

PORTAFOGLI L'economia globale è avviata verso una profonda recessione, un atterraggio morbido o una veloce ripresa? Gli analisti si dividono. Ecco come impostare i vostri investimenti in base ai tre scenari possibili

Allacciare le cinture?

di Paola Valentini

I mercati Toro, secondo il famoso gestore di Wall Street, John Templeton, «nascono nel pessimismo, crescono nello scetticismo, maturano nell'ottimismo e muoiono nell'euforia». Comprare azioni nelle fasi di massima sfiducia era quindi il mantra di Templeton, che mise in pratica questa strategia con successo negli anni '30. La storia è stata piena di episodi anche recenti (crisi del 2008, Covid nel marzo 2020) che hanno dato ragione al gestore Usa. E da ultimo il rally in atto da ottobre 2022 è un'ulteriore conferma: un anno fa gli investitori avevano una visione molto negativa a causa dell'aumento repentino dei tassi dopo oltre un decennio di denaro facile per domare l'inflazione esplosa all'improvviso. In quel momento i mercati avevano toccato i minimi per poi innescare un rialzo che prosegue tuttora. Da ottobre 2022 il Ftse Mib italiano è salito del 42%, l'Eurostoxx 50 europeo del 28% e negli Usa l'S&P ha fatto il 23%. Il rally, iniziato sull'onda del pessimismo, è poi proseguito tra lo scetticismo generale, perché molti operatori non credevano che la Fed avrebbe alzato i tassi tanto quanto affermava di voler fare, e il fallimento delle banche regionali Usa a febbraio aveva alimentato questa convinzione. Poi l'umore è migliorato grazie

anche al crescente entusiasmo degli investitori per le applicazioni di Intelligenza Artificiale come ChatGpt, il chatbot interattivo lanciato a novembre 2022: non a caso i titoli delle grandi aziende Usa del comparto tech hanno ripreso a salire in primavera. E in seguito il rialzo si è esteso ad altri settori, come quello delle banche sostenute dall'aumento dei tassi. Data la resistenza dimostrata dalla crescita nel corso dell'estate, gli investitori sono diventati ancora più ottimisti. «Con il rally dei mercati azionari, è aumentata la fiducia ed è diminuita la volatilità. Un mercato che fino a inizio anno era ossessionato dal rischio di recessione sembra esserselo rapidamente lasciato alle spalle», ricordano Tom Nelson e Miles Sampson, analisti di Franklin Templeton.

Come afferma anche Alessandro Fugnoli, strategist di Kairos, nel suo ultimo report sui mercati (Il Rosso e il Nero): «I mercati, lungo questo ciclo di stretta monetaria, hanno vissuto la Fed prima come un falco sanguinario, che avrebbe provocato una seria recessione già nella seconda metà del 2022, e poi, quest'anno, come un falco debole, che ai primi segni di rallentamento avrebbe abbassato i tassi. Questa Fed, che si vive come un falco attento e benevolo, si troverà di fronte un mercato sovraeccitato che sta tornando a vivere la Fed come un falco san-



guinario che non vede i numerosi rischi che si profilano all'orizzonte e che, in un contesto di posizionamento ancora rialzista, rendono complicato il cammino di azioni e bond nelle prossime settimane».

Infatti per ora il peso dell'equity nei portafogli non è sceso, anzi, nonostante il premio per il rischio azionario, ovvero il premio extra per compensare il rischio di detenere azioni invece che obbligazioni, sia dell'1,7%, più basso rispetto ai massimi di inizio 2022, prima della correzione dei mercati. Dal sondaggio globale di BofA di settembre emerge che l'esposizione alle azioni dei grandi gestori oggi è la più alta da 17 mesi. Un ottimismo sostenuto dalle attese sui

tagli dei tassi, spiega BofA, anche se le previsioni sulla crescita globale restano pessimistiche con il 53% che prevede un'economia più debole nei prossimi 12 mesi e anche se la Fed nella riunione del 20 settembre ha lasciato la porta a aperta a un nuovo ultimo rialzo entro fine 2023, mossa alla quale però diversi gestori oggi non credono.

Avvertono Nelson e Sampson: «Cercare di correre con i mercati toro attuali secondo noi com-

porta un rischio. Dai prezzi degli asset si deduce che la crescita ciclica non si limiterà a restare positiva, ma nei prossimi mesi avrà un'accelerazione anche superiore a quella tendenziale. Da parte nostra lo riteniamo improbabile, considerando che diverse banche centrali sono ancora restrittive e il momentum della crescita ciclica, a parte i prezzi degli asset, resta sottotono». Per Fugnoli sono cinque i rischi da tenere in considerazione da

qui a fine anno: ulteriore au-

mento del prezzo del petrolio, sciopero del settore automobilistico americano che «se prolungato, può pesare parecchio sul pil annualizzato del quarto trimestre, con il rischio teorico di provocarne il segno negativo», lo shutdown, ovvero la chiusura delle attività della pubblica amministrazione Usa, dal primo ottobre (si tratta del caso in cui i fondi raccolti dal Tesoro non possono essere spesi, perché il Congresso non li ha allocati), la fine imminente della moratoria sui prestiti universitari e un nuovo rialzo dell'inflazione «quello che pensano i componenti della Fed». La banca centrale il 20 settembre ha alzato le stime per tutti i tipi di inflazione da qui alla fine dell'anno ma ha tenuto per la seconda volta i tassi fermi al 5,25-5,5% dopo i dieci rialzi per un totale di 525 punti base dal marzo 2020 non escludendo un ultimo aumento entro dicembre (anche se ha previsto minori tagli rispetto alle indicazioni passate per il 2024 e 2025). Grandi case di investimento, però, come Ubs e Goldman Sachs continuano a pensare che la Fed non alzerà più i tassi. Una politica attendista, quella della banca centrale, che si riflette anche nelle opinioni dei money manager e degli analisti oggi divisi sulle tre ipotesi di andamento dell'economia Usa: hard landing, letteralmente atterraggio duro ovvero recessione, soft landing, crescita debole, e no landing, cioè continua crescita, scenario, quest'ultimo, che si fa sempre più strada. La Fed stima ora che il pil statunitense registri un +2,1% nel 2023, lo stesso livello segnato nel 2022, mentre tre mesi fa prevedeva un rial-



zo dell'1%. Nel secondo trimestre l'economia americana ha fatto +2,1% e +2% nel primo. Dal sondaggio di BofA emerge che oggi il 64% prevede un soft landing, l'11% un no landing e il 21% un hard landing.

«**Ci troveremmo** in uno scenario di soft landing se la Fed riuscisse ad abbassare l'inflazione senza far aumentare la disoccupazione o causare una recessione. Invece, un no landing si configurerebbe se l'economia continuasse a crescere indipendentemente dal risultato della politica della Fed», spiega Nicola Maino, responsabile degli investimenti di Valori Asset Management. «Sebbene sembra che ad oggi la Fed abbia fatto un buon lavoro nel pilotare l'economia in un soft landing, bisogna mantenere un atteggiamento prudente. Infatti storicamente sono rari i casi in cui il soft landing è durato a lungo senza trasformarsi in un hard landing. Inoltre oggi il ciclo globale è vulnerabile anche a causa del forte rallentamento in atto in Cina legato allo scoppio della bolla immobiliare e l'Europa è ancora ostaggio del

conflitto Russia-Ucraina ed è esposta al rischio di un rialzo dei prezzi dell'energia. Il mercato del lavoro è la variabile chiave per capire se l'attuale soft landing possa tramutarsi in un hard landing con la conseguente necessità di implementare un cambio di asset allocation», aggiunge Maino che ha elaborato tre portafogli con strumenti e asset class che possono risultare più efficaci in ciascuno dei tre diversi scenari (tabella in pagina). A partire dal soft landing, l'ipotesi della Fed.

Soft landing. «Nel complesso la Fed ha continuato a indicare un atterraggio morbido, con alcune sfide strutturali che manterranno l'inflazione sopra il suo obiettivo del 2% fino al 2026, e ha delineato una prospettiva più aggressiva», perché ha segnalato che i tassi devono restare restrittivi più a lungo, osserva Marvin Loh, strategist di State Street. Anche Pimco si focalizza sulla narrativa del soft landing della Fed dopo che, come accennato, la banca centrale presieduta da Jerome Powell ha raddoppiato le previsioni di crescita del pil 2023 dall'1,1% al 2,1%, migliorando le attese per il 2024 dall'1,1% all'1,5%: «Storicamente, quando i tassi sono aumentati così tanto e così rapidamente per riportare l'inflazione all'obiettivo del 2%, l'economia tende a cadere in recessione. Fino ad oggi, i funzionari della Fed hanno implicitamente ammesso questo fatto, prevedendo un aumento del tasso di disoccupazione storicamente associato alla recessione. Tuttavia, con queste nuove previsioni, la Fed ha dimostrato la propria convinzione che questa volta sia una situazione differente», nota Tiffany Wilding, economista di Pimco.

Hard landing. La Fed sembra dunque fiduciosa in un atterraggio morbido, ma Pimco vede dei rischi. «Sebbene il presidente Powell abbia sottolineato gli sviluppi positivi sia sul fronte dell'offerta, con l'allentamento delle complicazioni e delle restrizioni legate alla pandemia, sia sul fronte del riequilibrio del mercato del lavoro, le previsioni della Fed per il 2024 appaiono improbabili nel contesto storico. In un campione di 140 cicli di rialzo negli ultimi 70 anni dei



mercati sviluppati, una recessione è seguita a un ciclo di rialzo dei tassi nel 75% dei casi, percentuale che sale al 90% per i cicli caratterizzati da un'inflazione elevata al momento dell'inizio del rialzo. Un atterraggio morbido per l'economia Usa è possibile, ma i rischi di recessione sono ancora elevati. I miglioramenti della catena di approvvigionamento dopo la pandemia dovrebbero continuare a moderare l'inflazione, ma i mercati del lavoro rigidi e la vischiosità dei salari potrebbero esercitare una pressione inflazionistica in assenza di un boom della produttività», spiega Wilding. Dagli anni '50, come emerge da una analisi di Clearbridge (*tabella in pagina*) l'inizio di una recessione ha avuto luogo 23 mesi dopo il primo rialzo di un ciclo restrittivo persistente. «Considerando il ritardo con cui la Fed è entrata nell'attuale fase di

rialzi, con un'inflazione quasi a due cifre e un tasso allo 0%, è comprensibile che gli elementi che favoriscono un rallentamento abbiano bisogno di più tempo per consolidarsi», affermano Jeffrey Schulze e Josh Jamner, money manager di Clearbridge.

No landing. Non solo l'econo-

mia americana non è andata in recessione, ma negli ultimi tempi ha ripreso a crescere. E questo l'assunto da cui partono i sostenitori del no landing. «Gli ultimi dati a disposizione suggeriscono addirittura un'accelerazione nel terzo trimestre, mentre l'inflazione è in rallentamento. Di fronte a dati che contraddi-

dicono le previsioni più pessimistiche per l'economia americana, un numero sempre maggio-

re di analisti oggi propone scenari di soft landing o di no landing, ipotesi quest'ultima che fino a qualche mese fa sembrava pazzesca», afferma Alessandro Tentori, capo degli investimenti di Axa Im Italia. Senza dimentica-

re che il 2024 è un anno di elezioni presidenziali negli Usa: «La Fed non cerca attivamente una recessione. Ha una maggioranza, vicina ai Democratici, che vorrebbe evitare di complicare troppo la vita a Biden in questa fase, che è già pre-elettorale», conclude Fugnoli. (riproduzione riservata)



I PORTAFOGLI CON L'HARD, IL SOFT E IL NO LANDING

Fondi, Etf e titoli più adatti nelle tre ipotesi di andamento dell'economia americana

	Atterraggio duro (Hard Landing)	Atterraggio morbido (Soft Landing)	Nessuna recessione (No Landing)
	Scenario di deciso rallentamento dell'economia caratterizzato da una fase recessiva acuta	L'economia entra in una fase di rallentamento senza cadere in fase recessiva	L'economia cresce nonostante le politiche monetarie restrittive
Obbligazionario	In uno scenario recessivo è ragionevole attendersi la fine delle politiche monetarie restrittive, con un conseguente brusco calo dei tassi. Cogliere quest'opportunità aumentando sensibilmente la duration prediligendo governativi core	Il ciclo dei rialzi delle banche centrali si avvia alla conclusione: posizionare il portafoglio nella parte centrale, inserendo inoltre una componente Investment grade e mantenendo un approccio più possibile flessibile	Cautela su duration e governativi, prediligere esposizione fixed income tramite il credito (il debito subordinato corporate e finanziario offrirebbe rendimenti interessanti)
Strumenti	Bund (scadenza 2043), Ishares Euro Gov. 15-30 anni Etf	Ishares Core Euro Corp Bond Etf, Valori Global Flexible bond	Valori Subordinated Debt Fund
Azionario	Preferenza per settori difensivi che possono proteggere il portafoglio in questa fase (consumer staples, health care) e aziende big cap ad alto dividendo	Preferenza per l'azionario Usa rispetto a quello Europeo, dove esiste un rischio di rallentamento più marcato rispetto agli Stati Uniti. Anche l'azionario giapponese in questo scenario di mercato potrebbe avere una performance positiva	Preferenza per l'azionario Usa rispetto a quello europeo e in particolare l'equity growth in Usa. Anche l'azionario emergente (Cina) potrebbe avere una performance positiva in uno scenario di no landing.
Strumenti	iShares Msci Europe Consumer Staples Sector Etf, iShares S&P 500 Health Care Sector Etf, Lapis Global Top 50 Dividend Yield Fund	Ishares S&P 500 Value Etf, Amundi Jpx-Nikkei 400 Etf	iShares S&P 500 Consumer Discretionary Sec. Etf, iShares S&P 500 Information Technology Sec. Etf, Lyxor Msci China Ucifs Etf
Valute e commodities	In questo scenario una porzione del portafoglio investita in oro potrebbe offrire una buona protezione	In uno scenario di rallentamento inseriamo una componente legata al petrolio, considerando la recente fase di resilienza	In uno scenario di crescita globale dell'economia potrebbe essere interessante inserire in portafoglio una componente legata alle commodities
Strumenti	Wisdomtree Physical Gold Etf	Wti Crude Oil Etf	WisdomTree Copper Etf, Amundi Bloomberg Equal-weight Commodity ex-Agriculture Etf



L'INIZIO DELLA RECESSIONE DOPO IL PRIMO RIALZO DEI TASSI

Dopo quanto tempo in passato è iniziata la recessione negli Usa dall'avvio della politica restrittiva della Fed

Inizio del ciclo di rialzi	Inizio della recessione	Recessione entro 3,5 anni?	Durata del ciclo rialzista (mesi)
Novembre 1958	Aprile 1960	SI	17
Luglio 1963	Dicembre 1969	No	76
Novembre 1968	Dicembre 1969	SI	12
Gennaio 1973	Novembre 1973	SI	9
Agosto 1977	Gennaio 1980	SI	29
Agosto 1980	Luglio 1981	SI	11
Marzo 1984	Luglio 1990	No	75
Marzo 1988	Luglio 1990	SI	27
Febbraio 1994	Marzo 2001	No	85
Giugno 1999	Marzo 2001	SI	20
Giugno 2004	Dicembre 2007	SI	41
Dicembre 2016	Febbraio 2020	SI	38
		Media totale	37
		Media nei casi di recessione entro 3,5 anni	23

Fonte: elaborazione Clearbridge Investments su dati Factset

Withub

