





# Outlook Macroeconomic Mensile

Gennaio 2022

*act differently*

IMPact SGR S.p.A.

 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano  +39.02.38.25.51.00  [impact@impactsgr.it](mailto:impact@impactsgr.it)  [www.impactsgr.it](http://www.impactsgr.it)

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116  
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021  
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia



#### DISCLAIMER

La presente comunicazione è distribuita da IMPact SGR, società di intermediazione mobiliare indipendente autorizzata e soggetta alla vigilanza di Consob e Banca D'Italia. La presente comunicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela privata di IMPact SGR cui viene indirizzata, e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti cui si rivolge. I dati, le opinioni, e, in generale, i contenuti dei documenti messi a disposizione non rappresentano dunque una "sollecitazione all'investimento" ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. t) del D.Lgs. 58/1998 e non costituiscono consulenza in materia di investimenti né consigli o raccomandazioni ai sensi dell'art. 1, comma 5, lett. f) del D.Lgs. 58/1998.

Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente comunicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, IMPact SGR non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni negli stessi contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza IMPact SGR declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente comunicazione viene fornita per meri fini di informazione e serve come supporto di informazione all'unico indirizzo personale del destinatario e per sua sola informazione personale, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

IMPact SGR non potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.

La presente comunicazione non può essere riprodotta ed è in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale. In nessun caso e per nessuna ragione IMPact SGR sarà tenuta, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, che nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento, quali la consulenza in materia di investimento in strumenti finanziari, ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.

IMPact SGR S.p.A  
Via Turati 25  
20121, Milano

Contatti:  
mail: [impact@impactsgr.it](mailto:impact@impactsgr.it)  
Tel: +39 02 38 25 51 00  
<https://www.impactsgr.it/>

IMPact SGR S.p.A.

Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano +39.02.38.25.51.00 [impact@impactsgr.it](mailto:impact@impactsgr.it) [www.impactsgr.it](http://www.impactsgr.it)

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116  
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021  
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

## Executive Summary

- La crescita globale continua a crescere, ma subisce un rallentamento rispetto ai trimestri precedenti a causa del rimbalzo dell'epidemia Covid-19, nuove misure restrittive e pressione inflazionistica.
- L'inflazione continua la sua crescita. L'ultimo dato di inflazione europea ha fatto segnare un +5% anno su anno, un livello record su tutto l'arco temporale ventennale che parte dalla creazione dell'Eurozona.
- Il dato di inflazione negli USA, a un livello record di +7% anno su anno, rende il posizionamento della Federal Reserve decisamente meno flessibile di quello mantenuto dalla sua controparte europea. La BCE non vede la necessità di modificare nel prossimo futuro i tassi ufficiali, ma ha comunque confermato l'interruzione del programma di acquisti obbligazionari.
- Gli effetti sui mercati finanziari sono stati, come sempre, immediati e proporzionati ai dati economici. Il più immediato si è concretizzato nella pressione al rialzo sui rendimenti obbligazionari, su tutte le scadenze della curva dei tassi di interesse.
- A soffrire maggiormente sono stati i titoli e i settori azionari con valutazioni elevate, a favore di un recupero relativo dei segmenti di mercato cosiddetti "value".
- In questo contesto rimane fondamentale la selezione dei singoli titoli azionari in funzione della qualità della società sottostante, anche in relazione al suo profilo di sostenibilità, privilegiando le valutazioni fondamentali rispetto al momentum dei prezzi di mercato.

IMPact SGR S.p.A.

📍 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano    📞 +39.02.38.25.51.00    ✉ [impact@impactsgr.it](mailto:impact@impactsgr.it)    🌐 [www.impactsgr.it](http://www.impactsgr.it)

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116  
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 – Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021  
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

## Il rimbalzo dell'epidemia Covid-19: le misure restrittive continuano ad aumentare l'incertezza del 2022

Gli eventi e i dati a disposizione degli investitori in questo inizio 2022 non hanno determinato un cambio di direzione rispetto alle tendenze degli ultimi mesi; i principali punti di attenzione evidenziati nell'ultimo scenario, infatti, hanno mostrato alcuni segnali di peggioramento.

L'economia globale rimane in una fase di espansione, tuttavia il tasso di crescita segnala un evidente rallentamento rispetto ai trimestri precedenti, principalmente per il riaccendersi della pandemia Covid 19 che ha portato a nuove misure restrittive, sia imposte sia volontarie, in molte parti del mondo.

L'impatto risulta quindi decisamente più marcato sulla componente dei servizi rispetto a quella manifatturiera, anche se quest'ultima rimane comunque su livelli di attività minori, anche a causa delle difficoltà nella catena logistica globale, che, comunque, mostrano alcuni segni di miglioramento.

### La pressione inflazionistica continua a spaventare gli investitori

Sebbene l'attività economica globale rimanga in espansione, pur con inevitabili segnali di rallentamento, e i colli di bottiglia logistici si stiano leggermente allargando, l'elemento più problematico dell'equazione che gli investitori devono risolvere rimane ancora la crescente pressione inflazionistica.

L'ultimo dato di inflazione europea, in linea con le tendenze generali evidenti anche nelle altre principali aree geografiche, ha fatto segnare un +5% anno su anno, a un livello record su tutto l'arco temporale ventennale che parte dalla creazione dell'Eurozona. Le componenti che hanno avuto maggiore impatto sono quelle normalmente considerate le più volatili, ovvero cibo ed energia. Anche escludendo queste due componenti, l'inflazione "core" rimane comunque a +2.6% anno su anno. Questi dati hanno già spinto la BCE a rivedere al rialzo le sue stime di inflazione per il 2022, pur mantenendo la convinzione che questo rialzo sia transitorio.

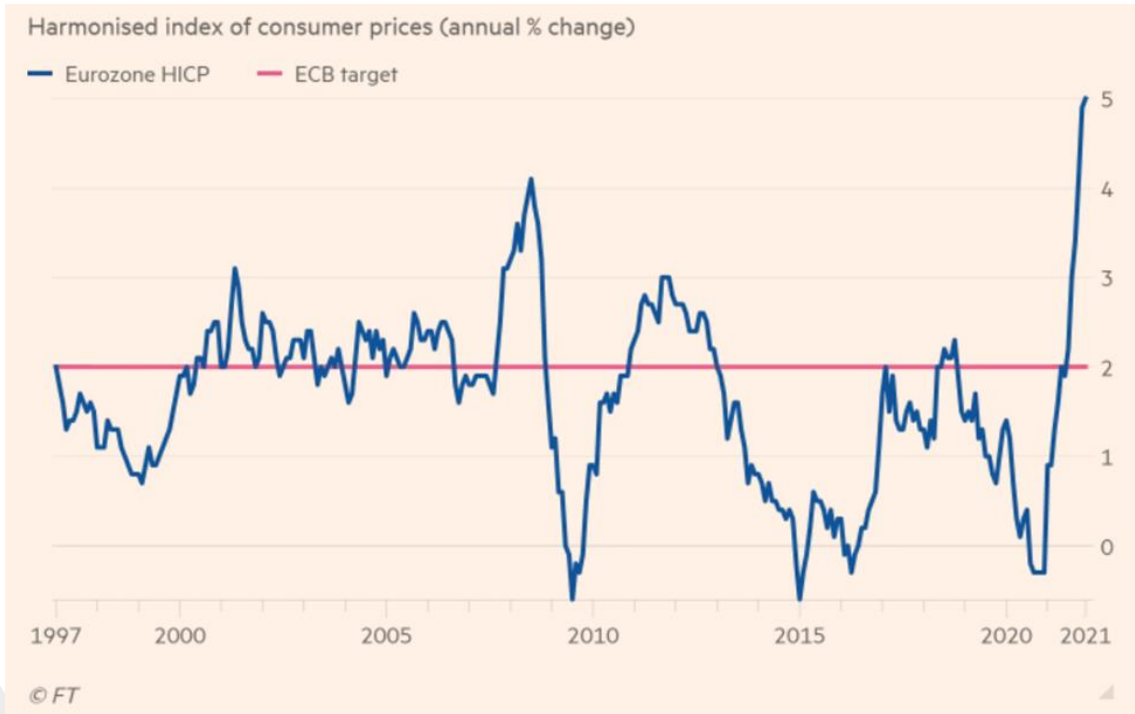
La BCE non vede quindi al momento la necessità di modificare nel prossimo futuro i tassi ufficiali, ma ha comunque confermato l'interruzione del programma di acquisti obbligazionari emergenziali legati al periodo pandemico nel marzo di quest'anno, come primo passo graduale della rimodulazione degli interventi di quantitative easing.

IMPact SGR S.p.A.

📍 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano    📞 +39.02.38.25.51.00    ✉ impact@impactsgr.it    🌐 www.impactsgr.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116  
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021  
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

Grafico 1: indice armonizzato dei prezzi al consumo (variazione % annuale)







Source: Financial Times

Grafico 2: Tasso di inflazione USA tocca il 7% per la prima volta in 40 anni



Source: Financial Times

IMPact SGR S.p.A.

 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano 
  +39.02.38.25.51.00 
  [impact@impactsgr.it](mailto:impact@impactsgr.it)
 [www.impactsgr.it](http://www.impactsgr.it)

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116  
 Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 – Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021  
 Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

## Il posizionamento della FED rimane più rigoroso rispetto a quello della BCE

Il dato di inflazione negli USA, a un livello record di +7% anno su anno, rende il posizionamento della Federal Reserve decisamente meno accomodante di quello mantenuto dalla sua controparte europea. In particolare, nei verbali dell'ultima riunione della Banca Centrale americana si osserva come questi dati costituiscano un rischio severo per l'espansione economica statunitense e per il raggiungimento degli obiettivi di occupazione, confermando che ci potrebbero essere rialzi dei tassi di interesse più aggressivi dei tre già indicati per il 2022.

La lunga via di normalizzazione della politica monetaria americana prevede anche l'inizio della riduzione del gigantesco attivo di bilancio della Banca Centrale, attualmente vicino ai 9 trilioni di dollari. Nessuna decisione ufficiale è ancora stata presa a questo proposito, ma i verbali indicano come ci sia ampio supporto, al momento, per una riduzione relativamente rapida degli acquisti di attivi, che potrebbe iniziare già dopo il primo rialzo dei tassi ufficiali.

Grafico 3: Asset posseduti dalla Federal Reserve (\$tn)



Source: Financial Times

Al momento le stime di crescita economica globale, a seguito di quanto osservato, vengono riviste leggermente al ribasso, a +4.1% per il 2022 e a +3.1% per l'anno successivo con inflazione, rispettivamente, a +3.9% e +2.7%. Le economie sviluppate, dopo il forte rimbalzo del 2021, sono destinate a una normalizzazione del percorso di crescita a +3.8% per quest'anno, con la migliore performance per l'area nordamericana, seguita dall'Europa e poi dal Giappone. Tra le economie emergenti, che nel complesso fanno registrare una crescita più elevata, a +4.4%, si nota il rallentamento dell'economia cinese, che quest'anno dovrebbe rimanere al di sotto del +5% anno su anno.

IMPact SGR S.p.A.

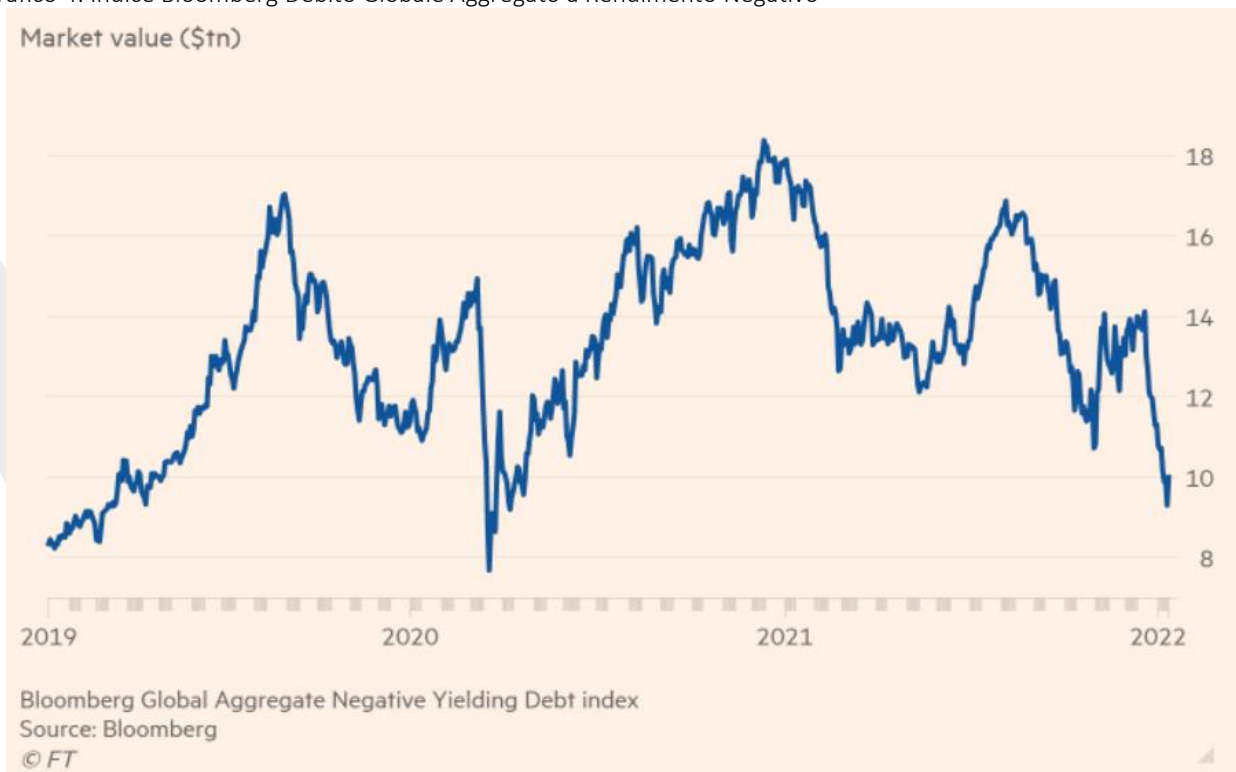
Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano ☎ +39.02.38.25.51.00 ✉ [impact@impactsgroup.it](mailto:impact@impactsgroup.it) 🌐 [www.impactsgroup.it](http://www.impactsgroup.it)

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116  
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021  
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

## Le aspettative di politica monetaria più restrittiva negli USA rafforzano l'apprezzamento relativo del dollaro a discapito delle altre valute

Gli effetti sui mercati finanziari sono stati, come sempre, immediati e proporzionati ai dati economici. Il più immediato si è concretizzato nella pressione al rialzo sui rendimenti obbligazionari, su tutte le scadenze della curva dei tassi di interesse. Il dato più eclatante, dalla forte valenza simbolica, è il ritorno a un rendimento positivo, seppure di pochissimo superiore allo zero, del decennale tedesco. Questo ha innescato una generale compressione dell'ammontare di titoli obbligazionari a rendimento negativo al di sotto dei 10 trilioni di dollari, dal massimo di 18 trilioni registrato alla fine del 2020.

Grafico 4: Indice Bloomberg Debito Globale Aggregato a Rendimento Negativo



Source: Financial Times

Il maggior rigore della politica monetaria americana rispetto a quello delle altre principali banche centrali e, in particolare, di quella europea, sta provocando un allargamento del differenziale di rendimento a medio termine a favore del dollaro rispetto alle altre valute, consolidando la sua recente tendenza positiva di apprezzamento relativo.

IMPact SGR S.p.A.

Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano ☎ +39.02.38.25.51.00 ✉ [impact@impactsgroup.it](mailto:impact@impactsgroup.it) 🌐 [www.impactsgroup.it](http://www.impactsgroup.it)

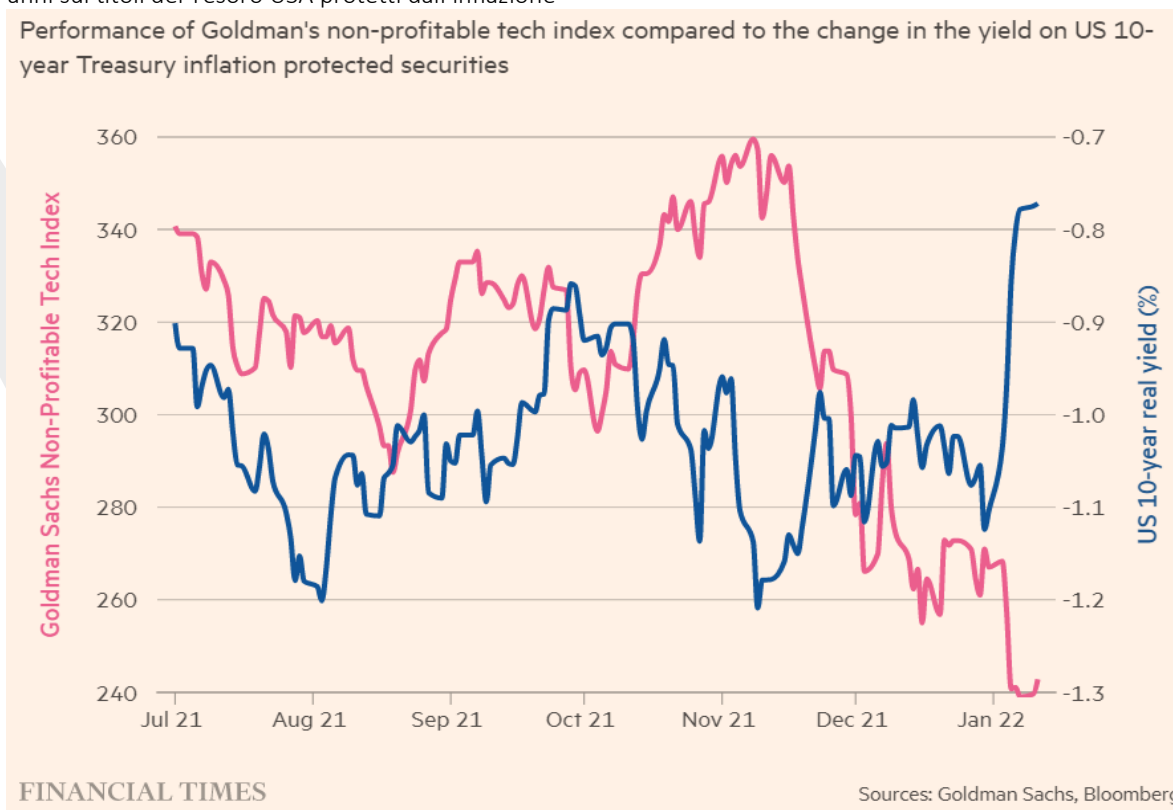
Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116  
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021  
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

## Il settore azionario “value” recupera a discapito dei settori “growth” penalizzati da valutazioni elevate

Molto rilevante per i mercati azionari è stata la conseguente compressione dei rendimenti reali, che, oltre a causare una correzione di alcuni punti percentuali sull’indice azionario globale, ha determinato una marcata rotazione interna agli indici stessi, tra settori e stili di gestione, meno percettibile a prima vista, ma ben più significativa per i ritorni dei portafogli e per le scelte di allocazione attiva degli investitori.

A soffrire maggiormente sono stati quindi i titoli e i settori azionari a più alta crescita e con valutazioni elevate, grandi capitalizzazioni tecnologiche in primis, a favore di un recupero relativo dei segmenti di mercato cosiddetti “value”, con crescita inferiore e più ciclica. Il fenomeno è stato evidente anche a livello geografico, con ritorni sul mercato azionario europeo superiori a quelli del mercato americano in questa prima fase dell’anno.

Grafico 5: Performance dell’indice Goldman non-profitable tech comparato al cambio nel tasso di interesse a 10 anni sui titoli del Tesoro USA protetti dall’inflazione



Source: Financial Times

IMPact SGR S.p.A.

Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano +39.02.38.25.51.00 impact@impactsgroup.it www.impactsgroup.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116  
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021  
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia



Grafico 6: indici MSCI ribasati (ritorni totali)



Source: Financial Times

### Asset allocation e utili aziendali

La normalizzazione dei tassi di crescita economica si riflette anche a livello micro in utili aziendali per l'indice azionario globale che passano da un +53% del 2021 al +7% previsto per l'anno in corso. A fronte di questo, i parametri di valutazione assoluta dei mercati azionari rimangono superiori alle medie storiche – specialmente negli USA e nei settori ad alta crescita - ma comunque attraenti rispetto ai rendimenti obbligazionari che, sebbene in salita, sono ancora estremamente bassi, sia per i titoli governativi sia per le obbligazioni corporate.

In un contesto come quello delineato rimane fondamentale la selezione dei singoli titoli azionari in funzione della qualità della società sottostante, anche in relazione al suo profilo di sostenibilità, privilegiando le valutazioni fondamentali rispetto al momentum dei prezzi di mercato. I titoli azionari con queste caratteristiche si trovano principalmente nell'area europea - UK incluso - e nei settori delle infrastrutture e dell'healthcare.

IMPact SGR S.p.A.

📍 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano 📞 +39.02.38.25.51.00 ✉ impact@impactsgroup.it 🌐 www.impactsgroup.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116  
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 – Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021  
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia