



Nicholas Poussin, "Orione accecato cerca il sole che sorge", 1658.

Sulle spalle dei giganti

Dopo un primo trimestre difficile e con numerose sfide ancora sul tavolo, alcuni analisti iniziano ad agitare lo spettro della recessione. Tuttavia, le evidenze di solidità dell'attività economica negli Stati Uniti e in Cina continuano ad accumularsi e il nostro scenario è di rallentamento della crescita, non di contrazione. In un quadro che richiede ancora molta prudenza, si possono comunque trovare spunti costruttivi.

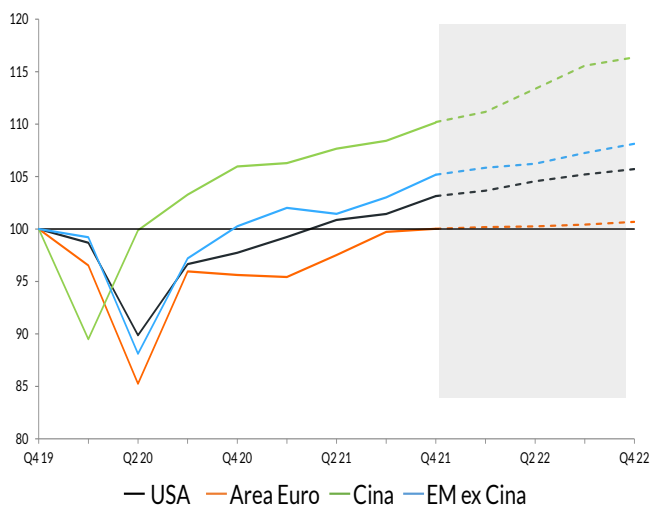
"Se ho visto più lontano, è perché stavo sulle spalle dei giganti", scrisse Isaac Newton in una lettera del 1675 al collega scienziato Roberto Hooke. E in un quadro ancora complicato è fondamentale riuscire ad allargare lo spettro e cambiare prospettiva. Facciamo un piccolo passo indietro: la fase ciclica prima dello scoppio delle ostilità era senza dubbio costruttiva, con crescenti evidenze che il Covid stesse evolvendo verso una fase endemica, un progressivo allentamento delle misure restrittive da parte delle autorità e il processo di riapertura sul punto di prendere piede. Ciò che è accaduto, e sta accadendo, in Ucraina ha cambiato le carte in tavola, con le conse-

guenze che abbiamo visto, oltre a quelle di campo.

Crescita. L'agenzia di *rating* Fitch ha abbassato le stime sul tasso di crescita del PIL globale dello 0,7%, al 3,5%, S&P ha ridotto quelle per l'area euro del 1,1%, a 3,3%. Il timore di un numero crescente di investitori è che il quadro attuale possa portare a una recessione nel prossimo periodo. La probabilità non è elevata, ma qualche campanello d'allarme sta suonando: l'inasprimento delle politiche monetarie, la corsa del prezzo del petrolio e dell'inflazione e l'allargamento degli spread sui bond corporate, che riflette alcune tensioni sull'economia.

Grafico 1

Usa, Cina, UE ed emergenti: previsioni di crescita



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

Secondo il team di Investment Research & Advisory di ANIMA, la guerra dovrebbe essere uno **shock che farà rallentare, ma non deragliare la crescita**. A soffrire maggiormente potrebbe essere l'Area Euro, che nel secondo e terzo trimestre potrebbe registrare tassi di espansione del PIL non lontani dallo zero, ma dovrebbe riuscire a evitare una recessione grazie alla solidità dell'economia negli Stati Uniti e in Cina (**Grafico 1**). Le conferme offerte dagli indicatori di fiducia delle imprese sono significative: i dati composite PMI relativi al mese di febbraio sono saliti sia negli Stati Uniti che in Eurozona, con il traino della componente servizi e del settore manifatturiero. La resilienza strutturale dell'attività economica emerge anche considerando lo stato di salute del mercato del lavoro: negli USA, il tasso di disoccupazione è sceso al 3,6%, con il grado di partecipazione alla forza lavoro in aumento al 62,4% (i livelli pre-Covid erano rispettivamente pari a 3,5% e 63,4%); anche in Area Euro, il tasso di disoccupazione continua a registrare di mese in mese nuovi minimi storici, e la forza lavoro nuovi massimi.

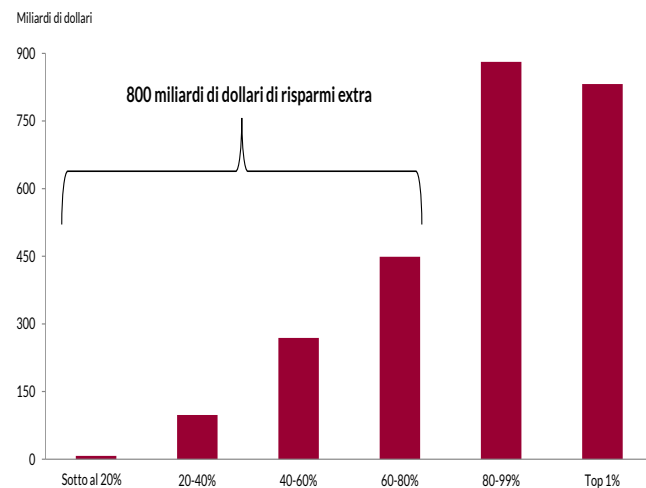
Inflazione. Segnali positivi dagli Stati Uniti arrivano anche con riferimento a uno dei temi più caldi e dibattuti fra analisti e investitori, ossia le prospettive per il consumatore americano. La **gran parte delle famiglie a basso reddito non ha esaurito i risparmi accumulati dopo la pandemia** e, studiando la distribuzione dei risparmi in eccesso accantonati fra quarto trimestre 2019 e terzo trimestre 2021, si osserva che l'80% dei cittadini americani (240 milioni di persone, che guadagnano fino a 110 mila dollari l'anno) può contare su 800 miliardi di dollari di risparmi extra, circa 1/3 di quelli complessivi accantonati dopo la crisi (**Grafico 2**).

E se invece si considera solo il 20% dei cittadini che

percepisce il reddito più basso (fino a 15 mila dollari), lo stock di risparmi aggiuntivi ammontava alla fine del terzo trimestre 2021 a 66 miliardi di dollari.

Grafico 2

“Potenza di fuoco” dei consumatori USA



Fonte: depositi per percentuale di reddito detenuta negli USA (Q4 19-Q3 21). Haver Analytics, ANIMA Research.

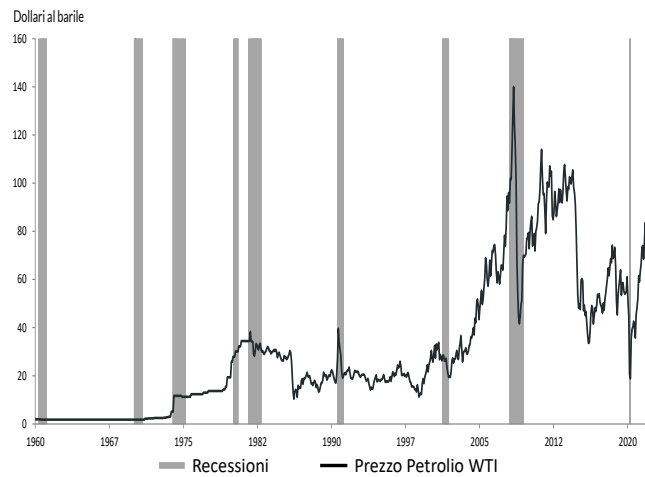
Materie prime. Un altro tema caldissimo sono le implicazioni per la crescita dell'aumento del prezzo del petrolio: secondo la narrativa dominante, le fasi di apprezzamento più forti hanno sempre provocato una recessione. Tuttavia, l'analisi dell'esperienza storica indica che è **normale che i periodi di espansione economica siano associati a un aumento del prezzo del petrolio, ma non è affatto scontato che questo provochi una recessione**. Se si analizzano le condizioni dell'economia in corrispondenza degli shock energetici passati, si osserva che solo in due circostanze c'è stata una relazione di casualità evidente con lo sviluppo di fasi recessive (**Grafico 3 a pagina 3**). Tuttavia, dobbiamo segnalare due campanelli d'allarme: le passività delle imprese non finanziarie (la cui crescita è un trend storico) e la variazione del deficit di bilancio (che deve essere valutata con le lenti della persistenza degli stimoli nel sistema economico). Il tutto, peraltro, senza contare che non è scontato che le pressioni sui prezzi del petrolio persistano.

Banche centrali. Per quanto riguarda le fonti di preoccupazione, tuttavia, non possiamo non parlare delle protagoniste di questo inizio d'anno, le banche centrali. **L'inflazione resta il “nemico da combattere”**, parafrasando il governatore della Federal Reserve, Jerome Powell. La Fed sembra assolutamente determinata ad andare avanti con il piano di rialzo dei tassi di interesse e ha dichiarato che consegnerà al mercato quello che si aspettava, senza escludere aumenti anche più aggressivi rispetto ai classici 25 punti base.

Anche la Banca centrale europea è rimasta su posizioni piuttosto rigide: Christine Lagarde ha annunciato che probabilmente il programma di APP si interromperà nel terzo trimestre e ha aperto le porte a un possibile rialzo dei tassi già entro la fine di quest'anno. La PBoC, invece, rimane molto accomodante: questo non solo a causa di un'inflazione debole, ma anche per un tema di crescita, con i consumi privati che, a causa di un Covid che è tornato a preoccupare in alcune aree, potrebbero leggermente rallentare.

Grafico 3

Correlazione tra recessioni e prezzo del petrolio



Fonte: Bloomberg, ANIMA Research.

Cina. È uno dei due giganti su cui abbiamo titolato e, di fatto, i numeri lo confermano. I dati sull'attività economica di gennaio e febbraio sono stati più solidi delle attese e le preoccupazioni per la recrudescenza della pandemia ci appaiono eccessive: l'approccio delle autorità resta intransigente e un rallentamento degli indici di mobilità c'è, ma ci aspettiamo che l'impatto negativo sui consumi possa essere modesto e, come scritto, fronteggiato da un rafforzamento degli stimoli da parte della PBoC. Manteniamo dunque una stima di crescita sopra consenso.

In questo contesto, **la volatilità resterà elevata fino a quando la pace non sarà siglata.** Il *momentum* positivo sui mercati azionari potrebbe proseguire fino alla notizia di una soluzione definitiva del conflitto, visto il posizionamento scarico degli investitori, ma al raggiungimento di alcuni livelli i giudizi potrebbero essere modificati in virtù di una rivalutazione del bilanciamento fra i rischi. Per quanto riguarda i mercati obbligazionari,

la view diventa costruttiva sui Treasury: i mercati stanno già prezzando una Fed piuttosto aggressiva e il flusso di dati sui prezzi dovrebbe allentare le preoccupazioni di investitori e banca centrale; positività anche sui governativi in Area Euro, ma con un livello di confidenza inferiore: la BCE manterrà probabilmente la porta aperta a un aumento dei tassi nel 2022 fino a quando non emergeranno evidenze di una mancata accelerazione dei salari. Lato mercati valutari, infine, il dollaro dovrebbe rimanere in trading range nel breve termine (1,10-1,13), ma è probabile una perdita di slancio andando verso il secondo trimestre dell'anno.

Mercati obbligazionari

Nuove opportunità

Sui mercati obbligazionari adottiamo un atteggiamento più costruttivo rispetto agli ultimi mesi, data l'aggressività del sentiero di aumento dei tassi prezzato dai mercati e il raggiungimento del target di lungo corso sul Treasury decennale a quota 2,25%/2,50%. Manteniamo l'aspettativa di tassi più elevati a fine anno rispetto ai livelli attuali; tuttavia, dopo il mercato rialzo dei rendimenti obbligazionari provocato dalla svolta restrittiva delle banche centrali, sta iniziando ad emergere un certo valore, quanto meno in ottica tattica. Per quanto riguarda le obbligazioni societarie, gli spread hanno incorporato l'incertezza sul contesto di riferimento e le valutazioni iniziano ad essere interessanti, specialmente nel segmento a più alto merito di credito.

Mercati azionari

Europa: protezione con utilities e telecom

Il mercato azionario europeo sembra aver prezzato una rapida soluzione del conflitto e il recupero dai minimi di inizio marzo è stato importante: la neutralità resta confermata. Ciò detto, la guerra ha aumentato la carenza di materie prime e intensificato le problematiche nella logistica e nei trasporti, con i *lockdown* in Cina che acuiscono i problemi: l'impatto sui margini sarà importante e ci vorrà tempo per smaltire effetti e timori.

Monitoriamo attentamente la situazione, con la Fed che ha detto di essere disposta a sacrificare la crescita per contenere l'inflazione e con la curva dei rendimenti che si invertirà, potrebbe esserci qualche difficoltà in più. A livello di posizionamento, viene mantenuto il sovrappeso su energia e materie prime, mentre si è preso parzialmente profitto sulle banche. In un contesto di elevata inflazione, è opportuno proteggersi tramite una maggiore esposizione a telecom, utilities, healthcare e, a livello tematico, infrastrutture e *buyback* (società con bilanci solidi e flussi di cassa rilevanti, in grado di

sostenere i titoli tramite riacquisti). In questa fase è stato incrementato il peso della tecnologia, che sta recuperando dopo la forte correzione registrata fra gennaio e febbraio e che beneficerebbe del possibile consolidamento dei rendimenti obbligazionari.

Italia: profitti dai bancari

Per quanto riguarda l'Italia, l'approccio rimane cauto e il livello di investito nei fondi è stato ricondotto alla neutralità.

A fronte dell'incertezza sull'evoluzione dei fondamentali societari e di un posizionamento di mercato non del tutto scarico, si ritiene opportuno ridurre le posizioni attive in portafoglio, prendendo parzialmente profitto sui bancari e chiudendo parte dei sottopesi più rilevanti.

USA: approccio bilanciato

Nei portafogli dei fondi focalizzati sul mercato azionario americano è stato incrementato il peso delle large cap, per migliorare il profilo di liquidità. In particolare, sono state sfruttate le opportunità generate nel comparto *growth* (dove il *de-rating* è stato notevole), attraverso un incremento di nomi come Amazon, Tesla, Facebook. In aumento anche il peso del biotech.

Il settore energetico è stato dapprima ridotto e successivamente aumentato, sfruttando una fase di debolezza. In calo l'esposizione a *materials* e finanziari. Manteniamo in generale un approccio bilanciato in termini settoriali (ciclici/difensivi) e di stile (*value/growth*).

Emergenti: prudenza confermata

Per quanto riguarda i fondi emergenti, si conferma un atteggiamento prudente, con un leggero sottopeso in termini di investito, giustificato dalla forza del dollaro e dall'aumento dei tassi USA.

Due novità in termini di strategia di investimento: in primo luogo, la difficile posizione della Russia a livello di relazioni internazionali sta creando un nuovo assetto globale sul mercato delle materie prime, a beneficio di quei paesi in grado di proporsi come alternative (Arabia Saudita, Qatar, Brasile, Indonesia), a cui è stata aumentata l'esposizione; in secondo luogo, in Cina vi è stata una presa di posizione forte da parte delle autorità a favore di un ammorbidimento della regolamentazione e di un maggior coordinamento tra le *authority*, oltre che di un maggiore impegno sul fronte della crescita.

Tuttavia, rimane un certo scetticismo da parte degli in-

vestitori, che aspettano si passi dalle parole ai fatti. In questo senso, quindi, si preferisce pertanto un'esposizione indiretta alla Cina (il cui sovrappeso è stato ridotto), attraverso altri mercati dell'area asiatica.

Questa è una comunicazione di marketing. Si prega di consultare il prospetto, il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID/KID), il Regolamento di gestione e il modulo di sottoscrizione prima di prendere una decisione finale di investimento. Le opinioni e il contenuto del documento non costituiscono una raccomandazione, un consiglio o un invito ad effettuare operazioni finanziarie di investimento o di altro tipo. ANIMA non si assume alcuna responsabilità in relazione all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni riportate in questa pubblicazione, pur prestando la massima attenzione nella sua redazione. ANIMA pertanto declina ogni responsabilità per eventuali errori od omissioni.