

A top-down view of a grid of light bulbs. Most bulbs are unlit, showing their internal filaments. One bulb, located in the middle-right area, is illuminated, casting a warm glow. A vertical white line runs down the center of the image.

OM

OSSERVATORIO
MERCATI

**DIVERGENZA
TEMPORANEA**

 LUG. 2023

WHAT'S UP

MERCATI AZIONARI	3
MERCATI OBBLIGAZIONARI	4
MATERIE PRIME E VALUTE	5

WHAT'S NEW

LA LENTA FRENATA DEI PREZZI	6
CHI FA PAUSA E CHI NO	7
L'ECONOMIA GIOCA IN DIFESA	8

WHAT'S NEXT

RIALZI: IL CAPOLINEA È VICINO?	10
"LANDING" POCO "HARD"	10
L'INDIA SFIDA LA CINA	11



WHAT'S UP

I principali listini azionari hanno avuto un buon andamento a giugno, con l'indice Nasdaq 100 si è distinto in scia alle performance delle grandi aziende tecnologiche e all'IA. Dopo la parentesi di marzo, ha continuato a riassorbirsi la crisi delle banche regionali statunitensi. Malgrado gli standard creditizi più stringenti negli Stati Uniti e in Europa, i tentativi di contenere l'effetto contagio sembrano al momento riusciti con successo.

MERCATI AZIONARI

Il secondo trimestre dell'anno si conclude con l'azionario globale che ha recuperato circa il 4,8% rispetto ai livelli dell'ultima seduta di maggio e in guadagno del 5,1% dai valori di fine marzo (Grafico 1).

Sull'onda dei rialzi tech e della pausa Fed, l'S&P 500 ha chiuso il mese con un +6,5%, terminando il secondo trimestre dell'anno con un guadagno del +8,3%. In linea con quanto segnalavamo il mese scorso a proposito del settore tecnologico e dell'IA, il Nasdaq 100 ha concluso il periodo con un progresso pari al +12,8% (+6,6% il dato di giugno).

I mercati emergenti hanno terminato il mese in guadagno (+3,2%), a fronte del -0,1% del secondo trimestre dell'anno (Grafico 2).

Anche i listini europei hanno chiuso in positivo (+2,3% lo Stoxx Europe 600). Tra questi, da segnalare il Dax tedesco (+3,1% nel mese di giugno, +3,3% nel secondo trimestre dell'anno), il CAC40 francese (+4,2% a giugno, 1,1% nel trimestre) e l'Ibex 35 di Madrid (+6% nel mese, +3,9% nel secondo trimestre).

A Milano, il FTSE MIB ha riportato un +8,4% nel bilancio mensile di fine giugno e un +4,1% nei tre mesi intercorsi tra la fine di marzo e la fine di giugno. Tra i settori sottostanti al MSCI ACWI, si distinguono i Consumi Discrezionali (+9,9%), gli Industriali e i Materials (rispettivamente, +8,4% e +6,7%; Grafico 3). A livello trimestrale, si conferma la forza del settore tech (+13,4%).

Andamento Indice Azionario Globale
(MSCI AC World, da inizio 2022 al 30 Giugno 2023)

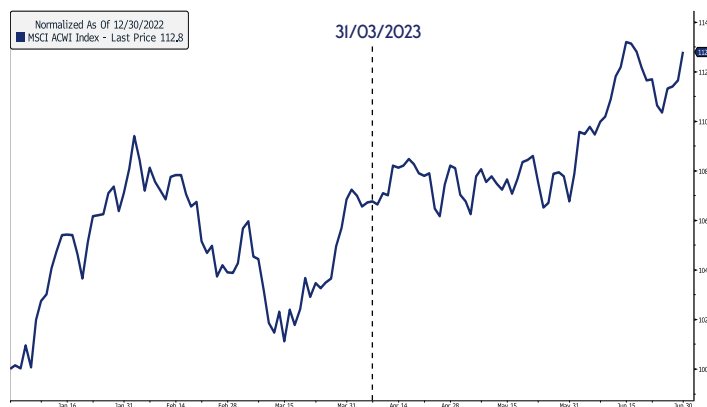


Grafico 1 - Fonte: Bloomberg, rielaborazione Banca Mediolanum. Dati al 30 Giugno 2023.

IN EVIDENZA:

I. L'AI SPINGE TECH E LISTINI



I Mercati Azionari Globali

(Performance principali indici da inizio anno al 30 giugno 2023)

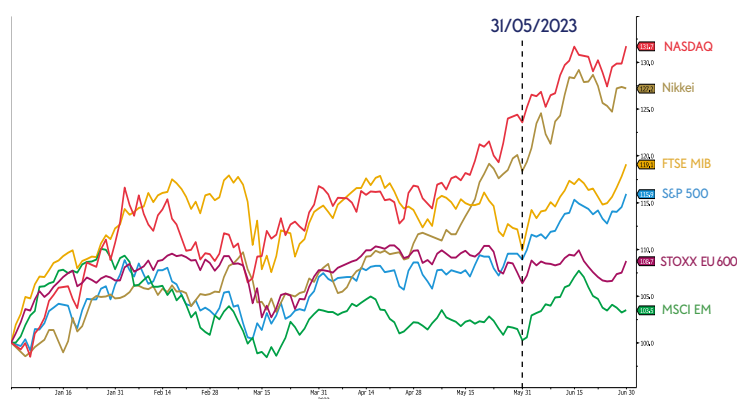


Grafico 2 - Fonte: Bloomberg, rielaborazione Banca Mediolanum. Dati al 30 Giugno 2023.

Performance settori Globali (%)

(Sottostanti indice MSCI AC World, dal 31 maggio al 30 Giugno)

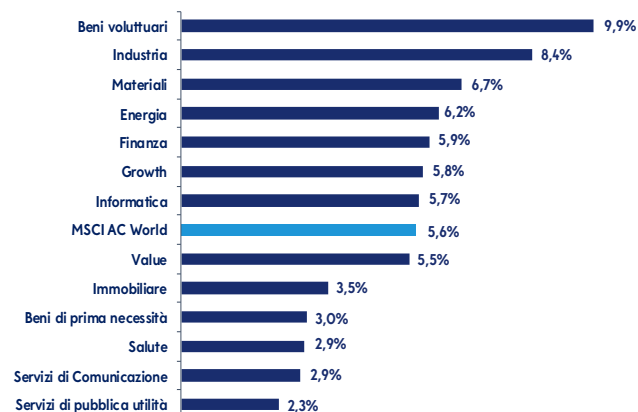


Grafico 3 - Fonte: Bloomberg, rielaborazione Banca Mediolanum. Dati al 30 Giugno 2023.

MERCATI OBBLIGAZIONARI

Nel corso del secondo trimestre del 2023 si è assistito a un rialzo generalizzato dei rendimenti lungo tutta la curva, sia per i titoli governativi USA sia per quelli tedeschi. In entrambi i casi, il rialzo è stato più marcato sulla parte breve. Tale movimento ha portato a un'ulteriore inversione delle curve stesse, con conseguente ampliamento dello spread 2-10 anni, che negli USA è tornato in area -105,3 allargandosi di circa 50 punti base dal 31 marzo (Grafico 4).

In particolare, il titolo Schatz (2 anni tedesco) è salito di 51 punti base, a fronte del Bund, che è salito solo di 10 punti base (Grafico 5). Per quanto riguarda gli Stati Uniti, il Treasury decennale è salito di 37 punti base nel periodo, mentre il corrispondente titolo a 2 anni è salito di circa 87 punti base.

IN EVIDENZA:
I GLI SPREAD
NON RIFLETTONO
RISCHI IN AUMENTO



Curva Rendimenti Governativi US
(rendimenti titoli di Stato sulle diverse scadenze, %)

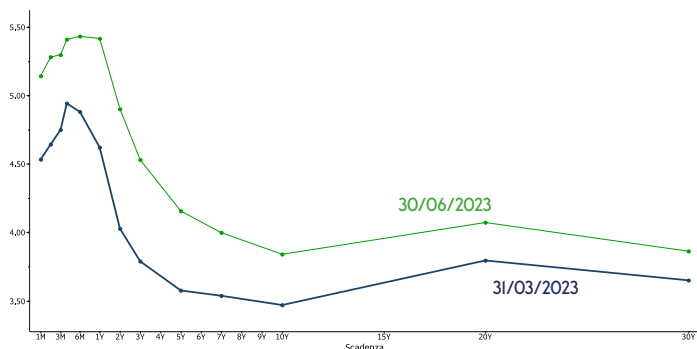


Grafico 4 - Fonte: Bloomberg, rielaborazione Banca Mediolanum. Dati al 30 Giugno 2023.

Curva Rendimenti Governativi Germania
(rendimenti titoli di Stato sulle diverse scadenze, %)

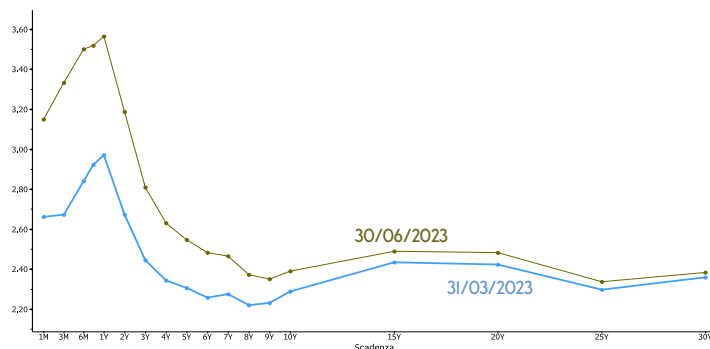


Grafico 5 - Fonte: Bloomberg, rielaborazione Banca Mediolanum. Dati al 30 Giugno 2023.

Nel complesso, l'indice aggregato a livello globale delle obbligazioni Bloomberg Global Aggregate ha evidenziato nel periodo in analisi una performance negativa pari a -1,5% (Grafico 6).

A differenza della curva americana e tedesca che come sopra menzionato risultano invertite, la curva dei rendimenti italiana presenta un'inclinazione decisamente più piatta con lo spread tra titoli a 10 anni e 2 pari a 19 punti base. Il BTP 10Y ha chiuso il mese di giugno a 4,1% di rendimento, in calo rispetto ad inizio trimestre di circa 2 bp. Nel corso del secondo trimestre lo spread BTP-Bund si è ridotto sotto i 168 bp, un livello che non si vedeva da aprile 2022 (Grafico 7).

Andamento Bloomberg Global Aggregate
(da inizio 2022 al 30 Giugno 2023)



Grafico 6 - Fonte: Bloomberg, rielaborazione Banca Mediolanum. Dati al 30 Giugno 2023.

Rendimenti governativi decennali
(da inizio 2022 al 30 Giugno 2023)

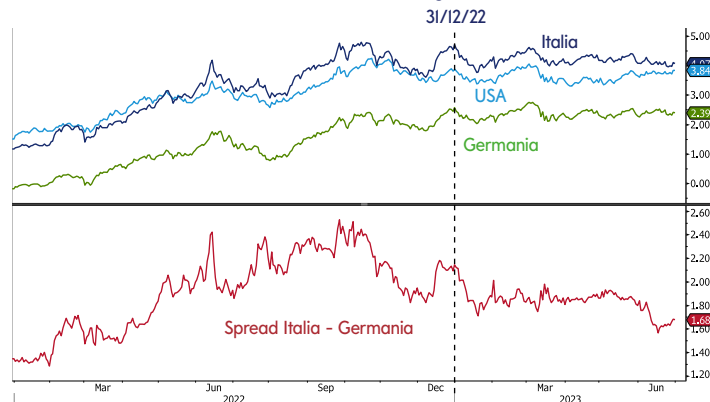


Grafico 7 - Fonte: Bloomberg, rielaborazione Banca Mediolanum. Dati al 30 Giugno 2023.

Relativamente ai mercati obbligazionari ad alto rendimento (HY, EMD) gli spread creditizi hanno mantenuto un andamento molto benigno mostrando rendimenti addirittura in calo rispetto ai valori di inizio marzo (Grafico 8). L'allargamento riconducibile alle tensioni sul sistema bancario risulta in parte rientrato, consentendo ai principali comparti del mercato del credito di archiviare performance leggermente positive nel secondo trimestre. Anche la componente a più elevato merito creditizio ha mostrato spread in leggero calo ed in particolare l'indice Bloomberg Corporate Euro Aggregate OAS delle obbligazioni europee è passato da 172 di fine marzo a 163 di fine semestre, mentre l'indice americano Bloomberg US aggregate OAS è passato da 138 a 123 punti base nello stesso periodo di riferimento. Ciò si deve ad un mix di fattori, quali l'interesse degli investitori nei confronti di rendimenti sui livelli più appetibili degli ultimi anni e dalle minori preoccupazioni circa l'avverarsi di uno scenario recessivo.



Grafico 8 - Fonte: Bloomberg, rielaborazione Banca Mediolanum. Dati al 30 Giugno 2023.

MATERIE PRIME E VALUTE

Le materie prime energetiche hanno continuato ad indebolirsi nel corso del trimestre. Nello specifico del petrolio, il Brent è sceso di circa il 5% da inizio aprile, soprattutto a causa delle preoccupazioni sulle prospettive della domanda. Tuttavia, il prezzo si è mantenuto sopra i 70 dollari al barile e termina giugno sui 75,7. Il WTI ha chiuso la prima metà dell'anno intorno quota 70,6 dollari (Grafico 9).

IN EVIDENZA:
I. QUOTAZIONE
BRENT IN TENUTA



Pur avendo segnato un recupero nell'ultimo mese (+43,9% la quotazione in euro per kilowattora sul TTF, il mercato di riferimento europeo per il gas naturale, sui 36,7 euro), i prezzi del gas sono diminuiti del 21,9% nel corso del secondo trimestre, proseguendo lungo la linea discendente registrata da inizio anno.

Per quanto concerne il mercato valutario, l'euro ha terminato il mese in recupero nel cambio con il dollaro USA (+0,5% nel trimestre, +1,7% nel mese di giugno) sulla scia della momentanea divergenza tra BCE e Fed: il tasso di cambio euro-dollaro è sceso da un picco di 1,10 circa a inizio maggio in area 1,06 a inizio giugno. (Grafico 10).

Andamento principali materie prime da inizio 2022



Grafico 9 - Fonte: Bloomberg, rielaborazione Banca Mediolanum. Dati al 30 Giugno 2023.

Andamento Tasso di cambio Euro-USD

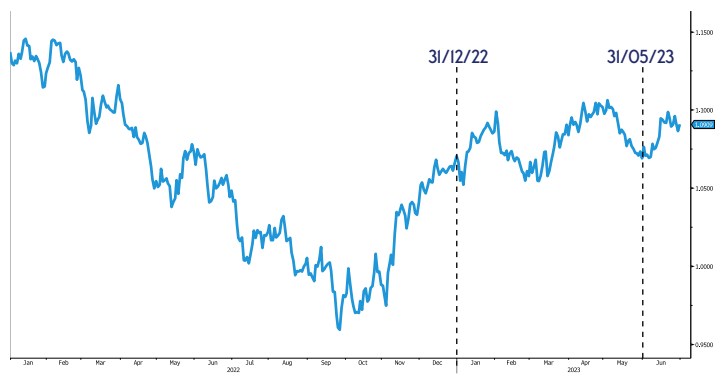


Grafico 10 - Fonte: Bloomberg, rielaborazione Banca Mediolanum. Dati al 30 Giugno 2023.

CHI FA PAUSA E CHI NO

La settimana centrale di giugno è stata molto densa: il 13 e 14 giugno si è riunito il FOMC e il 15 giugno si è tenuto il Consiglio direttivo della BCE. Nel corso del mese si sono svolte altre riunioni, come quella della Bank of Canada, interpretata come una possibile anticipazione di quanto la Fed potrebbe fare in futuro.

La Bank of Canada ha alzato i tassi di 25 punti base, portandoli al 4,75%: era ferma da fine gennaio e la sua decisione ha spinto il mercato a riflettere sul fatto che anche in presenza di una pausa ulteriori rialzi sono sempre possibili.

La banca centrale USA si è presa quella che alcuni hanno chiamato una “pausa da falco” o un “hawkish skip”, confermando i tassi al livello attuale (5-5,25%) e indicando la previsione di altri due possibili aumenti dello 0,25% entro la fine dell’anno, sempre in chiave anti-inflazione.

I membri del FOMC hanno sottolineato la necessità di prendere tempo per valutare i dati e l’effetto dei 500 punti base cumulati dal marzo del 2022. Tuttavia, presentando il rapporto semestrale di politica monetaria della Fed alla Camera e al Senato, Powell ha ribadito che i tassi rimarranno alti per riportare l’inflazione al 2% e ha confermato altri due probabili rialzi nel 2023.

La BCE, come da attese, ha optato per un rialzo di 25 punti base dei tassi d’interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 4%, al 4,25% e al 3,5%, ai massimi da 22 anni.

Per la presidente Christine Lagarde, che ha escluso la possibilità di una pausa, la strada per arrivare alla stabilità dei prezzi, e quindi a un tasso di inflazione intorno al 2% nel medio termine, è ancora lunga.

Per contro, il tasso di disoccupazione storicamente basso provoca pressioni salariali che richiedono un attento monitoraggio.

In base alle proiezioni macroeconomiche di giugno, gli esperti dell’Eurosistema si attendono che l’inflazione complessiva si attesti in media al 5,4% nel 2023, al 3% nel 2024 e al 2,2% nel 2025. L’inflazione core nel 2023 dovrebbe collocarsi al 5,1%, per poi ridursi al 3% nel 2024 e al 2,3% nel 2025. Il tasso di espansione economica è visto allo 0,9% nel 2023, all’1,5% nel 2024 e all’1,6% nel 2025 (Grafico 12).

Con il rialzo è arrivata la conferma che i reinvestimenti in ambito APP terminano a fine giugno, in concomitanza con un corposo rimborso dei prestiti nel contesto dello strumento TLTRO. I reinvestimenti del PEPP continueranno come previsto, almeno fino a fine 2024.

Dopo i dati sull’inflazione superiore alle attese, la Bank of England ha alzato i tassi di 50 punti base, al 5%, il livello più alto dal 2008.

Di fronte alla perdita di slancio dell’economia rispetto all’impennata post-pandemica del primo trimestre, la People’s Bank of China ha aumentato lo stimolo monetario: fra le altre misure, ha abbassato il tasso sui prestiti a un anno di 10 punti base al 2,65%, nella prima riduzione da agosto.

Pur aspettandosi una moderata ripresa dell’economia nel 2023, la Banca del Giappone ha mantenuto i tassi invariati al -0,1%.

IN EVIDENZA:

1. LA FED SI FERMA PER VALUTARE I DATI

2. I 25 BP DELLA BoC HANNO FATTO RIFLETTERE

3. POWELL INDICA ALTRI DUE RIALZI NEL 2023



IN EVIDENZA:

1. LAGARDE DICE CHE NON FARÀ STOP



La BCE rivede le previsioni su Crescita annua e Inflazione (Variazione % annuale)

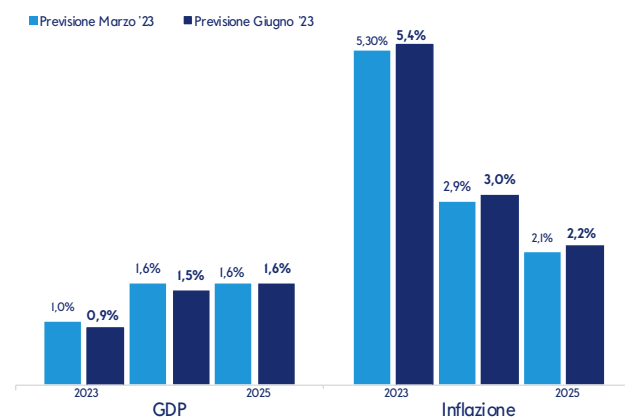


Grafico 12 - Fonte: ECB, rielaborazione Banca Mediolanum. Dati aggiornati a Giugno 2023.

IN EVIDENZA:

1. LA BoE HA SCELTO LA LINEA DURA: +50 BP

2. PBoC E BoJ, LINEA ULTRA ACCOMODANTE



L'ECONOMIA GIOCA IN DIFESA

Nel mese e nel complesso del trimestre l'economia ha continuato a tenere meglio del previsto, pur con qualche segnale di rallentamento. La revisione dei dati ha segnalato una recessione tecnica per l'area euro, con numeri però appena sotto lo zero.

Il segretario al Tesoro Janet Yellen ha detto che a suo avviso le probabilità di una recessione sono diminuite, in considerazione della tenuta del mercato del lavoro e del calo dell'inflazione. La valutazione di Yellen ha fatto seguito ai dati sull'occupazione di maggio, che hanno battuto le previsioni.

E se le costruzioni di case e le vendite al dettaglio sono apparse sorprendentemente solide, a giugno gli indici PMI hanno registrato un calo dovuto principalmente al manifatturiero: il composito è sceso quindi a 53 da 54,3, restando comunque sopra il livello che segnala un'espansione (50) (Grafico I3).

Secondo la terza stima pubblicata dal Bureau of Economic Analysis, nel primo trimestre del 2023 il PIL reale USA è cresciuto a un tasso annuo del 2%, a fronte dell'1,3% indicato nella seconda stima diffusa il mese scorso (Grafico I4).

IN EVIDENZA:

1. LE PREVISIONI INDICANO UNA TENUTA

2. USA, LO SPETTRO RECESSIONE SI ALLONTANA



Indici PMI USA

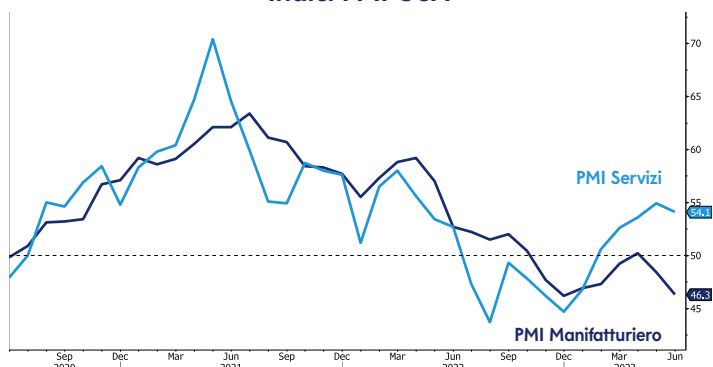


Grafico I3 - Fonte: Bloomberg, rielaborazione Banca Mediolanum. Dati al 30 Giugno 2023.

Crescita PIL reale USA

(Variazione % rispetto al trimestre precedente)

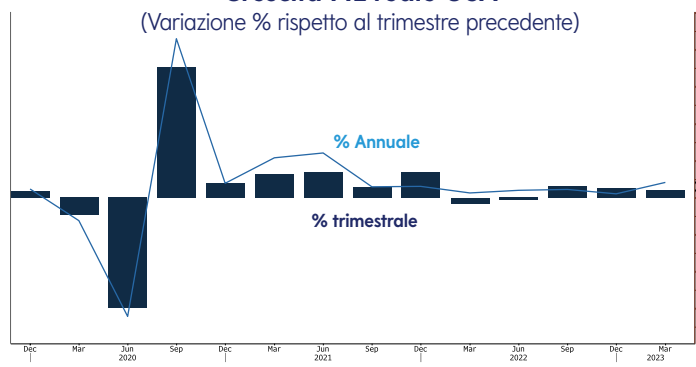


Grafico I4 - Fonte: Bloomberg, rielaborazione Banca Mediolanum. Dati al 30 Giugno 2023.

- Secondo la revisione dell'Eurostat, il PIL dell'area euro è sceso del -0,1% tra gennaio e marzo, dopo il -0,1% registrato nel trimestre precedente, segnando l'ingresso, sebbene in modo molto contenuto, in quella che viene definita "recessione tecnica".

IN EVIDENZA:

1. RECESSIONE "TECNICA" MOLTO CONTENUTA



Su base annua il tasso di crescita è stato pari all'1%, che fa seguito al +1,8% del quarto trimestre 2022. In termini di volumi, il PIL si è attestato al 2,2%, sopra il livello precedente la pandemia.

- I dati recenti hanno mostrato un minor forza della ripresa cinese, dopo lo slancio di inizio anno, legato a fattori interni (domanda domestica, mercato immobiliare) ed esterni. A maggio le esportazioni sono diminuite per la prima volta in tre mesi, per effetto dell'indebolimento della domanda globale.

IN EVIDENZA:

1. CINA, PESA LA DEBOLEZZA DELLA DOMANDA



Le spedizioni all'estero si sono ridotte del 7,5% rispetto a un anno fa, raggiungendo i 284 miliardi di dollari. Le importazioni sono diminuite del 4,5% a 218 miliardi di dollari. Il surplus commerciale si è attestato quindi a 66 miliardi di dollari. La produzione industriale ha registrato una variazione del 3,5% rispetto all'anno precedente, sotto le attese a seguito del rallentamento della domanda interna ed estera (Grafico I5).

Cina: Vendite al dettaglio e Produzione Industriale

(% a/a da luglio 2021 a maggio 2023)

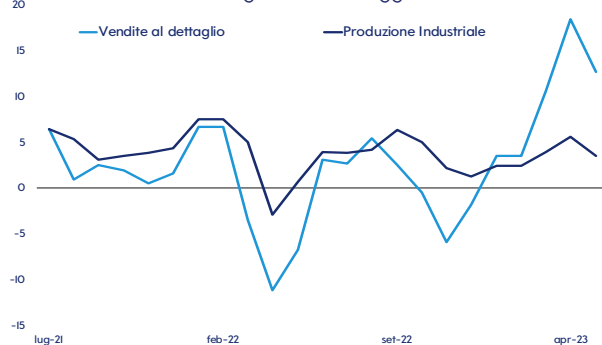


Grafico I5 - Fonte: National Bureau of Statistics of China, rielaborazione Banca Mediolanum.

A giugno il PMI manifatturiero cinese si è attestato a 49, per il terzo mese consecutivo sotto la soglia di 50. Il dato non manifatturiero è stato pari a 53,2, il più basso dell'anno (Grafico I6). L'economia giapponese è cresciuta del 2,7% su base annua nel primo trimestre dell'anno, con un'espansione maggiore rispetto alle precedenti stime dell'1,6%. Su base trimestrale, l'economia si è espansa dello 0,7%.

L'indice dei responsabili degli acquisti per l'industria si è attestato a 50,6 punti, interrompendo una scia di sei mesi di letture sotto la soglia dei 50 punti.

IN EVIDENZA:
I. IL GIAPPONE
BATTE LE
PRECEDENTI STIME



Debolezza Dati Macro in Cina

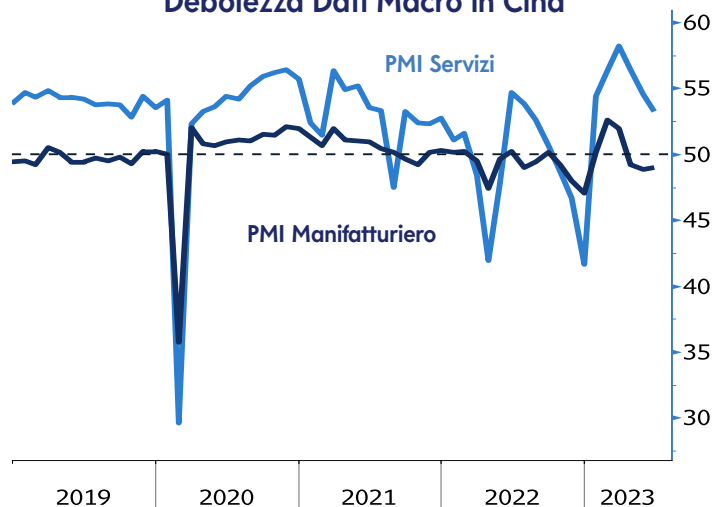


Grafico I6 - Fonte: Bloomberg, rielaborazione Banca Mediolanum. Dati al 30 Giugno 2023.

WHAT'S NEXT

RIALZI: IL CAPOLINEA È VICINO?

Nell'annunciare la sua "pausa da falco", com'è consuetudine nelle riunioni di marzo, giugno, settembre e dicembre, la Fed ha reso noti i cosiddetti "dot plot", ossia le proiezioni dei membri del FOMC, le quali mostrano come il terminal rate mediano sia salito rispetto alle proiezioni di marzo, dal 5,1% al 5,6%. Ciò presuppone altri 50 punti base di rialzo entro la fine dell'anno (Grafico 17).

I mercati, però, sembrano non credere fino in fondo a questa revisione. Al di là della distinzione tra inflazione core e non core, infatti, il quadro nel suo complesso ci dice che il processo di discesa dell'inflazione dai picchi è in corso da tempo.

Guardando oltre le dichiarazioni della presidente Christine Lagarde e l'acceso dibattito in seno alla BCE tra "falchi" e "colombe", la sensazione è che anche Francoforte abbia portato a termine la maggior parte dei suoi aumenti e che una pausa possa non essere lontana.

Ad oggi i mercati sembrano recepire le attese di una conclusione dei rialzi, in un contesto peraltro di sostanziale tenuta economica.

IN EVIDENZA:

I. CI SI INTERROGA
SUGLI AUMENTI
ANNUNCIATI



Traiettoria attesa dal mercato sui tassi Fed e BCE

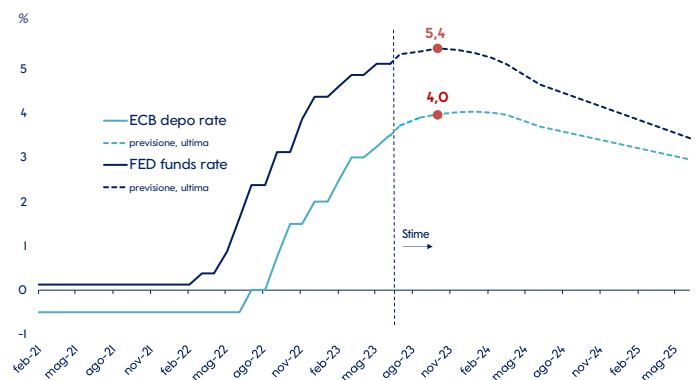


Grafico 17 - Fonte: Bloomberg, rielaborazione Banca Mediolanum.
Il Fed Funds rate fa riferimento alla media dei tassi sui Fed Funds. Dati al 30 Giugno 2023.

"LANDING" POCO "HARD"

La Banca Mondiale ha pubblicato l'aggiornamento estivo del suo rapporto Global Economic Prospects, nel quale ha migliorato le previsioni di crescita globale per il 2023. Il PIL mondiale reale dovrebbe aumentare del 2,1% quest'anno, uno scenario migliore del +1,7% previsto a gennaio.

A gennaio, la Banca Mondiale aveva avvertito che il PIL mondiale stava rallentando sull'orlo della recessione: da allora, la forza del mercato del lavoro e dei consumi negli Stati Uniti ha superato le aspettative e c'è stata la spinta della ripresa cinese dai lockdown anti-Covid, pur con tutte le incertezze che abbiamo visto.

La crescita degli Stati Uniti per il 2023 è ora prevista all'1,1%, più che raddoppiata rispetto allo 0,5% previsto a gennaio, mentre la Cina dovrebbe progredire del 5,6% rispetto al 4,3% previsto a gennaio. Riviste al rialzo anche le previsioni per l'area euro (Grafico 18).

IN EVIDENZA:

I. UN ATTERRAGGIO
MORBIDO RIMANE
PROBABILE



Previsioni Crescita annua PIL Reale (%)

	2020	2021	2022e	2023f	2024f	2025f	Variazione in % rispetto alle proiezioni di gennaio 2023	
							2023f	2024f
World	-3,1	6	3,1	2,1	2,4	3	0,4	-0,3
Advanced economies	-4,3	5,4	2,6	0,7	1,2	2,2	0,2	-0,4
United States	-2,8	5,9	2,1	1,1	0,8	2,3	0,6	-0,8
Euro area	-6,1	5,4	3,5	0,4	1,3	2,3	0,4	-0,3
Japan	-4,3	2,2	1	0,8	0,7	0,6	-0,2	0
Emerging market and developing economies	-1,5	6,9	3,7	4	3,9	4	0,6	-0,2
East Asia and Pacific	1,2	7,5	3,5	5,5	4,6	4,5	1,2	-0,3
China	2,2	8,4	3	5,6	4,6	4,4	1,3	-0,4

Grafico 18 - Fonte: The World Bank, dall'ultimo Global Economic Prospects report di giugno 2023.

Le incognite sulle quali pone ora l'accento la Banca Mondiale riguardano gli effetti ritardati della stretta monetaria e creditizia. Attualmente, lato dati macro, si fatica a intravedere i presupposti perché un "hard landing" o una "balance sheet recession" possano manifestarsi.

L'impressione che si ha, invece, è che l'economia globale stia tenendo meglio di quel che si credeva, a fronte dell'aumento dei tassi più rapido e impegnativo degli ultimi quarant'anni, di una crisi bancaria dai riverberi finora contenuti e di uno scenario geopolitico che fatica a stabilizzarsi.

Un atterraggio morbido (o quasi morbido) continua a risultare per ora lo scenario più verosimile, del quale potrebbe beneficiare tanto l'azionario quanto l'obbligazionario.

L'INDIA SFIDA LA CINA

Secondo World Population Review, la Cina è attualmente il Paese più popoloso del mondo, con oltre 1,42 miliardi di persone a settembre 2022. Solo un altro Paese al mondo vanta una popolazione superiore al miliardo: l'India, la cui popolazione è stimata in 1,41 miliardi di persone ed è in aumento.

IN EVIDENZA:

*1. UN NUOVO
GIGANTE SI AFFACCIA
SULLA SCENA*



Mentre si prevede che la popolazione indiana continuerà a crescere almeno fino al 2050, quella cinese è attualmente in leggera contrazione. L'effetto combinato di queste due tendenze dovrebbe portare l'India a sostituire la Cina come Paese più popoloso al mondo entro il 2030.

Nelle proiezioni riportate nel suo outlook economico diffuso a giugno, l'OCSE stima per l'India una crescita del Prodotto Interno Lordo reale superiore a quella della Cina sia nel 2023 sia nel 2024 (Grafico 19).

Stime Crescita annua PIL per il 2023 e 2024
(a/a)

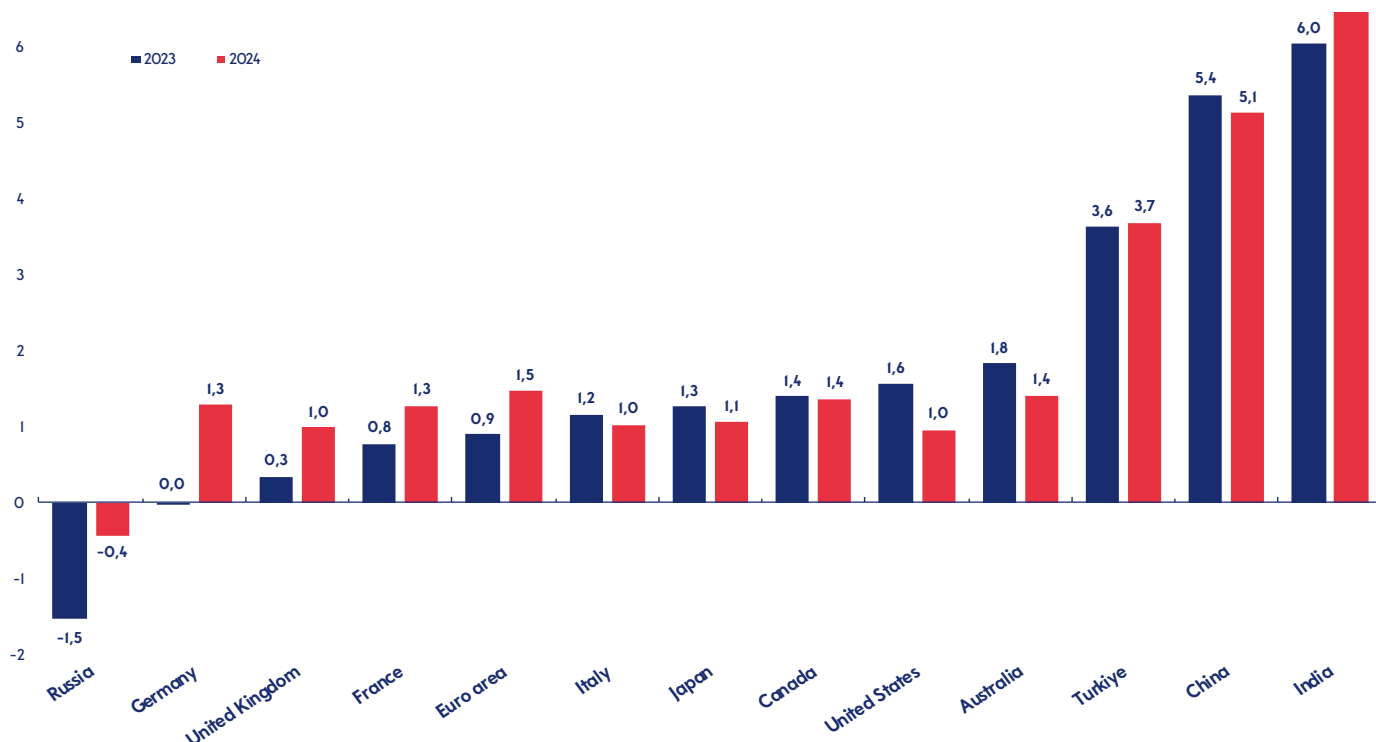


Grafico 19 - Fonte: OECD, Economic Outlook, rielaborazione Banca Mediolanum. Giugno 2023.

A giugno, il presidente degli Stati Uniti Joe Biden e il primo ministro indiano Narendra Modi hanno annunciato una serie di accordi commerciali e di difesa volti a rafforzare i legami militari ed economici tra le due nazioni. I due leader hanno anche presentato una serie di accordi sui semiconduttori.

Nel suo tour statunitense, Modi ha incontrato anche Elon Musk, che ha promesso significativi investimenti di Tesla in India, con un possibile nuovo stabilimento. All'inizio del 2023, Apple aveva già annunciato la produzione dell'iPhone 14 in India. Il progetto è di ben più ampio respiro e punta alla realizzazione del 25% dei dispositivi al di fuori della Cina entro il 2025.

Di fatto, l'India sta diventando il nuovo punto di riferimento della produzione mondiale, nell'ottica di affiancare alla Cina almeno un'altra piattaforma produttiva ("China Plus One").

Mark Mobius, il noto gestore specializzato in mercati emergenti, in un'intervista a Bloomberg del 20 giugno ha detto di vedere opportunità in India, dove la popolazione è più numerosa e più giovane e l'economia cresce più rapidamente di quella cinese.

Tenuto conto che i Mercati Emergenti rappresentano una galassia ampia e molto articolata, che va dalla Cina all'America centro-meridionale passando per l'Europa dell'Est, all'interno di questa categoria l'India è destinata ad assumere progressivamente un ruolo di rilievo.