



INFLAZIONE E RECESSIONE

DIVIDENDI, BTP E ORO: TRE PORTAFOGLI PER COSTRUIRSI UNO SCUDO SICURO

di **Pieremilio Gadda** 30

Come difendersi dal brutto tempo

Dai titoli azionari con una cedola ricca all'oro, dalle materie prime ai bond legati al costo della vita: ecco le ricette per fronteggiare i tre scenari critici che possono materializzarsi nei prossimi mesi tra prezzi in rialzo, rischi di crescita asfittica o di interruzione della ripresa post pandemica

di **Pieremilio Gadda**

Che inflazione sarà quella con cui faranno i conti imprese, consumatori e investitori nei prossimi mesi e anni? Sarà elevata, ma sotto controllo e accompagnata a un'espansione dell'economia? Oppure tossica, perché in grado di paralizzare la crescita? O peggio, destinata a spingere indietro la locomotiva del Pil mondiale?

Inflazione. Stagflazione. Recessione. Sono i tre scenari sul tavolo degli operatori, oggi. Prevedere in anticipo la traiettoria macroeconomica sarà essenziale per proteggere i risparmi. Perché se è vero che una dinamica più tesa dei prezzi al consumo fa da denominatore comune, l'accoppiata con una crescita positiva, asfittica o negativa farà enormi differenze nelle performance. E chiama gli investitori a scelte diverse in tema di allocazione del portafoglio.

I panieri

L'Economia, con l'aiuto di **Banor** Capital, Cassa Lombarda e Symphonia sgr, ha provato a disegnare tre panieri adatti a fronteggiare i tre

scenari di riferimento. Gli esperti interpellati dal *Corriere* prefigurano un contesto non catastrofico sui mercati, al netto delle incognite inquietanti che si aprono sul destino di questo conflitto.

Ma altri operatori si stanno già posizionando per uno scenario stagflattivo, che evoca analogie con gli anni Settanta. Un rischio segnalato da Pascal Blanqué, capo degli investimenti di Amundi, fin dal 2019. Secondo l'economista, «siamo nel bel mezzo di un cambiamento di regime caratterizzato da forze inflazionistiche senza precedenti, mai viste negli ultimi cinque decenni», accompagnato alla «fine della globalizzazione e all'emergere della regionalizzazione incentrata su nuove potenze globali».

Uno scenario che potrebbe mettere a dura prova la capacità delle banche centrali di irreggimentare la dinamica dei prezzi evitando un deragliamento dell'economia globale. Dopo l'invasione russa dell'Ucraina, la stagflazione è diventato lo scenario di riferimento per il 62% dei 340

gestori interpellati da Bank of America nel sondaggio mensile di marzo. Intanto, però, le Borse si sono riportate sopra i livelli del 23 febbraio, alla vigilia del conflitto. E qui qualcosa non torna.

Perché anche nell'ipotesi ottimistica che il conflitto finisca in tempi brevi, gli investitori dovrebbero mettere in conto una crescita globale più bassa e un'inflazione più alta rispetto a quella ipotizzata prima del conflitto, con inevitabili conseguenze anche sulla traiettoria degli

Dopo l'invasione dell'Ucraina una situazione assimilabile a quella degli anni Settanta è entrata nel radar di molti analisti

utili. Come mai le Borse sembrano ignorarlo? «È una domanda che ci poniamo in molti. Da una parte c'è un fattore tecnico — spiega Gian-

Data: 28.03.2022 Pag.: 1,30,31
 Size: 880 cm2 AVE: € 99440.00
 Tiratura:
 Diffusione:
 Lettori:



marco Rania, responsabile azionario di Banor Capital — legato alla recente chiusura di posizioni di copertura tramite derivati aperte prima della guerra e dopo lo scoppio del conflitto: questo ha spinto al rialzo i prezzi». Dall'altra — ricorda, — c'è un tema di valutazioni: molti operatori hanno iniziato a pensare che la correzione dei listini fosse esagerata, rispetto al peso relativo della Russia sull'economia mondiale.

Rimane il dubbio che serpeggi un po' di incauto ottimismo: «C'è una diffusa sottovalutazione della portata dei cambiamenti in atto sui mercati: le condizioni finanziarie saranno meno accomodanti da qui in avanti. Il mercato obbligazionario ha già iniziato a scontarlo e in

parte anche quello valutario. Quando se ne accorgerà anche l'equity? — si chiede Marco Vailati, responsabile ricerca e Investimenti di Cassa Lombarda —. Una fase di consolidamento dei listini sarebbe congrua».

Questo non significa doversi preparare a un tracollo: la traiettoria degli utili, infatti, rimane positiva per il momento. JPMorgan prevede che l'S&P500 possa assestarsi a 4.900 punti a fine anno, in rialzo di quasi 10 punti percentuali dai prezzi di chiusura del 23 marzo. Il paniere dei mercati emergenti è visto in rally, più 20%.

La premessa

La premessa, doverosa, è che venga

impedito l'allargamento del conflitto. «Ma restano, in ogni caso, molte incognite, a cominciare dalle materie prime», dice Massimiliano Schena, capo degli investimenti di Symphonia.

Il prezzo corrente del petrolio (qualità Brent) è salito sopra i 120 dollari al barile. «Se le quotazioni scendesero progressivamente, verso i 100 dollari, a fine anno — dice Schena, — e il costo del debito rimanesse relativamente contenuto, l'impatto sulla dinamica dei profitti potrebbe essere solo temporaneo».

Sei mesi fa, in un report, JPMorgan scriveva: «anche con il petrolio a 130 o 150 dollari al barile, i mercati azionari e l'economia potrebbero continuare a girare bene. Ma saranno necessari alcuni aggiustamenti e rotazioni di portafoglio».

Lezioni di storia

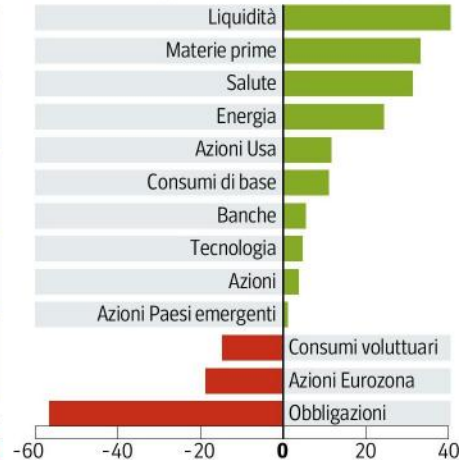
I rendimenti annui reali dal 1973 a oggi, dati in percentuale, valori medi
 In verde le performance positive e in rosso le negative

	Azioni Usa	Titoli del Tesoro Usa	Titoli del Tesoro Usa a breve termine	Materie prime	Oro	Reit (azioni del settore immobiliare)
Goldilock economy*	16,1	4,3	0,8	0,4	-2,5	18,1
Disinflazione	8,4	8,1	1,7	-5,6	1,3	3,5
Reflazione	14,6	-2	0	21	-1,1	14
Stagflazione	-1,5	0,6	0,4	15	22,1	6,5

*ciclo economico equilibrato. Fonte: Schroders

La posizione

Le preferenze dei gestori: oltre il 40% indica un sovrappeso sul cash. Dati in percentuale



Fonte: BofA Global Fund Manager Survey, marzo 2022

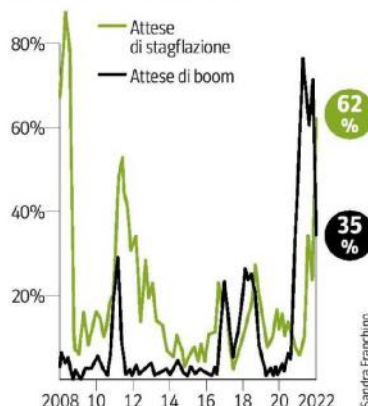
I timori

La classifica dei rischi più pericolosi secondo i money manager. Dati in percentuale



Il sorpasso

Ora gli istituzionali che temono la crescita asfittica con inflazione sono al 62%



Sandra Franchino

Data: 28.03.2022 Pag.: 1,30,31
 Size: 880 cm2 AVE: € 99440.00
 Tiratura:
 Diffusione:
 Lettori:



La mappa

Così i mercati finanziari nell'ultimo anno e nelle ultime quattro settimane

Indice	Investe in	Valuta	Performance		
			Dal 23 febbraio 2022 (vigilia dell'invasione)	2022 (YTD)	12 mesi
Brent Crude Oil	Petrolio	Dollaro Usa	19,25%	48,47%	78,71%
S&P500	Azioni Usa	Dollaro Usa	6,77%	-5,34%	14,49%
Msci World	Azioni Paesi sviluppati	Dollaro Usa	4,50%	-5,92%	8,21%
Msci Acwi	Azioni globali	Dollaro Usa	3,20%	-6,62%	5,05%
Stoxx Europe 600	Azioni europee	Euro	1,06%	-7,16%	8,13%
Oro	Oro	Dollaro Usa	0,60%	5,10%	10,52%
Dollar index	Dollaro vs paniere di valute internazionali	Dollaro Usa	0,37%	-2,46%	7,34%
Dax	Azioni Germania	Euro	-1,08%	-10,40%	-1,26%

Indice	Investe in	Valuta	Performance		
			Dal 23 febbraio 2022 (vigilia dell'invasione)	2022 (YTD)	12 mesi
Cac 40	Azioni Francia	Euro	-1,79%	-8,99%	11,58%
Ftse G7 & EMU Gov. Bond Index	Obbligazioni gov. globali	Euro	-2,00%	-5,27%	-5,18%
Ftse Mib	Azioni Italia	Euro	-5,48%	-12,24%	1,12%
Msci Emerging markets	Azioni Paesi emergenti	Dollaro Usa	-6,25%	-8,28%	-15,33%
Csi 300	Azioni Cina (Onshore)	Renminbi cinese	-7,95%	-19,47%	-15,86%
Moex (Moscow Main Market)*	Azioni Russia	Rublo	-17,12%	-37,39%	-42,29%
Rublo vs dollaro Usa	Rublo	-	-20,30%	-26,71%	-25,44%

Fonte: elaborazione Symphonia Sgr su dati aggiornati al 23/03/2022. *chiusa dal 25 febbraio 2022



Stagflazione

Uno scudo di dividendi e inflation linked

Con la stagflazione — dice un'analisi condotta da Schroders sul periodo che va dal 1973 ad oggi (vedi grafico nella pagina a fianco, a sinistra) — le azioni americane hanno perso in media l'1,5% l'anno, in termini reali, mentre materie prime e oro hanno brillato più di ogni altra classe di attivo.

Non è un caso se le commodity sono protagoniste del portafoglio disegnato per questo scenario: valgono il 20% del paniere ipotizzato con l'aiuto degli esperti, cui si aggiungono titoli azionari esposti all'energia, per un altro 10%.

«La probabilità di questo scenario è rapidamente salita dopo l'invasione dell'Ucraina: con una crescita in veloce diminuzione, a fronte di una fiammata dell'inflazione, il supporto di politica economica è lasciato principalmente alla politica fiscale,

P. Gad.

mentre la politica monetaria diventa più o meno restrittiva», osserva Massimiliano Schena, capo degli investimenti di Symphonia sgr. Si tratterebbe di un contesto «meno favorevole per le classi di attivo rischiose e negativo per molte asset class prive di rischio», avverte.

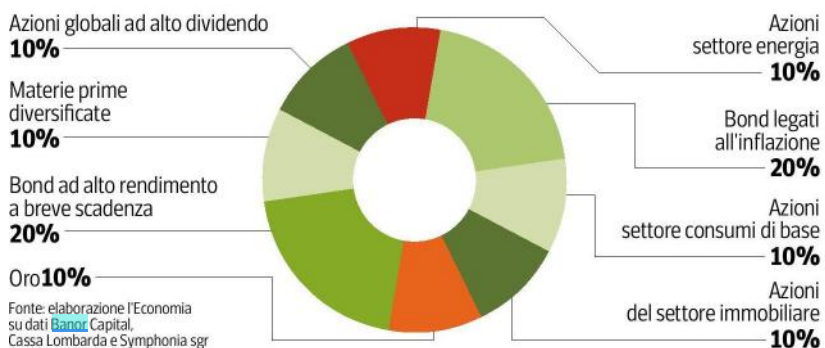
La messa a terra operativa passa per un «sottopeso della componente azionaria», suggerisce Marco Vailati, responsabile strategie e investimenti di Cassa Lombarda.

L'equity, secondo Schena, andrebbe ricalibrato su titoli ad alto dividendo e altri settori difensivi, come i consumi di base, con poco debito, alti ritorni sul capitale investito e una buona capacità di trasferire l'aumento dei prezzi sui consumatori finali.

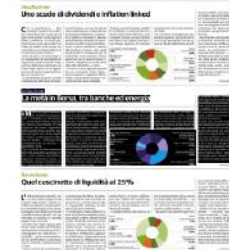
Per il gestore di Symphonia, uno scenario di questo tipo si prestereb-

be a essere interpretato con un approccio che gli addetti ai lavori definiscono *barbell*, cioè attrezzato per far fronte a due eventualità diverse per il prossimo scenario economico: un portafoglio per metà orientato a fronteggiare il rischio di una recessione e per l'altra metà volto a perseguire una protezione dall'inflazione.

Una strategia così impostata, spiega il gestore, dovrebbe combinare una componente di difesa del patrimonio e una di ricerca del rendimento. La componente a reddito fisso potrebbe ospitare — oltre alle obbligazioni *inflation linked* — anche bond ad alto rendimento, con scadenze brevi, ma anche bond societari molto «corti», meno sensibili all'aumento dei tassi attuato dalle banche centrali per contenere la spirale dei prezzi.



Data: 28.03.2022 Pag.: 31
 Size: 212 cm2 AVE: € 23956.00
 Tiratura:
 Diffusione:
 Lettori:



Inflazione

La metà in Borsa, tra banche ed energia

«**M**olti Paesi oggi marciano oltre i livelli di crescita potenziale. È fisiologico un rallentamento», ricorda Marco Vailati, responsabile ricerca e investimenti di Cassa Lombarda. Ma finché l'espansione dell'economia rimane positiva, spiegano gli esperti, non ci sono ragioni per mettere in discussione la dinamica dei profitti — JPMorgan stima un'espansione del 12% nel 2022 — e quindi delle borse.

«Se si esclude un deterioramento della crisi geopolitica, possiamo tornare a uno scenario pre-bellico», suggerisce Gianmarco Rania, responsabile azionario di Banor Capital —. Le azioni value, cicliche a buon mercato, dovrebbero sovraperformare il mondo growth, rappresentata dalla tecnologia».

Banche e assicurazioni. Titoli azionari legati alle materie prime, ener-

gia ma anche miniere aurifere. Viaggi e tempo libero, trasporti, destinati a riprendersi una volta archiviata definitivamente la pandemia. Ma anche azioni di società immobiliari quotate, come i Reit, real estate investment trust. Sono alcuni ingredienti essenziali della componente azionaria che, secondo gli esperti, potrebbe valere attorno al 50% di un portafoglio bilanciato con un profilo di rischio medio alto, a prova di inflazione, e con crescita positiva.

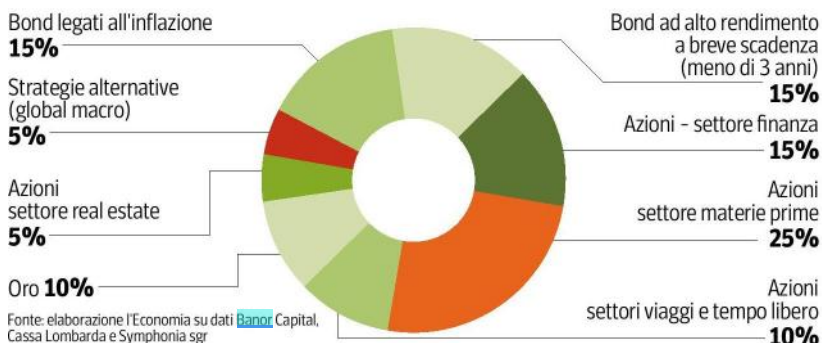
Sulla parte a reddito fisso — da sottopesare con una quota non superiore al 30 per cento, dice Rania, «la preferenza va accordata ad obbligazioni agganciate all'inflazione e titoli ad alto rendimento, ma con una bassa durata finanziaria, sotto i tre anni». E poi una scommessa va fatta sull'oro, con un 10 per cento circa. Il metallo giallo storicamente offre una buona

copertura contro la spirale dei prezzi.

«E in aggiunta — argomenta il gestore di Banor Capital — strategie alternative tipiche dei fondi hedge, ma disponibili anche nel formato dei fondi Ucits, come la global macro (sfrutta le inefficienze di mercato generate dai trend macroeconomici ndr), che tende a offrire un riscontro positivo in fasi come questa».

In ogni caso, secondo il manager, il 2022 alimenterà una forte dispersione nei risultati dei gestori, privilegiando chi opera una selezione attenta dei singoli titoli. E conclude con una notazione: «La tecnologia non è favorita dalla dinamica dei tassi. Se ci fosse un *sell-off* (vendita di proporzioni importanti ndr) sui colossi del tech, potrebbe trascinare tutto l'S&P500, dove i giganti della tecnologia, come Amazon, Tesla, Apple, hanno un peso preponderante».

P. Gad.



Ritaglio Stampa ad uso esclusivo del destinatario. Non riproducibile



Recessione

Quel cuscinetto di liquidità al 25%

L'inflazione fuori controllo, unita a una stretta troppo decisa da parte delle banche centrali, potrebbe precipitare la crescita globale in territorio negativo. Per adesso, la maggior parte degli esperti tende a escludere questa ipotesi, che rappresenta lo scenario in assoluto peggiore per i mercati.

Secondo uno studio appena pubblicato dagli analisti di JPMorgan, storicamente la recessione si è accompagnata a un crollo del 37% — in media — per le azioni europee e del 34% per l'S&P500. La fase negativa si è protratta mediamente per 12 mesi.

«In un contesto di questo genere, occorre giocare in difesa: la componente azionaria non dovrebbe superare il 15%», osserva Marco Vailati, responsabile strategia e investimenti di Cassa Lombarda.

Per Gianmarco Raina, di **Banor Capital**, la preferenza andrebbe accordata quindi a settori difensivi: titoli ad alto dividendo, telecom, farmaceutici, aziende del settore food&beverage, business regolamentati. «Possono funzionare bene anche le obbligazioni agganciate all'inflazione e potrebbe trovare spazio un po' di obbligazioni ad alto rendimento, selezionate con grande cura e con l'accortezza di mantenere le scadenze relativamente brevi e un focus sull'Europa», dice Vailati. Altri esperti suggeriscono una puntata sui bond societari di buona qualità, con scadenze più lunghe.

A completamento del paniere, un mix di materie prime, diviso a metà tra commodity diversificate — su cui si può ottenere esposizione anche attraverso prodotti d'investi-

mento a replica passiva — e oro.

«In questo caso andrebbe previsto un cuscinetto di liquidità, da quantificare nell'ordine del 20 o 25%», osserva Vailati. Una scelta che avrebbe una duplice funzione: stabilizzare le performance di portafoglio e rendere disponibili risorse da impiegare per un riposizionamento tattico, da attuare alle prime avvisaglie di una ripartenza.

«Parlare di uno scenario recessivo globale — conclude l'analista di Cassa Lombarda — oggi ha poco senso, se si esclude un deterioramento del contesto bellico, con conseguente allargamento del conflitto: dobbiamo ricordare che la crescita rimane ampiamente positiva. Il tasso di disoccupazione nella zona euro è ai minimi storici e gli Stati Uniti non sono distanti da un regime di piena occupazione».

P. Gad.

