

OSSERVATORIO

MERCATI

mediolanum BANCA

MAGGIO
2021

INDICE

WHAT'S UP _____ 3

PROSEGUE IL CLIMA DI OTTIMISMO, CON
CONSOLIDAMENTO DI ALCUNI TREND _____ 3

LA STABILIZZAZIONE DEI RENDIMENTI USA DÀ RESPIRO AI
MERCATI OBBLIGAZIONARI E PENALIZZA IL DOLLARO _____ 3

TERMOMETRO ANCORA IN RIALZO SULLE MATERIE PRIME ____ 4

SENTIMENT POSITIVO SUI MERCATI AZIONARI,
AFFIEVOLAMENTO DEL TREND DI ROTAZIONE CICLICA _____ 4

WHAT'S NEW _____ 5

IN EUROPA VACCINAZIONI IN MIGLIORAMENTO MA NEL
MONDO I CASI SONO DA RECORD _____ 5

IL RECUPERO DELLE ECONOMIE È LEGATO ALLA
CAMPAGNA VACCINALE _____ 5

PRIMI SEGNALI DELL'ATTESO AUMENTO
DELL'INFLAZIONE _____ 6

CONTINUA IL SOSTEGNO FISCALE E MONETARIO _____ 7

WHAT'S NEXT _____ 8

IL RIMBALZO ECONOMICO GLOBALE RIMANE IL TEMA
DOMINANTE _____ 8

MA IL FOCUS SI SPOSTA SEMPRE PIÙ SUI TEMI
STRUTTURALI: "PRODUTTIVITA" È LA PAROLA CHIAVE _____ 9

WHAT'S UP

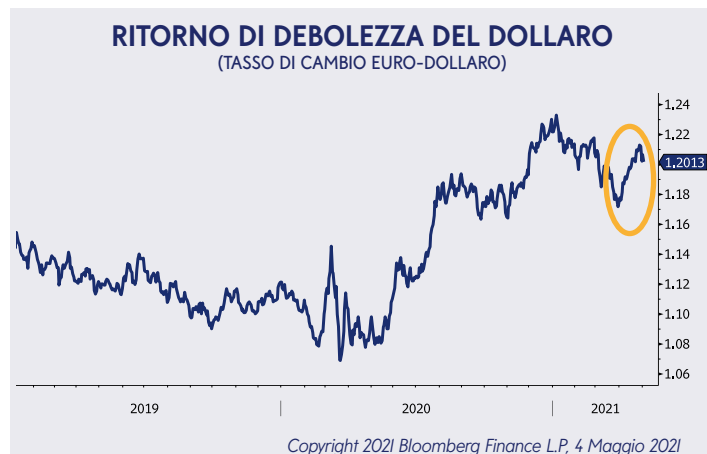
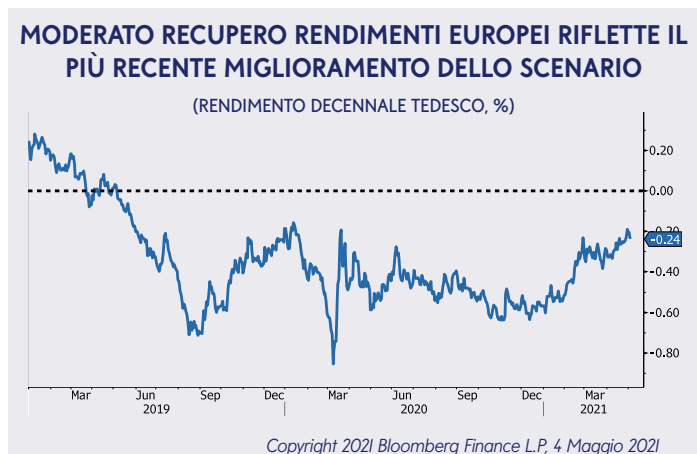
PROSEGUE IL CLIMA DI OTTIMISMO, CON CONSOLIDAMENTO DI ALCUNI TREND

Dopo un primo trimestre caratterizzato da una significativa revisione al rialzo delle attese sullo scenario economico - riflessasi chiaramente sull'andamento di tutte le principali asset class - anche nelle ultime settimane il sentiment di mercato ha mantenuto un'intonazione molto positiva, pur nell'ambito di un parziale consolidamento di alcuni trend.

LA STABILIZZAZIONE DEI RENDIMENTI USA DÀ RESPIRO AI MERCATI OBBLIGAZIONARI E PENALIZZA IL DOLLARO

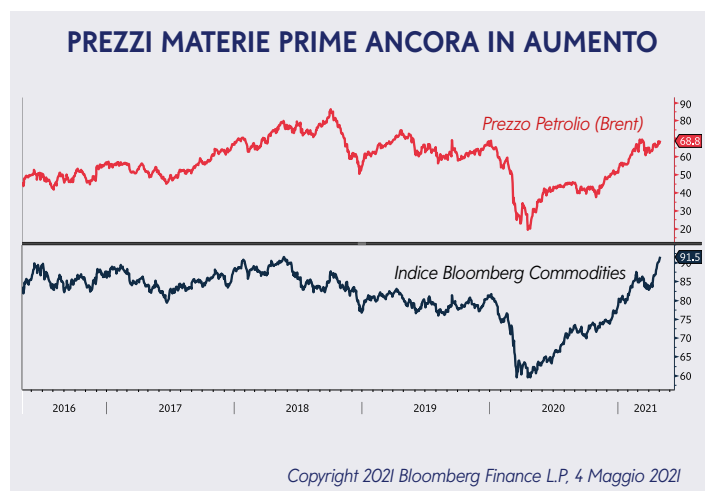
Isu tutti, la stabilizzazione e leggera discesa dei rendimenti governativi statunitensi, rispetto ai massimi dell'anno raggiunti a fine marzo (1,74%), ha per certi versi sorpreso gli investitori, se non altro perché verificatasi in concomitanza alla pubblicazione di dati macroeconomici in forte miglioramento, che evidentemente erano già stati in buona parte anticipati dal mercato. Il movimento può essere stato, inoltre, favorito da svariati fattori, in parte tecnici e in parte fondamentali: tra i primi, la ricopertura di posizioni corte e il rientro di alcuni investitori su livelli di rendimento più elevati; tra i secondi, il riemergere di incertezze sulla gestione della pandemia, alla luce delle recenti recrudescenze in alcune aree del mondo, ma soprattutto l'efficacia della retorica della Fed, che ha ripetutamente ribadito l'intenzione di mantenere un approccio accomodante a lungo.

La stabilizzazione dei rendimenti USA ha allentato la pressione al rialzo su tutti i comparti obbligazionari, incluso il credito *investment grade e high yield*, quest'ultimo ancora in netto vantaggio da inizio anno, grazie alla persistenza degli spread su livelli molto compressi. Il debito dei Paesi Emergenti ha beneficiato anche del contestuale ritorno di debolezza del dollaro, dopo il parziale recupero del primo trimestre. Il tasso di cambio euro-dollaro è passato dall'1,17 di fine marzo all'1,20 di fine aprile, supportato dal restringimento del differenziale di rendimento tra le due aree: diversamente da quelli USA, i rendimenti europei hanno, infatti, continuato gradualmente a risalire nel periodo, rispecchiando il più recente miglioramento dell'*outlook* anche per l'Europa, grazie all'accelerazione della campagna vaccinale.



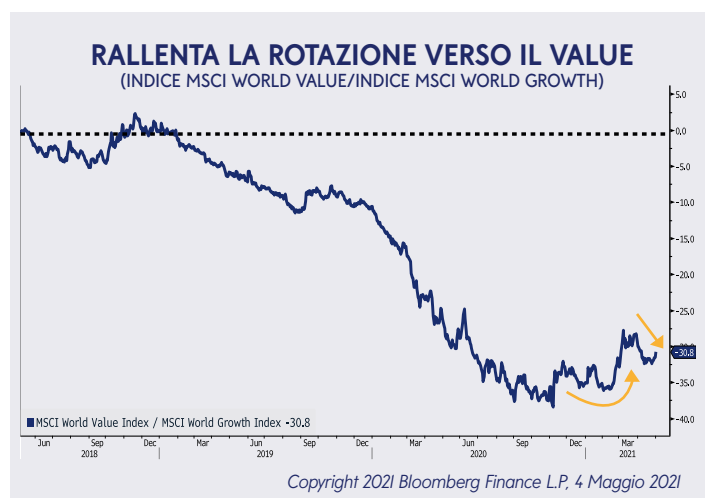
TERMOMETRO ANCORA IN RIALZO SULLE MATERIE PRIME

L'indebolimento del dollaro è stato solo uno dei fattori a favorire il proseguimento dei rialzi nei prezzi delle materie prime: il petrolio è salito del 6,6% nel mese, supportato dalla revisione al rialzo delle attese sulla domanda globale da parte dell'OPEC; ancora maggiore l'incremento dell'indice generale delle *commodities* (*Bloomberg Commodity Index*), pari all'8,3%. Nel trimestre, infatti, diversi metalli industriali, come l'alluminio e il ferro, hanno toccato nuovi massimi di periodo, mentre il rame è tornato sui massimi storici del 2011. Ma anche i metalli preziosi hanno recuperato terreno, come di solito avviene nelle fasi di affievolimento dei tassi.



SENTIMENT POSITIVO SUI MERCATI AZIONARI, AFFIEVOLIMENTO DEL TREND DI ROTAZIONE CICLICA

Per quanto concerne i mercati azionari, i decisi segnali di miglioramento del quadro economico, insieme alle conferme circa il proseguimento dei supporti da parte delle Banche Centrali e agli ingenti stimoli fiscali attuali e prospettici hanno alimentato la propensione al rischio da parte degli investitori. Nel mese di aprile, sia i listini statunitensi (S&P 500, +5,3%) che quelli europei (Stoxx Europe 600, +2,4%)¹ hanno registrato nuovi massimi storici, portando ad un traguardo simile anche l'indice globale (MSCI AC World, +4,4%). Anche il complesso dei mercati emergenti ha recuperato terreno dopo l'aggiustamento di marzo (MSCI EM, +2,5%), pur conservando una moderata sottoperformance da inizio anno, mentre l'area asiatica ha evidenziato un andamento non particolarmente brillante (Nikkei 225, -1,3% e Shanghai Composite, +0,2%).² Dal punto di vista dei settori e degli stili gestionali, complice la stabilizzazione dei rendimenti statunitensi, nell'ultimo periodo anche la rotazione settoriale a favore dei comparti ciclici e *value*, che, come sottolineato nel precedente Osservatorio, era stata uno dei temi dominanti del primo trimestre, ha perso un po' di slancio: pur in un contesto positivo per entrambi gli stili, il *growth* ha sovraperformato rispetto al *value* ad aprile, anche se a inizio maggio si stanno osservando alcune nuove prese di profitto sulla tecnologia.



Da segnalare l'andamento eccezionalmente positivo della *reporting season* del 1° trimestre. Negli USA, dove più della metà delle società dell'S&P 500 ha già riportato i risultati, la crescita media degli utili rispetto al primo trimestre dell'anno scorso risulta pari al 46% (il massimo dal 2010) ed era stata notevolmente sottostimata dagli analisti, che non più tardi di fine marzo si attendevano "solo" un +24%: ben l'86% delle società ha infatti battuto le stime. Anche nel Vecchio Continente, ben oltre la metà delle imprese ha pubblicato utili superiori alle attese (circa il 70% dell'indice Stoxx Europe 600) e, complice il calo ben più marcato nello stesso periodo dell'anno scorso, qui il rimbalzo è stato ancora maggiore (+70% circa), con contributo positivo soprattutto dei comparti ciclici, come finanziari, consumi discrezionali e industriali.

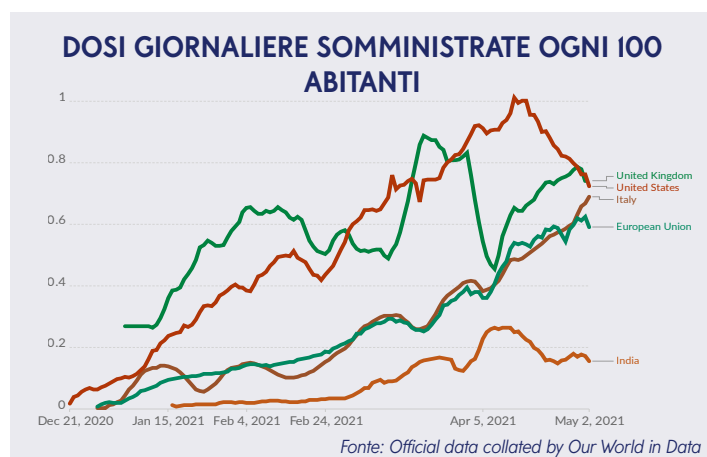
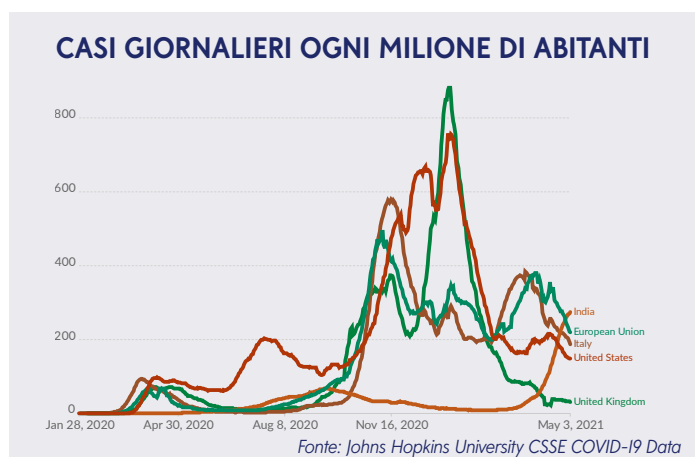
¹ L'indice Eurostoxx, rappresentativo delle società dell'area euro, ha altresì aggiornato i massimi degli ultimi 20 anni, ma rimane sotto il livello di massimo storico del 2000.

² Tutte le performance riguardano il mese di aprile e sono calcolate come total return in valuta locale

WHAT'S NEW

IN EUROPA VACCINAZIONI IN MIGLIORAMENTO MA NEL MONDO I CASI SONO DA RECORD

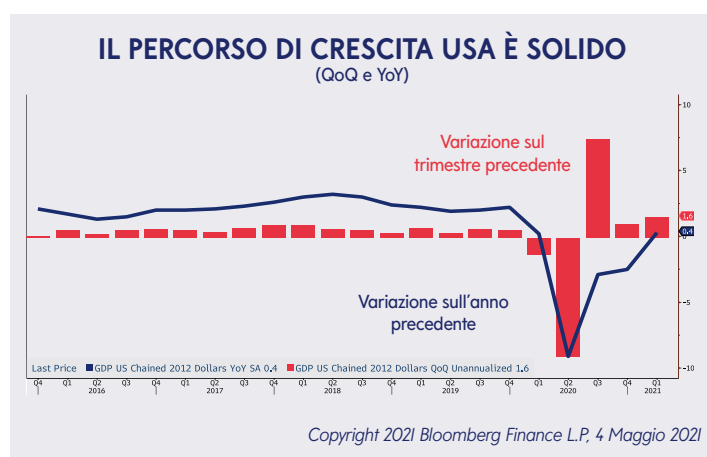
Nell'ultimo mese in Europa si è potuto osservare un incremento del numero di vaccinati giornalieri, grazie a una fornitura costante e più sostenuta, avvicinandosi ai numeri degli USA e della Gran Bretagna. In Italia, ad esempio, si è passati dalle circa 200 mila dosi giornaliere di marzo a circa 350 mila, toccando per la prima volta il 29 aprile la soglia obiettivo delle 500 mila dosi. In Europa attualmente il 25% della popolazione ha ricevuto almeno una dose, negli USA il 40% e in UK il 50%. Di contro, si è assistito ad un forte peggioramento della pandemia in alcuni Paesi Emergenti, principalmente India e America Latina, dove le vaccinazioni procedono più a rilento. Emblematico il caso dell'India, che rappresenta oggi circa il 40% dei contagi giornalieri mondiali, con il sistema sanitario in forte difficoltà e solo il 10% della popolazione che ha ricevuto almeno una dose. Al centro dell'attenzione il tema varianti, contro le quali le principali case farmaceutiche ([Moderna e Pfizer in primis](#)) stanno già sperimentando una possibile terza dose per garantire la massima copertura, benché sia stato confermato che i vaccini garantiscono una copertura efficace anche contro le nuove varianti, tra cui anche la nuova indiana.



IL RECUPERO DELLE ECONOMIE È LEGATO ALLA CAMPAGNA VACCINALE

Nel contesto sopracitato, le condizioni economiche e le aspettative appaiono fortemente correlate ai dati della pandemia.

Negli USA, la crescita del PIL nel 1° trimestre è salita all'1,6% (6,4% annualizzato) dall'1,1% del trimestre precedente, confermando i segnali positivi già emersi dai dati disaggregati sull'attività economica: la produzione industriale e gli ordini di beni durevoli sono, infatti, tornati a crescere a marzo (rispettivamente +1,4% e +0,5%), dopo il calo di febbraio dovuto principalmente all'ondata di maltempo. Ma sono stati soprattutto i consumi a guidare l'accelerazione economica, con un incremento di ben il 9,8% delle vendite al dettaglio nel mese di marzo, condizionato dall'effetto dei piani di

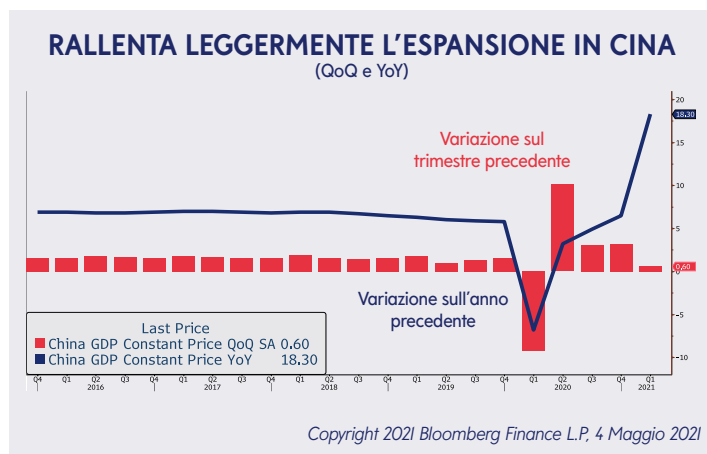
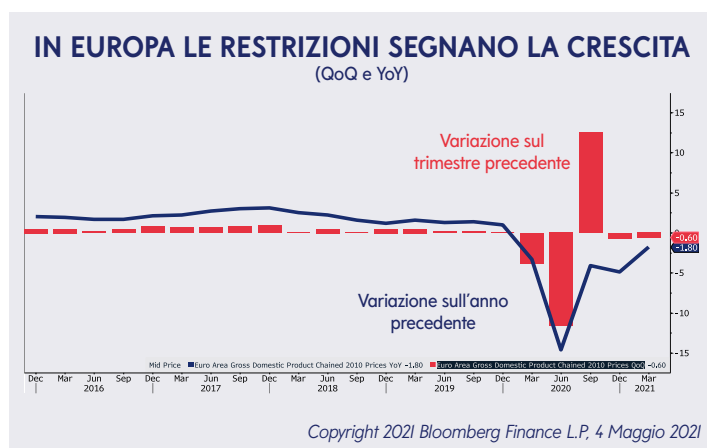


stimolo fiscale e dal miglioramento della fiducia dei consumatori, pari a 127,7 da 109,7 del mese precedente. È da sottolineare come tutti gli indicatori si stiano avvicinando a chiudere il gap rispetto ai livelli pre-covid e come il percorso delle riaperture sia ormai ben avviato: le compagnie aeree, ad esempio, segnalano un aumento importante del numero di passeggeri e di conseguenza del numero di voli proposti.

In Europa, invece, il primo trimestre è stato ancora segnato da una moderata contrazione, -0,6% sul trimestre precedente, a causa della più lenta campagna vaccinale e del conseguente prolungamento delle restrizioni, particolarmente pesanti in uno Stato di grande rilievo economico come la Germania.

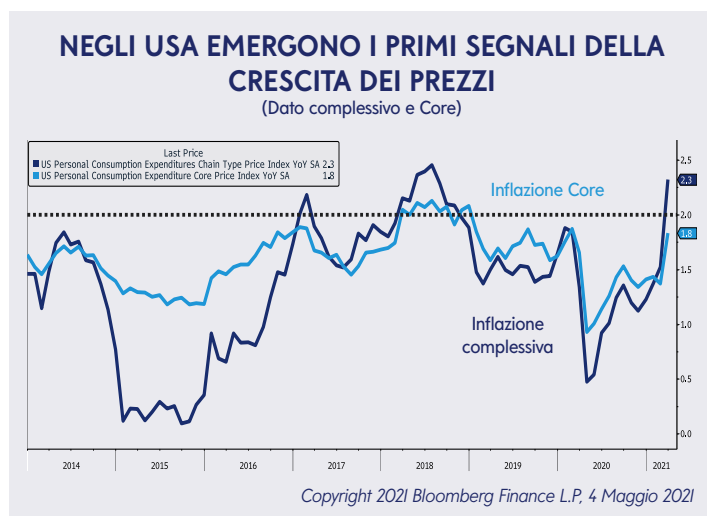
Tuttavia, i dati sulle aspettative, più significativi nelle attuali circostanze per intercettare le previsioni del mercato, forniscono dati incoraggianti: si consolida infatti il trend positivo della manifattura, con il PMI manifatturiero di aprile in crescita a 63,3 da 62,5 di marzo, e, per la prima volta da agosto 2020, anche l'indice PMI dei servizi supera la soglia limite di 50 (50,3), segnalando il ritorno del sentiment in territorio di espansione.

Infine, in Cina la crescita è proseguita a ritmo però leggermente inferiore rispetto ai trimestri precedenti (+0,6% su base trimestrale, +18,3% su base annua per via dell'effetto base rispetto al 1° trimestre 2020). Si segnala un parziale e salutare riequilibrio della crescita dalla produzione ai consumi, che a fine 2020 non avevano ancora recuperato il calo post-covid, con un miglioramento confermato dal dato dell'import in crescita rispetto all'export. Inoltre, di fronte ad un recupero ormai avvenuto, il Governo cinese sta ridimensionando gli stimoli all'economia, con una parziale riduzione dell'impulso monetario e fiscale e l'imposizione di alcune restrizioni regolamentari, volte a evitare il formarsi di bolle nel sistema finanziario.

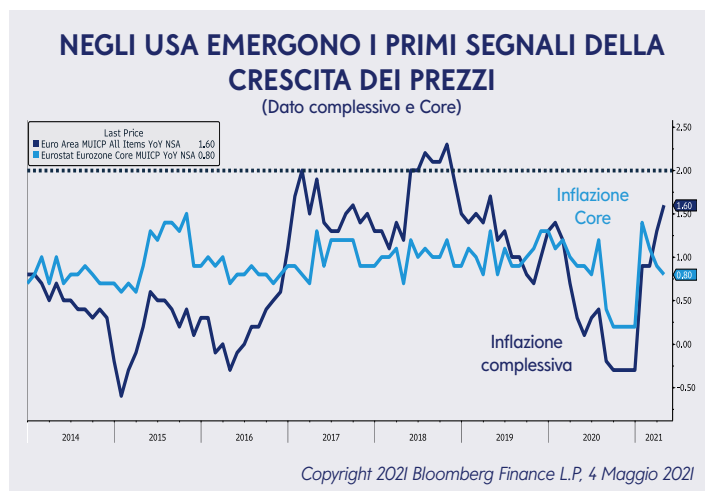


PRIMI SEGNALI DELL'ATTESO AUMENTO DELL'INFLAZIONE

Il preannunciato aumento delle pressioni inflazionistiche ha effettivamente iniziato a palesarsi in via generalizzata a livello globale, seppur con qualche eterogeneità. L'aumento dei prezzi risulta infatti più sostanziale negli USA, dove il dato CPI di marzo si è attestato a + 2,6% a/a, confermato anche dal dato PCE, principale indicatore osservato dalla FED, pari +2,3% a/a (da +1,6% del mese precedente). Decisamente più contenuto il rialzo in Europa, con l'indice CPI a +1,6% a/a. Tra le motivazioni dell'aumento, oltre a un rilevante effetto base rispetto a marzo 2020, vi è il rialzo dei prezzi della componente energetica (come si può osservare dai dati core, ancora decisamente più deboli) e delle materie prime industriali. Si riscontrano, inoltre, alcuni "colli di bottiglia" nel mercato, con un'offerta che in alcuni casi stenta a fronteggiare un forte aumento di domanda post pandemia.



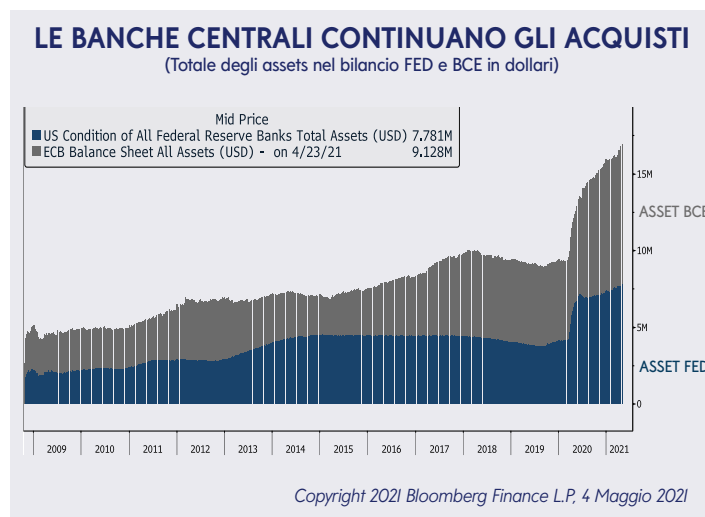
Ne sono un esempio i semiconduttori e i chip, **la cui carenza sta impattando sulla produzione globale**, soprattutto del settore automobilistico: la Bundesbank e la stessa Volkswagen hanno annunciato che il problema potrebbe durare per tutto il secondo trimestre.



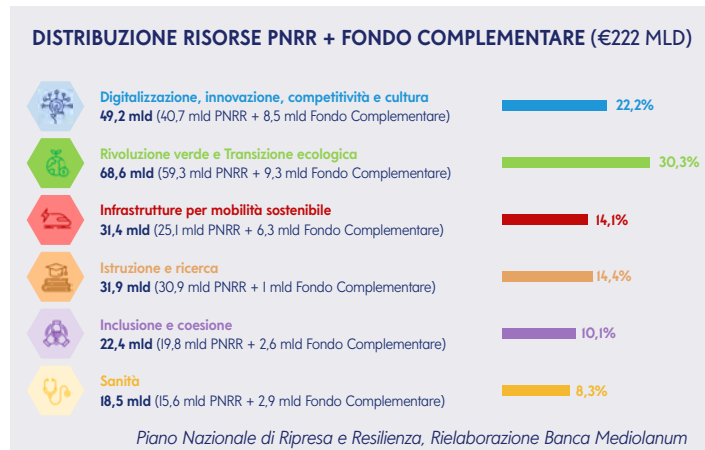
CONTINUA IL SOSTEGNO FISCALE E MONETARIO

Nelle riunioni di politica monetaria di marzo, sia la BCE sia la FED hanno mantenuto invariati i tassi di riferimento e le politiche accomodanti in atto, sottolineando come non sia stata nemmeno discussa una eventuale riduzione degli acquisti mensili. Qualsiasi ricalibrazione sarà cautamente valutata nei prossimi mesi in base all'effettivo recupero dei dati economici, considerato come la pandemia sia ancora un rischio nel breve periodo. Inoltre, sia Powell che la Lagarde hanno riaffermato come le spinte inflazionistiche siano viste come temporanee.

Dal punto di vista fiscale, negli USA, dopo l'“American Jobs Plan” annunciato lo scorso mese e focalizzato sugli investimenti pubblici infrastrutturali, il presidente Biden ha proposto un nuovo piano di sostegno orientato alle famiglie e al sistema scolastico, per un ammontare di 1800 mld di dollari in 10 anni. Di questa cifra, 800 miliardi dovrebbero essere finanziati con un aumento della tassa federale sui *capital gain* per gli individui con un guadagno annuo superiore a 1 mln di dollari, la cui imposta dovrebbe passare dal 20 al 39,6%. Secondo gli analisti, l'approvazione non sarà sicuramente immediata, con varie resistenze che potrebbero sorgere anche nell'ala più moderata del partito democratico USA, in un contesto in cui la maggioranza è molto limitata, soprattutto al Senato. Per questo motivo, ci si attende che il Congresso possa convergere su un'aliquota di compromesso, probabilmente intorno al 28%.



L'ultima settimana di aprile ha visto inoltre l'arrivo alla Commissione UE dei piani nazionali del “Recovery Fund”, tutti fortemente concentrati sui temi richiesti di digitalizzazione e svolta ecologica. Tra questi, il più importante a livello di cifre è sicuramente quello italiano, con 191,5 mld di euro rivenienti dal Dispositivo di Ripresa e Resilienza del Next Generation EU (di cui 68,9 in sovvenzioni a fondo perduto). Sommando anche il fondo complementare finanziato con risorse nazionali (€30,6 mld) si arriva ad una cifra complessiva di 222 miliardi di euro, circa il 13% del PIL 2020³. Il Governo stima che il livello del PIL sarà del 3,6% più elevato nel 2026 rispetto a uno scenario senza piano. Un ruolo di estremo rilievo occupano anche le riforme di contesto parallele, tra cui quelle della Pubblica Amministrazione, della giustizia, della semplificazione e della promozione della concorrenza.



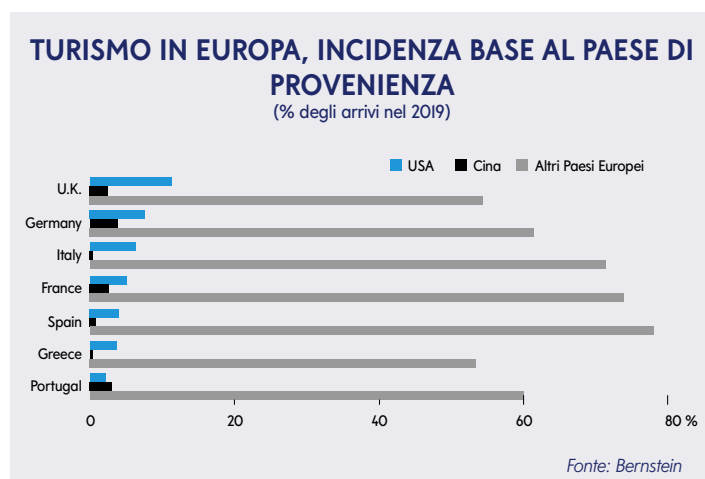
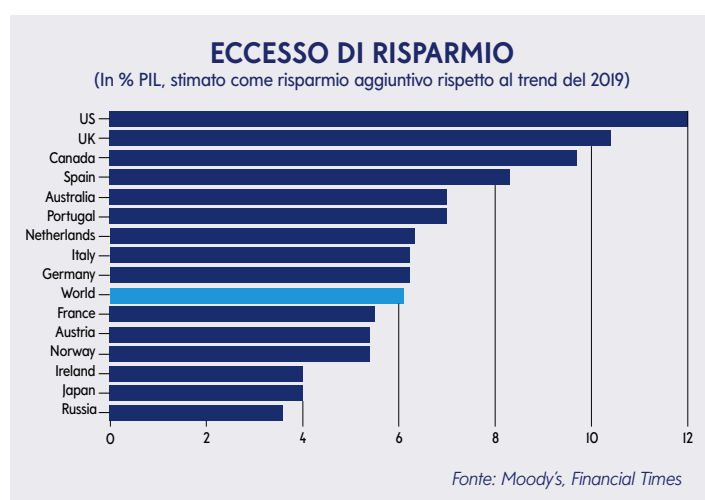
WHAT'S NEXT

IL RIMBALZO ECONOMICO GLOBALE RIMANE IL TEMA DOMINANTE

Nel prossimo periodo il **rimbalzo del ciclo economico globale** dovrebbe continuare a prendere forma, **accelerando** e diventando via via più **sincronizzato** tra aree geografiche, in particolare tra i Paesi Avanzati. Negli Stati Uniti, i dati macroeconomici (già descritti nella sezione precedente) e le evidenze aneddotiche confermano come il boom dei consumi sia di fatto già in corso, ma anche in Europa, dopo la moderata contrazione del primo trimestre, l'economia dovrebbe tornare a crescere grazie all'accelerazione delle vaccinazioni e alla conseguente definitiva interruzione del legame tra mobilità e contagi. Come è stato spesso ripetuto negli ultimi mesi, **l'eccesso di risparmio** accumulato dalle famiglie fin dallo scoppio della pandemia per via della contrazione dei consumi e delle misure di sostegno fiscale attuate dai Governi (stimato da Moody's intorno a \$5,4 tn), supporterà l'aumento della domanda sia di beni, ma soprattutto di servizi. La coincidenza delle riaperture con l'avvio della **stagione estiva** dovrebbe infatti essere particolarmente favorevole proprio per il recupero nelle categorie di servizi maggiormente penalizzate dalle restrizioni, come la ristorazione, l'accoglienza, gli eventi, ... beneficiando in particolare i Paesi del sud Europa, più esposti al turismo⁴. Positiva, in tal senso, la recente apertura dell'UE ai turisti stranieri già vaccinati, che pure pesano relativamente poco rispetto ai turisti provenienti dagli altri Paesi Europei.

D'altra parte, in alcuni **Paesi Emergenti** l'uscita dalla pandemia rimarrà probabilmente più complessa, come testimonia l'attuale situazione del sud-est asiatico e dell'America Latina, con una ripresa economica conseguentemente ritardata rispetto alle stime iniziali. Tuttavia, i progressi nelle vaccinazioni, grazie anche alla crescente cooperazione internazionale, dovrebbero gradualmente portare beneficio in tutto il mondo.

Insieme all'accelerazione economica, gli investitori continueranno a monitorare attentamente anche le **dinamiche dei prezzi**, per cercare di desumere in quale misura le pressioni inflazionistiche - che in parte hanno già iniziato a manifestarsi - avranno natura transitoria oppure persistente.

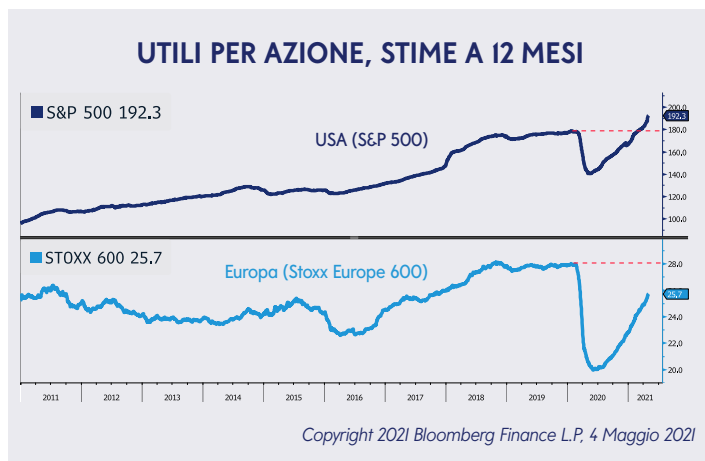


³ A questi andrebbero anche sommati €13,5 mld di sovvenzioni dal fondo React-EU, sempre facente parte del Next Generation EU, le cui risorse andranno spese tra il 2021 e il 2023, e altri €26 mld nazionali per la realizzazione di opere strategiche entro il 2032.

⁴ Il settore viaggi e turismo pesa circa il 13% del PIL in Italia, il 14% in Spagna e il 20% in Grecia (dati WTTC su PIL 2019).

Non c'è dubbio che le Banche Centrali sposino al momento la prima ipotesi, visto che non si aspettano un cambiamento strutturale nelle determinanti dell'inflazione, ma piuttosto una fiammata temporanea legata alle riaperture. L'approccio sarà quindi molto paziente e, diversamente dal passato, "reattivo" invece che "preventivo" nei confronti dell'aumento dei prezzi. Solo nella seconda metà dell'anno si potrebbe *iniziare a discutere* di una graduale riduzione dei supporti (non ad attuarla), ma ciò implicherebbe un recupero economico ritenuto ormai completo.

Per il momento prevale quindi uno **scenario alla "goldilocks"**, ossia in miglioramento, ma non abbastanza da richiedere un restringimento delle politiche monetarie, uno scenario tipicamente favorevole per i mercati azionari. In alcuni di questi, dove le valutazioni risultano già piuttosto generose, potrebbero verificarsi temporanei episodi di volatilità e aggiustamento (come già abbiamo osservato negli ultimi mesi in certi settori "covid winners"), in un contesto però complessivamente positivo e supportato dai fondamentali, con gli utili aziendali che dovrebbero via via iniziare a passare dalla fase di recupero a quella di espansione vera e propria: negli Stati Uniti le stime sugli utili a 12 mesi sono infatti già tornate sopra i livelli pre-covid.



MA IL FOCUS SI SPOSTA SEMPRE PIÙ SUI TEMI STRUTTURALI: "PRODUTTIVITÀ" È LA PAROLA CHIAVE

Al di là del rimbalzo del ciclo economico, ormai dato per assodato, l'attenzione si sta sempre più rivolgendo a ciò che verrà dopo: come si stabilizzerà la crescita una volta che il recupero sarà realizzato? Torneremo su una traiettoria simile a quella precedente o la crisi pandemica avrà inciso anche sul trend di crescita potenziale? E, se sì, in che modo?

L'argomento è sicuramente affascinante, ma altrettanto complesso. Cerchiamo quindi di fare un po' di chiarezza. Innanzitutto, bisogna rilevare che l'impatto della crisi covid sui sistemi economici, per quanto drammatico, è stato più limitato del previsto, grazie ai supporti monetari e governativi, ma anche al fatto che le imprese hanno dimostrato resilienza e grande spirito innovativo; inoltre, questa crisi ha avuto anche uno straordinario effetto di accelerazione nell'adozione del digitale e di nuove soluzioni operative in tutti i campi. Secondo le analisi di Goldman Sachs e [McKinsey](#), ci sono le condizioni affinché nei prossimi tre anni la produttività acceleri di circa l'1% all'anno, grazie a fattori quali la maggior digitalizzazione, il lavoro da remoto e il processo di "distruzione creativa" (le aziende meno profittevoli escono dal mercato a favore di quelle più efficienti): ciò equivarrebbe ad un raddoppio del ritmo di crescita della produttività rispetto a quello osservato negli ultimi anni, dopo la Grande Crisi Finanziaria. *Produttività*, in effetti, è davvero la parola chiave, in quanto da essa (oltre che dalla crescita della forza lavoro, su cui però le previsioni non sono rosee) dipende la crescita potenziale di un'economia, ossia il livello "di equilibrio" della crescita nel medio-lungo periodo. Da cui, a sua volta, dipende strettamente l'andamento di medio-lungo periodo dei mercati azionari.

Certamente è ancora troppo presto per trarre delle conclusioni definitive, ma tutte le azioni che i principali Governi stanno adottando, dal *Next Generation EU* in Europa al piano infrastrutturale proposto da Biden negli Stati Uniti, supportano tali previsioni: l'obiettivo è proprio quello di puntare non solo all'uscita dalla pandemia, ma ad un vero e proprio rilancio strutturale di lungo termine. Per l'Italia, il PNRR potrebbe davvero essere il "nuovo piano Marshall", come dopo la Seconda Guerra Mondiale: grazie agli investimenti (che rappresentano oltre il 60% del piano) e alle riforme, il Governo stima un significativo guadagno in termini di produttività, che potrebbe far salire dello 0,8% la crescita potenziale (dall'anemico 0,6% stimato oggi all'1,4%). Solo il tempo giudicherà l'effettiva bontà e riuscita di tali piani, ma la posta in gioco è certamente molto alta. Del resto, se non ora, quando?