



Strada sterrata

Covid, inflazione e tassi sono i temi con i quali si è aperto il 2022 e che sembrano destinati a condizionare molto l'andamento dei mercati quest'anno. Servirà molta prudenza su un terreno che nasconde alcuni pericoli e insidie, ma che può offrire anche diverse opportunità. D'altronde, una strada sterrata è lenta, polverosa e impone una certa cautela. Ma, se la si sa percorrere, può regalare molta soddisfazione.

La potenza è nulla senza il controllo, recitava un famoso slogan di una marca di pneumatici. E l'inizio di questo 2022 fa presagire un andamento in cui cercare di mantenere il controllo della situazione e non lasciarsi sopraffare sarà fondamentale. Con un occhio sempre attento alle opportunità.

Covid, inflazione, tassi: sono tanti gli ostacoli che ci appaiono sulla nostra strada. Andiamo con ordine, partiamo dal virus e da quelle che sembrano essere le notizie positive, seppur in un contesto di emergenza sanitaria. Gli sviluppi registrati nelle ultime settimane sono stati

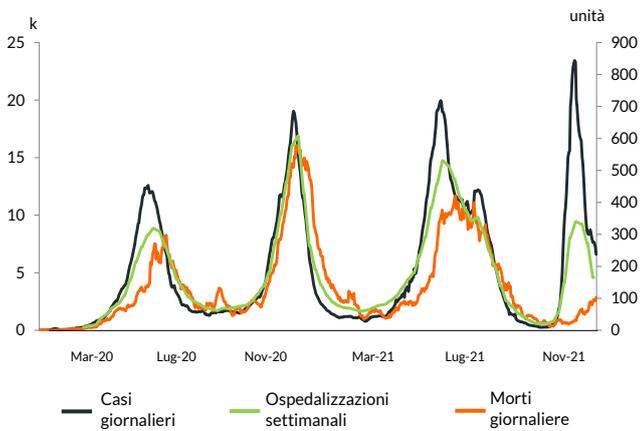
significativi e hanno consolidato l'idea che la variante Omicron possa rappresentare la tanto attesa luce in fondo al tunnel per la pandemia, non il rischio estremo come forse si pensava nel 2021. **L'analisi della letteratura pertinente e le ricerche empiriche suggeriscono infatti che il virus stia diventando endemico**, ovvero si stia adattando alla popolazione umana, producendo sintomi più benigni a fronte di una maggiore contagiosità. Sudafrica, luogo di insorgenza di Omicron, ma anche Londra e New York: la dinamica di ospedalizzazioni e decessi conferma la minore pericolosità della nuova variante, e anche i contagi hanno imboccato un trend di

netta discesa (si veda il **Grafico 1**).

Se a questo si unisce il prosieguo della campagna vaccinale e l'arrivo di farmaci per il trattamento della malattia, si può dire che il passo da pandemia a endemia non sarà stato breve, ma che la strada sembra essere quella giusta.

Grafico 1

Covid: l'andamento di casi, ospedalizzazioni e decessi in Sud Africa



Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research. A sinistra, le migliaia sono riferite a casi e ospedalizzazioni. I decessi sono espressi a destra, in unità

Complicato inizio, ma grande finale. In questo inizio d'anno più che mai è importante tenere le mani sul manubrio, perché qualche buca si è già presentata. L'evoluzione di cui abbiamo scritto avrà implicazioni importanti per la crescita. Il **Pil globale per il 2022 si dovrebbe attestare al 4,3%**, con sfumature diverse da trimestre a trimestre. Ci aspettiamo maggiore volatilità con un forte rallentamento nei primi tre mesi dell'anno, un deciso rimbalzo nel secondo trimestre e una stabilizzazione su livelli superiori al potenziale nella seconda metà dell'anno. Se prendiamo ad esempio il nostro scenario per Stati Uniti e Area Euro, le previsioni per la crescita del primo trimestre sono state riviste al ribasso, quelle relative ai trimestri successivi al rialzo.

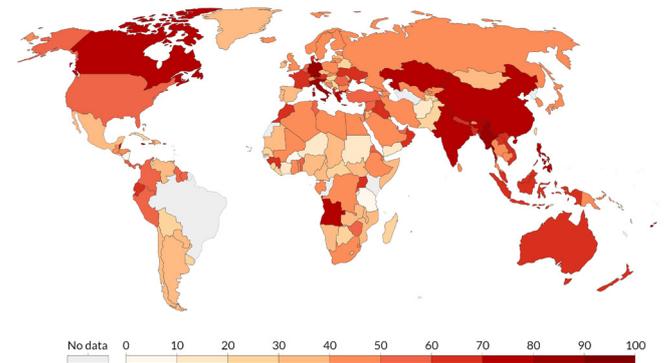
Le difficoltà dei primi tre mesi non sono ancora certificate dai dati ufficiali, ma se è vero che il virus sembra star perdendo forza, l'aumento delle restrizioni fotografato dall'Oxford Stringency Index* (si veda il **Grafico 2**), continuerà a pesare sulla fiducia di famiglie e imprese, condizionando le scelte di consumo e investimento.

L'aspettativa di un rimbalzo nel secondo trimestre è in linea con le dinamiche registrate durante le altre ondate: ad esempio, le vendite al dettaglio sono crollate all'aggravarsi dell'emergenza sanitaria, per poi prendere rapidamente quota.

Nel secondo semestre, la crescita dovrebbe restare saldamente sopra potenziale, seppur in decelerazione: l'attenuazione delle preoccupazioni per la pandemia e la prospettiva di un pieno ritorno alla normalità dovrebbero spingere le famiglie a utilizzare una parte dei risparmi accumulati durante la crisi e incentivare le imprese ad investire.

Grafico 2

Restrizioni e misure anti-Covid nel mondo



Fonte: Covid Stringency Index, gennaio 2021. *L'indice è una misura composta basata su nove indicatori, tra cui chiusure di scuole, di posti di lavoro e divieti di viaggio, ridimensionate a un valore da 0 a 100.

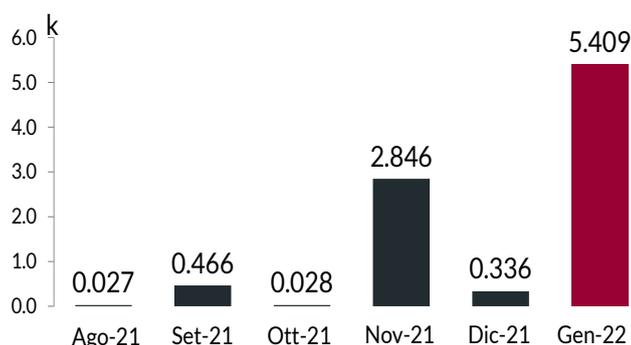
Fronte inflazione, il team di Investment Research & Advisory pensa che l'evoluzione pandemica avrà due impatti. Primo: **alzare il picco del primo trimestre negli Stati Uniti** (in Area Euro, il contributo degli effetti base sull'energia resta dominante); **secondo, rallentare il ritorno verso i livelli pre-Covid nel secondo semestre**, per l'accelerazione dell'inflazione sulla componente servizi. Più in dettaglio, l'aumento delle pressioni nel breve termine si giustifica con il probabile rallentamento del processo di ridimensionamento dei malfunzionamenti dal lato dell'offerta e il possibile aumento dei salari negli Stati Uniti. Basti guardare uno tra i fattori più importanti nel frenare il recupero dell'offerta di lavoro, ossia il numero di scuole chiuse da inizio 2022 (come si può facilmente notare nel **Grafico 3** alla pagina seguente). Gli sviluppi su questo fronte dovranno essere monitorati con attenzione anche nel secondo semestre: se l'offerta di lavoro non dovesse recuperare il terreno perso, in un contesto di solidità della domanda le pressioni sui salari potrebbero intensificarsi e la Fed potrebbe essere costretta a reagire.

Per quanto riguarda la **politica monetaria**, il tema dei tassi è, senza ombra di dubbio, il tema dell'anno e a cui fare maggiormente attenzione. Le banche centrali, specialmente la Federal Reserve, hanno manifestato un

orientamento più aggressivo nel quarto trimestre, e gli investitori hanno progressivamente prezzato una rimozione più rapida degli stimoli monetari. **Ci aspettiamo quattro rialzi da parte della Fed nel 2022** e l'annuncio del processo di restrizione del bilancio nel secondo trimestre, con avvio nel terzo. Non dovrebbe, invece, essere modificato il livello del terminal rate (2,5% da giugno 2019), a meno che le pressioni salariali e la shelter inflation continuino ad aumentare: in questo caso, la Fed potrebbe adottare un orientamento più aggressivo e il rischio di un errore di politica monetaria aumenterebbe. Lato **BCE**, a fine 2021 è stato dichiarato un orientamento meno accomodante e il focus sui rischi al rialzo per l'inflazione derivanti dall'andamento dei prezzi dell'energia. Durante la conferenza stampa seguita al meeting di febbraio, la BCE ha ulteriormente rafforzato le aspettative di normalizzazione della politica monetaria, alludendo a un'imminente revisione della strategia.

Grafico 3

USA: interruzioni scolastiche in aumento



Fonte: Burbio, ANIMA Research.

In Cina, la **PBoC** ha iniziato a potenziare gli stimoli e ci aspettiamo ulteriori interventi, concentrati nel primo trimestre per evitare che la divergenza rispetto alle scelte della Fed si accentui e condizioni flussi di capitale e cambio.

In questo contesto, è probabile che i tassi reali si stabilizzino nel breve periodo, complice il peggioramento del flusso di dati, ma riprendano a salire quando si sconterà la riaccelerazione dell'economia, potenzialmente contribuendo a innescare una correzione sulle attività rischiose. Per tutti questi motivi, **potrebbe essere giunto il momento di modificare il modo in cui si opera sui mercati azionari**, riducendo l'esposizione ai costosi

settori di crescita a beneficio di comparti ciclici, soprattutto quelli orientati verso i titoli Value con valutazioni interessanti. L'esposizione al rischio tasso resta prudente e il giudizio sul dollaro tatticamente costruttivo, ma strategicamente neutrale.

Mercati obbligazionari

BTP: neutralità ottimista

Sui mercati obbligazionari, come scritto, c'è certamente una tendenza rialzista dei tassi per la quale è opportuno confermare una strategia di sottopeso di duration, ma non eccessivo, visti i livelli raggiunti e i flussi derivanti dalle necessità d'investimento delle liquidità di molti operatori. Oggi l'aggressività delle banche centrali è scontata, ma basterà che si materializzi qualche rischio perché si faccia strada una certa prudenza nello stimare le ripercussioni di medio termine della stretta monetaria. Alla luce delle considerazioni fatte, la view sui governativi core resta negativa.

Il giudizio sui BTP si mantiene neutrale con un approccio costruttivo, dovuto anche alla conferma di Sergio Mattarella a Presidente della Repubblica. L'approccio al mondo del credito è contraddistinto dalla selettività e dalla ricerca di opportunità fra le fasce di rating più basse.

Per quanto riguarda le obbligazioni societarie, riteniamo che gli spread debbano incorporare tutte le incertezze del periodo. In ogni caso, un'eventuale correzione sarebbe da considerare come un'opportunità d'acquisto. Capitolo valute: sul dollaro restiamo tatticamente costruttivi, ma strategicamente neutrali, poiché prevediamo che la forza della divisa statunitense inizierà a svanire entro la fine del primo semestre.

Mercati azionari

Europa: preferenza per energia e materials

A livello di posizionamento, nei fondi azionari europei, la view si porta da positiva a neutrale. Preferenza per i settori legati all'energia e ai materials, e in misura minore i bancari, che potrebbero beneficiare di un rialzo dei tassi in una prima fase, ma che successivamente potrebbero risentire di un rallentamento dell'economia. Ridotta, invece, l'esposizione alla tecnologia.

Italia: alcune conferme

Anche per quanto riguarda i fondi azionari italiani la view si porta a neutrale. I portafogli, comunque, non hanno subito particolari variazioni e hanno mostrato una buona tenuta di fronte alla maggiore volatilità grazie al forte sottopeso sui segmenti di mercato più cari (in

particolare mid e small cap). Manteniamo il sovrappeso su finanziari ed energia, con quest'ultimo in riduzione.

USA: opportunità dai difensivi

Nei portafogli dei fondi focalizzati sul mercato azionario americano il posizionamento continua ad essere bilanciato in termini settoriali (ciclici/difensivi) e di stile (value/growth). Per quanto riguarda le società ad alta crescita, sono preferite le large cap, mentre si preferisce evitare le società con valutazioni più elevate, come quelle a piccola capitalizzazione e non profittevoli. Tra i ciclici sono interessanti i consumi discrezionali e l'energy, ma è soprattutto tra i difensivi che si riscontrano le migliori opportunità, alla luce dei fondamentali e soprattutto di valutazioni estremamente convenienti (consumer staples e pharma in particolare).

Emergenti: la Cina fa corsa a sé

Per quanto riguarda i paesi emergenti, il livello di investito è sceso nel corso del mese alla luce dei rischi sul fronte inflattivo a livello globale e del conseguente orientamento meno accomodante delle banche centrali. Confermata la preferenza per la Cina, in virtù di politiche monetarie più espansive e di un approccio meno restrittivo sul fronte regolamentare e di una politica fiscale più espansiva, soprattutto a beneficio dei consumi. Infine, le tensioni geopolitiche ci portano a ridurre la Russia, con eccezione per il settore energy. Ridotta l'esposizione di India e Taiwan (valutazioni care per entrambe).

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.