

Outlook Macroeconomico Mensile

Luglio 2021

act differently

IMPact SIM S.p.A.

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

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116
Iscrizione Albo SIM n. 295 - Data di autorizzazione Consob: 05-07-2018 - Iscrizione al Fondo Nazionale di Garanzia n. SIM0446

DISCLAIMER

La presente comunicazione è distribuita da IMPact SIM, 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 SIM 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 SIM 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 SIM 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 SIM 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 SIM 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 SIM S.p.A
Via Turati 25
20121, Milano

Contatti:
mail: impact@impactsim.it
Tel: +39 02 38 25 51 00
<https://www.impactsim.it/>

IMPact SIM S.p.A.

📍 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano

☎ +39.02.38.25.51.00

✉ impact@impactsim.it

🌐 www.impactsim.it

Executive Summary

- Nello spazio di poco più di un mese si è passati da uno scenario di uscita dalla pandemia grazie alle vaccinazioni, con una forte accelerazione economica e il conseguente timore di fiammate inflazionistiche, a uno diametralmente opposto, caratterizzato da nuove varianti del virus COVID 19 e, quindi, di rallentamento economico.
- I mercati finanziari sono sempre rapidi a incorporare queste variazioni di aspettative e sensibili all'aumento di incertezza. Nello scenario precedente di crescita inflazionistica il mercato aveva reagito con una rotazione all'interno dell'azionario verso i settori più sensibili al ciclo economico e un rialzo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine; la situazione attuale vede un completo ribaltamento, con una riduzione dei rendimenti e il recupero dei settori ad alta crescita e ad alte valutazioni.
- Le Banche Centrali non mostrano particolare intenzione di rallentare i programmi di intervento sui mercati finanziari e hanno cominciato ad incrementare la tolleranza verso periodi anche prolungati di inflazione al di sopra degli obiettivi statuari, con l'obiettivo di favorire la piena occupazione e la crescita.
- Gli indicatori di tendenza del ciclo economico mostrano uno stallo nella crescita economica dopo il forte rimbalzo degli ultimi mesi. Si evidenziano marcate differenze nelle diverse aree geografiche, che vanno di pari passo con i differenziali nei progressi in termini di copertura vaccinale. Il calo tendenziale di attività è quindi più evidente nei paesi emergenti rispetto a quelli sviluppati, sia per quanto riguarda il comparto manifatturiero sia per quello dei servizi.
- Le recenti oscillazioni di aspettative di crescita economica si mantengono comunque, al momento, relativamente contenute e quindi gli economisti non stanno ancora modificando le stime di crescita.
- I mercati azionari hanno reagito alla variazione di scenario, dapprima con un aumento di volatilità e una modesta correzione, per poi recuperare livelli vicini a quelli massimi. L'aspetto più rilevante rimane l'inversione di rotazione interna al mercato, questa volta nuovamente verso i titoli di crescita e a discapito dei titoli considerati value.
- Tutti i mercati azionari delle principali aree geografiche offrono un rendimento da flussi di cassa positivo e attraente, soprattutto se paragonato ai corrispondenti rendimenti obbligazionari, ritornati sui minimi storici.

Tra euforia e paura

Le variazioni delle aspettative sono sempre più rapide. Nello spazio di poco più di un mese si è passati da uno scenario di uscita dalla pandemia grazie alle vaccinazioni, con una forte accelerazione economica e il conseguente timore di fiammate inflazionistiche, a uno diametralmente opposto, caratterizzato da nuove varianti del virus COVID 19 e, quindi, di rallentamento economico.

Alle rinnovate preoccupazioni sulle varianti COVID 19 e sulla necessità di ripristinare, in una certa misura, alcune misure restrittive, si somma la difficoltà di immaginare nuovi stimoli economici e fiscali nel 2022, dopo i relevantissimi interventi degli ultimi due anni, pari rispettivamente al 10.5% e all'11% dell'economia globale nel 2020 e nel 2021. Al momento, infatti, le misure previste per il 2022 ammontano solo al 2.3% del GDP. Da questo punto di vista, ovviamente, l'elevato indebitamento pubblico in tutte le economie sviluppate incide negativamente sulle possibilità di ulteriore espansione fiscale.

I mercati finanziari sono sempre rapidi a incorporare queste variazioni di aspettative e sensibili all'aumento di incertezza. Nello scenario precedente di crescita inflazionistica il mercato aveva reagito con una rotazione all'interno dell'azionario verso i settori più sensibili al ciclo economico e un rialzo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine; la situazione attuale vede un completo ribaltamento, con una riduzione dei rendimenti e il recupero dei settori ad alta crescita e ad alte valutazioni.

Tutto questo accade mentre, ancora, stanno uscendo dati di inflazione preoccupanti; l'ultimo disponibile a giugno ha mostrato l'inflazione in rialzo dello 0.9% rispetto al mese precedente, corrispondente ad una variazione anno su anno del 5.4%. Si conferma quindi come, a torto o a ragione, il mercato finanziario guardi sempre in avanti e incorpori anche piccole variazioni di aspettative.

Rimane indubbiamente vero, come fanno notare le principali Banche Centrali, Federal Reserve in primis, che anche gli ultimi dati non debbano essere necessariamente estrapolati in una tendenza inflazionistica di lungo periodo così rilevante da rischiare di sfuggire al loro controllo. Gli sbalzi nei prezzi sono, per il momento, spiegabili da una combinazione di fattori, quali l'impennata di attività economica dovuta alle riaperture improvvise, il rincaro del petrolio, la ricostituzione delle scorte di magazzino e i colli di bottiglia nella catena logistica. Si deve comunque tenere presente l'interesse dei principali governi a mantenere tassi reali negativi nei prossimi anni, ovvero un regime di cosiddetta repressione finanziaria, come strategia per ridurre il valore reale dei debiti complessivi.

Grafico 1: tasso di inflazione americano – 2006-2021



Fonte: Financial Times

La politica monetaria tra inflazione di breve periodo e crescita economica di lungo periodo

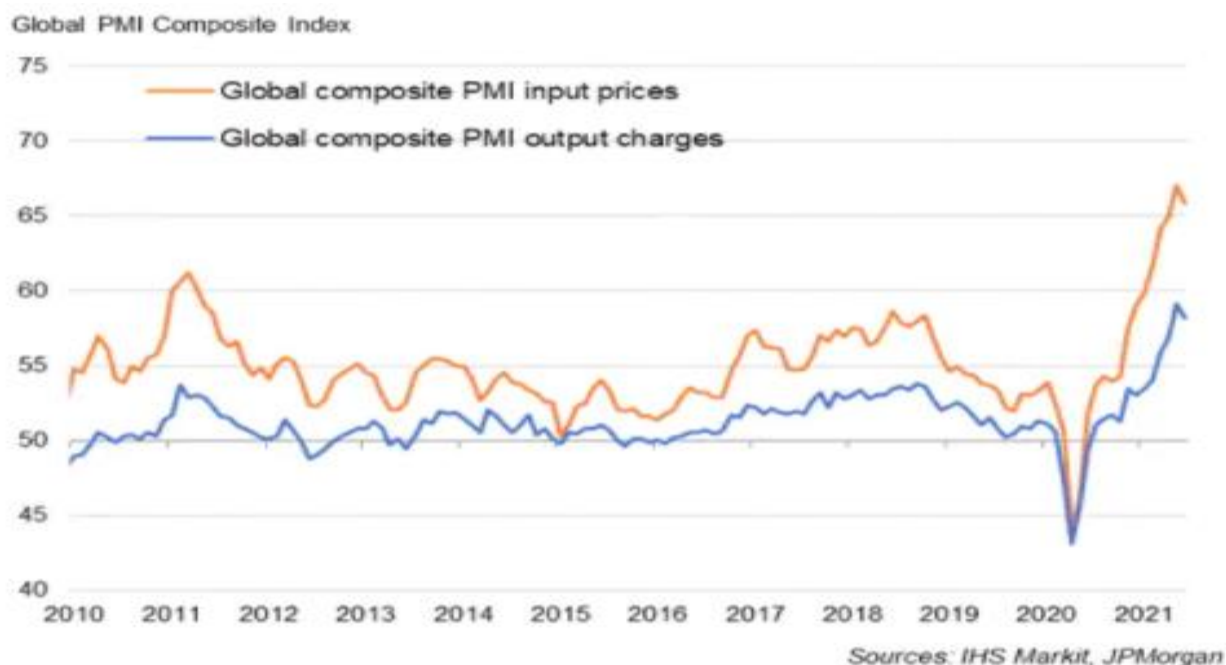
Le Banche Centrali, infatti, da un lato non mostrano particolare intenzione di rallentare i programmi di intervento sui mercati finanziari, facendo registrare un continuo aumento degli aggregati monetari, e dall'altro, modificano l'impostazione della politica monetaria con l'esplicita accettazione di periodi anche prolungati di inflazione al di sopra degli obiettivi statuari, con l'obiettivo di favorire la piena occupazione e la crescita.

A conferma di questo, l'esito della revisione della strategia monetaria annunciato dalla Banca Centrale Europea comporta, non certo a sorpresa, un allineamento quasi totale con le mosse già comunicate pochi mesi fa dalla Federal Reserve americana. Il livello obiettivo di inflazione, infatti, viene posto al 2% con una tolleranza su movimenti temporanei al di sopra di tale livello. Tale obiettivo, quindi, vale per il lungo termine con la flessibilità di oscillazione al rialzo e al ribasso in modo simmetrico. La differenza con la FED viene rimarcata con il fatto che i livelli di tolleranza saranno piuttosto stretti, evitando esplicitamente un obiettivo di inflazione media su un certo arco temporale. L'approccio europeo risulta quindi più prudente.

In ogni caso le indicazioni della ECB rimangono estremamente accomodanti, anche e soprattutto per quanto riguarda gli interventi sul mercato obbligazionario; i rendimenti di mercato si sono velocemente adeguati al ribasso.

L'attitudine attendista delle Banche Centrali sull'inflazione trova alcuni timidi segnali di conferma. Gli indicatori di tendenza dei prezzi mostrano un leggero allentamento della pressione recente, sia dal lato dell'input sia da quello dell'output.

Grafico 2: andamento degli indici di prezzo di input e output



Fonte: IHS Markit

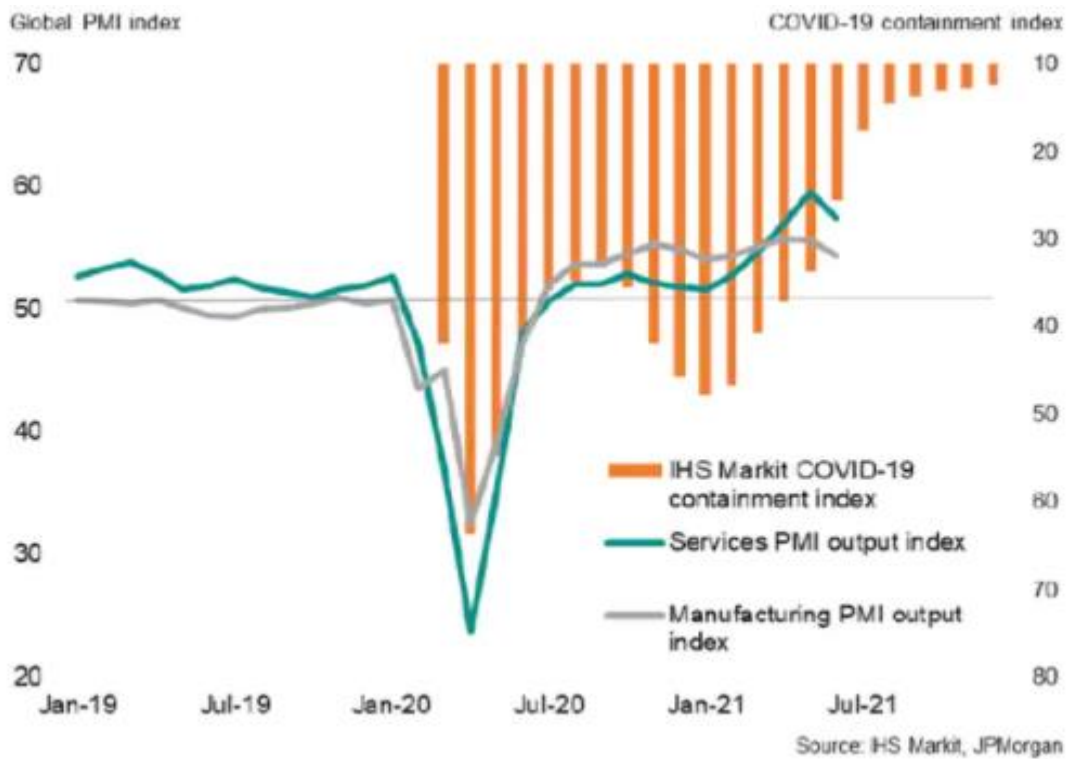
Un nuovo rallentamento del ciclo economico

Gli indicatori di tendenza del ciclo economico mostrano, in linea con quanto già osservato, uno stallo nella crescita economica dopo il forte rimbalzo degli ultimi mesi. L'indice JPMorgan Global PMI ha segnato un minimo trimestrale rispetto al massimo sugli ultimi tre anni raggiunto a maggio di quest'anno.

Si evidenziano, più nel dettaglio, marcate differenze nelle diverse aree geografiche che vanno di pari passo con i differenziali nei progressi in termini di copertura vaccinale. Il calo tendenziale di attività è quindi più evidente nei paesi emergenti rispetto a quelli sviluppati, sia per quanto riguarda il comparto manifatturiero sia per quello dei servizi. Di conseguenza, sia i mercati azionari sia quelli valutari dei paesi emergenti hanno perso molta performance relativa nei confronti di quelli sviluppati, riflettendo il differenziale sfavorevole di crescita.

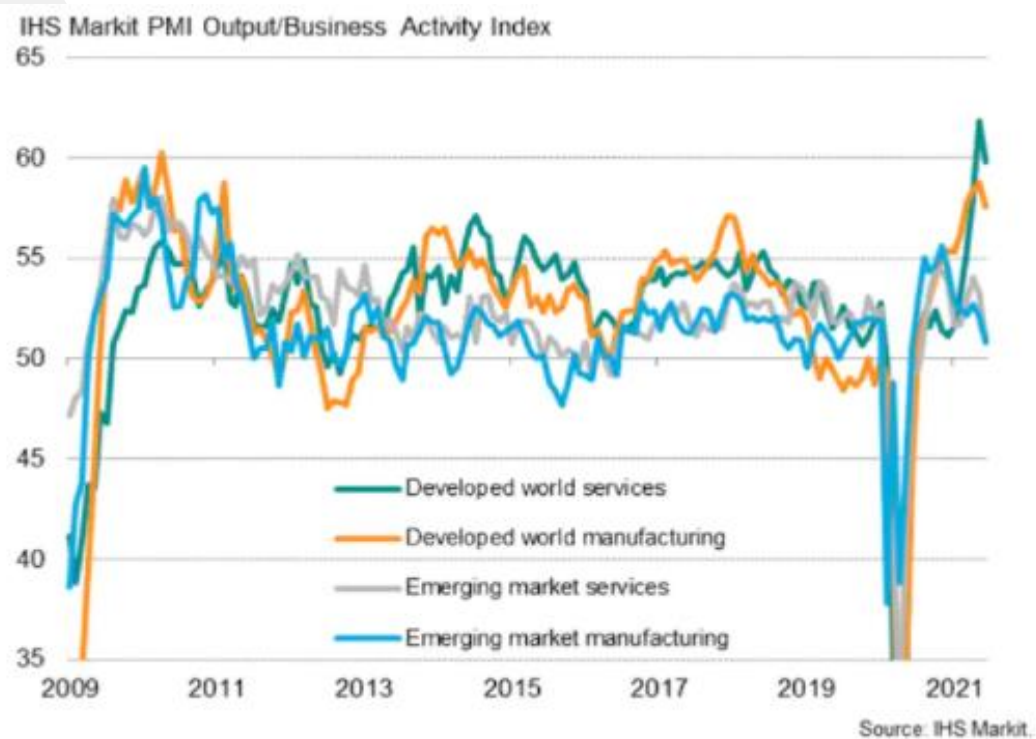
Le continue difficoltà dell'apparato produttivo nei paesi emergenti rappresentano un ostacolo al ripristino del normale funzionamento della catena logistica, che nell'ultimo periodo ha pesato sui dati di inflazione, soprattutto nel segmento dell'elettronica.

Grafico 3: l'andamento dei settori manifatturiero e dei servizi



Fonte: IHS Markit

Grafico 4: l'andamento dei settori manifatturiero e dei servizi – paesi avanzati vs emergenti



Fonte: IHS Markit

Le recenti oscillazioni di aspettative di crescita economica si mantengono comunque, al momento, relativamente contenute e quindi gli economisti non stanno ancora modificando le stime di crescita, che vengono riportate qui di seguito per referenza.

OECD area, unless noted otherwise

	Average 2013-2019	2019	2020	2021	2022	2020 Q4	2021 Q4	2022 Q4
Per cent								
Real GDP growth¹								
World ²	3.3	2.7	-3.5	5.8	4.4	-0.9	4.4	3.4
G20 ²	3.5	2.8	-3.1	6.3	4.7	-0.4	5.0	3.4
OECD ²	2.2	1.6	-4.8	5.3	3.8	-2.9	5.1	2.4
United States	2.5	2.2	-3.5	6.9	3.6	-2.4	7.4	1.5
Euro area	1.8	1.3	-6.7	4.3	4.4	-4.7	4.6	2.9
Japan	0.8	0.0	-4.7	2.6	2.0	-1.0	1.4	1.2
Non-OECD ²	4.3	3.7	-2.3	6.2	4.9	0.9	3.8	4.2
China	6.8	6.0	2.3	8.5	5.8	5.7	5.9	5.2
India ³	6.8	4.0	-7.7	9.9	8.2			
Brazil	-0.3	1.4	-4.1	3.7	2.5			
Unemployment rate⁴	6.5	5.4	7.1	6.5	6.0	6.9	6.4	5.7
Inflation¹⁻⁵	1.7	1.9	1.5	2.7	2.4	1.4	3.1	2.4
Fiscal balance⁶	-3.2	-3.1	-10.8	-10.1	-6.0			
World real trade growth¹	3.4	1.3	-8.5	8.2	5.8	-4.7	6.4	4.8

1. Percentage changes; last three columns show the change over a year earlier.

2. Moving nominal GDP weights, using purchasing power parities.

3. Fiscal year.

4. Per cent of labour force.

5. Private consumption deflator.

6. Per cent of GDP.

Source: OECD Economic Outlook 109 database.

Fonte: OECD

Asset allocation e utili aziendali

I mercati azionari hanno reagito alla variazione di scenario, dapprima con un aumento di volatilità e una modesta correzione, per poi recuperare livelli vicini a quelli massimi. L'aspetto più rilevante rimane l'inversione di rotazione interna al mercato, questa volta nuovamente verso i titoli di crescita e a discapito dei titoli considerati value.

Anche in un contesto potenziale di repressione finanziaria e di tassi reali negativi le obbligazioni, soprattutto governative, rimangono tendenzialmente perdenti. Le azioni, viceversa, mantengono una maggiore capacità di protezione dall'inflazione, soprattutto se selezionate con estrema attenzione alle valutazioni fondamentali, al ritorno sul capitale investito e alla sostenibilità dei flussi di cassa e dei dividendi.

Tutti i mercati azionari delle principali aree geografiche offrono un rendimento da flussi di cassa positivo e attraente, soprattutto se paragonato ai corrispondenti rendimenti obbligazionari, ritornati sui minimi storici.

IMPact SIM S.p.A.

Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano

+39.02.38.25.51.00

impact@impactsim.it

www.impactsim.it