



- **Persistono i timori inflazionistici**
- **Avvio volatile per l'anno d'investimento 2022**
- **Attese per il 2022: è tempo di previsioni**

Persistono i timori inflazionistici

A dicembre, la situazione sul mercato del lavoro USA ha continuato a migliorare. Il tasso di disoccupazione si attesta al 3,9%, contro il 3,5% circa del periodo pre-pandemia, ma le restrizioni imposte ai contatti interpersonali l'avevano fatto lievitare per un breve periodo fino al 14,5%. Attualmente, quindi, l'economia statunitense si muove verso la piena occupazione. Alla luce dei mercati del lavoro forti e della pressione inflazionistica degli scorsi mesi, la banca centrale americana programmerà diversi interventi sui tassi. Ci si aspetta un primo aumento già a marzo, seguito a breve da altri giri di vite. Entro fine anno i tassi di riferimento negli USA dovrebbero salire da zero a poco sotto l'1%. Che i decision maker della Fed comincino a inquietarsi per la fiammata inflazionistica, finora classificata come «temporanea», traspare dai verbali delle riunioni pubblicati di recente.

Anche nell'Eurozona il dato riferito a dicembre 2021 evidenzia un rincaro del 5% rispetto allo stesso mese del 2020. Mettendo a confronto i due mesi di novembre emerge un'inflazione lievemente inferiore, pari al 4,9%. Anche in Europa, quindi, l'attuale impulso inflazionistico non si sta ancora affievolendo. I valori registrati nel Vecchio continente non sono di molto inferiori all'elevato 6,8% raggiunto a novembre negli USA. Il fatto che la BCE, diversamente dalla Fed, non abbia finora preannunciato alcun inasprimento della propria politica monetaria potrebbe destare perplessità e attrarre aspre critiche da parte di alcuni circa l'approccio permissivo di Francoforte.

Avvio volatile per l'anno d'investimento 2022

Sui mercati azionari si è avuto un esordio d'anno eterogeneo. L'annunciata ondata di Omicron sta dilagando in molti paesi sviluppati e mette a rischio settori critici nell'ambito dei servizi primari. Si spera però che, oltre al pesante carico di sofferenza, Omicron porti in dote anche un'ampia immunità di base della

popolazione. Se così fosse saremmo nettamente più vicini all'uscita definitiva dalla pandemia.

Le minacce di escalation in Ucraina e i disordini in Kazakistan fanno sì che in molte classifiche dei rischi stilate dagli investitori professionali primeggi la condotta «interventista», se non addirittura aggressiva, assunta dalla Russia. Dopo che l'UE e la Nato, forse con troppa precipitazione, hanno rivelato che un'eventuale invasione dell'Ucraina non comporterà per Mosca la necessità di affrontare militarmente truppe dell'Alleanza Atlantica, Putin è libero di valutare la scelta bellica solo sotto il profilo dell'opportunità economica. E non è chiaro, alla luce delle profonde dipendenze reciproche, quale sia l'effettivo potenziale deterrente delle sanzioni economiche prospettate. In ogni caso, se anche la decisione di attaccare fosse già presa da tempo, la Russia porterebbe avanti fino all'ultimo minuto i colloqui diplomatici. Il detto «in amore e in guerra tutto è permesso», spesso ascritto a Napoleone, resta purtroppo valido anche ai giorni nostri. Almeno per quanto riguarda la guerra.

Attese per il 2022: è tempo di previsioni

Le previsioni hanno sempre un ampio margine di incertezza, non solo in tempi di pandemia, ma possono fornirci un indirizzo generale per lo scenario che al momento riteniamo il più probabile. Per il 2022, le condizioni in ambito azionario restano positive. Nelle diverse regioni i margini di utile hanno registrato una vigorosa ripresa e negli USA hanno perfino superato il livello pre-crisi: su questo fronte, prevediamo quindi un appiattirsi della dinamica; un ulteriore incremento degli utili potrebbe però scaturire dai fatturati in aumento. Riteniamo invece quasi esaurita la spinta verso l'alto delle valutazioni azionarie, già elevate in ottica storica e suscettibili di andare sotto pressione in seguito a una stretta delle politiche monetarie. In linea di principio, pertanto, prevediamo per le azioni un anno mediamente positivo, ma non eccezionale.

Per chi preferisce dati quantitativi, abbiamo definito per il 2022 le seguenti previsioni relative a mercati azionari e divise:

Mercati azionari e divise (indici di prezzo, ovvero senza ricavi da dividendi)

- SMI: 13 600
- EuroStoxx 50: 4600
- S&P 500: 5000
- Nikkei: 31 000
- MSCI EM: 1330
- CHF per USD: 0.91 – CHF per EUR: 1.05

USA: prospettive positive per il 2022

Anche per il nuovo anno, i segnali per l'economia statunitense sono positivi, malgrado un confronto su base annuale evidensi una dinamica di crescita meno sostenuta. Gli indicatori anticipatori (indici PMI) sono tuttora in area espansiva e anche la fiducia dei consumatori resta su livelli storicamente elevati. Neppure l'aumento dell'inflazione, molto spiccato negli USA rispetto ad altri paesi, ha intaccato durevolmente il clima di fiducia, almeno finora. Probabilmente ciò dipende anche dal fatto che nel 2021 il tasso di disoccupazione è calato di molto e già a settembre era sotto il 5%. Al momento le opportunità di trovare una nuova occupazione negli USA sono ottime, poiché il numero di posti vacanti è molto elevato (fig. 1). Le prospettive congiunturali per gli Stati Uniti nel 2022 sono quindi positive. In media si pronostica un aumento del PIL pari al 4% circa.

Eurozona: prevista crescita sopra la media

Per l'Eurozona, le stime circa il tasso di crescita del PIL sono nettamente superiori alla media degli ultimi 20 anni. Malgrado le catene di fornitura perturbate e la quinta ondata pandemica (che non lascia indenni gli indicatori di sentiment, qui sull'esempio della Germania, fig. 2), la crescita media attesa del PIL è superiore al 4%. A causa delle frizioni nel processo produttivo una parte del consumo già pianificato per il 2021 andrà a incidere sulla domanda solo nel nuovo anno. Inoltre anche nell'Eurozona l'andamento dell'occupazione si presenta molto positivo. Il tasso di disoccupazione è solo di poco superiore ai minimi fatti registrare poco prima dello scoppio della pandemia.

Svizzera: semafori ancora verdi

Anche per l'economia svizzera si «profetizza» un'evoluzione favorevole nel nuovo anno. Stando alle previsioni attuali il PIL dovrebbe crescere del 3% circa, in uno scenario di stabilità dei prezzi ancora relativamente elevata. Per il 2022 si stima un rincaro dello 0,7%. Le prospettive sostanzialmente positive riguardo al PIL sono avvalorate dagli indicatori anticipatori. L'indice PMI dell'industria si attesta ancora nettamente in area espansiva e il barometro congiunturale KOF (fig. 3), malgrado il nuovo lieve calo, resta comunque al di sopra della media di lungo periodo. Tra i rischi e i fattori imponderabili rimangono, anche per l'economia svizzera, eventuali nuove varianti del virus e il perdurare delle perturbazioni nelle catene di fornitura internazionali.

Fig. 1: USA – Numero di posti di lavoro vacanti

In migliaia



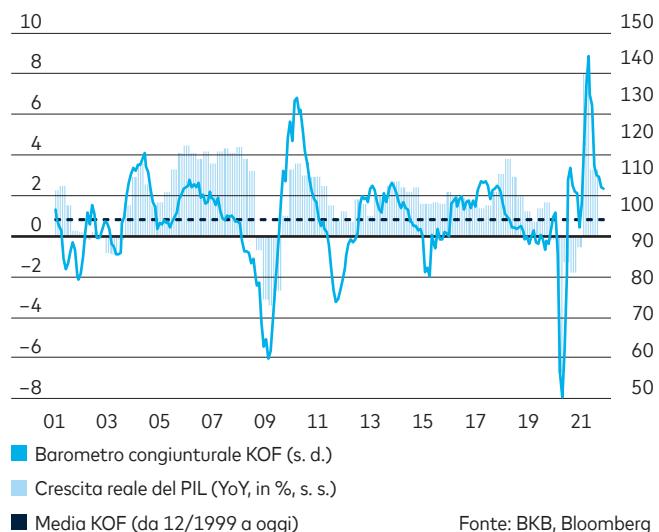
Fonte: BKB, Bloomberg

Fig. 2: Germania – Indice Ifo sul clima degli affari



Fonte: BKB, Bloomberg

Fig. 3: Svizzera – Indicatore anticipatore e PIL



Fonte: BKB, Bloomberg

La Fed stringe i tempi

A metà dicembre, il Federal Open Market Committee (FOMC), braccio operativo della Fed, aveva deciso di accelerare la riduzione degli acquisti di titoli. Se l'andamento dell'economia rispetterà le previsioni, per metà marzo il processo dovrebbe risultare concluso. Nel frattempo, il margine di oscillazione del tasso di riferimento USA rimane invariato. Tuttavia, stando al nuovo «dot plot» che esprime le previsioni dei singoli membri della Fed (fig. 1), nell'anno corrente si profilano tre giri di vite. Secondo il presidente Powell, la robusta crescita dell'economia, il consolidarsi del mercato del lavoro e l'accresciuta pressione dell'inflazione legittimano un inasprimento della politica monetaria.

La BCE prospetta la fine dell'approccio ultra-espansivo

Nella riunione di dicembre, la BCE ha deliberato che il programma di acquisto per l'emergenza pandemica (PEPP) terminerà a fine marzo 2022. Il programma ordinario di acquisto di titoli (APP) verrà invece mantenuto finché sarà necessario fornire sostegno congiunturale. La BCE ha lasciato immutato allo 0,0% il tasso di riferimento. Benché l'economia dell'Eurozona sia in fase di ripresa, la presidente Lagarde considera la situazione ancora delicata e reputa tuttora necessario un supporto in termini di politica monetaria. Malgrado il livello attualmente molto alto dell'inflazione, Lagarde ha escluso per il momento giri di vite sui tassi nel 2022.

La BNS resta espansiva

La BNS persevera nella propria politica monetaria accomodante, mantenendo a -0,75% il tasso guida e il tasso d'interesse sugli averi a vista. Diversamente da quanto accade negli USA e in Europa, in Svizzera il rincaro è relativamente moderato e non c'è quindi urgenza di abbandonare la modalità di crisi. La BNS punta piuttosto l'attenzione sulla moneta elvetica, che reputa tuttora sopravvalutata.

Prospettive

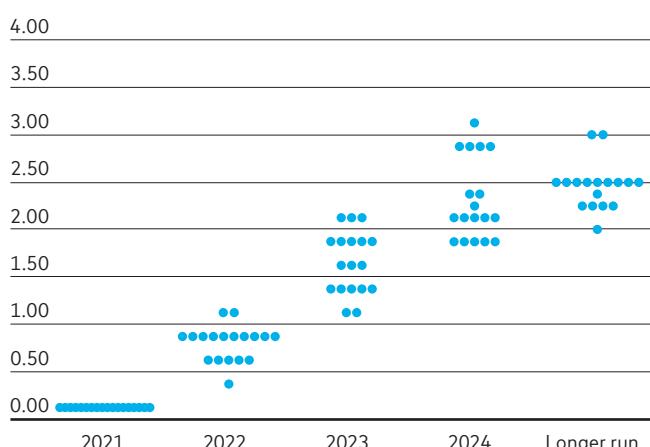
Il recente aggravamento della pandemia mette a rischio il prosieguo della ripresa congiunturale globale. Se la situazione dovesse peggiorare, potrebbe essere necessario reintrodurre ampie misure di contenimento. Non si sa con esattezza come evolveranno le cose e quindi neppure quale sarà il futuro orientamento della politica monetaria globale. Nei nostri mandati continuiamo a mantenere una netta sottoponderazione in ambito obbligazionario.

Mercato immobiliare svizzero

Il 2021 è stato un anno positivo per chi ha investito in ambito immobiliare. Su base annua, i fondi del comparto hanno messo a segno un +7,32%, le azioni un onesto +4,35%. Un risultato supportato anche da un robusto rally di fine anno a dicembre, durante il quale i primi hanno guadagnato il 3,9% circa, le seconde quasi il 3,6%. In ambito immobiliare, lo scorso anno è stato contraddistinto dal dibattito sui prezzi d'acquisto elevati e sui rischi correlati per il mercato e le ipoteche. La parola «bolla immobiliare» è sulla bocca di tutti, ma è un'interpretazione che non condividiamo. Anzi, vi sono buone ragioni che spiegano il movimento del mercato. La domanda di immobili residenziali rimane elevata, i rendimenti distribuiti sono interessanti, le pigioni stabili e i rendimenti delle obbligazioni svizzere bassi. Inoltre, le discussioni in materia di inflazione emerse nel 2021 favoriscono gli immobili in quanto beni reali.

Manteniamo la ponderazione neutra del 5% negli investimenti immobiliari indiretti.

Fig. 1: Proiezioni sul tasso di riferimento dei membri del FOMC



Fonte: US Federal Reserve, BKB

2021 positivo per le azioni, con finale brillante

A fine anno i corsi azionari hanno regalato ancora un potente sprint finale, in particolare in Svizzera (+6,1% a dicembre) e nell'Eurozona (+5,0% in CHF), ma anche negli USA (+2,9% in CHF). La performance globale dell'anno delle azioni elvetiche e statunitensi rientra nel migliore 20% degli ultimi 90 anni. Meno positivi i titoli dei paesi emergenti, che hanno patito in particolare la flessione delle azioni cinesi. Anche a dicembre, infatti, gli sviluppatori immobiliari sono stati all'origine di turbolenze.

Nel complesso, a far volare i corsi azionari nello scorso anno è stato l'andamento eccezionalmente favorevole degli utili. Il normalizzarsi delle valutazioni, che in precedenza erano quasi sempre «gonfiate», ha invece sostanzialmente penalizzato la performance. Costituiscono un'eccezione le azioni svizzere, il cui rapporto corso/utile, negli ultimi anni, si è mostrato piuttosto stabile a livelli elevati (fig. 1).

Ci si attende un 2022 mediamente positivo

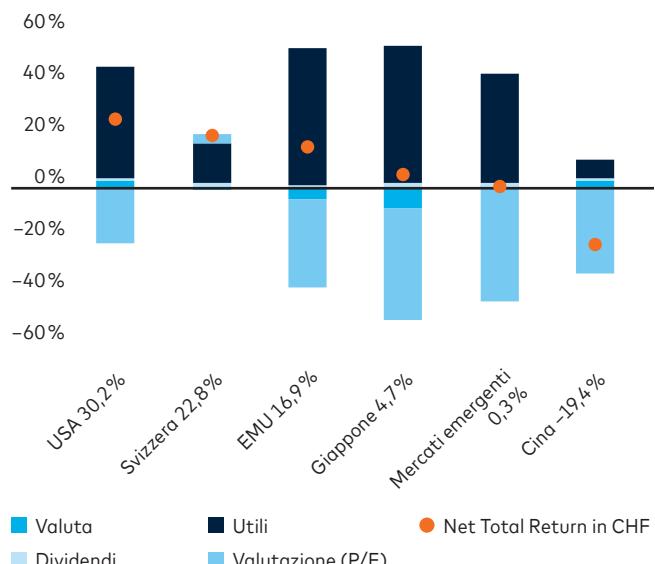
Nelle diverse regioni i margini di utile hanno registrato una vigorosa ripresa e negli USA hanno perfino superato il livello pre-crisi (fig. 2): su questo fronte, prevediamo quindi un appiattirsi della dinamica. A nostro avviso, un ulteriore incremento degli utili potrà derivare più che altro dai fatturati, il cui aumento dovrebbe essere dell'ordine della crescita economica nominale attesa, stimata sopra la media. Riteniamo invece quasi esaurita la spinta verso l'alto delle valutazioni, già elevate in ottica storica e suscettibili di andare sotto pressione in seguito a una stretta delle politiche monetarie. In linea di principio, pertanto, prevediamo per le azioni un 2022 mediamente positivo, ma non eccezionale. Una molteplicità di rischi – tra gli altri legati alla situazione geopolitica, alla politica monetaria e alla pandemia – ci impone tuttavia di restare vigili.

Strategia d'investimento

Poiché attualmente, a nostro avviso, fattori positivi e negativi si controbilanciano, manteniamo il nostro posizionamento azionario neutrale.

Fig. 1: Contribuzioni alla performance azionaria 2021

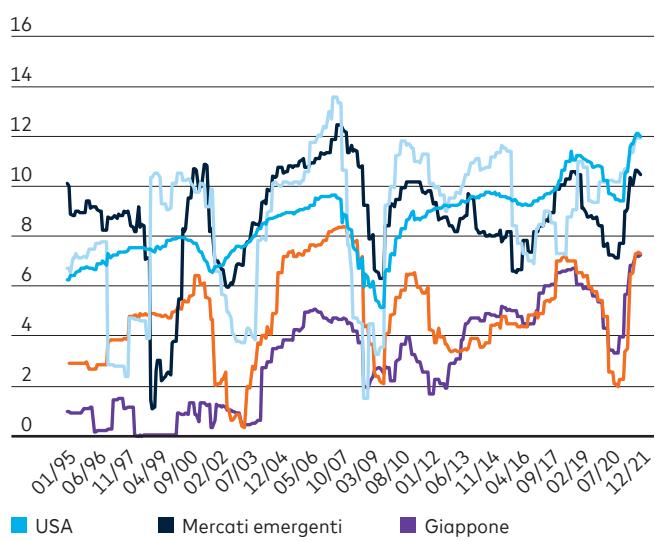
Performance azionaria spiegata alla luce delle variazioni dei fattori che vi contribuiscono (ottica cumulativa)



Fonte: BKB, Bloomberg (MSCI)

Fig. 2: Margini di utile nel corso del tempo

Utile/fatturato, in %



Fonte: BKB, Bloomberg