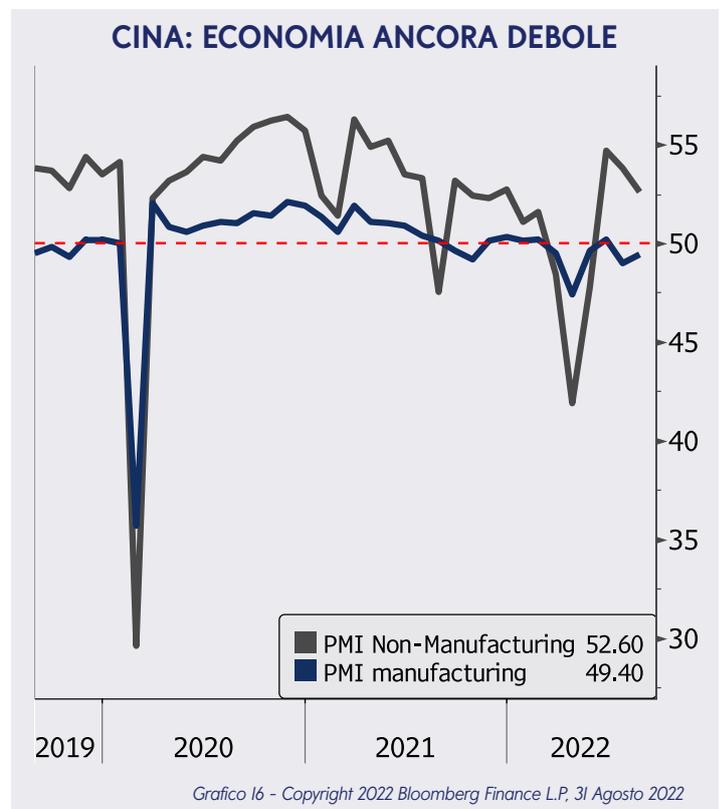


In questo contesto, il compito della BCE è particolarmente delicato, visto che alzare il costo del denaro non risolve il problema energetico e rischia di strozzare ancor di più l'economia. Di fronte ad un'inflazione al 9,1%, per quanto trainata principalmente da fattori esogeni (i prezzi energetici appunto), il messaggio non si discosta troppo da quello della Fed: anche Isabel Schnabel, in rappresentanza della BCE al Simposio di Jackson Hole, ha invocato fermezza, per evitare che le aspettative a medio termine possano sfuggire di mano. Ma resta il dibattito sulla dimensione e sulla velocità dei rialzi dei tassi: alcuni esponenti più "falchi" propenderebbero per procedere ad ampie falcate, mentre altri più "colombe", come Fabio Panetta e Phillip Lane, hanno sottolineato la necessità di tenere conto anche del quadro di crescita, che già di per sé avrebbe un importante effetto soppressivo sull'inflazione, e di procedere gradualmente. Attualmente il mercato è arrivato a scontare un probabile rialzo di 75pb già a settembre, seguito da altre mosse tali da portare il tasso sui depositi intorno a 1,7% entro fine anno e sopra al 2% nel 2023 (Grafico 15). In ogni caso, non bisogna dimenticare che attualmente la strategia della BCE corre su un doppio binario: da una parte normalizzazione della politica monetaria per combattere l'inflazione, dall'altra, però, contenimento del rischio di frammentazione attraverso il recentemente annunciato "scudo anti-spread" (il TPI, **Transmission Protection Instrument**), grazie al quale la BCE "sarà in grado di effettuare acquisti sul mercato secondario di titoli emessi in giurisdizioni che subiscono un deterioramento delle condizioni di finanziamento non giustificato dai fondamentali specifici del paese, per contrastare i rischi per il meccanismo di trasmissione nella misura necessaria".



CINA: ECONOMIA DEBOLE MA SUPPORTI IN VISTA

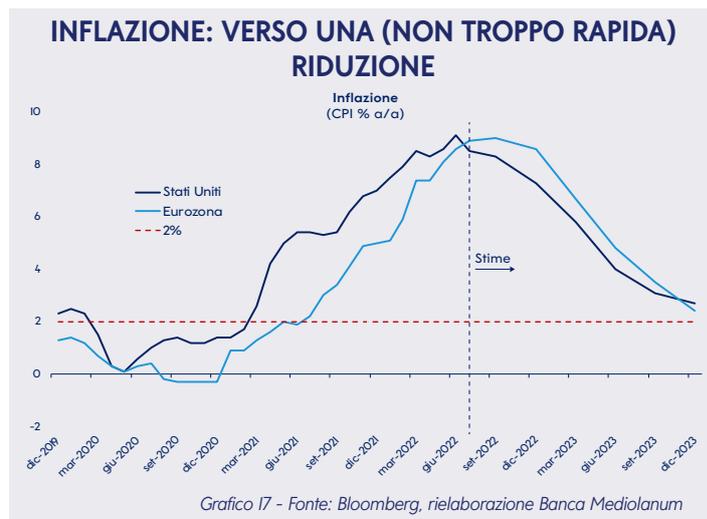
In Cina, infine, l'economia ha mostrato nuovi segnali di indebolimento per via del protrarsi dei lockdown anti-covid, del riemergere delle difficoltà nel settore immobiliare e delle carenze di energia accentuate dalla siccità. Nel secondo trimestre il PIL ha registrato una discesa del 2,6%, i dati sull'attività economica hanno mostrato un indebolimento tendenziale anche nel mese di luglio, proseguito - secondo gli indici di sentiment (PMI) - anche ad agosto (Grafico 16). In positivo, tuttavia, le politiche economiche in Cina sono orientate in senso espansivo, complice anche la sostanziale assenza delle pressioni inflazionistiche che attanagliano l'Occidente: le misure di sostegno annunciate recentemente sia sul fronte monetario che fiscale (queste ultime incentrate soprattutto sugli investimenti infrastrutturali), per quanto giudicate per ora insufficienti ad un rilancio vero e proprio, dovrebbero favorire un recupero nel secondo semestre.



WHAT'S NEXT

NEL BREVE UN DELICATO EQUILIBRIO PER L'ECONOMIA GLOBALE...

Lo scenario globale appare caratterizzato nel breve termine da diverse sfide: un ciclo economico in rallentamento, in un contesto di inflazione ancora elevata e di forti tensioni geopolitiche, pone le Banche Centrali di fronte ad un delicato equilibrio. Come descritto nel paragrafo precedente, ci sono buone premesse affinché le pressioni sui prezzi inizino ad affievolirsi nei prossimi mesi (*Grafico 17*), ma, oltre alla direzione, sarà importante anche la velocità con cui ciò accadrà. Fino a quando non ci saranno indicazioni sufficientemente chiare e convincenti sul fatto che l'inflazione stia tornando sotto controllo, difficilmente si assisterà ad un cambio di regime delle politiche monetarie.

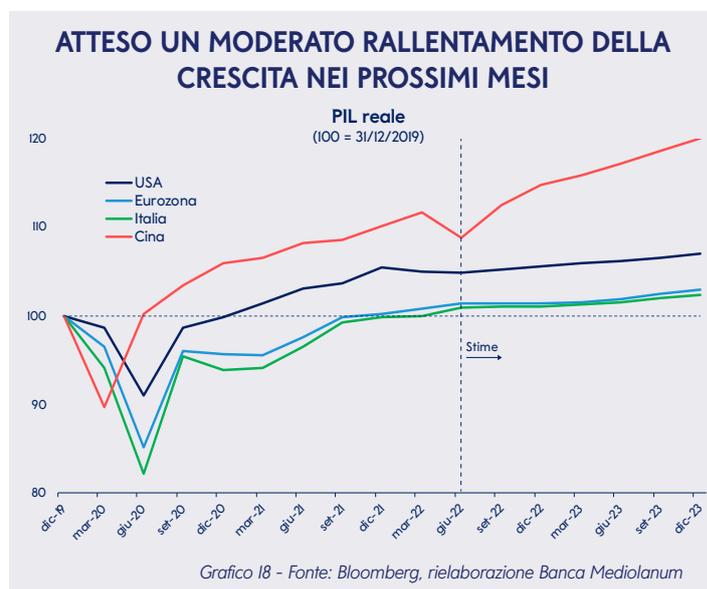


...SI TRADUCE IN UN QUADRO INCERTO PER I MERCATI

A sua volta, ciò si traduce in un contesto di incertezza nel breve per i mercati, considerato che sia le aspettative sui tassi sia quelle sulla crescita degli utili giocano un ruolo molto importante.

1. Per quanto concerne i primi, è probabile che la maggior parte dell'aggiustamento al rialzo - che ha guidato la correzione nella prima parte dell'anno - sia già avvenuta, con il mercato che sta già scontando una buona dose di restringimento monetario nei prossimi mesi; ciò sembra corroborato dalla relativa stabilità che sta caratterizzando i tassi a medio-lungo termine. Allo stesso tempo, però, rimane il dubbio su quello che dovrà essere il punto di arrivo (il c.d. "terminal rate"). Inoltre, per il momento le Banche Centrali non sembrano favorevoli a consentire un rimbalzo troppo sostanzioso dei mercati, che avrebbe l'effetto di allentare le condizioni finanziarie remando contro al loro obiettivo di restringimento.

2. Relativamente alla crescita, come già accennato, la direzione sarà verosimilmente quella di un rallentamento nei prossimi mesi, soprattutto in Europa (*Grafico 18*). Molto dipenderà dalla dimensione di questo rallentamento, ma possiamo notare che almeno in parte esso risulta già incorporato nelle attese degli operatori economici: basti considerare le revisioni già in parte annunciate alle stime di crescita, il posizionamento molto cauto degli investitori e il fatto che, in base ad un [sondaggio](#) della *Conference Board*, oltre l'80% degli amministratori delegati anche delle aziende USA si stia preparando ad una moderata recessione nei prossimi 12-18 mesi: insomma, se anche dovesse arrivare, stavolta non sarà una gran sorpresa.



PAZIENZA E METODO PER COGLIERE LE PROSSIME OPPORTUNITÀ

In sintesi, dunque, è possibile prefigurarsi nel breve una fase ancora volatile e interlocutoria, non necessariamente di forti correzioni, ma che richiederà probabilmente un po' di pazienza prima che i mercati possano riprendere stabilmente una tendenza rialzista. L'autunno prevede peraltro appuntamenti politici importanti, che potrebbero creare momenti di attesa, non solo in Europa, ma anche negli Stati Uniti, con le elezioni di mid-term, e in Cina, con il 20° Congresso Nazionale del Partito. Una fase che tuttavia può essere sfruttata per cogliere le opportunità legate non solo alla ripresa ciclica che certamente seguirà questo periodo di necessari (per quanto penosi) aggiustamenti monetari ed economici, ma soprattutto ai grandi trend che questa crisi - analogamente a tutte quelle che l'hanno preceduta - sta spingendo ad accelerare. Un esempio su tutti, la questione energetica: nel corso dell'estate abbiamo assistito al varo del più imponente [piano di investimenti sul clima](#) della storia statunitense, mentre in Europa il piano [Repower EU](#) si è aggiunto al Next Generation EU, proprio per potenziare tali investimenti a fronte della crisi in corso. Insomma, vale sempre il detto "più grande è la sfida, più potente sarà la svolta".