

Wassily Kandinsky, *La grande porta di Kiev*, 1930.

Adattarsi alla forma

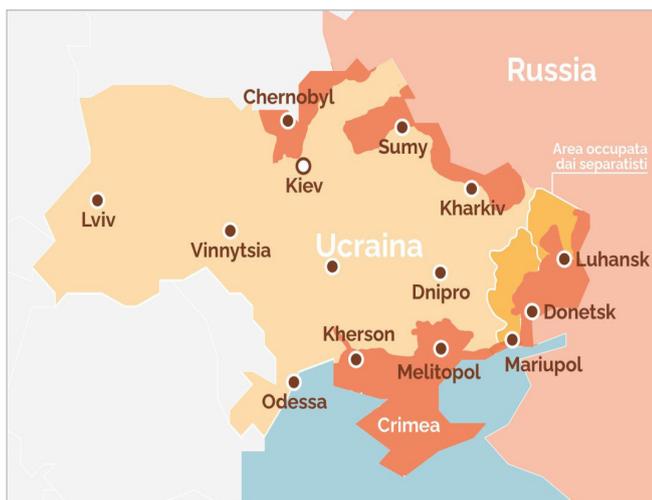
La situazione in Ucraina ha sparigliato le carte sui mercati finanziari, già chiamati alla prova di pandemia, inflazione e tassi. Il contesto attuale suggerisce una prudente osservazione, pronti a modificare il proprio punto di vista in base al mutamento del quadro. Bisognerà, quindi, impostare la propria strategia e osservare i segnali che arriveranno dall'esterno, pronti a cambiare stile, ma senza stravolgimenti.

Non c'è che dire: gli ultimi due anni non sono stati certo banali, sia dentro sia fuori i mercati finanziari. Dopo una pandemia, ecco una guerra, con l'Ucraina a ritrovarsi i riflettori del mondo puntati addosso. L'escalation delle tensioni fra Russia e Ucraina è stata repentina e inattesa (**Grafico 1**) e anche se uno scenario di confronto militare fra Russia e Nato resta poco probabile, va sottolineato come fare previsioni puntuali sull'evoluzione della crisi sia molto difficile. Storicamente, l'impatto delle guerre sui mercati è molto rapido e le perdite vengono riassorbite con la stessa velocità, ma in questa circostanza occorre riflettere sulle implicazioni che la crisi

può avere sia per lo scenario economico, sia per le scelte delle banche centrali. Da inizio anno, abbiamo chiuso il sovrappeso sull'equity per la maggiore incertezza e il sottopeso sulla duration per la portata del sell-off registrato: una scelta che, di fatto, si è rivelata giusta con il passare delle settimane. Tuttavia, bisogna chiedersi se un possibile ribasso per la crescita derivante dall'aggravarsi della crisi è tale da giustificare un atteggiamento più cauto sui mercati azionari, che durante i primi movimenti di guerra hanno lasciato sul terreno tra il 10% e il 15%. Una reazione normale, considerando la dinamica dei prezzi nelle crisi simili del passato.

Grafico 1

Ucraina, l'avanzata delle truppe russe



Fonte: New York Times e ISPI. Mappa al 3 marzo 2022.

Crescita. Alla luce degli obiettivi strategici di Putin e della strenua resistenza ucraina, il conflitto durerà probabilmente più a lungo di quanto inizialmente previsto. Questo contesto di incertezza sta generando un'impena nel prezzo delle materie prime (energia, metalli industriali, prodotti agricoli) e avrà anche un impatto sulla fiducia di famiglie e imprese. Abbiamo pertanto rivisto al ribasso le nostre stime di crescita relative a Stati Uniti, Area Euro e Cina (**Grafico 2**). **I solidi fondamentali dell'economia globale consentiranno di attenuare gli effetti della guerra**, anche se in modo diverso a seconda delle aree geografiche.

L'Europa subirà le maggiori penalizzazioni, condizionata da relazioni più strette con la Russia, da una maggiore sensibilità allo *shock* dei prezzi energetici e dagli effetti sulla fiducia del settore privato. L'impatto sulla crescita americana sarà meno marcato, grazie alla forza della domanda interna ed ai limitati legami con la Russia in tema di approvvigionamento energetico.

Gli effetti della guerra sulla **Cina**, infine, saranno a nostro avviso molto modesti: i rapporti commerciali con la Russia saranno mantenuti e la volontà delle autorità di supportare la crescita nel 2022 è evidente; in aggiunta, ci aspettiamo un allentamento della politica di tolleranza zero verso il Covid a partire dal secondo trimestre, un fatto che innescherebbe una graduale ripresa del consumo interno.

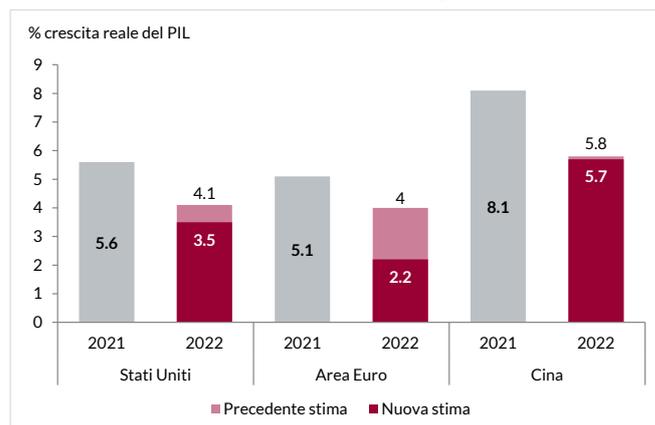
Il nostro scenario relativo alla crescita globale resta quindi costruttivo e ci aspettiamo che l'economia sia in grado di assorbire lo *shock* derivante dalla crisi ucraina, grazie anche agli sviluppi positivi sul fronte della pandemia: l'andamento di contagi, decessi e ospedalizzazioni, unito alle evidenze fornite dalla ricerca scientifica, suggerisce che la circolazione del virus si stia trasformando

da pandemica ad endemica.

Questa dinamica sta spingendo la rimozione delle restrizioni da parte delle autorità e sosterrà la ripresa dei consumi nell'ambito dei servizi.

Grafico 2

Prospettive di crescita a livello globale



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

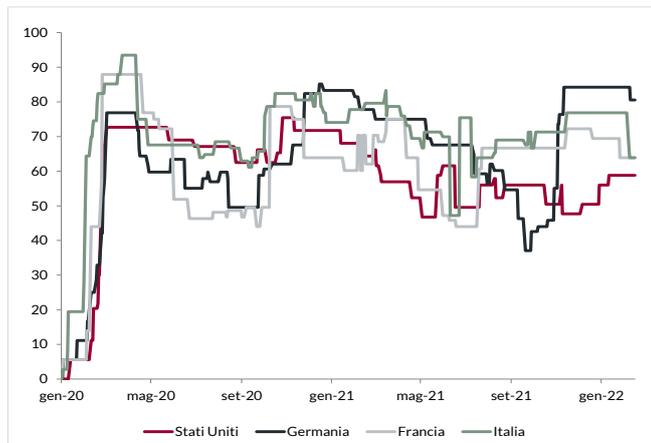
Inflazione. L'impennata nei prezzi di molte materie prime seguente lo scoppio della guerra ci ha indotto a rivedere al rialzo le nostre stime di inflazione per il 2022, con un picco più alto rispetto a quello precedentemente immaginato e spostato in avanti nel tempo (dal primo al secondo trimestre dell'anno). **Continuiamo, comunque, a ritenere che nel corso dell'anno l'inflazione imboccherà in sentiero discendente**, per diversi motivi. Nell'ipotesi di risoluzione del conflitto, i prezzi delle materie prime dovrebbero dapprima stabilizzarsi e poi iniziare a scendere (come evidenziato anche dalle curve dei prezzi futures), generando effetti base negativi sulla dinamica dei prezzi. In aggiunta, gli squilibri tra domanda e offerta di beni dovrebbero gradualmente rientrare, come suggerito da alcuni indicatori anticipatori (emblematico in tal senso il calo del differenziale tra la crescita annua delle vendite al dettaglio e quella della produzione industriale). Infine, un contributo importante arriverà anche dal ridimensionamento dei malfunzionamenti lungo la catena di approvvigionamento globale così come dal rientro delle pressioni salariali negli Stati Uniti. A questo proposito, l'aumento delle pressioni sulle retribuzioni resta guidato dallo squilibrio fra domanda e offerta: il numero di persone che dichiara di non lavorare per ragioni legate all'emergenza Covid ha raggiunto nel mese di gennaio i livelli più alti da inizio pandemia (**Grafico 3**). Lo squilibrio è particolarmente accentuato fra i lavoratori meno qualificati: la forza lavoro fra i non laureati è diminuita di 2,3 milioni di unità rispetto ai livelli pre-pandemici, contribuendo all'aumento del salario

di riserva (ovvero, la retribuzione minima richiesta per accettare un'occupazione, oggi più alta del 23% rispetto al dato di febbraio 2020); si tratta però di uno sviluppo per certi aspetti benvenuto, vista la lunga fase di moderazione delle pressioni sulle retribuzioni di questa categoria di lavoratori, e supporta la previsione di solidità dei consumi. Ciò detto, manteniamo la convinzione che l'allentamento delle preoccupazioni per l'emergenza sanitaria alimenterà un recupero dell'offerta di lavoro nei prossimi mesi, con i primi segnali di questa dinamica che sono emersi nell'ultimo report sul mercato del lavoro relativo al mese di febbraio.

Politiche monetarie. È senza dubbio questo il tema più caldo e dibattuto fra investitori. Per quanto riguarda la Federal Reserve e gli Stati Uniti, Jerome Powell ha spiegato che il conflitto in Ucraina è certamente da tenere monitorato, ma che **il vero nemico delle banche**

Grafico 3

Indice delle restrizioni: raggiunto il picco?



Fonte: Bloomberg, ANIMA Research. Note: 100=livello massimo di restrizione.

centrali resta l'inflazione, con il governatore della Fed che ha consolidato le aspettative di un aumento dei tassi a marzo. Ci aspettiamo un rialzo di 25 punti base in questo mese, e tre ulteriori interventi restrittivi entro il terzo trimestre. L'atteggiamento della Fed, quindi, non è sostanzialmente cambiato, anche se la possibilità di una sorpresa "dovish" nella seconda parte dell'anno non è trascurabile; la Fed potrebbe smorzare l'aggressività della retorica, per diverse ragioni: 1) il calo delle pressioni sull'inflazione dal terzo trimestre; 2) le crescenti divergenze all'interno del Consiglio Direttivo, con il consenso granitico emerso negli ultimi mesi del 2021 che si sta indebolendo; 3) considerazioni di opportunità

politica, con Joe Biden che ha sicuramente appoggiato la recente svolta "hawkish", ma con l'inflazione meccanicamente in calo dal terzo trimestre e l'approssimarsi delle elezioni, potrebbe avere interesse ad evitare una stretta eccessiva, che rischierebbe di frenare la crescita. Ciò detto, se le pressioni sui salari non dovessero allentarsi nel secondo semestre, la Fed potrebbe essere costretta a intervenire in modo più aggressivo. Come già anticipato, il sentiero dei tassi ipotizzato nel nostro scenario centrale si giustifica con l'aspettativa di un calo delle pressioni sui salari: segnali incoraggianti sono già emersi nella dinamica del costo del lavoro, e ci aspettiamo un recupero dell'offerta. A questo proposito, il trend di aumento della partecipazione alla forza lavoro nella fascia d'età 25-54 anni è sensibile, con il traino della componente femminile, ed è in crescita anche la percentuale di pensionati che si riaffacciano al mondo del lavoro (ci sono 1,1 milioni di persone con meno di 67 anni che potrebbero cercare nuovamente un impiego). Per quanto riguarda la BCE, a febbraio Christine Lagarde ha segnalato che l'aumento dei prezzi dell'energia è condizione sufficiente per rallentare il Piano di Acquisti, ma occorrono pressioni sui salari per intervenire sui tassi. Con l'ultimo dato sui salari negoziati ai minimi storici e gran parte delle trattative per la rinegoziazione concentrate nella seconda parte dell'anno, la BCE potrebbe non avere elementi sufficienti per alzare i tassi nel quarto trimestre; peraltro, gli indicatori anticipatori sui salari negoziati segnalano pressioni contenute anche per il 2022 e l'aumento dell'offerta di lavoro dovrebbe contenere eventuali spinte rialziste. Prima dello scoppio della guerra, ci aspettavamo che la BCE annunciasse una ricalibratura del Piano di Acquisti a marzo e la sua conclusione a settembre, seguita da un rialzo dei tassi solo nel primo trimestre del 2023. Al momento, tuttavia, **crediamo che la banca centrale terrà conto dei rischi per l'economia europea derivanti dal conflitto in Ucraina** e, pur mantenendo un orientamento favorevole al ridimensionamento degli stimoli, potrebbe decidere di rimandare la normalizzazione della politica monetaria.

In un contesto in divenire, lo scenario non ci appare cambiato in modo radicale, al netto della possibile svolta hawkish della BCE nel secondo semestre, che certamente lascerebbe il segno sui prezzi, e di una degenerazione della situazione geopolitica. La neutralità sull'equity è confermata e così pure l'aspettativa di una volatilità elevata. L'esposizione al rischio tassi resta prudente e il giudizio sul dollaro tatticamente costruttivo ma strategicamente neutrale.

Mercati obbligazionari

Posizionamento neutrale giustificato

Sui mercati obbligazionari, manteniamo l'aspettativa di tassi più elevati a fine anno rispetto ai livelli attuali. Tuttavia, dopo il rialzo dei rendimenti obbligazionari seguente la svolta *hawkish* delle banche centrali a inizio anno, è stato adottato un orientamento tatticamente neutrale, con conseguenti prese di profitto sui sottopesi di duration. A fronte dello scoppio della guerra, si ritiene opportuno mantenere questo posizionamento.

Per quanto riguarda le obbligazioni societarie, gli spread stanno incorporando l'incertezza del contesto di mercato e le valutazioni iniziano ad essere interessanti, ma le condizioni di liquidità si sono deteriorate e nell'immediato c'è poco spazio per movimentare i portafogli.

Capitolo valute: il dollaro è tatticamente favorito dal clima di *risk-off*, dai minori rischi derivanti dalla guerra per l'economia US rispetto a quella europea e dalla conseguente possibilità di una BCE più *dovish*; in prospettiva, una risoluzione del conflitto tra Russia e Ucraina in tempi ragionevoli dovrebbe fornire un certo supporto all'euro.

Mercati azionari

Europa: verso un posizionamento difensiva

A livello di posizionamento, i fondi azionari europei hanno beneficiato nel corso del mese di febbraio del sovrappeso su energia, banche e materie prime. Alla luce degli sviluppi geopolitici, è opportuno mantenere una preferenza per energia e materie prime, ma al contempo è stato necessario ridurre fortemente le banche e dare un'impronta più difensiva ai portafogli (incrementando consumi di base, salute e utilities).

Italia: energia meglio delle telecom

Per quanto riguarda l'Italia, il livello di investito nei fondi è stato ricondotto alla neutralità. Il sottopeso di mid cap ha fornito un importante contributo alla performance del fondo e ora, dopo la correzione, si intravedono opportunità nel comparto. L'approccio rimane cauto sulle *small cap*, in modo da mantenere liquidi i portafogli in un contesto di maggiore volatilità. In termini settoriali, l'orientamento è positivo su finanziari, *utilities* e tematiche ESG trasversalmente ai settori; sovrappeso anche sul settore *energy*, mentre è in riduzione il peso

delle telecom e sugli industriali. Ridotto il sottopeso per i consumi discrezionali tramite acquisti sul lusso.

USA: opportunità dalla debolezza

Nei portafogli dei fondi focalizzati sul mercato azionario americano, non si registrano significative variazioni, con il portafoglio che era già bilanciato in termini settoriali (ciclici/difensivi) e di stile (*value/growth*). La fase di debolezza del mercato ha creato opportunità sia tra i titoli *growth* (quelli troppo penalizzati rispetto ai fondamentali all'interno di tecnologia e consumi discrezionali) sia tra i *value* (*pharma, retailer, utilities* e finanziari). In calo le opportunità nel settore energetico, visto il significativo *re-rating*.

Emergenti: occhi sulla FED

Per quanto riguarda i fondi emergenti, si conferma l'atteggiamento più prudente, con un leggero sottopeso in termini di investito. Nonostante il quadro macro, micro e di politica monetaria sia migliore rispetto ai paesi sviluppati, il *focus* del mercato rimane sulle prossime mosse della Fed e sul possibile ulteriore apprezzamento del dollaro. Per quanto riguarda la Cina, la politica della tolleranza zero verso il Covid continua a pesare sui consumi e vi è incertezza sui provvedimenti che le autorità attueranno per raggiungere l'obiettivo della prosperità comune. L'orientamento di politica fiscale e monetaria, tuttavia, è diventato decisamente più accomodante e questo è positivo non solo per la Cina, ma per tutta l'area asiatica. Si conferma, quindi, la preferenza relativa per il mercato cinese. È stato leggermente aumentato il peso dell'India: il mercato continua ad essere sostenuto dalla crescita strutturale dei fondamentali, dai flussi dei retail domestici, dall'euforia intorno alle IPO e da una banca centrale che a sorpresa rimane accomodante. Azzerato il peso sul mercato russo di pari passo con l'escalation delle tensioni geopolitiche.

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.