FONDI&SICAV

Mensile

Data 01-2022
Pagina 28/29
Foglio 1 / 2

OUTLOOK 2022

MONICA DEFEND
GLOBAL HEAD OF RESEARCH
AMUNDI

Banche centrali sul filo del rasoio

Nella riunione di dicembre, la Fed ha annunciato un'accelerazione, rispetto a quanto precedentemente comunicato, nel processo di normalizzazione delle politiche monetarie. Che cosa ne pensa?

«Penso che, di fatto, la Fed si sia resa conto che la pandemia è inflazionistica, sia sul lato dell'offerta, per i colli di bottiglia che si sono creati e che probabilmente si protrarranno, sia sul fronte energetico, perché, al di là delle tensioni geopolitiche con la Russia e le difficoltà di stoccaggio, la domanda sarà più elevata a fronte di temperature più rigide e di un maggiore consumo di energia nelle abitazioni. Ci terrei, però, a fare una considerazione in merito alla diversità della situazione inflazionistica americana rispetto a quella europea. Mentre in Usa il balzo del Cpi è stato consistente, raggiungendo livelli che, in linea di massima, rimarranno simili anche nel prossimo anno, in area euro la situazione è molto più complicata, perché eterogenea e con diverse caratterizzazioni in base ai singoli paesi. Inoltre, la Bce, a differenza della Fed, ha ulteriori vincoli, perché il suo orientamento di politica monetaria ha conseguenze sulla frammentazione del mercato europeo e sugli spread dei paesi periferici, che sono stati supportati dagli acquisti del Pepp. In aggiunta, a preoccuparci sono le nostre previsioni a medio termine (2023), secondo le quali l'inflazione è al 2%: in un contesto dove le incertezze aumentano per la diffusione della variante Omicron, il rischio di rimanere sopra questo livello non è trascurabile. Vediamo quindi la Bce più sotto pressione, anche politica, rispetto alla Federal Reserve».

La narrativa del ritorno agli anni '70 guadagna terreno?

«Pensiamo che sia ancora valida. L'andamento generale è caratterizzato da una riduzione progressiva del Pil. Ciò che adesso stiamo valutando è la crescita economica che, ad esempio per gli Stati Uniti, vede le nostre stime inferiori rispetto a quelle della Fed. Si tratta di un aspetto che ci ha colpiti, perché, mentre le nostre previsioni sono in linea con quelle della Fed per il 2021 e il 2023, non lo sono per il 2022. È sicuramente un tema che approfondiremo nel momento in cui i dettagli saranno disponibili (a prima vista potrebbe essere il BBB di diversa entità, ma non ancora approvato). Si pone, comunque, il problema che, se da un lato, l'inflazione in salita potrebbe richiedere un aumento dei tassi, con una crescita in flessione questa decisione rischierebbe di

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

064954

Amundi

diventare nociva. Ovviamente, il punto chiave è il livello di rallentamento del Pil e la nuova variante è una grande incognita».

Le banche centrali camminano sul filo di un rasoio?

«Pensiamo di sì, perché stanno facendo un esercizio che per loro è una novità rispetto agli ultimi 20 anni, ovvero gestire un'inflazione che non viene dalla domanda, ma è più sbilanciata sul lato dell'offerta, con i mercati finanziari che hanno raggiunto valutazioni elevate e, contestualmente, pianificare una graduale uscita dalle misure straordinarie di politica monetaria sinora adottate. Sono tre elementi che rendono qualsiasi decisione più complessa, perché un errore potrebbe avere ricadute molto pesanti sulla crescita economica e sui mercati, tenendo in debita considerazione che si viene da un periodo in cui si è accumulato debito e si deve continuare a finanziare le economie, che rimangono fragili, e la transizione verde. La pandemia, nella sua fase più profonda, è stata superata, ma la crisi è ancora in corso. Tutto ciò ci fa dire che difficilmente vedremo i tassi di interesse salire in modo significativo, perché altrimenti dovremmo iniziare a parlare di problemi di sostenibilità del debito. Pensiamo, quindi, che le banche centrali camminino sul filo di un rasoio nel breve termine per l'instabilità finanziaria che possono creare nel medio termine per le ricadute di errori di politica monetaria sulla crescita e nel lungo termine per la sostenibilità del debito pubblico legata al costo degli interessi. Queste considerazioni valgono per tutti gli istituti centrali: in Eurozona riguarda i tre orizzonti temporali, negli Usa più il medio lungo periodo. Ma basti pensare a quanto è successo in Cina dove, in qualche modo, le autorità sono dovute ritornare sui propri passi: avevano deciso di adottare politiche monetarie e fiscali più austere e l'economia ha cominciato a rallentare andando sotto la soglia psicologica dell'8% di Pil atteso per il 2021. La stretta regolatoria ha forse avuto un impatto più forte di quanto non fosse nelle intenzioni delle stesse autorità».

Per quanto riguarda la Cina, rientreranno alcune delle misure draconiane decise dal governo?

«Certo, la stretta sul consumo di energia ha messo in ginocchio il sistema industriale, che rappresenta il 30% del Pil, e la politica di tolleranza zero nella gestione del Covid ha avuto un forte impatto sulle attività economiche. Noi crediamo che Pechino continuerà ad agire secondo obiettivi ben determinati in materia di politica, sia fiscale, sia monetaria, in modo da potere prendere le misure delle ricadute sul sistema economico e gestirle. Certamente, il cambiamento del mix di crescita e di un focus che dalla quantità si sposta sulla qualità comporta diversi rischi che la Cina deve correre. Ci attendiamo che il deficit fiscale si allarghi passando dal 5,5% nel 2021 al 6,1% nel 2022 (nel 2020 era l'8,8%)».

Come si traduce, in termini di investimento per 2022, perseguire un obiettivo di reddito reale?

«Bisogna innanzitutto essere molto agili nel cambiare le posizioni di portafoglio ed essere molto attivi, non solo nelle scelte di stock picking, ma anche nell'esposizione al rischio del portafoglio. Sino a quando l'inflazione rimane relativamente elevata, ma sotto controllo, il migliore strumento di copertura è costituito dalle azioni ed è quanto si evince da uno studio in cui abbiamo analizzato l'andamento delle diverse asset class, dato un determinato regime di inflazione. Siamo più cauti sul credito, mentre sono più difficili le scelte di investimento nel reddito fisso, sia per la volatilità presente nella parte a breve della curva dei rendimenti, sia per i rendimenti reali, che continuano a essere negativi. In tale contesto ci posizioniamo lungo la curva ancora prima di costruire una posizione di duration».

Vedete aumentare la dispersione sul mercato azionario?

«Sì, e vorrei fare un esempio concreto. Spesso nelle analisi ci si focalizza molto sul tasso di cambio euro-dollaro, dimenticandosi a volte di andare a considerare il paniere di valute ponderate per gli scambi commerciali che comprende anche gli emergenti, dove il rafforzamento è stato più marcato. L'aumento dai prezzi alla produzione non è stato ancora trasferito a quelli al consumo almeno guardando ai margini delle aziende che sinora non sono stati intaccati. La riprova è la recente buona stagione degli utili. Quando questo meccanismo, però, si innescherà, allora ci si troverebbe di fronte a una compressione dei margini e quindi degli utili in difficoltà nel primo e secondo trimestre del 2022. Per questa ragione, crediamo che il pricing power sarà una delle tematiche da seguire sul mercato azionario. Per le ragioni sopra esposte, siamo cauti sull'asset class azionaria nella prima metà del prossimo anno».

Amundi presta molta attenzione all'integrazione dei fattori Esg con le metriche tradizionali di valutazione di un emittente. Qual è il vostro punto di forza?

«Amundi ha mobilitato tutte le sue forze perché questa transizione Esg sia effettiva. Stiamo lavorando assiduamente in questo senso in tutti gli ambiti: dalla ricerca macroeconomica, all'analisi dei mercati finanziari. C'è una stretta collaborazione tra tutte le voci presenti in azienda per delineare gli scenari di base e quelli alternativi su cui modulare crescita, inflazione, disoccupazione e da lì definire le politiche di investimento. Gli analisti Esg si confrontano costantemente con quelli che si occupano dell'analisi fondamentale tradizionale e si è assistito a un riallineamento generale di tutte le attività sui principi legati alla sostenibilità. Le analisi fatte a livello macro e dai singoli analisti vengono poi trasferite ai portfolio manager. Tutta questa attività si interfaccia poi con il dipartimento di rischio e di costruzione del portafoglio, realizzando così a tutti livelli un'integrazione dei criteri Esg. È un processo molto stimolante, anche se indubbiamente difficile».

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

064954

Amundi