



Newsletter I semestre 2022

I portafogli hanno chiuso il primo semestre con un risultato di gestione negativo. Il comparto Bilanciato ha registrato una performance di -11,22% e il comparto Obbligazionario Misto di -10,22%.

Riportiamo di seguito i commenti relativi ai comparti finanziari trasmessi dal gestore Amundi Asset Management.

Andamento dei mercati finanziari

Dopo il forte rimbalzo messo a segno dall'economia globale nel 2021 rispetto alla contrazione legata alla pandemia dell'anno precedente, il 2022 si era aperto con auspici di un ritorno graduale verso tassi di crescita più vicini al potenziale. Tuttavia, la combinazione dello scoppio delle ostilità in Ucraina e degli effetti economici della nuova recrudescenza pandemica in Cina ha contribuito ad una progressiva revisione al ribasso delle stime di crescita del PIL globale, sia per le aree avanzate che per quelle emergenti, con un conseguente rallentamento maggiore della crescita.

In base alle stime attuali, infatti, in termini reali il PIL mondiale dovrebbe far segnare un aumento del 3,2% rispetto al 6,2% dello scorso anno. La revisione verso tassi di crescita più modesti è per gran parte il frutto degli impatti diretti ed indiretti del conflitto in Ucraina, soprattutto per il tramite dell'aumento dell'inflazione che ha ridotto la forza della domanda per consumi e investimenti sia in termini di potere d'acquisto che in termini di fiducia.

Insieme al persistere di ostacoli alla catena produttiva, il sensibile aumento dei prezzi energetici e delle materie prime, nonché l'impennata dei prezzi nel settore alimentare hanno contribuito al forte incremento degli indici di crescita dei prezzi, sia alla produzione che al consumo. A livello globale le attuali attese per l'inflazione puntano infatti ad un 7,4% nel 2022, rispetto al 3,8% medio per l'intero 2021. Il contributo all'accelerazione dell'inflazione è destinato a giungere sia dalle aree avanzate, destinate a veder più che raddoppiato il tasso per quest'anno a 6,5% rispetto al 3% del 2021, sia da quelle emergenti, in sensibile aumento all'8,1%, dal 4,3% dell'anno precedente.

Dopo le poderose misure messe in campo sia dai governi che dalle banche centrali in termini di stimoli fiscali e monetari nel 2021, la prima parte di quest'anno ha visto un forte cambiamento di direzione del costo del denaro in presenza di politiche fiscali ancora generalmente di supporto ma in misura nettamente inferiore allo scorso anno. La Banca d'Inghilterra e successivamente la Federal Reserve americana hanno iniziato un ciclo di rialzi dei tassi, mentre la BCE si appresta a seguire la stessa direzione dopo aver chiuso anticipatamente gli stimoli monetari. La ragione è comune ed è legata alla necessità di contrastare le spinte al rialzo dell'inflazione, sorprendente sia in termini di persistenza che di intensità.

Tra le aree economiche sviluppate, fa eccezione la banca centrale giapponese ancora in fase di pieno allentamento monetario, in quanto alle prese con un quadro inflazionistico meno pressante e con un recupero economico ancora debole rispetto ai livelli pre-pandemici. I nuovi rischi legati ad un'inflazione troppo elevata hanno portato anche gran parte delle banche centrali dei paesi

emergenti a nuove misure di restrizione monetaria, sebbene alcune di esse avessero già mosso al rialzo i tassi lo scorso anno.

Le crescenti pressioni inflazionistiche, ulteriormente rafforzate dall'impatto della guerra Russia-Ucraina sui mercati delle materie prime e dalle preoccupazioni su nuove strozzature sull'offerta legate alle restrizioni in Cina, hanno spinto le banche centrali ad atteggiamenti più aggressivi, spingendo al rialzo i rendimenti governativi su tutte le curve dei paesi sviluppati, con impatto anche sui segmenti a spread, corporate ed emergenti, e sulle borse.

Sui mercati azionari, nei primi 5 mesi del semestre ha pesato soprattutto l'aggiustamento delle valutazioni e dei corsi all'inasprimento delle condizioni finanziarie a seguito delle azioni delle banche centrali. A ciò, nel mese di giugno, si è unito il timore di un rallentamento globale, esacerbato dai persistenti lockdown in Cina, con i connessi potenziali effetti negativi sulle catene di approvvigionamento e affiancato in Europa al rischio di una crisi energetica, e la preoccupazione per un peggioramento dei margini aziendali, con gli investitori che sono proiettati verso la pubblicazione dei risultati societari dei prossimi trimestri per avere maggiore visibilità sul futuro. Ciò ha determinato una accelerazione del calo delle quotazioni azionarie e un rafforzamento della rotazione settoriale dai ciclici/growth ai difensivi/value.

I mercati azionari hanno chiuso il primo semestre in negativo. L'indice MSCI World Net Total Return Index, in USD, ha perso il 20,5%, archiviando il peggior primo semestre dal 2009. A livello settoriale, unico settore positivo l'energetico. Con riferimento all'intensità del calo, i settori peggiori sono stati i semiconduttori, media & entertainment, il software e i consumi discrezionali; i settori meno deboli le telecomunicazioni, i servizi di pubblica utilità, i consumi di base e il farmaceutico. A livello di stili, il Value, pur se in calo, ha sovraperformato ampiamente il growth.

Il dollaro ha evidenziato un apprezzamento generalizzato, in risposta alla maggiore resilienza dell'economia USA e all'ampliamento dei differenziali di tassi rispetto alle altre aree. Le quotazioni del dollaro contro Euro sono passate da 1,14 di fine 2021 a 1,05 di fine giugno.

Prospettive e strategie del gestore per il II semestre

La direzione di inflazione e politiche monetarie guida i mercati finanziari in un contesto di maggiori rischi stagflazionistici. L'Europa è più esposta ad un marcato rallentamento della crescita dovuto ad un calo di consumi e investimenti (causa crisi energetica) che invece sono robusti in USA, sebbene l'azione restrittiva della Federal Reserve stia aumentando i rischi di recessione nel 2023. L'inflazione non ha ancora raggiunto il picco e ha driver diversi tra Europa (shock energetico) e USA (ove guida la domanda). Ciò differenzia gli spazi di manovra, più ampi per la Federal Reserve, minori per la BCE, alle prese con l'inefficacia delle politiche monetarie quando sui prezzi agiscono shock esterni e la necessità di evitare il rischio frammentazione dell'Eurozona. Le banche centrali si trovano quindi strette tra inflazione e rischio recessione. Quando l'inflazione avrà raggiunto il picco e gli investitori si concentreranno sul tema della crescita, le banche centrali probabilmente si fermeranno senza portare a termine il ciclo di rialzi inizialmente previsto.

Secondo il Gestore *"in questo contesto manteniamo un assetto relativamente prudente e ribadiamo che non è il momento di aumentare i rischi, sebbene la correzione dei mercati sia piuttosto avanzata"*. Si è



leggermente cauti sulle azioni, in particolare in Europa, più impattata dalla guerra e dalle conseguenze dell'inflazione su domanda e utili aziendali; si conferma la preferenza per gli USA (che godono di consumi e mercato del lavoro robusti) e si è più positivi sulla Cina, maggiormente isolata dai paesi sviluppati e sostenuta da politiche di stimolo e riapertura dell'economia. I rialzi corposi dei rendimenti e i crescenti rischi sulla crescita sono alla base della decisione di portare la duration in prossimità della neutralità, dopo un prolungato sottopeso nel semestre. Si è relativamente meno costruttivi sull'Italia, data la volatilità sui rendimenti di mercato, ma si attende che la BCE fornisca dettagli sul nuovo strumento di politica monetaria finalizzato ad evitare il rischio frammentazione dell'Eurozona. Il posizionamento sul debito Emergente è stato ricondotto verso la neutralità, data la maggiore vulnerabilità dell'area alla politica restrittiva della FED. All'interno del debito societario, si è costruttivi sul segmento investment grade in USA (utili resilienti, consumi robusti, fondamentali aziendali solidi); si rimane prudenti sul segmento high yield, alla luce dei rischi di allargamento degli spread e di aumento dei default Valute: si è positivi su dollaro (ampio differenziale dei tassi a suo favore) e franco svizzero (funzione di hedge) verso l'Euro. Confermata la diversificazione a favore delle materie prime. I principali rischi di scenario sono la recessione economica e gli utili aziendali.

Il risultato assoluto della gestione finanziaria è stato indebolito sia dall'azionario che dall'obbligazionario, in scia ai movimenti degli indici dei mercati di riferimento. Nella componente azionaria, a livello geografico detrattore principale la posizione su USA, a seguire Europa, Giappone e in ultimo Emergenti. Nella componente obbligazionaria, più debole il segmento corporate rispetto al governativo.

In termini relativi, sul segmento azionario europeo, di supporto soprattutto l'allocazione settoriale; positiva, ma con intensità inferiore la selezione. I contributi positivi sono stati accumulati soprattutto nel primo trimestre. Nello specifico, a livello settoriale, di supporto soprattutto la sovraesposizione media ai settori materie di base e servizi di pubblica utilità e la sottoesposizione ai finanziari e al real estate; negativi il sovrappeso medio sugli industriali e il sottopeso su farmaceutici e servizi di comunicazione. Con riferimento alla selezione, di supporto soprattutto dalle scelte nei settori materie di base e servizi di pubblica utilità; negative ma di intensità inferiore le scelte nei settori tecnologia, consumi di base e finanziari.

Sul segmento obbligazionario, penalizzante la sovraesposizione ai titoli di Stato italiani e ai corporate IG euro. Di supporto l'esposizione ai titoli legati all'inflazione di USA e Giappone.