

OUTLOOK 2022

MEDIOBANCA SGR

IL NUOVO COMPROMESSO
DELLE BANCHE CENTRALI:
SOSTENERE LA CRESCITA
CON PREZZI PIÙ ELEVATI

DICEMBRE 2021

Nel 2022
la crescita
globale
proseguirà
solida

L'inflazione,
più duratura
del previsto,
inizierà a
normalizzarsi

MEDIOBANCA
SOCIETÀ GESTIONE RISPARMIO



MEDIOBANCA
SOCIETÀ GESTIONE RISPARMIO

EDITORIALE

A CURA DI EMILIO FRANCO, AD MEDIOBANCA SGR

Nel mese di novembre, proprio quando il mondo si aspettava una normalizzazione della situazione epidemiologica, è emersa la nuova variante del virus Omicron, di cui si sa ancora poco. Le indicazioni preliminari suggeriscono che la sua trasmissibilità sia maggiore di quella della variante Delta, ma meno letale. L'emergere della variante Omicron arriva nel mezzo dell'ennesima ondata di Covid. Il numero di nuovi casi è salito significativamente in alcune parti dell'Europa settentrionale e centrale, spingendo i governi a reintrodurre misure di distanziamento sociale più severe, nonostante il legame tra infezioni e tassi di ospedalizzazione sia stato indebolito dalla diffusione dei vaccini. I nuovi casi hanno anche avuto una tendenza all'aumento in molte parti degli Stati Uniti e del Canada dall'inizio di novembre.



Nel corso del 2021 l'economia globale ha continuato a riprendersi, insieme al commercio, all'occupazione e ai redditi. Sotto l'ipotesi che i vaccini e i farmaci antivirali siano in grado di contenere il nuovo ceppo nel 2022 la ripresa globale continuerà, supportata ancora da politiche monetarie e fiscali che rimarranno generalmente di sostegno per tutto il 2022 seppur in cauta normalizzazione. Siamo entrati in una fase di transizione dall'eccezionale recupero del 2021 ad un regime di sviluppo al di sopra del potenziale, ma in moderazione fisiologica dato il rimbalzo del 2021, le strozzature dell'offerta, l'aumento dei costi degli input e l'evoluzione della pandemia non ancora risolta. La ricostituzione delle scorte dovrebbe portare ad una riaccelerazione della crescita, supportata anche dai consumi che dovrebbero continuare a essere sostenuti dai risparmi accumulati e dal massiccio sostegno dei governi.

Contestualmente, l'inflazione è aumentata sia perché l'offerta fatica a restare al passo della domanda in forte aumento sia per effetto dell'aumento dei prezzi dell'energia. A causa delle strozzature nelle catene di produzione e distribuzione, i produttori hanno difficoltà a soddisfare gli ordini. Questa situazione è un fenomeno diffuso, non relegato a un solo paese. I fornitori impiegano più tempo a effettuare le consegne, poiché faticano a soddisfare la domanda elevata. Le società, già impegnate a procurarsi i beni per evadere gli ordini, devono anche far fronte al rialzo dei costi dei fattori produttivi. Il Covid ha inoltre fatto emergere i problemi logistici gravanti sulle spedizioni, con la forte domanda di beni che esercita ulteriori pressioni sui costi di trasporto.

Il rallentamento fisiologico della domanda e la progressiva eliminazione delle strozzature delle catene di produzione suggeriscono una futura progressiva moderazione dell'inflazione. Oggi le carenze di approvvigionamento e i colli di bottiglia legati al trasporto sono attualmente più gravi di quanto avvenuto durante le normali fasi di ripresa dalle crisi economiche. I dati bottom-up mostrano che alcune di queste pressioni potrebbero iniziare ad allentarsi a cavallo del nuovo anno, invece altre, come quelle legate ai problemi nell'industria navale, richiederanno molto più tempo per trovare una soluzione. Riteniamo che la produzione manifatturiera, in particolare, sembri destinata ad essere minata da questi problemi fino al 2022, anche se dovrebbe essere sostenuta dal processo globale di ricostituzione delle scorte. Inoltre, la crescita della massa monetaria globale sta iniziando a normalizzarsi, facendo così diminuire il rischio di un ulteriore aumento dell'inflazione. Permangono rischi al rialzo per l'inflazione, ma un intervento tempestivo delle banche centrali volto a ridurre il QE e modesti

rialzi dei tassi dovrebbero essere sufficienti a mantenere l'inflazione sotto controllo, impedendo il passaggio a un "regime" di inflazione più alta.

Quanto dell'inflazione, nella fase di passaggio di quest'ultima da "transitoria" a "strutturale", resterà un fenomeno transitorio dipenderà prevalentemente dall'evolversi della relazione tra salari e prezzi al consumo. Un'eventuale spirale salariale sarà innescata da un incremento delle retribuzioni superiore a quello della produttività, che potrebbe portare ad un'impennata degli "unit labour costs".

A fronte dell'aumento delle pressioni inflazionistiche le banche centrali stanno mantenendo un atteggiamento paziente. Anche se la Federal Reserve accelererà la riduzione degli acquisti di titoli già a partire dal mese di gennaio e inizierà ad alzare i tassi già in primavera, è improbabile che alzi il costo del denaro oltre la misura prezzata dal mercato. Dall'altro lato dell'Atlantico, la Banca d'Inghilterra ha iniziato il ciclo di rialzo del costo del denaro in dicembre portando il suo tasso di interesse principale allo 0,25% (dallo 0,10%) a causa dell'aumento delle pressioni inflazionistiche mentre la BCE, frenata dall'incertezza sulla variante Omicron e dalle nuove restrizioni, sta mantenendo un atteggiamento più paziente procedendo con passi lenti e gradualmente: terminerà gli acquisti netti del programma Pepp il 31 marzo 2022 e aumenterà gli acquisti di asset in ambito App (il programma di acquisto di titoli pubblici) a 40 miliardi di euro al mese nel secondo trimestre 2022 e a 30 nel terzo. A ottobre 2022 gli acquisti torneranno a 20 miliardi di euro al mese e dureranno per tutto il tempo necessario per rafforzare l'impatto accomodante dei suoi tassi ufficiali.

Continuiamo a suggerire l'investimento in risky assets in un quadro economico caratterizzato da flussi di notizie economiche disomogenee tra paesi e dati che indicano un'inflazione elevata, ma prossima al suo picco.

TRIMESTRALE DI MEDIOBANCA SGR

IL NUOVO COMPROMESSO DELLE BANCHE CENTRALI:
SOSTENERE LA CRESCITA CON PREZZI PIÙ ELEVATI

Indice

p.2-3	EDITORIALE E SUMMARY	p.26-29	TASSI DI CAMBIO
p.6-9	PUNTI CHIAVE	p. 30-35	MERCATI AZIONARI
p.10-13	TRIMESTRE IN GRAFICI	p.36-39	MATERIE PRIME
p.14-17	PRINCIPALI ECONOMIE	p.40-41	ASSET CLASS PREFERITE
p.18-19	POLITICA MONETARIA	p.42-43	PORTAFOGLIO MODELLO IN INDICI
p.20-21	TITOLI GOVERNATIVI	p.44-47	RISCHI DI SCENARIO
p.22-25	TITOLI CORPORATE	p.48	DISCLAMER

PUNTI CHIAVE

Congiuntura

- La ripresa globale continua nei mesi invernali e la crescita economica resta solida, seppur in decelerazione a causa delle persistenti strozzature dell'offerta, dell'aumento dei costi degli input e dell'evoluzione della pandemia non ancora risolta.
- Nel 2021 pressioni inflazionistiche più forti e durature sono emerse in tutte le economie in una fase insolitamente precoce del ciclo economico. L'inflazione dovrebbe raggiungere il proprio picco tra la fine del 2021 e l'inizio del 2022.
- Nel 2022 la crescita mondiale rallenterà nei prossimi trimestri ma resterà superiore al proprio trend di lungo periodo. Governi e Banche Centrali si prepareranno a ridurre le misure a favore della pandemia sia a livello di sostegno ai consumi che di sovvenzioni alle piccole e medie imprese, rivelando i punti di forza e di debolezza di ogni economia e gli eventuali danni permanenti creati dalla pandemia.
- Il quadro macroeconomico diventerà più vario tra paesi. Con l'uscita dalla pandemia assisteremo ad una progressiva diminuzione della sincronicità dei cicli economici delle diverse economie, rispetto ai livelli eccezionalmente alti sperimentati durante il crollo del secondo trimestre e il successivo rimbalzo. Il venir meno dell'emergenza pandemica porterà ad una normalizzazione della domanda di beni e servizi. Tale normalizzazione insieme all'allentamento delle interruzioni dell'offerta favorirà la ripresa, non rendendola però necessariamente più equilibrata.
- L'inflazione resterà elevata durante la prima metà dell'anno in corso per poi tornare a scendere nella seconda metà dell'anno. Anche in termini di inflazione emergeranno maggior differenze tra paesi.

Politica monetaria

- Dopo due anni di politiche monetarie ampiamente accomodanti, nell'ultimo trimestre dell'anno le banche centrali hanno prudentemente preparato i mercati alla normalizzazione della loro politica monetaria.
- Nel 2022 le banche centrali ridurranno progressivamente gli stimoli emergenziali introdotti per contrastare la pandemia. La Federal Reserve terminerà il suo programma di acquisto di titoli entro la metà l'anno. La BCE ridurrà il suo programma di acquisto di obbligazioni. La Banca d'Inghilterra, la Banca del Canada e la Reserve Bank of New Zealand alzeranno il costo del denaro. La normalizzazione avverrà con cautela, considerati i rischi di scenario e la asincronicità della crescita. Il costo del denaro resterà basso in prospettiva storica.

Titoli governativi

- Di fronte a crescenti pressioni inflazionistiche, i rendimenti obbligazionari nominali dei principali paesi sviluppati sono aumentati nei mesi autunnali, guidati principalmente dall'aumento della compensazione richiesta dagli investitori per l'inflazione (break-even inflation).
- I rendimenti dei titoli di stato aumenteranno gradualmente nel prossimo anno, guidati dai rendimenti statunitensi e sulla scia di una crescita solida e un'inflazione ancora sopra il 2%, consegnando così agli investitori rendimenti (in termini di total return) negativi al netto dell'inflazione.

Titoli corporate

- Quarto trimestre con ritorno della volatilità e debolezza sugli spread per il mercato del credito a fronte dei primi segnali di normalizzazione delle

politiche monetarie e come conseguenza delle fasi di più generale risk-off legate ai rinnovati timori per la pandemia. Total return negativo del mercato condizionato da direzione e volatilità dei tassi.

- Outlook neutrale per il 1T 2022 con al margine preferenza per HY su IG dove il livello e le valutazioni degli spread rendono vulnerabile l'asset class rispetto alle variazioni dei tassi e alla normalizzazione delle politiche monetarie. Il buon andamento dei fondamentali aziendali, della situazione macro e la ricerca di rendimento nel mercato obbligazionario rimangono fattori supportivi per il mercato con default rate ancora sui minimi.

Tassi di cambio

- Il dollaro statunitense ha beneficiato nel corso di T4 delle aspettative di rialzo dei tassi da parte della FED già a partire dalla metà del 2022. La caratterizzazione dell'inflazione europea come transitoria ha portato il mercato a ridurre la probabilità di rialzo dei tassi da parte della BCE, innescando una fase di deprezzamento della valuta comune. I paesi emergenti restano in difficoltà nonostante i rialzi dei tassi promossi da diverse banche centrali: l'aumento dei rendimenti offerti non compensa ancora i rischi alla crescita dovuti alla pandemia e all'incremento dell'inflazione.
- Il 2022 si aprirà probabilmente ancora all'insegna del dollaro forte. L'apprezzamento della valuta statunitense potrebbe perdere slancio quando i rialzi dei tassi saranno prezzati correttamente dal mercato. Gli alti rendimenti offerti dalle valute emergenti, a quel punto, potrebbero consentire un deciso recupero, in particolare in quelle aree in cui la pandemia verrà gestita meglio.

Azionario

- Ultimo trimestre dell'anno a due velocità per i mercati azionari globali: in rialzo Europa e USA, in ribasso pacifico ed emergenti. Anche l'ultima parte dell'anno trae supporto, per il comparto azionario, dalla tenuta della ripresa, dalla diffusione della campagna di vaccinazione nei Paesi sviluppati e dal buon andamento dei risultati trimestrali delle aziende.
- Continuiamo ad essere costruttivi sull'asset class in generale. Condizioni finanziarie accomodanti, stagionalità positiva e un buon andamento dei fondamentali aziendali saranno tra i fattori trainanti. L'incertezza connessa alle nuove varianti del Covid-19, i colli di bottiglia nel commercio internazionale e l'inflazione restano elementi di rischio.

Materie Prime

- Il quarto trimestre dell'anno si dimostra meno problematico sul fronte del rialzo dei prezzi delle materie prime. Scendono del 10% i prezzi delle materie prime legate all'energia, resta stabile il prezzo dell'oro e si apprezzano argento e rame.
- Manteniamo una view positiva sulle materie prime cicliche (energia e metalli industriali) sulla scia della ripresa in atto e della domanda stagionale (specificamente per petrolio e gas naturale entriamo nella stagione invernale).

Asset Class

- Durante l'ultimo trimestre dell'anno, i mercati globali delle attività rischiose si sono dimostrati resistenti ai rinnovati timori per un potenziale aggravarsi della pandemia a causa delle nuove varianti sostenute dalla crescita economica e dalle politiche monetarie accomodanti.

- La solida performance economica continuerà anche nel 2022, con una crescita in rallentamento ma sopra il trend storico. Prevediamo che l'offerta e la domanda si ribilancino gradualmente in un contesto di crescita superiore al potenziale nelle principali economie sviluppate. L'inflazione dovrebbe raggiungere il proprio picco tra la fine del 2021 e l'inizio del 2022. Le strozzature dell'offerta dovute alla pandemia continueranno a pesare sull'andamento dei prezzi ritardandone la normalizzazione. La progressiva normalizzazione delle politiche monetarie ci suggerisce di continuare a mantenere la nostra preferenza per il comparto azionario.

Rischi di scenario

- La pandemia non è ancora risolta. Nuove e più trasmissibili varianti di COVID-19 nonché le temperature più basse nell'emisfero settentrionale restano un rischio per l'evoluzione dell'attività economica. Al contempo un più rapido dispiegamento del vaccino potrebbe stimolare la spesa e la capacità produttiva migliorando il ritmo della ripresa.
- I vincoli sul fronte dell'offerta sono molteplici e potrebbero perdurare più a lungo del previsto. Una situazione di estrema tensione sull'offerta potrebbe anche influire non soltanto sullo sviluppo economico, ma anche sulla crescita degli utili delle aziende.
- L'inflazione potrebbe continuare a sorprendere al rialzo, a causa di pressioni sull'offerta più persistenti del previsto o di un'impennata più forte e sostenuta dei costi energetici, innescando un repricing del mercato finanziario in previsione di future mosse di politica monetaria. Tale riprezzamento potrebbe far emergere le vulnerabilità che persistono a causa del debito elevato, delle valutazioni delle attività allungate in alcuni mercati e della ripresa in alcuni mercati emergenti.

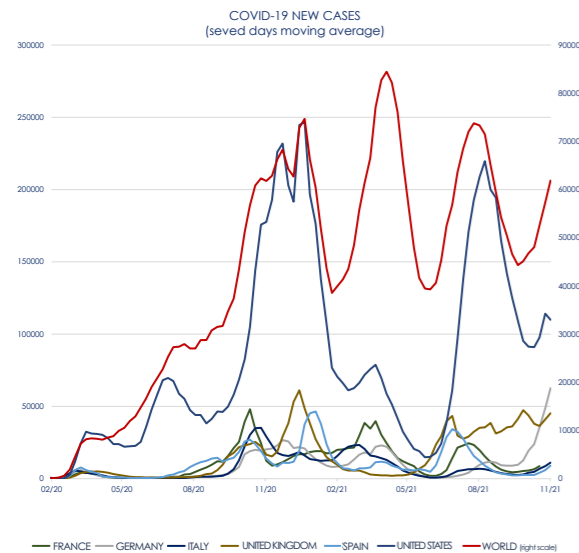


IL QUARTO TRIMESTRE IN GRAFICI:

- La ripresa globale continua nei mesi invernali e la crescita economica resta solida, seppur in decelerazione a causa delle persistenti strozzature dell'offerta, dell'aumento dei costi degli input e dell'evoluzione della pandemia non ancora risolta.
- Nel 2021 pressioni inflazionistiche più forti e durature sono emerse in tutte le economie in una fase insolitamente precoce del ciclo economico. L'inflazione dovrebbe raggiungere il proprio picco tra la fine del 2021 e l'inizio del 2022.

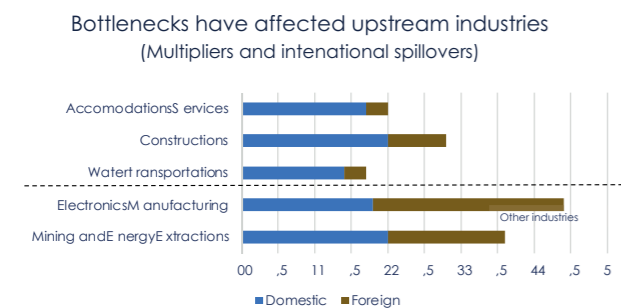
N. 1

Con il ritorno di temperature più rigide nell'emisfero settentrionale, si è verificata una recrudescenza nelle infezioni COVID-19, accompagnata anche dalla diffusione delle nuove varianti del virus. La diffusione dei vaccini ne sta calmierando l'impatto economico rispetto a quanto verificatosi nelle precedenti ondate.



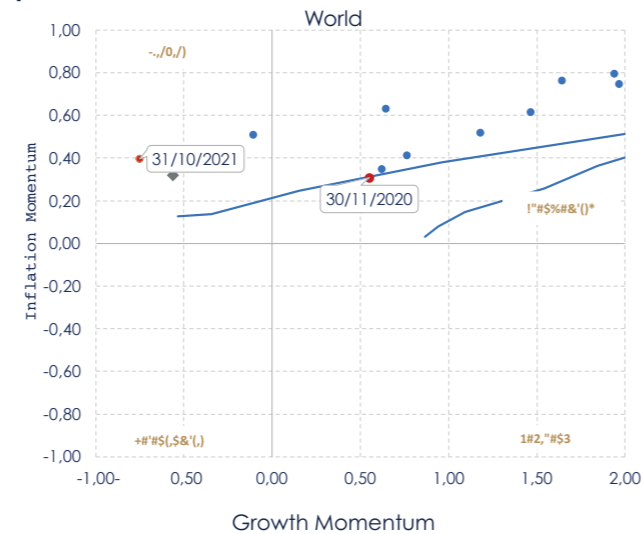
N. 3

Le strozzature delle catene di distribuzione restano diffuse. Iniziate come interruzioni dell'offerta prodotte dalla pandemia, a seguito di una eccezionale domanda, queste sono state aggravate dai tentativi di costruire buffer nelle reti di produzione da parte delle imprese partecipanti alla catena di approvvigionamento.



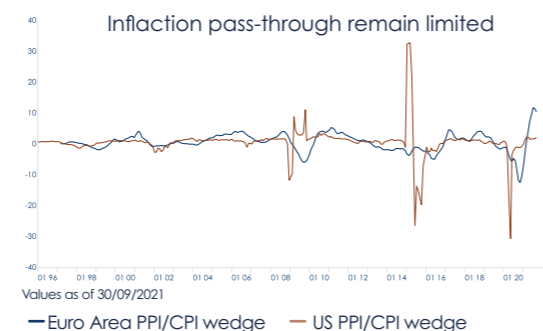
N. 2

La crescita continua ma il momentum decelera rispetto ai livelli eccezionali seguiti alla riapertura dell'economia. I venti contrari alla crescita sono di natura transitoria: elevati prezzi dell'energia penalizzano la fiducia di consumatori e imprese, mentre le difficoltà nella distribuzione dei beni limitano la produzione e i profitti aziendali



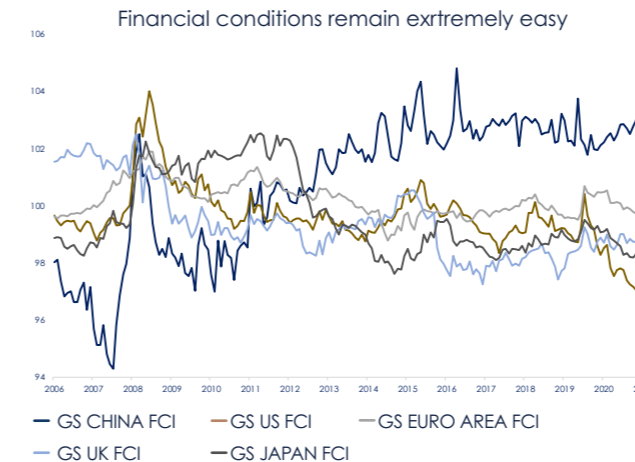
N. 4

L'effetto inflazionistico dei colli di bottiglia sarà prevedibilmente limitato nel medio termine, ma le pressioni sulla crescita dei prezzi rischiano di durare più a lungo di quanto atteso qualche mese fa. Le strozzature non dureranno comunque così a lungo, tanto da innescare un aumento della crescita dei salari e nelle aspettative di inflazione.



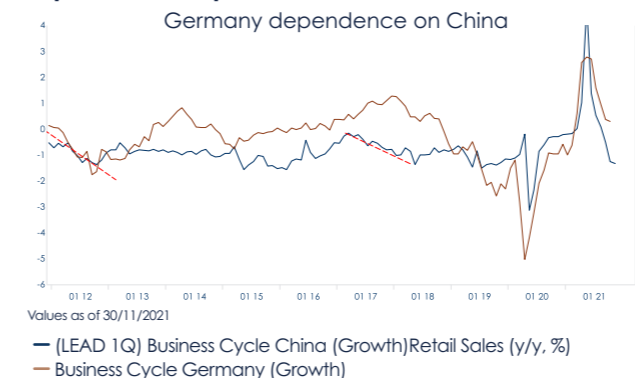
N. 5

Le condizioni finanziarie restano ancora accomodanti nei principali paesi a fronte di una "offerta di moneta" in rallentamento nel 2021 e di banche centrali che stanno preparando i mercati ad una futura normalizzazione dei loro bilanci.



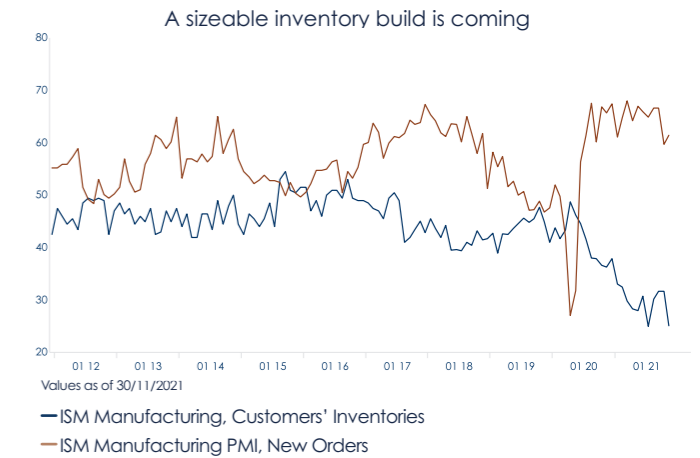
N. 7

Prosegue la ripresa dell'Area Euro: il sostegno fiscale europeo dovrà fronteggiare i venti contrari prodotti dal rallentamento del ciclo economico cinese, dal persistere delle strozzature nelle catene di produzione a fronte di un riacutizzarsi dei contagi soprattutto nei paesi del nord



N. 6

La crescita degli Stati Uniti è guidata da un processo di ricostituzione delle scorte, a fronte di una spesa per consumi ancora alta.



“ I policy maker continueranno a comunicare chiaramente quale aumento dell'inflazione sarà tollerato al fine di prevenire fluttuazioni eccessive nei tassi di interesse di mercato e causare un inasprimento delle condizioni finanziarie. Nei prossimi due anni nelle maggiori economie avanzate saranno attuate appropriate mosse sequenziali per moderare gradualmente il sostegno monetario, inizialmente attraverso la riduzione degli acquisti di attività e successivamente attraverso tassi di interesse più alti. ”

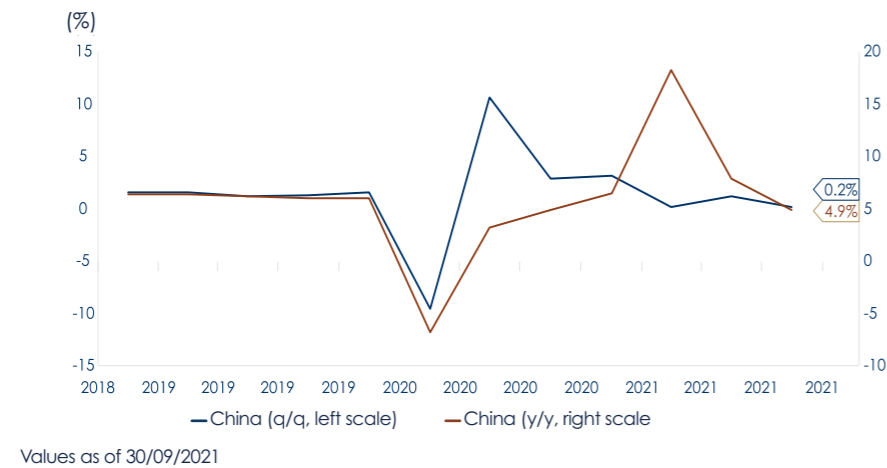
N. 8

Le autorità cinesi sono riuscite ad esportare l'inflazione mantenendo basso il livello dei prezzi al consumo.



N. 9

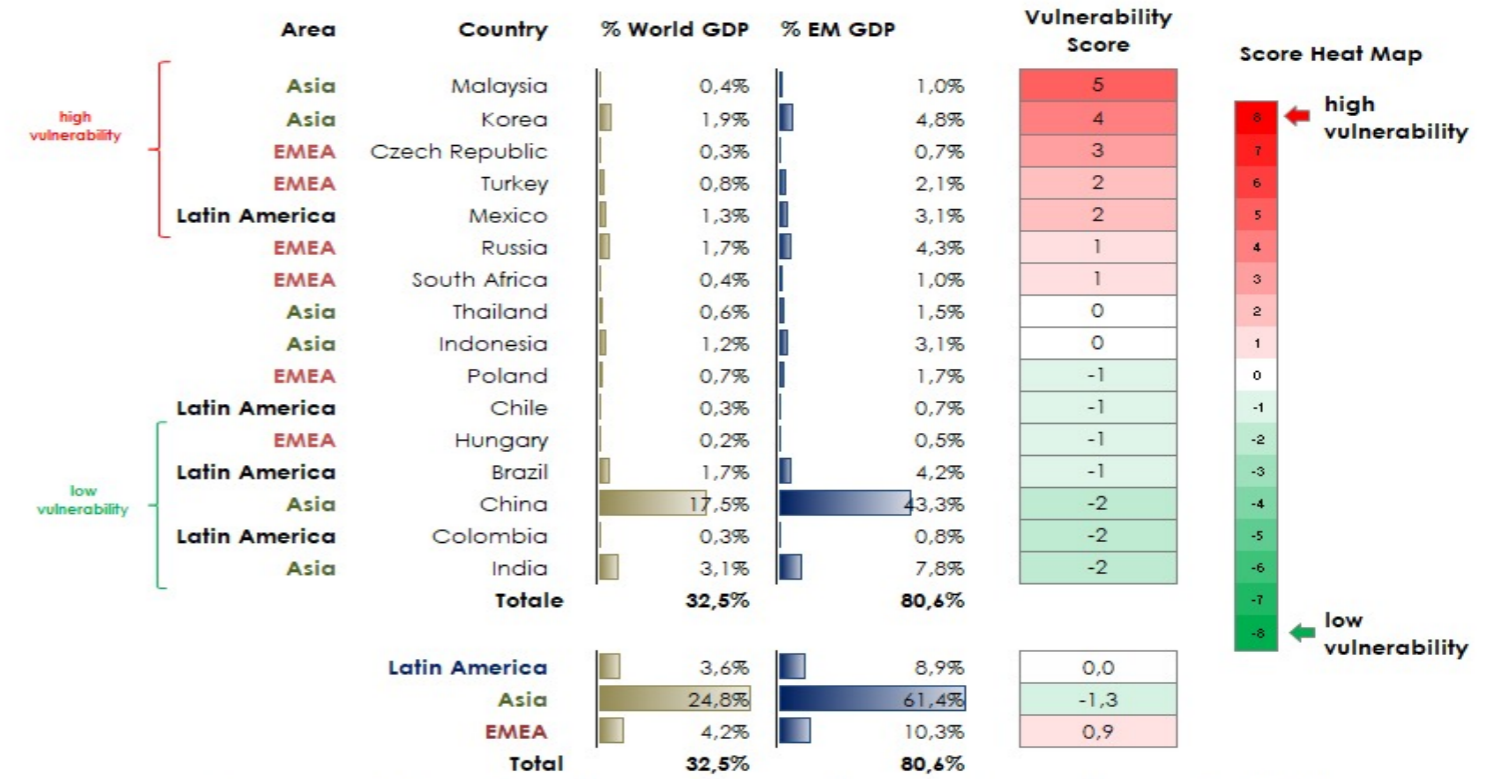
Tuttavia, l'economia cinese sta rallentando. Restano moderate la fiducia delle imprese e delle famiglie. Le autorità di politica economica stanno preparando nuove misure per contrastare questo rallentamento e riallineare la crescita agli obiettivi dichiarati.



“ Le deboli posizioni fiscali aumentano il grado di vulnerabilità di molte economie emergenti. La loro vulnerabilità appare ora “skewed” verso gli squilibri fiscali, piuttosto che verso quelli delle partite correnti, a differenza dei passati episodi di aumento dell'avversione al rischio come il “taper tantrum” nel 2013. ”

N. 10

Emerging markets vulnerability scorecard



The vulnerability buckets on the left (high and low) were qualitatively assigned based on the resulting scores at the analysis date (11/30/2021)

PRINCIPALI ECONOMIE

- Nel 2022 la crescita mondiale rallenterà nei prossimi trimestri ma resterà superiore al proprio trend di lungo periodo. Governi e Banche Centrali si prepareranno a ridurre le misure a favore della pandemia sia a livello di sostegno ai consumi che di sovvenzioni alle piccole e medie imprese, rivelando i punti di forza e di debolezza di ogni economia e gli eventuali danni permanenti creati dalla pandemia.
- Il quadro macroeconomico diventerà più vario tra paesi. Con l'uscita dalla pandemia assisteremo ad una progressiva diminuzione della sincronicità dei cicli economici delle diverse economie, rispetto ai livelli eccezionalmente alti sperimentati durante il crollo del secondo trimestre e il successivo rimbalzo. Il venir meno dell'emergenza pandemica porterà ad una normalizzazione della domanda di beni e servizi. Tale normalizzazione insieme all'allentamento delle interruzioni dell'offerta favorirà la ripresa, non rendendola però necessariamente più equilibrata.

USA

- Negli Stati Uniti, si prevede che la crescita del PIL rallenti nel 2022 e nel 2023, dopo un forte rimbalzo nel 2021 che ha portato il PIL ben al di sopra del livello del 2019. Nel 2022 la crescita sarà guidata dai progressivi allentamenti delle tensioni lungo le catene di trasmissione, dall'accumulo di scorte e dal recupero della domanda differita.
- Tuttavia, data la disomogeneità dei livelli di vaccinazione nel paese, ulteriori focolai localizzati di COVID-19 continuano a rappresentare un rischio e potrebbero ritardare la piena normalizzazione dell'attività economica.
- Le survey mensili continuano a descrivere un comparto manifatturiero forte, nonostante le strozzature sulle catene di distribuzione.
- La spesa dei consumatori resta resiliente, malgrado il venir meno del sostegno fiscale, le preoccupazioni legate alla pandemia e l'inflazione elevata. Nei prossimi mesi dovrebbe continuare la rotazione della spesa dei consumatori verso i servizi, che avrà l'implicito beneficio di alleviare parte dello stress gravante sulla catena di fornitura. Tuttavia, la fiducia dei consumatori sta rallentando.
- Una continua riduzione del tasso di risparmio delle famiglie nel 2022-23 dovrebbe compensare gran parte dell'aumento del risparmio pubblico, permettendo alla politica monetaria di diventare meno accomodante pur mantenendo un aumento costante del tasso di occupazione.
- La ripresa del mercato del lavoro continua a progredire, anche se il rapporto tra occupazione

e popolazione rimane oltre 2 punti percentuali al di sotto dei livelli pre-pandemia.

- L'inflazione ha subito un'impennata, con una crescita particolarmente forte nelle componenti relative ai veicoli a motore e all'energia. Ci sono anche segni di pressioni inflazionistiche emergenti dovute all'aumento degli affitti delle abitazioni e alle pressioni salariali in alcuni settori. Notevoli aumenti salariali sono stati osservati nel settore ricreativo e dell'ospitalità, così come nei trasporti e nei magazzini. Ciò riflette in parte la carenza di manodopera, con il tasso di aperture di posti di lavoro in entrambi i settori che è aumentato negli ultimi mesi.

AREA EURO

- La crescita economica resta solida ed equilibrata, mentre la politica fiscale rimane di sostegno e la BCE mantiene una politica monetaria espansiva. Nel 2022 la crescita sarà sostenuta dai consumi, con le famiglie che riducono il loro tasso di risparmio, e da maggiori investimenti sostenuti dai piani di ripresa nazionali ed europei.
- Nel quarto trimestre 2021 l'economia dell'Area Euro sta gradualmente perdendo slancio, soffrendo l'impatto delle strozzature delle catene di approvvigionamento, del forte aumento dell'inflazione e dell'aumento dei contagi dovuti alla stagione invernale.

- Il settore manifatturiero, pur mostrando una buona tenuta, rimane appesantito da persistenti problemi di approvvigionamento e da aumenti dei costi dei fattori produttivi che pesano sulla produzione.
- Sebbene i progressi nella vaccinazione dovrebbero mantenere i tassi di infezione sotto controllo, il rischio di ulteriori restrizioni non è scomparso. Il persistere di restrizioni su alcune attività al chiuso e un certo grado di distanziamento sociale su base volontaria potrebbero indebolire l'attività dei servizi, in particolare se alcune varianti del virus causassero un aumento della contagiosità.
- La politica fiscale rimarrà espansiva. La spesa per le infrastrutture è destinata ad aumentare con l'inizio delle operazioni del fondo Next Generation EU.
- Nel mese di ottobre l'aumento dell'inflazione ha raggiunto anche l'Area Euro. I colli di bottiglia, combinati con un aumento dei prezzi dell'energia, hanno causato un'impennata dei tassi annuali dell'inflazione headline e core, portando l'inflazione sopra il 4%. Anche se le aspettative di inflazione a lungo termine sono cresciute significativamente dal loro minimo, rimangono per ora ancorate al di sotto dell'obiettivo di inflazione della BCE

aggiungono elementi di tensione al settore, in particolare aumentando i costi di finanziamento e danneggiando la fiducia dei potenziali acquirenti.

- La ripresa dei consumi sarà molto graduale: alcune restrizioni di viaggio e di movimento sono state reintrodotte per combattere le ultime epidemie di Covid.
- Le esportazioni restano un driver importate della crescita del paese.
- Restano elevati i prezzi alla produzione a causa dell'aumento dei prezzi delle materie prime, mentre l'inflazione al consumo rimane contenuta, in ampia misura per effetto dell'attuale deflazione dei prezzi dei beni alimentari, in un contesto di normalizzazione dei prezzi della carne suina.
- Il processo di riforma in atto resta un elemento chiave per la crescita futura.
- Lo schema del 14° piano quinquennale (2021-25) indica una crescita meno rapida ma di qualità superiore. I punti chiave a lungo termine sono l'innovazione, lo sviluppo del mercato interno e "ecologia verde" e decarbonizzazione.
- Nel frattempo, l'obiettivo di Xi Jinping da lui definito come "prosperità comune" sarà probabilmente perseguito principalmente rimodulando le direttive di riforma esistenti sui servizi pubblici, le tasse, la protezione del lavoro e la regolamentazione.

CINA

- La crescita del PIL della Cina è rallentata dal 7,9% a/a in T2 al 4,9% a/a in T3, a causa delle epidemie di Covid che hanno ostacolato la domanda interna, del rallentamento del settore immobiliare, delle carenze di elettricità e dei tagli alla produzione nell'industria pesante.
- La debolezza del settore immobiliare sta pesando sugli investimenti complessivi: i regolamenti rigorosi sul finanziamento al comparto immobiliari e l'inasprimento dei mutui hanno portato a una flessione del settore immobiliare. I problemi del gigante immobiliare cinese Evergrande

PREVISIONI MACRO

	MEASUREMENT	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
USA GDP	% change y/y	12,2	4,9	5,0	4,9	4,4	4,8	4,0	3,1	2,5	2,1	2,1
USA CPI	% change y/y	4,8	5,3	5,8	5,5	4,0	2,9	2,3	2,3	2,2	2,1	2,2
China GDP	% change y/y	7,9	4,9	3,6	5,8	4,8	5,7	5,3	5,2	5,1	5,4	5,5
China CPI	% change y/y	1,1	0,8	2,5	2,8	2,9	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5	2,4
Japan CPI	% change y/y	7,7	2,4	0,7	2,9	2,8	3,3	2,7	1,9	1,7	1,3	1,1
Japan CPI	% change y/y	-0,7	-0,2	0,9	0,8	1,1	0,5	-0,3	-0,5	-0,4	0,1	0,2
UK GDP	% change y/y	23,6	6,9	7,2	10,0	5,2	4,4	3,6	3,1	2,4	1,9	1,7
UK CPI	% change y/y	2,0	2,8	4,3	4,4	4,5	3,6	2,2	2,0	1,2	1,3	1,6
Euro Area GDP	% change y/y	14,2	3,7	4,8	5,9	4,6	3,2	3,3	3,0	2,6	2,2	1,8
Euro Area CPI	% change y/y	1,8	2,8	4,1	3,3	2,5	1,6	0,9	0,8	1,1	1,4	1,5
World GDP	% change y/y	11,6	4,6	4,2	4,8	4,5	4,6	4,2	3,7	3,5	3,3	3,2
World CPI	% change y/y	4,2	4,5	5,3	5,0	4,3	3,6	3,0	2,8	2,7	2,8	2,8

Previsioni Oxford Economic Forecasting – Elaborazione MB SGR

POLITICA MONETARIA

- Dopo due anni di politiche monetarie ampiamente accomodanti, nell'ultimo trimestre dell'anno le banche centrali hanno prudentemente preparato i mercati alla normalizzazione della loro politica monetaria.
- Nel 2022 le banche centrali ridurranno progressivamente gli stimoli emergenziali introdotti per contrastare la pandemia. La Federal Reserve terminerà il suo programma di acquisto di titoli entro la metà l'anno. La BCE ridurrà il suo programma di acquisto di obbligazioni. La Banca d'Inghilterra, la Banca del Canada e la Reserve Bank of New Zealand alzeranno il costo del denaro. La normalizzazione avverrà con cautela, considerati i rischi di scenario e la asincronicità della crescita. Il costo del denaro resterà basso in prospettiva storica.

Prospettive. Nel corso del 2022 le banche centrali dei principali paesi sviluppati cercheranno di contemperare pazienza e accortezza, nel normalizzare la propria politica monetaria a fronte di una pandemia ancora insolita e ad un'insolita comparsa di pressioni inflazionistiche in una fase iniziale della ripresa economica. Il bilanciamento di queste esigenze accresce l'incertezza legata all'esatta tempistica delle misure di normalizzazione della politica monetaria. In generale, ci attendiamo che le banche centrali non saranno obbligate a ritirare nell'immediato l'intero stimolo monetario e che alzeranno prudentemente nel 2022 il costo del denaro, meno di quanto attualmente scontato dal mercato. Gli aumenti del costo del denaro non implementati nel 2022 saranno quindi posticipati, producendo una rimodulazione delle aspettative degli operatori e un aumento del terminal rate. L'inflazione dovrebbe raggiungere il proprio picco tra la fine del 2021 e l'inizio del 2022 e poi normalizzarsi gradualmente. Anche le strutture a termine dei tassi degli inflation swap sono inclinate negativamente sia per gli Stati Uniti che per l'Area Euro, a indicare che, dopo il picco del prossimo anno, l'inflazione dovrebbe tendere verso valori più bassi. Negli Stati Uniti, da metà settembre i mercati hanno rivisto progressivamente al rialzo le proprie aspettative e ora scontano un primo aumento per la prossima estate, a cui ne seguirà almeno un altro entro la fine del 2022. A dicembre il FOMC ha espresso una svolta hawkish evidenziando un bias restrittivo e annunciando il raddoppio del ritmo di riduzione degli acquisti di titoli (ora -30 mld al mese) per poter terminare il tapering a marzo. Secondo Powell, l'attuale solidità dell'economia giustifica la possibilità di attuare la svolta dei tassi anche a ridosso della fine del tapering. In questo modo, il FOMC tiene ben aperta l'opzione di iniziare i rialzi dei tassi anche a marzo, magari con una eventuale accelerazione del tapering per i mesi di febbraio e marzo.

Anche nell'Area Euro, malgrado sia bassa la probabilità che l'inflazione permanga sopra l'obiettivo, si è verificato traslazione verso l'alto anche della curva dei tassi impliciti sull'Euribor a 3 mesi. Oggi, i tassi di interesse prezzano rialzi già per la fine del 2022, il che suggerisce che gli acquisti di titoli da parte della BCE dovrebbero terminare a metà del 2022.

Riteniamo che le prospettive di inflazione richiederanno alla BCE di essere più paziente rispetto agli altri istituti centrali, almeno più della Fed o della BoE. È probabile che l'inflazione resti transitoria nell'Area Euro più che in altre economie avanzate, dato che le trattative salariali non evidenziano un "second round effect" e che la ripresa dei livelli di crescita pre Covid sembra essere stata posticipata alla fine del 2022.

SCENARIO BASE	RISCHI
<p>FED Crescita ed inflazione sopra il proprio trend favoriscono una normalizzazione della politica monetaria nel 2022, attuata tramite aumenti del costo del denaro e termine del proprio programma di acquisto titoli, che sarà ultimato entro il primo trimestre dell'anno. La portata del rialzo dei tassi sarà probabilmente limitata dall'incertezza dello scenario epidemiologico e dal feedback potenzialmente negativo delle attività rischiose.</p>	<p>I rischi sono rivolti verso un inizio anticipato del processo di rialzo dei tassi di interesse. Un eventuale nuovo shock pandemico potrebbe rallentare la rimozione delle politiche accomodanti.</p>
<p>BCE La politica monetaria è destinata a rimanere ampiamente accomodante. La BCE resterà più lenta delle altre banche centrali nel modificare la propria politica monetaria. L'inasprimento della politica monetaria da parte della BCE arriverà nel 2022 sotto forma di un rallentamento e di una rimodulazione dei propri piani di acquisto dei titoli, mentre manterrà invariato il costo del denaro lungo tutto il 2022. La BCE ha ribadito in dicembre che gli acquisti netti termineranno poco prima di iniziare ad aumentare i tassi di interesse chiave.</p>	<p>Il Consiglio Direttivo appare particolarmente diviso sulla valutazione dello scenario dell'inflazione, questo rende più complesso il processo decisionale e potrebbe portare anticipatamente a condizioni finanziarie più restrittive.</p>
<p>BoE La politica monetaria dovrebbe diventare gradualmente più restrittiva per riportare l'inflazione all'obiettivo nel medio termine, dato che le pressioni sui prezzi hanno mostrato i primi segni di persistenza. La BoE ha iniziato a dicembre il proprio processo di aumento del costo del denaro e proseguirà nel corso del 2022. La BoE resta preoccupata per l'eccezionale aumento dell'inflazione.</p>	
<p>BoJ La politica monetaria è rimasta accomodante per tutto il 2021 (yield curve control). La BoJ ha anche sostenuto i prestiti alle imprese colpite dal coronavirus e recentemente ha esteso di sei mesi fino alla fine di marzo 2022 la durata di questo sostegno. Inoltre, ha deciso di introdurre un sostegno per le istituzioni finanziarie che prestano o investono in progetti verdi, utilizzando i differenziali tra i tassi di interesse come incentivo. Lo schema diventerà operativo nel dicembre 2021, e continuerà fino all'inizio del 2031 per fornire un sostegno a lungo termine verso gli obiettivi climatici. I tassi di politica monetaria resteranno invariati per tutto il 2022.</p>	
<p>PoBC La PoBC ha ribadito lungo il 2021 il concetto del "domestic first". A fronte ad una crescita economica in rallentamento dal mese di giugno, seppur con maggior cautela rispetto al passato, le autorità cinesi stanno adottando progressivamente politiche economiche più accomodanti, a dicembre la PoBC ha annunciato un nuovo taglio del coefficiente di riserva obbligatoria e l'aumento del coefficiente di riserva in valuta. Entrambe le decisioni di politica monetaria segnano una nuova tappa nel primo ciclo di stimoli dell'era della "Common Prosperity" e lasciano prevedere ulteriori stimoli per il 2022. La PoBC ha ribadito che "manterrà una posizione di politica monetaria stabile, evitando di inondare l'economia di liquidità".</p>	

TITOLI GOVERNATIVI

- Di fronte a crescenti pressioni inflazionistiche, i rendimenti obbligazionari nominali dei principali paesi sviluppati sono aumentati nei mesi autunnali, guidati principalmente dall'aumento della compensazione richiesta dagli investitori per l'inflazione (break-even inflation).
- I rendimenti dei titoli di stato aumenteranno gradualmente nel prossimo anno, guidati dai rendimenti statunitensi e sulla scia di una crescita solida e un'inflazione ancora sopra il 2%, consegnando così agli investitori rendimenti (in termini di total return) negativi al netto dell'inflazione.

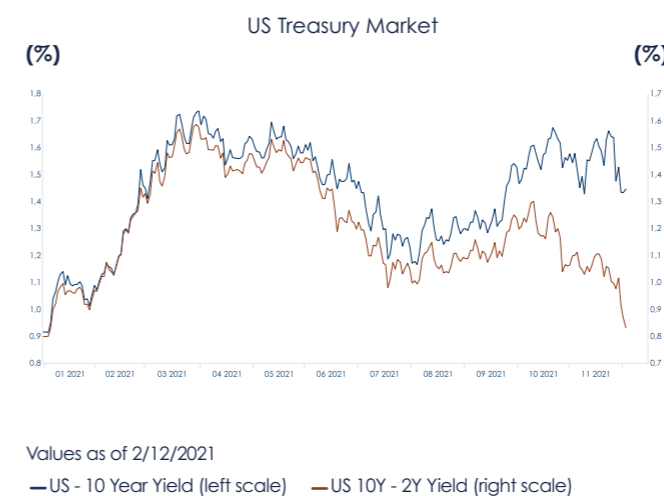
TITOLI GOVERNATIVI	ULTIMO VALORE	VARIAZIONE (PUNTI BASE)	
		QTD	YTD
US Treasuries			
3 mesi	0,05	0,01	-0,01
2 anni	0,57	0,29	0,44
5 anni	1,16	0,19	0,80
10 anni	1,44	-0,04	0,53
30 anni	1,79	-0,25	0,15
BD Bund			
3 mesi	-0,75	-0,19	0,10
2 anni	-0,74	-0,05	-0,04
5 anni	-0,62	-0,06	0,12
10 anni	-0,35	-0,15	0,53
IT BTP			
3 mesi	-0,75	-0,19	-0,10
2 anni	-0,24	0,21	0,17
5 anni	0,21	0,13	0,22
10 anni	0,97	0,11	0,43

Fonte: Bloomberg; Valori al: 30/11/2021

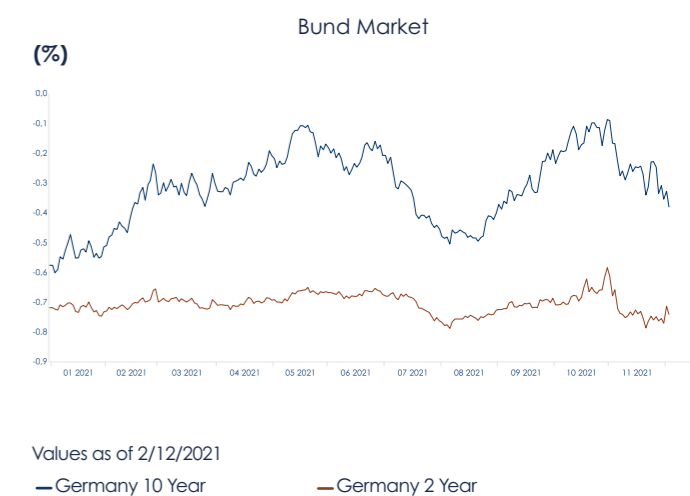
In un contesto in cui le crescenti pressioni inflazionistiche hanno dominato i mercati finanziari, i rendimenti obbligazionari dei principali paesi sviluppati sono aumentati nei mesi autunnali, alimentati principalmente dall'aumento della compensazione richiesta dagli investitori per l'inflazione. L'incremento è stato più marcato negli Stati Uniti rispetto a quello dei rendimenti obbligazionari dell'Area Euro e ciò è ascrivibile alla rimodulazione da parte degli operatori di mercato della prospettiva di una normalizzazione della politica monetaria più veloce negli Stati Uniti che nell'Area Euro. Sulla scia della pubblicazione di dati sull'inflazione superiori alle attese, a

partire da inizio ottobre i mercati del reddito fisso hanno iniziato a prezzare i rialzi dei tassi di interesse ben prima di quanto indicato dalle banche centrali. Questo shift dei mercati relativo delle aspettative sul primo rialzo del costo del denaro ha evidenziato un'apparente disconnessione tra la valutazione sull'inflazione delle banche centrali e quella dei mercati del reddito fisso. A inizio novembre è arrivato l'annuncio dell'avvio del tapering della Fed (come preannunciato al FOMC di metà settembre). La Fed si è così aggiunta alle Banche Centrali di Australia e Canada nella decisione di iniziare ufficialmente a ridurre gli acquisti di titoli. A novembre e dicembre la Fed ridurrà il ritmo di acquisti mensili netti di 10 miliardi di dollari per i titoli di Stato (dagli 80 miliardi mensili) e di 5 miliardi per gli MBS (dai 40 miliardi mensili). Il ritmo di riduzione accelererà a partire da gennaio e pertanto il programma di acquisto emergenziale terminerà entro il primo trimestre dell'anno

N. 11



N. 12



Prospettive. Con la pandemia in via di progressiva risoluzione, i mercati dei tassi di interesse l'anno prossimo saranno probabilmente guidati dall'andamento dell'inflazione e da come le banche centrali sceglieranno di normalizzare gli stimoli monetari pandemici, in un contesto di inflazione inusuale elevata all'inizio di un ciclo economico. La robusta crescita economica accompagnata da un'inflazione sopra la media di lungo periodo si tradurrà in rendimenti dei titoli obbligazionari più alti lungo tutta la curva. Riteniamo che il tapering negli Stati Uniti e la fine del PEPP nell'Area Euro contribuiranno alla graduale ripresa dei rendimenti a lungo termine. Tuttavia, il 2022 sarà un anno di minor sincronità ed omogeneità tra paesi, e questo dovrebbe riflettersi in un diverso comportamento della curva dei rendimenti tra economie. Quelle che vedranno il primo rialzo del costo del denaro già quest'anno sperimenteranno un appiattimento della propria struttura a termine, mentre più sarà posticipato il primo aumento del costo del denaro più probabilmente si assisterà ad un irripidimento della struttura a termine. In ogni modo l'elevata incertezza connessa ai rischi di scenario (nuove varianti che potrebbero rendere meno efficaci i vaccini, persistenza dell'inflazione e dei colli di bottiglia nelle catene di produzione) suggerisce un elevato term premium e una maggior volatilità sul mercato dei rendimenti obbligazionari.

TITOLI CORPORATE

- Quarto trimestre con ritorno della volatilità e debolezza sugli spread per il mercato del credito a fronte dei primi segnali di normalizzazione delle politiche monetarie e come conseguenza delle fasi di più generale risk-off legate ai rinnovati timori per la pandemia. Total return negativo del mercato condizionato da direzione e volatilità dei tassi.
- Outlook neutrale per il 1T 2022 con al margine preferenza per HY su IG dove il livello e le valutazioni degli spread rendono vulnerabile l'asset class rispetto alle variazioni dei tassi e alla normalizzazione delle politiche monetarie. Il buon andamento dei fondamentali aziendali, della situazione macro e la ricerca di rendimento nel mercato obbligazionario rimangono fattori supportivi per il mercato con default rate ancora sui minimi.

INDICI CORPORATE	ULTIMO VALORE	VARIAZIONE (PUNTI BASE)	
		QTD	YTD
Spread			
US Investment Grade	103	14	-
Euro Investment Grade	111	26	18
US High Yield - spread	367	52	-19
Euro High Yield - spread	371	67	16
Effective Yield			
US Investment Grade	2,29	15	51
Euro Investment Grade	0,48	15	25
US High Yield - spread	4,82	61	49
Euro High Yield - spread	3,06	56	23

Nel quarto trimestre il mercato del credito ha visto prevalere il ritorno della volatilità, più che una direzionalità marcata, con fasi alterne di appetito per il rischio e una performance negativa, per quanto limitata, che fa segnare una pausa nel total return che resta positivo da inizio anno in particolare su settori e rating a maggior beta.

Le politiche monetarie, che nella forma e nella sostanza sono rimaste ancora supportive nel 4T, hanno continuato a rappresentare un fattore determinante nell'andamento dell'asset class, con il riaccutizzarsi della fase pandemica ad aumentare l'incertezza del mercato e a determinare fasi di avversione al rischio alternate a periodi di ripresa dei trend di restringimento e di riposizionamento dei portafogli, in particolare in alcuni settori.

Le valutazioni, per quanto care rispetto ai valori storici, sono tornate in linea con i fondamentali considerando soprattutto i livelli di liquidità, le attività di prefinanziamento e di allungamento delle scadenze.

Sia a livello macro che a livello micro, la situazione dei fondamentali di corporate e istituzioni finanziarie, nel trimestre ha mostrato una buona solidità con default rate stabili su livelli bassi, rating action in miglioramento e credit metrics migliori dei cicli passati soprattutto in termini di livelli di cash e scadenze del debito.

CORPORATE	ULTIMO VALORE	VARIAZIONE (PUNTI BASE)	
		QTD	YTD
Indici CDS (spread)			
Itraxx Main (IG Senr)	57,37	7,36	9,54
Itraxx Xover (Higher Vol Senr)	286,45	33,55	45,18
Itraxx Sub Financials	128,87	19,14	17,19
CDX Nord America IG 5Y	57,69	4,44	7,79
CDX High Yield 5Y	327,31	25,50	34,33

Fonte: Bloomberg; Valori al: 30/11/2021

Prospettive. Tra i fattori che contribuiscono positivamente sull'outlook, il principale continua ad essere l'obiettivo esplicito della politica monetaria rispetto a condizioni finanziarie non restrittive per l'economia. Nel corso del 1T e più in generale del 2022 si assisterà ad una fase di necessaria riduzione delle condizioni espansive ma la gradualità dell'aggiustamento potrà comunque consentire agli spread di rimanere stabili e comunque di contenere eventuali fasi di allargamento grazie anche alla politica di forward guidance sui tassi.

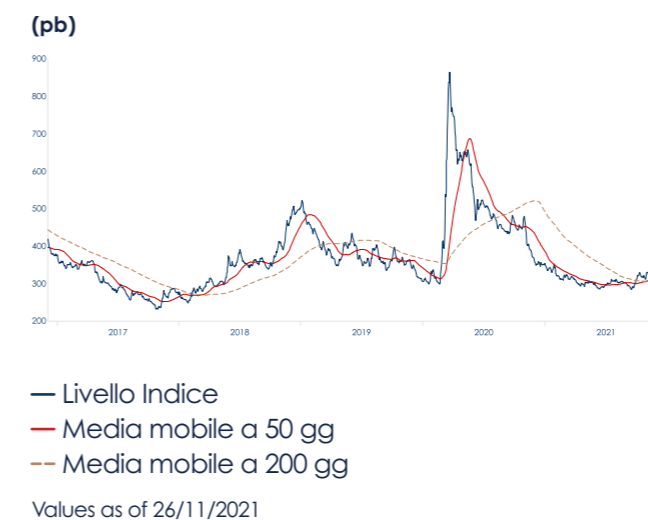
Su High Grade, in particolare nell'Area Euro, il livello e la pendenza delle curve e le alternative di investimento nel campo dei titoli governativi costituiscono ancora un fattore di sostegno in termini di allocation del credito sulla componente bond dei portafogli, ma la volatilità e la direzione dei tassi rendono vulnerabile l'asset class in una fase del ciclo dove i supporti monetari e fiscali si riducono e aumentano le politiche finanziarie delle imprese volte a migliorare la redditività degli azionisti tramite buyback, dividendi e maggiore capex e minore attenzione alla riduzione del debito.

Su High Yield l'outlook è neutrale dati i livelli raggiunti dalle valutazioni ma riteniamo che sia dal punto di vista strategico, con view macro positiva e fondamentali micro stabili o in miglioramento, che dal punto di vista tattico, con fattori tecnici e alternative sostanzialmente assenti nel comparto obbligazionario, supportano la view neutrale ma costruttiva con una propensione a sfruttare eventuali fasi di volatilità e allargamento con acquisti necessariamente selettivi. A livello di allocazione la preferenza nei comparti ad alto rendimento è per i settori finanziari vs corporate e su ciclici vs non ciclici, con una necessaria selettività a livello di emittenti dato il possibile emergere del rischio idiosincratice in questa fase del ciclo.

In termini generali, diamo quindi un'indicazione neutrale/negativa su IG e neutrale su HY: considerata la diminuzione progressiva dei fattori di supporto delle autorità monetarie e fiscali, i flussi ancora positivi ma fragili e stagionalmente in peggioramento nel corso del 1T, e continuiamo a ritenere che il profilo rischio/rendimento del comparto sia adeguato ma non particolarmente attraente nel 1T per IG e adeguato con view costruttiva ma selettiva considerata la volatilità per HY

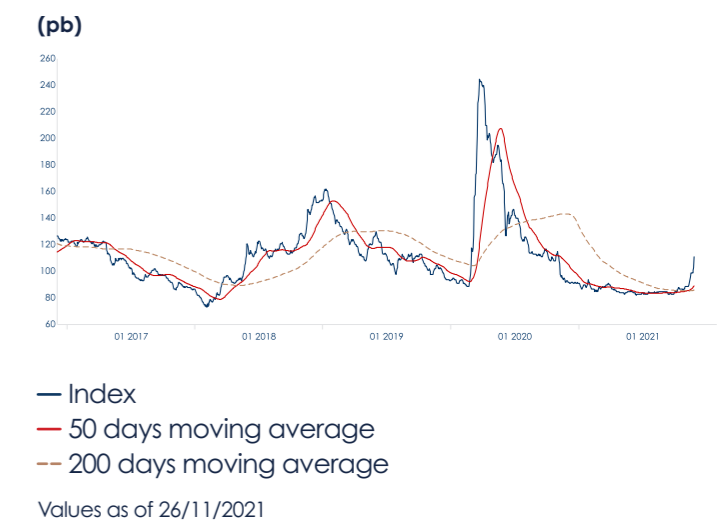
N. 13

ICE BofAML Euro High Yield Index - OAS



N. 14

ICE BofAML Euro Large Cap Corporate OAS - ultimi 5 anni.



TASSI DI CAMBIO

- Il dollaro statunitense ha beneficiato nel corso di T4 delle aspettative di rialzo dei tassi da parte della FED già a partire dalla metà del 2022. La caratterizzazione dell'inflazione europea come transitoria ha portato il mercato a ridurre la probabilità di rialzo dei tassi da parte della BCE, innescando una fase di deprezzamento della valuta comune. I paesi emergenti restano in difficoltà nonostante i rialzi dei tassi promossi da diverse banche centrali: l'aumento dei rendimenti offerti non compensa ancora i rischi alla crescita dovuti alla pandemia e all'incremento dell'inflazione.
- Il 2022 si aprirà probabilmente ancora all'insegna del dollaro forte. L'apprezzamento della valuta statunitense potrebbe perdere slancio quando i rialzi dei tassi saranno prezzati correttamente dal mercato. Gli alti rendimenti offerti dalle valute emergenti, a quel punto, potrebbero consentirne un deciso recupero, in particolare in quelle aree in cui la pandemia verrà gestita meglio.

TASSI DI CAMBIO	ULTIMO VALORE	VARIAZIONE (%)	
		QTD	YTD
Paesi Sviluppati			
EUR/USD	1,13	-2,1%	-7,2%
EUR/GBP	0,85	-0,8%	-4,6%
EUR/CHF	1,04	-3,4%	-3,7%
EUR/JPY	128,32	-0,4%	1,7%
Paesi Emergenti			
USD/CNY	6,36	-1,2%	-2,5%
USD/BRL	5,62	3,3%	8,2%
USD/MXN	21,45	3,9%	7,7%
USD/RUB	74,08	1,8%	-0,4%
USD/TRY	13,48	51,5%	81,1%

Fonte: Bloomberg; Valori al: 30/11/2021

Nel corso dell'ultimo trimestre del 2021, il dollaro ha proseguito nel trend di apprezzamento rispetto alle principali valute. A supportare la divisa statunitense sono stati diversi elementi, ma il principale resta probabilmente l'aumento delle aspettative di rialzo dei tassi che, per il mercato, dovrebbero cominciare a metà del 2022 e consistere in ben 3 rialzi nel corso dell'anno.

Il motivo di queste attese è dovuto all'inflazione: i prezzi al consumo negli Stati Uniti sono cresciuti nel mese di ottobre al 4,6% tendenziale (la componente core, quella più seguita dalla banca centrale per le decisioni di politica monetaria), il livello più alto dal 1991. La FED ha definito l'attuale livello di inflazione come transitorio fino alla fine di novembre, quando il governatore Powell, durante la testimonianza al Senato, ha detto che per la FED è giunto il momento di non qualificare più l'inflazione come transitoria. Il dollaro ha beneficiato dell'incremento dei tassi a breve termine negli Stati Uniti, sia rispetto alle altre valute del G10 che rispetto alle valute dei paesi emergenti. L'euro ha invece sofferto nel corso di tutto il trimestre, nonostante i tassi a breve

europei, sulla scia di quelli americani, siano arrivati a scontare un rialzo nel corso del 2022 (che è stato presto annullato a seguito degli interventi verbali di diversi membri del direttivo dell'istituto di Francoforte). La Sterlina ha continuato a deprezzarsi nei confronti del dollaro americano: a supportare questo movimento non è stato solo l'andamento dei tassi americani, ma anche diversi elementi specifici. In primo luogo, alcuni membri del MPC (Monetary Policy Committee) della Bank of England hanno portato il mercato a scontare i primi rialzi già per il meeting di novembre, senza che poi venissero effettivamente realizzati; in secondo luogo, diversi punti del trattato che regola i rapporti tra Eurozona e UK dopo l'uscita di quest'ultima dall'area Euro, sono stati oggetto di "scontri" tra le parti in causa, soprattutto la gestione del confine con l'Irlanda del Nord. La distanza tra le parti è tale che il governo inglese ha minacciato di invocare l'articolo 16 dei trattati, che azzererebbe gli accordi fin qui raggiunti tra inglesi ed europei. Chiaramente questa possibilità pesa sulla sterlina e probabilmente continuerà a farlo anche nel corso del primo trimestre del prossimo anno.

I mercati emergenti sono stati ovviamente penalizzati dalla forza del dollaro statunitense: tutte le principali valute dei paesi in via di sviluppo hanno perso terreno nei confronti della divisa statunitense. Le principali valute del sud America, nonostante le Banche Centrali fossero impegnate a rialzare i tassi per fronteggiare la ripresa dell'inflazione, hanno sofferto sensibilmente soprattutto nella prima parte del trimestre. Merita una menzione la lira turca: nel corso del trimestre e fino al momento in cui scriviamo (2 dicembre) perde contro il dollaro americano oltre il 30%, portando il deprezzamento dall'inizio del 2021 a oltre il 45%. A pesare sulla divisa l'atteggiamento decisamente non ortodosso della Banca Centrale Turca, che a fronte di un tasso tendenziale di inflazione superiore al 20%, ha iniziato un ciclo di ribasso dei tassi, fortemente voluto dal presidente Erdogan. L'ingerenza della politica nelle scelte della banca centrale ne hanno minato la credibilità, non solo agli occhi degli investitori esteri, che hanno ormai abbandonato il paese da tempo, ma anche degli investitori domestici: si sta infatti assistendo ad episodi di "dollarizzazione" dell'economia, con alcuni scambi che avvengono solo in valuta forte e non più utilizzando la valuta domestica. Oltre alla dinamica dei tassi statunitensi, a pesare sull'andamento delle valute dei paesi emergenti è stato l'andamento della pandemia. Il livello delle vaccinazioni resta estremamente basso, ed espone diversi paesi al rischio di chiusure o, peggio, ad un elevato numero di ospedalizzazioni e decessi. La scoperta recente della variante omicron in Sud Africa ha fortemente penalizzato il rand, che nella settimana della notizia ha perso oltre il 3% rispetto al dollaro.

Nel corso del 2022 riteniamo che alcune delle dinamiche registrate nel quarto trimestre del 2021 possano proseguire: fino a che le intenzioni della FED sui rialzi dei tassi non saranno chiare, è improbabile che le divise dei paesi emergenti riescano a mostrare segni di ripresa (se non in casi isolati e per periodi temporali circoscritti). La peculiarità di questo ciclo economico, in cui diverse Banche Centrali dei paesi in via di sviluppo hanno anticipato la FED sul sentiero dei rialzi dei tassi, potrebbe far sì che si generino opportunità di acquisto di queste valute probabilmente a cavallo tra il secondo ed il terzo trimestre del 2022, quando il mercato potrà avere un'idea più precisa sul ciclo di rialzi della FED e sul terminal value a cui giungeranno i tassi americani. Tra le valute da osservare in quella fase ci saranno a nostro avviso il Rublo e buona parte delle divise asiatiche, in particolare se il ciclo Cinese sarà in ripresa rispetto ai livelli prevalenti al termine del quarto trimestre 2021. Le valute dei paesi sud americani (Messico e Brasile su tutti) potranno invece apprezzarsi rispetto al dollaro, solo quando il mercato riterrà che la pandemia risulti sotto controllo anche in quei paesi: a quel punto il differenziale di tasso, costruito con il ciclo di rialzi iniziato ormai nel secondo trimestre di quest' anno, costituirà un elemento di sicuro interesse per gli investitori internazionali.

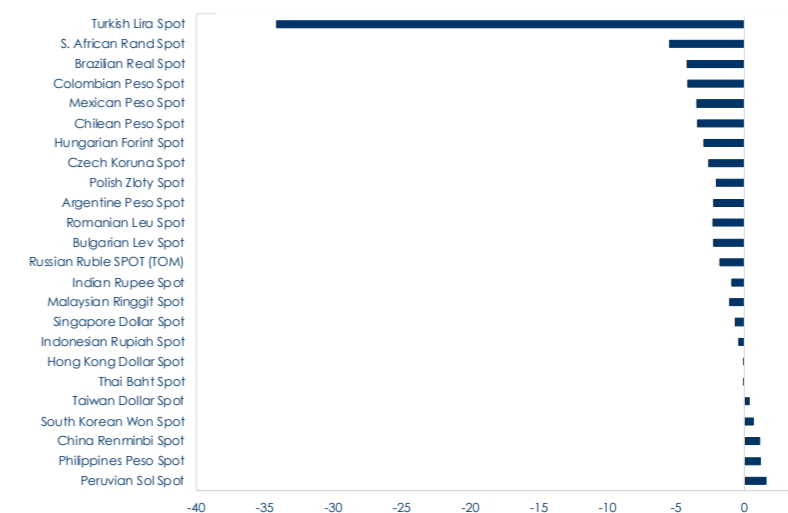
Prospettive. Le valute dei paesi sviluppati offrono al momento solo alcuni spunti legati principalmente alla diversa attitudine delle rispettive Banche Centrali. E' probabile che a guidare i movimenti sia l'andamento relativo dei tassi di interesse; se così fosse, ad avvantaggiarsene sarebbero le cosiddette commodity currencies (le valute dei paesi esportatori di materie prime), poiché le rispettive banche centrali hanno già rialzato i tassi (Nuova Zelanda e Norvegia) o sono in procinto di farlo (Canada ed Australia).

Le valute dei paesi dove i tassi non verranno ritoccati al rialzo resteranno probabilmente penalizzate (Euro, Yen e Franco Svizzero). Per l'Euro sarà determinante la decisione che prenderà la BCE per fronteggiare la fine di PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program) che avverrà alla fine del primo trimestre 2022: se il mercato leggerà la volontà di avvicinarsi più velocemente del previsto al rialzo dei tassi in area euro, la divisa comune potrebbe risultare ben supportata. Tuttavia, uno scenario di apprezzamento deciso dell'euro, in particolare rispetto al dollaro americano, non sembra al momento quello a cui associare la probabilità principale. La probabile accelerazione nel processo di tapering e l'avvicinarsi dei primi rialzi supportano il dollaro all'avvicinarsi dell'inizio del nuovo anno.

Tuttavia, se la FED dovesse perdere credibilità agli occhi del mercato nella lotta all'inflazione, il dollaro non necessariamente risulterà avvantaggiato dall'aumento dei tassi. L'ipotesi che la Banca Centrale statunitense sia "behind the curve" non rappresenta al momento lo scenario centrale, mentre appare più probabile una perdita di momentum della divisa americana solo quando il mercato avrà un'idea più chiara sull'entità e la tempistica dei rialzi negli Stati Uniti.

N. 15

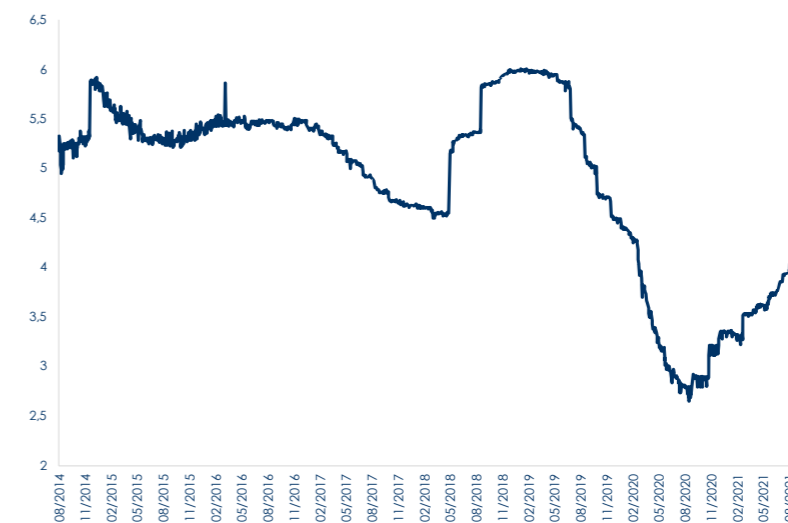
QTD return - Emerging Market currencies



Source: Bloomberg. Values as of 26/11/2021

N. 16

Average of monetary policy rates - Emerging Markets



Source: Bloomberg. Values as of 26/11/2021

MERCATI AZIONARI

- Ultimo trimestre dell'anno a due velocità per i mercati azionari globali: in rialzo Europa e USA, in ribasso pacifico ed emergenti. Anche l'ultima parte dell'anno trae supporto, per il comparto azionario, dalla tenuta della ripresa, dalla diffusione della campagna di vaccinazione nei Paesi sviluppati e dal buon andamento dei risultati trimestrali delle aziende.
- Continuiamo ad essere costruttivi sull'asset class in generale. Condizioni finanziarie accomodanti, stagionalità positiva e un buon andamento dei fondamentali aziendali saranno tra i fattori trainanti. L'incertezza connessa alle nuove varianti del Covid-19, i colli di bottiglia nel commercio internazionale e l'inflazione restano elementi di rischio.

AZIONARIO: PERFORMANCE (TOTAL RETURN)			
INDICI	MTD (%)	QTD (%)	YTD (%)
Stati Uniti			
S&P 500 (in EUR)	1,3%	8,7%	33,1%
S&P 500 (in USD)	-0,7%	6,3%	23,2%
Nasdaq 100 (in EUR)	3,9%	12,5%	36,2%
Nasdaq 100 (in USD)	1,9%	10,0%	26,0%
Dow Jones (in EUR)	-1,8%	4,2%	21,8%
Dow Jones (in USD)	-3,7%	1,9%	12,7%
Europa			
Eurostoxx 50 (in EUR)	-4,3%	0,6%	16,6%
FTSE 100 (in EUR)	-3,2%	0,8%	18,7%
FTSE 100 (in GBP)	-2,2%	0,0%	13,1%
Dax (in EUR)	-3,8%	-1,1%	10,1%
Ftse MIB (in EUR)	-3,5%	1,4%	19,1%
Asia			
MSCI Japan (in EUR)	-0,5%	-3,6%	7,9%
MSCI Japan (in JPY)	-3,3%	-4,3%	9,3%
Topix 100 (in EUR)	0,3%	-3,0%	10,5%
Topix 100 (in JPY)	-2,5%	-3,8%	11,4%
Mercati Emergenti			
Brasile (in EUR)	0,6%	-9,0%	-14,7%
Brasile (in BRL)	-1,5%	-8,2%	-14,4%
India Nifty 50 (in INR)	-3,9%	-3,6%	21,5%
India Nifty 50 (in EUR)	-2,2%	-2,6%	27,6%
Shanghai Cmp (in EUR)	3,2%	3,5%	13,7%
Shanghai Cmp (in CNY)	0,5%	-0,1%	2,6%

Fonte: Bloomberg; Valori al: 30/11/2021

L'ultimo trimestre dell'anno, al momento in cui scriviamo (fine novembre) è stato a due velocità per i mercati azionari globali: in rialzo Europa e USA, in ribasso pacifico ed emergenti. Da un lato, infatti, assistiamo a rialzi di oltre il 6% per l'S&P500 e del 2% per l'Europa, mentre in discesa del 2% Giappone ed emergenti (e addirittura del 10% circa Brasile e Russia). A livello settoriale si osserva ancora una certa dispersione: in USA registrano rendimenti positivi sul trimestre tutti i settori ad eccezione delle telecomunicazioni (-1.5%); in particolare sottolineiamo il +10% di tecnologia e consumi discrezionali. In Europa salgono in maniera sostenuta nel trimestre beni materiali di base, tecnologia e sanità (circa +3%), consumi discrezionali (+4%) e durevoli (+6% circa) e utilities (+7%), mentre perde terreno energia (-4%) e pressoché invariate le telecomunicazioni (-1%).

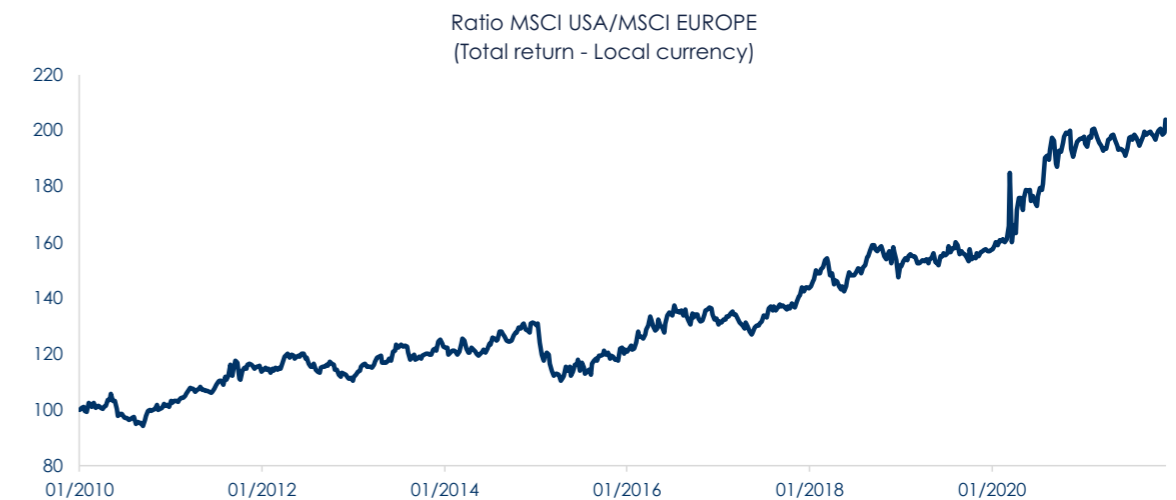
Anche l'ultima parte dell'anno trae supporto, per il comparto azionario, dalla tenuta della ripresa (sempre sostenuta dai policy maker sul piano fiscale e monetario), dalla diffusione della campagna di vaccinazione nei Paesi sviluppati e dal buon andamento dei risultati trimestrali delle aziende. Pur in rallentamento, il ciclo macroeconomico tenderebbe a dimostrarsi solido (anche a dispetto dei colli di bottiglia nelle catene di produzione globali) e sostenuto da tassi reali decisamente negativi e da curve dei rendimenti che nel corso del trimestre si sono dimostrate stabili o in leggero appiattimento (per effetto del rialzo dei tassi a breve termine). Rimane comunque compresso il livello dei tassi di interesse globale per ora e proprio questo punto rende ancora decisamente accomodante le condizioni finanziarie e quindi, in generale, un supporto per le attività finanziarie rischiose.

Continua ad essere un anno dove la crescita degli utili (piuttosto che espansione dei multipli) tende a guidare l'andamento dell'azionario: gli utili attesi a 12 mesi (stime IBES) crescono nei Paesi sviluppati tra il 20% e il 40% circa (e oltre il 50% nelle aree emergenti, ad eccezione dell'Asia dove tale stima si assesta attorno al 10%). Questi numeri, accompagnati da rialzi medi in USA e Europa tra il 20% e il 30% hanno mantenuto i multipli (P/E) vicino alle medie storiche di medio-lungo termine (circa 15X) ad eccezione degli USA dove il peso dei settori più "growth" come la tecnologia sposta il P/E un po' più in alto ma con forti divergenze da un settore all'altro (rimane elevato infatti il P/E sulla tecnologia, attorno a 30, e sui consumi discrezionali, vicino a 36). Stessa situazione in Europa dove i multipli più elevati li osserviamo su tecnologia (32) e consumi discrezionali (16) e durevoli (24).

Prospettive. Continuiamo ad essere costruttivi sull'asset class in generale. Condizioni finanziarie accomodanti, stagionalità positiva e un buon andamento dei fondamentali aziendali saranno tra i fattori trainanti. Sulle valutazioni, che molti analisti reputano un fattore di rischio, va osservato che potremmo aspettarci un rallentamento nel tasso di crescita degli utili a 12 mesi, come evidenziato dal "revision ratio" (sempre stime IBES, calcolato come il rapporto delle revisioni al rialzo sul totale delle revisioni) in calo nel corso degli ultimi mesi ma sempre attorno o al di sopra del 50% a livello globale. Un altro elemento da tenere sotto controllo sono inoltre le stime a lungo termine (5 anni) sempre sugli utili aziendali, salite nel corso del 2021 su livelli piuttosto elevati storicamente e di cui si dovrà confermare la tenuta nel 2022. Sempre sul tema valutativo, va comunque ribadito il supporto all'azionario relativamente alle attività prive di rischio come si può notare da alcune metriche tradizionali come il premio al rischio, il Fed Model o gli utili aggiustati per il ciclo (il cosiddetto Shiller P/E). Tutti questi modelli valutativi tengono infatti conto del livello ancora eccezionalmente compresso dei tassi di interesse (in generale utilizzando il tasso governativo a 10 anni) come fattore di sostegno a un asset class che invece, nel complesso (variazione di prezzo e dividendi) possa offrire un extra-rendimento ancora interessante. Sia il premio al rischio che il FED model (che confrontano, in estrema sintesi, l'"earnings yield" (e la crescita degli utili) con il tasso governativo a 10 anni, mostrano un extra-rendimento su base annua dell'azionario (in USA e in Europa) compreso tra il 3% e il 6%.

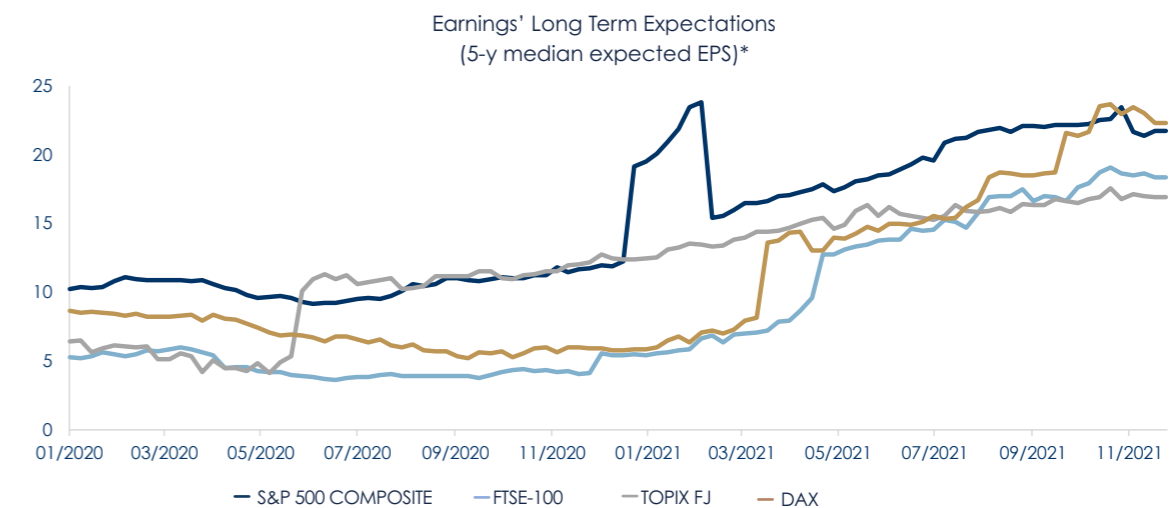
Tra i maggiori rischi nel breve non possiamo non citare le preoccupazioni collegate alla variante del Covid-19 in circolazione che potrebbero chiudere economie nazionali e confini nel periodo invernale, i colli di bottiglia nel commercio internazionale e il tema della persistenza, o meno, del rialzo generalizzato dei prezzi che potrebbe inasprire le condizioni finanziarie attraverso un rialzo più veloce e più immediato dei tassi di interesse da parte delle principali banche centrali nel corso del 2022; rischio che comunque non pensiamo sia un tema di interesse per il primo trimestre dell'anno prossimo. Rimaniamo costruttivi, per concludere, soprattutto in Europa (con politica fiscale ed euro debole a supporto), Giappone (dove la sfera politica dovrebbe essere più stabile) ed emergenti (per effetto di possibili scelte di politica economica espansive da parte della Cina). A livello settoriale rimaniamo positivi soprattutto sui settori legati alla ripresa e alla necessità di materie prime (energia, beni materiali di base e industriali) e al settore sanitario (come scelta difensiva in caso di riaccendersi delle restrizioni legate alle varianti del Covid-19 in inverno).

N. 17



Source: Bloomberg, values as of 26/11/2021

N. 18



Source: Bloomberg, Values as of 26/11/2021

PRINCIPALI INDICATORI DEI MERCATI AZIONARI

COUNTRY/AREA	MEMBERS ¹	MKT CAP in US\$ ²	EPS GROWTH ⁷		P/E ⁷		P/B ⁷		DIVIDEND YIELD ⁷	
			12M Forward ³	Long Term ⁴	12M Trailing ⁵	12M Forward ⁶	12M Trailing ⁵	2M Forward ⁶	12M Trailing ⁵	12M Forward ⁶
World (AC)	2.974	89.510	9,5	20,9	20,2	18,4	3,0	2,8	1,8	1,9
DM	1555	66.851	9,8	20,8	21,4	19,5	3,3	3,1	1,7	1,8
EMU	235	7.679	11,1	24,4	17,3	15,6	1,9	1,8	2,6	2,9
Germany	61	1.908	9,4	21,2	15,0	13,7	1,8	1,7	2,7	3,0
France	70	2.866	12,8	25,4	18,0	16,0	2,0	1,9	2,5	2,8
Italy	26	587	14,1	17,1	13,2	11,6	1,5	1,4	4,2	4,5
Spain	18	534	12,7	26,9	14,5	12,8	1,3	1,2	3,8	4,3
Switzerland	40	1.879	10,4	11,5	21,5	19,5	3,4	3,2	2,4	2,6
UK	85	2.499	6,1	18,4	12,7	11,9	1,8	1,7	4,1	4,1
USA	624	43.343	9,5	21,9	24,3	22,2	4,9	4,4	1,2	1,3
Canada	90	2.160	11,2	17,1	16,4	14,8	2,1	2,0	2,5	2,7
Japan	272	5.087	13,7	17,8	17,0	15,0	1,5	1,4	2,1	2,2
Australia	64	1.237	2,8	7,1	17,7	17,2	2,3	2,2	4,2	4,0
EM	1419	22.659	8,1	21,0	13,8	12,7	1,9	1,7	2,7	3,0
China	739	11.444	14,2	17,8	14,9	13,0	1,7	1,6	1,8	2,0
Russia	25	680	9,1	23,1	6,2	5,7	0,9	0,9	8,5	10,0
India	101	2.183	23,4	22,3	28,3	22,9	3,8	3,5	1,2	1,4
Korea	107	1.421	0,5	33,0	10,7	10,7	1,3	1,2	2,0	2,0
Mexico	23	257	9,5	19,5	14,9	13,6	2,4	2,2	3,2	3,6
Taiwan	87	1.525	2,6	20,5	15,2	14,9	2,7	2,5	3,5	3,6
South Africa	37	338	8,3	11,4	10,4	9,6	1,9	1,7	4,1	4,6
Turkey	11	42	16,1	24,4	6,7	5,7	1,2	1,1	5,3	6,8

Dati aggiornati al 30/11/2021

1. The number of member stocks of the index (source: Bloomberg).
2. Total market value (in billions) of all of a company's outstanding shares stated in US Dollar (source: Bloomberg).
3. Calculated as EPS_{12MF}/EPS_{12MT-1} , where EPS_{12MF} = 'Weighted Average EPS 12 Months Forward' and EPS_{12MT} = 'Weighted Average EPS 12 Months Trailing'.
4. Weighted average long term growth (LGT) forecast, where the EPS LTG forecasts for each equity constituent refer to a period of 3-5 years, and are expressed as a percentage.
5. The formula for the calculation of 12 months trailing figures (e.g. earnings) at company level is: $(m/12) \times$ last year earnings + $(12-m)/12 \times$ current fiscal year earnings, where m is the number of months remaining in the current fiscal year.
6. The formula for the calculation of 12 months forward figures (e.g. earnings) at company level is: $(m/12) \times$ current fiscal year earnings + $(12-m)/12 \times$ next fiscal year earnings, where m is the number of months remaining in the current year.
7. Refinitiv I/B/E/S estimates.

MATERIE PRIME

- Il quarto trimestre dell'anno si dimostra meno problematico sul fronte del rialzo dei prezzi delle materie prime. Scendono del 10% i prezzi delle materie prime legate all'energia, resta stabile il prezzo dell'oro e si apprezzano argento e rame.
- Manteniamo una view positiva sulle materie prime cicliche (energia e metalli industriali) sulla scia della ripresa in atto e della domanda stagionale (specificamente per petrolio e gas naturale entriamo nella stagione invernale).

MATERIE PRIME	ULTIMO VALORE	VARIAZIONE (%)	
		QTD	YTD
Spread			
Crude Oil WTI	66,18	-11,8%	36,4%
Gold \$/Oz	1774,52	1,0%	-6,5%
CRB Commodity	219,19	-4,3%	30,6%
London Metal	4326,90	4,0%	26,7%

VOLATILITÀ	ULTIMO VALORE	VARIAZIONE (%)	
		QTD	YTD
Azionario			
VIX	27,19	17,5%	19,5%
VSTOXX	30,07	29,4%	28,7%
Obbligazionario			
Move	84,04	37,6%	71,6%

Fonte: Bloomberg; Valori al: 30/11/2021

L'ultimo trimestre dell'anno, al momento in cui scriviamo (fine novembre) si dimostra meno problematico sul fronte del rialzo dei prezzi delle materie prime, che, per varie cause sta interessando tutte i principali indici con impatti su livello dei prezzi dei principali paesi importatori. Così, nel periodo considerato, scendono del 10% circa i prezzi delle materie prime legate all'energia, stabile l'oro e in rialzo argento e rame (+5% circa) e in generale in rialzo le materie prime agricole. Da inizio anno così assistiamo a un rialzo del greggio di circa il 40%, del rame del 20% e un ribasso dell'oro del 5%.

Il rialzo del prezzo delle materie prime necessarie alla ripresa e ai nuovi piani infrastrutturali subisce una drastica battuta d'arresto a fine novembre con le preoccupazioni legate alla variante Omicron e alle possibili chiusure del Covid, ma non dovrebbe intaccare il trend al rialzo che subisce un

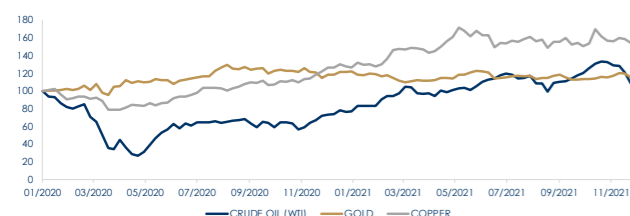
ulteriore impatto dalle strozzature nei colli di bottiglia sul commercio internazionale. Per quel che concerne il petrolio, spinte al ribasso sembrerebbero essere dovute anche all'intenzione degli USA di riservare sul mercato le riserve strategiche (di concerto con Cina e India) per calmierare i prezzi, in piena antitesi con l'OPEC+ che per ora non sembra intenzionata a far fronte all'eccezionale domanda post-riapertura con un incremento significativo della produzione. La parte più complessa di questa strategia risiederebbe nel non coinvolgere l'AIE (Agenzia Internazionale dell'Energia) che è deputata a gestire tali riserve. E proprio in seguito a questa decisione da parte degli USA, Russia e Arabia Saudita starebbero pensando di rivedere i loro piani di produzione al ribasso.

Tra i fattori che impattano questo rialzo dobbiamo continuare a citare la riapertura delle economie in seguito ai lock-down del 2020; una peculiarità che sta invece interessando questa vicenda (con impatti sulla tenuta di tali riaperture e sul commercio internazionale) sono i differenti livelli di vaccinazione tra i Paesi sviluppati e quelli emergenti (a favore dei primi) che possono quindi avere un impatto a livello aggregato sulla domanda e sull'offerta di materie prime e sui tempi di consegna. Un altro aspetto di rilevanza per gli investitori globali riguarda l'impatto delle materie prime sui livelli di consumo aggregati attraverso il rialzo del tasso di inflazione che potrebbe essere scaricato a valle sui consumatori dalle aziende e quindi creare quello scenario di stagflazione che il mercato dovrebbe prezzare in maniera negativa per le attività rischiose. Riteniamo comunque che condizioni finanziarie accomodanti e il risolversi, nel corso dei prossimi trimestri, delle problematiche delle supply-chain (assieme a un certo indebolimento di questa fase di ripresa anche solo per effetto base) dovrebbe ridimensionare questo scenario a un rischio di coda. Questa situazione è confermata, almeno in parte, anche dal prezzo del rame, sui massimi degli ultimi 10 anni ma stabile oramai da circa sei mesi.

Prospettive. Lo scenario sulle materie prime cicliche (come l'energia e i metalli industriali) rimane, a nostro avviso, positivo per due ordini di fattori principali. Il primo riguarda la ripresa in atto (post-riapertura globale) che, pur in leggero rallentamento strutturale, pensiamo proseguirà per il trimestre e l'anno prossimo e continuerà ad avere un impatto sulla domanda di materie prime. In secondo luogo, e più specificamente per petrolio e gas naturale, entriamo nella stagione invernale e questo potrebbe creare un ulteriore spinta al rialzo nei prezzi. Come detto sopra, andrà monitorato l'atteggiamento dell'OPEC+ e degli USA in merito alle riserve strategiche e il livello di ripresa dei Paesi emergenti (che richiede una forte dose di input di materie prime cicliche). Sull'oro, che si trova sui massimi storici (anche se in discesa nel corso degli ultimi 18 mesi) peseranno eventuali picchi di volatilità delle attività rischiose e l'andamento del dollaro (con cui ha una relazione inversa).

N. 19

Commodities Price

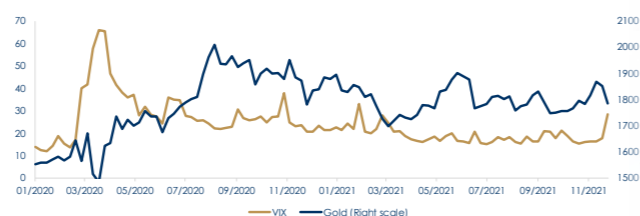


Source: Bloomberg. Values as of 26/11/2021

— CRUDE OIL (WTI) — GOLD — COPPER

N. 20

Gold & Equity Market Volatility








Source: Bloomberg. Values as of 26/11/2021





— GOLD (Right scale) — VIX

ASSET CLASS PREFERITE

- Durante l'ultimo trimestre dell'anno, i mercati globali delle attività rischiose si sono dimostrati resistenti ai rinnovati timori per un potenziale aggravarsi della pandemia a causa delle nuove varianti sostenuti dalla crescita economica e dalle politiche monetarie accomodanti.
- La solida performance economica continuerà anche nel 2022, con una crescita in rallentamento ma sopra il trend storico. Prevediamo che l'offerta e la domanda si ribilancino gradualmente in un contesto di crescita superiore al potenziale nelle principali economie sviluppate. L'inflazione dovrebbe raggiungere il proprio picco tra la fine del 2021 e l'inizio del 2022. Le strozzature dell'offerta dovute alla pandemia continueranno a pesare sull'andamento dei prezzi ritardandone la normalizzazione. La progressiva normalizzazione

Restiamo favorevoli agli asset rischiosi, che si trovano in un contesto di equilibrio, tra il flusso di notizie sul peggioramento della situazione relativa al coronavirus e dati economici non omogenei che indicano le pressioni di un'inflazione costante. La crescita dovrebbe evidenziare una ripresa sostenuta dal riaccumulo di scorte e dallo sforzo delle aziende di aumentare la capacità produttiva, mentre i consumi dovrebbero continuare a essere sostenuti dai risparmi accumulati e dal massiccio sostegno dei governi. Al di fuori dell'Europa, il miglioramento della situazione epidemiologica dovrebbe permettere a molte economie di ampliare le riaperture, mentre i consumi dovrebbero continuare a essere sostenuti dai risparmi accumulati e dal massiccio sostegno dei governi. Mentre l'inflazione dovrebbe rimanere critica, la crescita potrebbe sorprendere positivamente, anche se misure più stringenti in Europa potrebbero lasciare il segno sulla ripresa.

Asset class	View	Razionale
Governativo USA	 neutrale	La Federal Reserve ha deciso di avviare il tapering dei propri acquisti a parte dal mese di novembre, mentre l'avvio del ciclo di rialzi dei tassi, non avverrà prima della fine del 2022. Questo causerà molto probabilmente un moderato aumento dei tassi a lungo termine negli Stati Uniti. Esprimiamo una view neutrale, poiché i livelli raggiunti assicurano un carry positivo.
Governativo Euro	 negativa	Continuiamo ad avere una view negativa sui rendimenti obbligazionari europei, aspettandoci una perdita di valore sia dalla componente carry che dalla componente prezzo.
Corporate IG	 neutrale	Outlook neutrale per il 4T 2021. Il livello e le valutazioni degli spread rendono vulnerabile l'asset class rispetto alle variazioni dei tassi e all'inizio della normalizzazione delle politiche monetarie e potrebbero risentire della volatilità che prevediamo in aumento. La ricerca di rendimento, la stagionalità che torna positiva e l'offerta netta contenuta prevista rimangono fattori tecnici supportivi per il 4T.
Corporate HY	 neutrale	Outlook neutrale dati i livelli raggiunti dalle valutazioni nonostante alcuni fattori, prevalentemente tecnici, e la ricerca di rendimento in assenza di alternative nel campo obbligazionario ci rendono costruttivi verso l'asset class ma necessariamente selettivi dato il prevedibile aumento del rischio idiosincratice in questa fase del ciclo.
Azionario	 positivo	La view sul comparto azionario continua ad essere costruttiva per un trimestre che, pur con una certa volatilità, presenta una buona crescita degli utili e una stagionalità attraente per le attività finanziarie rischiose. Tra i rischi a questo scenario un certo grado di rallentamento macroeconomico, la normalizzazione della politica monetaria (che potrebbe risentire di un tasso di inflazione più alto più a lungo) e i timori sul mercato immobiliare cinese.

Asset class	View	Razionale
Azionario USA	 neutrale	I trend di lungo termine proseguono su traiettorie al rialzo sostenibili, il ciclo economico (pur in rallentamento) è ancora favorevole e le condizioni finanziarie rimangono accomodanti. Nel corso dell'ultimo trimestre le valutazioni si sono assestate su livelli storicamente elevati ma in leggera discesa.
Azionario EMU	 neutro/positivo	Rimane positiva la view sul mercato azionario europeo sostenuto ancora dalle politiche fiscali espansive e da un euro che, indebolito durante il 2021, potrebbe sostenere le esportazioni.
Azionario JP	 neutro/positivo	View costruttiva alla luce del cambio a livello politico e delle dinamiche macroeconomiche (miglior gestione della crisi pandemica)
Azionario EM	 neutro/positivo	Un USD debole ed i maggiori spazi di intervento monetario e fiscale, in primis in Cina, rendono tali economie meglio preparate ad affrontare il recente shock.

PORTAFOGLIO MODELLO IN INDICI





Asset class	Allocazioni per profilo di rischio				
	basso	medio basso	medio	medio alto	alto
Equity EMU	2%	6%	9%	13%	17%
Equity Europe ex EMU	1%	1%	2%	2%	3%
Equity USA	2%	7%	9%	14%	21%
Equity Pacific	-	2%	7%	9%	12%
Equity Emerging	-	3%	8%	13%	17%
Liquidity EUR	36%	20%	12%	2%	3%
Bond Gov ITA	13%	7%	10%	5%	-
Bond Gov EUR Core	15%	4%	4%	3%	-
Liquidity USD	6%	6%	5%	5%	-
Bond Gov USD	5%	11%	5%	4%	3%
Bond Gov EM	-	1%	8%	11%	13%
Bond Corp IG EUR	20%	22%	7%	4%	1%
Bond Corp HY Glb	-	-	4%	5%	5%
Alternatives	-	10%	10%	10%	5%
Azionario	5%	19%	35%	51%	70%
Obbligazionario	53%	45%	38%	32%	22%
- Obbligazionario Governativo	33%	22%	19%	12%	3%
- Obbligazionario Corporate IG	20%	22%	7%	4%	1%
- Obbligazionario Gov. EM / Corp. HY	-	1%	12%	16%	18%
Investimenti Alternativi	-	10%	10%	10%	5%
Cash	42%	26%	17%	7%	3%
Esposizione valutaria:					
- Euro	86,0%	69,2%	54,2%	40,0%	29,3%
- Dollaro	13,0%	24,8%	28,7%	36,0%	38,7%
- Altre Valute Paesi Sviluppati	1,0%	3,9%	11,4%	14,8%	20,0%
- Valute Paesi Emergenti	-	2,1%	5,7%	9,2%	12,0%
Volatilità annuale attesa	2,1%	3,8%	6,7%	9,4%	12,4%
VaR99% mensile atteso	1,4%	2,5%	4,5%	6,3%	8,3%
VaR99% annuale atteso	4,8%	8,8%	15,6%	21,9%	28,9%


Nota: Il VaR è di tipo parametrico (ipotesi: rendimento atteso nullo e distribuzione normale dei rendimenti)

RISCHI DI SCENARIO

- La pandemia non è ancora risolta. Nuove e più trasmissibili varianti di COVID-19 nonché le temperature più basse nell'emisfero settentrionale restano un rischio per l'evoluzione dell'attività economica. Al contempo un più rapido dispiegamento del vaccino potrebbe stimolare la spesa e la capacità produttiva migliorando il ritmo della ripresa.
- I vincoli sul fronte dell'offerta sono molteplici e potrebbero perdurare più a lungo del previsto. Una situazione di estrema tensione sull'offerta potrebbe anche influire non soltanto sullo sviluppo economico, ma anche sulla crescita degli utili delle aziende.
- L'inflazione potrebbe continuare a sorprendere al rialzo, a causa di pressioni sull'offerta più persistenti del previsto o di un'impennata più forte e sostenuta dei costi energetici, innescando un repricing del mercato finanziario in previsione di future mosse di politica monetaria. Tale riprezzamento potrebbe far emergere le vulnerabilità che persistono a causa del debito elevato, delle valutazioni delle attività allungate in alcuni mercati e della ripresa in alcuni mercati emergenti.

I rischi principali sono ancora legati all'evoluzione della pandemia e connessi ad eventuali nuove restrizioni imposte da una recrudescenza del Covid attraverso la diffusione di varianti resistenti ai vaccini (ad oggi l'evidenza scientifica ci rassicura). In positivo si segnala la possibilità che le tante ricerche in corso portino all'annuncio dell'autorizzazione di nuovi vaccini più potenti e di facile somministrazione e terapie risolutive. Sul fronte macro, la persistenza dell'inflazione potrebbe indurre le banche centrali a diventare restrittive prime di quanto atteso. Crescita della produttività ed elevata offerta di lavoro inducono a ritenere ad oggi improbabile l'innescarsi di una spirale salari-inflazione.

<p>Evoluzione della pandemia</p>	 <p>probabilità bassa ma in crescita</p>	<p>La diffusione di nuove varianti immuni ai vaccini rappresenta il principale rischio e potrebbe tradursi in un periodo più prolungato di misure restrittive a tutela della salute pubblica. Rappresenta quindi un rischio al ribasso per la crescita e al rialzo per l'inflazione. Dopo un rimbalzo iniziale con l'allentamento delle restrizioni, la ripresa risulta più lenta. Le nuove varianti del virus portano alla re-imposizione di alcune restrizioni, l'avversione al rischio rimane elevata e le conseguenze negative a lungo termine pesano sull'economia globale.</p>
<p>Pressioni inflattive</p>	 <p>probabilità media ma in crescita</p>	<p>Continua ad aumentare l'inflazione sulla scia dell'aumento dei prezzi delle materie prime e delle aspettative di inflazione e del perdurare delle strozzature delle catene di distribuzione, mentre resta bassa la partecipazione al mercato del lavoro, con le banche centrali che ritardano i rialzi dei tassi.</p>
<p>Strozzatura delle catene globali di produzione e vincoli sul fronte dell'offerta</p>	 <p>probabilità alta</p>	<p>Le società hanno indicato difficoltà nell'assumere e nel costituire scorte per soddisfare il rimbalzo della domanda. Le strozzature delle catene di produzione e distribuzione durano per tutto il 2022. Le scorte rimangono ovunque basse e le strozzature pesano sulla produzione manifatturiera. Conseguentemente l'offerta si dimostra incapace di tenere il passo con la domanda. La ripresa della domanda interna e del commercio mondiale potrebbe essere più lenta, mentre il rialzo dei prezzi potrebbe essere più acuto, indebolendo i redditi reali. Le economie più colpite restano quelle che attualmente sono state colpite dalle strozzature delle catene di distribuzione. La crescita degli utili aziendali potrebbe risentire del rallentamento della crescita economica o delle interruzioni della produzione dettate dall'estrema mancanza di offerta.</p>
<p>Mercato rallentamento della crescita economica cinese</p>	 <p>probabilità bassa</p>	<p>L'economia cinese sta rallentando rapidamente. Al momento, le pressioni al ribasso derivano dalla campagna di deleveraging del comparto edilizio. I responsabili politici hanno iniziato a implementare stimoli mirati ma non su larga scala. La maggiore tolleranza di Pechino per una crescita più lenta aumenta il rischio di un rallentamento più pronunciato. Gli shock commerciali e i contagi dei mercati finanziari sarebbero i principali canali di ricaduta di un atterraggio duro della Cina nel resto del mondo.</p> <p>A livello globale, le tensioni sui mercati finanziari si sono notevolmente attenuate dalla primavera del 2020. Anche se le condizioni finanziarie cinesi sono a livelli storicamente medi, sono rimaste indietro rispetto al resto del mondo. Dato il grado relativamente ampio di co-movimento delle condizioni finanziarie tra i paesi, questo suggerisce che un aumento potenzialmente significativo delle tensioni sui mercati finanziari interni cinesi è stato mascherato dalle condizioni all'estero. La componente domestica del nostro indice di stress dei mercati finanziari in Cina rivela infatti che le tensioni sui mercati finanziari interni sono aumentate dall'inizio del 2021. Anche se il suo picco in ottobre è stato inferiore ai livelli visti all'inizio del 2020, il livello di stress ancora alto ha segnalato un sostanziale rischio al ribasso per le prospettive di crescita cinese.</p>

<p>Resta elevata l'incertezza su come evolveranno le relazioni tra la Cina e USA</p>	 <p>probabilità bassa nel breve periodo</p>	<p>Con il delinearsi della politica estera della presidenza Biden, persistono le tensioni di fondo tra Stati Uniti e Cina. Durante i mesi estivi si è andato a configurare un nuovo elemento di rischio, l'incertezza normativa in Cina. L'attuale inasprimento normativo in Cina deve essere monitorato. Per quanto attualmente limitate agli IPO esteri e al settore educativo, le ricadute legate agli inasprimenti normativi o in altri settori potrebbero incidere sui titoli azionari cinesi e dei mercati emergenti.</p>
<p>Il 2022 sarà un anno di elezioni politiche</p>	 <p>probabilità bassa nel breve periodo</p>	<p>La gestione della pandemia e l'inflazione sono le variabili critiche per determinare l'esito delle elezioni nel 2022. Nel 2022 si terranno le elezioni politiche in Portogallo a gennaio, a febbraio le elezioni del presidente della repubblica in Italia, in aprile le presidenziali in Francia e a novembre vi saranno le elezioni di mid term negli Stati Uniti. In Europa il rischio politico resta basso. La pandemia ha legato gli stati dell'UE in un programma fiscale comune a lungo termine. La nuova coalizione tedesca favorisce l'integrazione europea e l'espansione fiscale. In Italia, il governo riformista di Mario Draghi è sostenuto dalla quasi totalità delle forze parlamentari e gode di ampio sostegno nell'opinione pubblica. E in Francia, Emmanuel Macron ha buone possibilità di vincere un secondo mandato in aprile. Il jolly è il rischio che un candidato populista euroscettico possa salire nei sondaggi, magari sulla scia dell'alta inflazione, portando a un riprezzamento del rischio politico e a un allargamento degli spread. Invece l'avvicinarsi delle elezioni di midterm potrebbe far aumentare l'incertezza politica negli USA.</p>



DISCLAIMER

Il presente documento è stato redatto da Mediobanca SGR – Società del Gruppo Mediobanca.

Le informazioni, opinioni, valutazioni e/o previsioni contenute nel presente Documento (le "Informazioni") hanno scopo puramente informativo e non intendono in alcun modo né costituire sollecitazione al pubblico risparmio né promuovere/raccomandare o collocare strumenti finanziari o servizi di investimento.

Le Informazioni si basano su fonti ritenute autorevoli ed attendibili; tuttavia, la Società non assume alcuna responsabilità per eventuali errori od omissioni né potrà considerarsi responsabile per le eventuali perdite, danni o conseguenze di qualsivoglia natura (legali, finanziarie o fiscali) che dovessero derivare dal fatto che si sia fatto affidamento su tale Documento. Il Documento è stato elaborato anche sulla base di dati ed informazioni pubblicamente disponibili, su cui la Società non ha effettuato, direttamente o indirettamente, alcuna verifica autonoma, controllo e/o analisi indipendenti.

Qualsiasi risultato passato, simulazione di risultato passato, proiezione, previsione, stima o altra dichiarazione prospettica contenuta nel presente Documento, così come qualsiasi informazione o valutazione da essa ricavata ha scopo esclusivamente illustrativo e non è da considerarsi indicatore affidabile di risultati futuri. La Società non rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, né assume alcuna responsabilità in merito alla realizzabilità di qualsiasi previsione ivi contenuta.

La Società declina qualsiasi responsabilità derivante dall'utilizzo dei dati, delle informazioni e valutazioni ivi contenuti. Le soluzioni ivi rappresentate sono rivolte unicamente a coloro che abbiano conoscenze ed esperienze tali da consentire la valutazione dei relativi rischi e benefici. Eventuali riferimenti ivi contenuti a specifici obiettivi e/o posizioni finanziarie dei destinatari sono da considerarsi generiche assunzioni. Le soluzioni rappresentate nel documento potrebbero non essere adatte per il relativo destinatario e vanno in ogni caso valutate dal medesimo anche sulla base della propria posizione fiscale e legale.

Si invitano i clienti/investitori ad assumere qualsiasi decisione su strumenti, servizi o operazioni solo dopo attenta presa visione e valutazione di tutta la documentazione (di offerta e/o contrattuale) relativa a tale strumento, servizio o operazione, eventualmente con l'ausilio dei propri consulenti legali e/o fiscali.

Le Informazioni contenute nel presente Documento costituiscono valutazioni aggiornate alla data della sua produzione e potrebbero variare nel tempo, senza necessità di comunicazione da parte della SGR.

La Società fa parte di un primario gruppo bancario, le cui società sono impegnate in un'ampia gamma di operazioni finanziarie, attività e servizi di investimento, sia per conto proprio sia per conto dei propri clienti, che rappresentano un potenziale conflitto di interessi. La Società ha adottato misure adeguate per gestire ogni potenziale conflitto di interesse. Il presente documento non può essere in alcun modo riprodotto, fotocopiato o duplicato, in parte o integralmente; né trasmesso o diffuso ad alcuna persona al di fuori dell'originale destinatario, senza il preventivo consenso della SGR; né può essere distribuito, oppure utilizzato da alcuna persona o entità nelle giurisdizioni o nazioni ove un siffatto uso o distribuzione è contrario a prescrizioni legislative o regolamentari.

Per ulteriori informazioni si prega di consultare il sito internet www.mediobancasgr.com.



MEDIOBANCA
SOCIETÀ GESTIONE RISPARMIO