



## Forze contrapposte, ma bilanciate

L'esplosione della variante Omicron ha gettato un alone di incertezza sulle prospettive dell'economia e dei mercati nei prossimi mesi, e i dubbi potrebbero non dissiparsi in tempi brevissimi. Ad oggi non ci sono elementi sufficienti per ritenere che lo scenario delineato in occasione dell'ultimo Comitato Investimenti (16 novembre), e alla base di questo documento, debba essere modificato. Ovviamente, il posizionamento dei portafogli è stato tatticamente rimodulato in funzione del flusso di notizie.

**Lo scenario macro di riferimento resta complessivamente costruttivo per le attività rischiose.** Per quanto riguarda il **tema della crescita economica globale** si possono individuare **due forze contrapposte**: dal lato dell'offerta, i colli di bottiglia continuano ad avere un peso significativo e il rallentamento generalizzato della produzione industriale lo dimostra, anche se diversi dati suggeriscono un'interruzione del trend di deterioramento. Tuttavia, la **domanda interna**, che è il **principale driver della ripresa**, sembra in grado di **compensarne l'impatto negativo sulla crescita**, se pur con un'efficacia differente, a seconda delle circostanze che

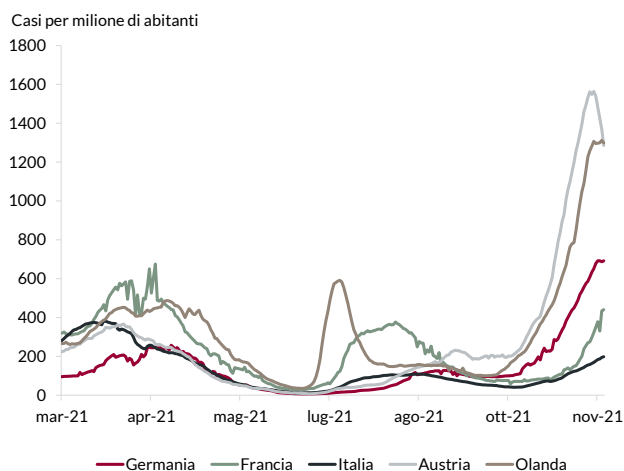
contraddistinguono ciascun paese. Per approfondire si legga il Post sull'**Overview** pubblicato il 24 novembre nel Blog della Gestione e a cura di **Fabio Fois**, Responsabile Investment Research & Advisory.

Su scala globale si riscontra una rotazione, **con un miglioramento del flusso di dati negli Stati Uniti e in Cina**, dove il team Investment Research & Advisory di ANIMA si aspetta **un'accelerazione della domanda interna nel quarto trimestre**. Indicazioni meno incoraggianti arrivano dall'Area Euro, per effetto della **recrudescenza della pandemia** (si veda il **Grafico 1** riportato a pagina 2).

L'emergere di una nuova variante del Covid in Sudafrica, ribattezzata "Omicron", e in rapida diffusione a livello globale, ha contribuito negli ultimi giorni a creare incertezza e volatilità sui mercati. Per approfondire si legga il Post a cura del team Investment & Advisory, dal titolo: "Variante Omicron, sviluppi e implicazioni".

## Grafico 1

Impennata di nuovi casi di Covid in diversi paesi europei



Fonte: Our World in Data, ANIMA Research.

**Secondo il nostro scenario base, la crescita globale sta rallentando, ma nei prossimi trimestri dovrebbe rimanere solida e sopra potenziale, sostenuta da tre fattori:** le prospettive favorevoli per i consumi; il ridimensionamento dei malfunzionamenti dal lato dell'offerta; e politiche economiche ancora espansive.

**Sul fronte dell'inflazione,** le aspettative del team Investment Research & Advisory non sono cambiate in modo significativo: **le pressioni sui prezzi continueranno a intensificarsi nei prossimi mesi,** sia in Area Euro che negli Stati Uniti e registreranno un picco fra primo e secondo trimestre del 2022, **per poi imboccare un sentiero di rapida discesa.** Riteniamo, infatti, che nel corso del 2022, l'inflazione sui servizi (che rappresentano il 75% del basket di voci ricomprese negli indici dei prezzi al consumo negli USA e il 60% in Area Euro) sia destinata ad aumentare, di pari passo con la progressiva normalizzazione delle attività economiche, mentre le criticità dal lato dell'offerta dovrebbero allentarsi. Monitoriamo con attenzione gli sviluppi sul fronte dei salari, che negli Stati Uniti continuano a registrare pressioni al rialzo piuttosto generalizzate, ma restiamo convinti che le tensioni si allenteranno con il progressivo rientro dello sbilancio fra domanda e offerta di lavoro.

**Il trend dell'inflazione in Cina è divergente:** ci aspettiamo un'accelerazione nel secondo semestre, per il venir meno degli effetti base negativi e l'allentamento delle restrizioni.

**Sul fronte delle politiche economiche,** negli Stati Uniti è stato approvato il pacchetto sulle infrastrutture e la probabilità che passi anche il piano da 1,75 trilioni di dollari in discussione al Congresso è aumentata; nuovi stimoli fiscali dovrebbero essere approvati anche in Giappone e in Cina.

**Con riferimento alle politiche monetarie,** le banche centrali dei principali paesi sviluppati stanno gestendo la fase di riduzione degli stimoli straordinari rilasciati durante la pandemia, **ma nel complesso mantengono un orientamento ancora accomodante** e i mercati già scontano interventi piuttosto incisivi. In particolare, riteniamo che le aspettative degli investitori sulle scelte della **Federal Reserve (quasi tre rialzi nel 2022, di cui il primo a giugno)** siano troppo aggressive, considerando che le nostre stime indicano un allentamento significativo delle pressioni sull'inflazione core già dal secondo trimestre.

**Anche in merito alla Banca Centrale Europea, non condividiamo le aspettative degli investitori di un rialzo dei tassi di interesse già a fine 2022.** A nostro avviso, l'impegno a mantenere la flessibilità dimostrata in passato aumenta la possibilità che la scadenza del Piano di Acquisti Pandemico (PEPP) sia gestita in modo da evitare tensioni sui mercati, attraverso l'introduzione di un programma aggiuntivo, caratterizzato da una *forward guidance* chiara e rigorosa. In particolare, uno scenario particolarmente positivo potrebbe essere rappresentato dall'annuncio che i 500 milioni di euro inutilizzati resteranno a disposizione, pronti all'uso, se necessario, per mantenere condizioni finanziarie favorevoli; ovviamente, la credibilità più limitata della Lagarde rispetto all'epoca Draghi pone qualche rischio.

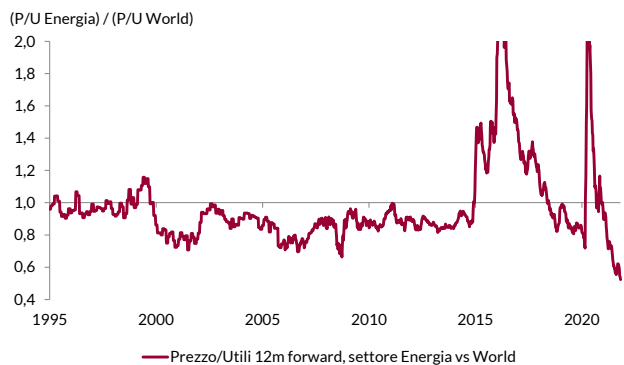
In questo contesto, **manteniamo una visione strategicamente costruttiva sulle attività rischiose (e cauta sulle obbligazioni governative core)** pur **modulando tatticamente l'esposizione al rischio,** in funzione del flusso di notizie sulla variante Omicron e dell'entità dei movimenti registrati. **Stiamo monitorando gli sviluppi su questo fronte con la massima attenzione, e le strategie saranno opportunamente modificate se e quando la visibilità aumenterà ed emergeranno informazioni e dati che giustificano un cambiamento di scenario.** **A livello settoriale, la convinzione sulle prospettive favorevoli del settore energetico resta elevata**

(si veda a proposito il **Grafico 2**): il prezzo del petrolio, già severamente penalizzato dalla crisi pandemica, è destinato a rimanere sostenuto per la mancanza strutturale di investimenti che ha contraddistinto gli ultimi dieci anni, il rafforzamento della domanda (che sarà sensibile, fra Olimpiadi in Cina, rientro dell'emergenza sanitaria in Europa e avvio della *driving season* negli Stati Uniti) e il potenziale effetto sostituzione derivante dall'impennata del prezzo del gas naturale.

Con riferimento ai mercati obbligazionari, **resta ferma la nostra aspettativa che i tassi salgano**; pertanto, il *bias* sulla duration resta negativo, più negli Stati Uniti che in Area Euro, dal momento che l'orientamento accomodante della BCE e i rischi legati alla pandemia potrebbero ridurre le pressioni.

## Grafico 2

Settore dell'energia, mai così a sconto



Fonte: Bloomberg, Anima Research. Valore calcolato come rapporto tra Prezzo/Utili 12 mesi forward del settore energia e Prezzo/Utili 12 mesi forward dell'indice azionario globale.

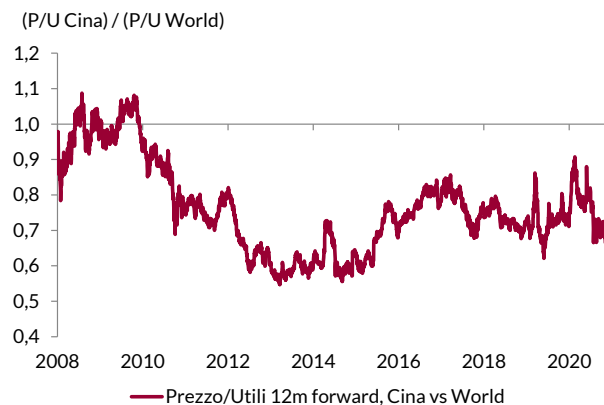
## Mercati obbligazionari

### BTP: confermato il posizionamento di neutralità

Lo scenario descritto giustifica il mantenimento di un sottopeso di *duration*, ma nel 2022 la volatilità potrebbe aumentare e, pertanto, sarà fondamentale essere tempestivi nel valutare tempi e portata di eventuali correzioni. Nelle ultime settimane, i Treasury USA a breve termine hanno subito un *repricing* importante e presentano valutazioni interessanti, ma il trend di rialzo dei tassi sulle scadenze a lungo termine dovrebbe proseguire, specie negli Stati Uniti: **la view sui governativi core resta negativa. Il giudizio sui BTP si mantiene neutrale** per la potenziale volatilità innescata dalle decisioni

## Grafico 3

Cina, scenario in miglioramento e valutazioni a sconto



Fonte: Bloomberg, Anima Research. Valore calcolato come rapporto tra Prezzo/Utili 12 mesi forward del mercato azionario cinese e Prezzo/Utili 12 mesi forward dell'indice azionario globale.

della BCE e dalla scadenza del mandato di Mattarella, ma le prospettive per il 2022 restano costruttive. **L'approccio al mondo del credito è contraddistinto dalla selettività** e dalla ricerca di opportunità fra le fasce di rating più basse. **Il giudizio sul dollaro è neutrale.**

## Mercati azionari

### Europa: sovrappeso su energia e tecnologia

A livello di posizionamento, nei fondi azionari europei, **i settori caratterizzati dal maggior sovrappeso sono energia e tecnologia** (semiconduttori); rimane **positivo** anche il giudizio sulle *utilities*. È stato **incrementato** il peso dei **consumi discrezionali**, alla luce del ritorno di domanda nel lusso e della forza dei consumi americani. Ricondotto a neutralità il settore bancario (minor momentum nel trend di rialzo dei tassi). Rimangono in sottopeso *consumer staples*, *healthcare* e industriali.

### Italia: privilegiati titoli finanziari e temi green

Per quanto riguarda i fondi azionari che puntano sul mercato azionario domestico resta ferma una preferenza per le *large cap* rispetto alle *mid e small cap*, a causa dal forte gap in termini di valutazioni, che favorisce le prime. Dal punto di vista settoriale è mantenuto il sovrappeso per il settore finanziario, così come la preferenza **per le tematiche green trasversalmente ai settori**. È stato ridotto il sottopeso sui consumi discrezionali (privilegiando le società del lusso, che hanno

pubblicato risultati trimestrali decisamente positivi). In graduale riduzione il sovrappeso sulle telecomunicazioni, per effetto del peggioramento del contesto competitivo.

## **USA: titoli tecnologici preferiti per crescita utili**

Nei portafogli dei fondi focalizzati sul mercato azionario americano è **confermato un forte sovrappeso sulla tecnologia** (nonostante qualche presa di profitto sui semiconduttori dopo il recente rally), alla luce della brillante crescita degli utili; inoltre, è **stato incrementato il sovrappeso sui consumi discrezionali**. L'esposizione a *consumer staples* ed *healthcare* stabilizza il portafoglio. È mantenuto un giudizio neutrale su energia e finanziari (non è ancora giunto il momento di alleggerire le posizioni, dato che questi temi sono ancora apprezzati dal mercato).

## **Emergenti: torna costruttivo giudizio sulla Cina**

Per quanto riguarda i paesi emergenti, è **stato aumentato il livello di investito attraverso un incremento della Cina, su cui il giudizio è tornato positivo** (si veda il **Grafico 3** a pag. 3).

Diverse le ragioni a supporto di questa visione costruttiva: il peggio in termini di stretta regolamentare su alcuni settori sembra alle spalle, e al contempo cresce la sensibilità delle autorità sul tema del rallentamento economico (sebbene sia probabile che interventi significativi si osservino soltanto nel 2022); inoltre, **il mercato cinese si presenta attraente in termini valutativi**.

Nei portafogli, infine, è **stata ridotta l'esposizione all'India e (in misura minore) alla Russia, ma su entrambi i mercati il giudizio rimane positivo**.