

Outlook Macroeconomico Mensile

Maggio 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

- Il continuo miglioramento delle aspettative di crescita, a seguito dell'accelerazione delle campagne vaccinali e dei massicci interventi di politica monetaria, fiscale ed economica ha riportato definitivamente, dopo una breve pausa, l'inflazione al centro delle preoccupazioni degli investitori.
- Ci sono ottimi motivi per ritenere questo rialzo temporaneo, soprattutto considerando i ben noti contrappesi deflazionistici strutturali, quali la globalizzazione dei commerci, l'eccesso di offerta sul mercato del lavoro e l'impatto della digitalizzazione sulla produttività. Tuttavia, in ogni caso, il dibattito sul ritorno dell'inflazione persiste.
- Le ripercussioni sui mercati finanziari hanno toccato principalmente l'asset class obbligazionaria, con un rialzo dei rendimenti e un aumento della pendenza della curva dei tassi, per poi avere effetti a cascata anche sull'asset class azionaria, soprattutto su strategie d'investimento di tipo growth.
- Le Banche Centrali, FED in primis, continuano a mostrare tranquillità nel ritenere transitorio questo rialzo e, come già osservato, sottolineano la continua fragilità del mercato del lavoro, che rimane il fattore di maggiore importanza nel modellare le aspettative inflazionistiche di lungo termine.
- La FED ha rimarcato, infatti, che saranno necessari progressi ben più sostanziali di quelli attuali verso gli obiettivi di piena occupazione e di inflazione media al 2% prima di ridimensionare il supporto di liquidità ai mercati.
- Sul fronte europeo gli interventi sono inferiori a quelli USA ma comunque sostanziali. La spinta all'economia europea basata su almeno 800 miliardi di euro di finanziamenti comunitari dovrebbe riportarla sul trend di crescita precrisi. In aggiunta ai finanziamenti europei, poi, molti paesi stanno mettendo a disposizione anche investimenti addizionali provenienti dal bilancio pubblico nazionale, come EUR 60 miliardi in Francia e oltre EUR 30 miliardi in Italia.
- Dopo una contrazione degli utili aziendali a livello globale del 22% nel 2020, le stime attuali portano a un rimbalzo del 36% nel 2021 e dell'11% nel 2022, in linea con quanto si è verificato storicamente all'uscita dalle recessioni profonde.
- Negli USA, dove quasi tutte le società che compongono l'indice S&P500 hanno riportato gli utili, il primo trimestre si sta dimostrando il migliore degli ultimi dieci anni, con una crescita dei profitti superiore al 50% anno su anno. In Europa, più colpita dal COVID l'anno scorso, la crescita è addirittura di circa il 90% anno su anno.
- Le valutazioni fondamentali dei mercati azionari continuano a riflettere questa accelerazione dei profitti e si mantengono superiori alle medie storiche, restando tuttavia attraenti soprattutto se confrontate ai rendimenti obbligazionari, ancora ai minimi storici nonostante il recente rialzo.
- Si conferma quindi l'opportunità di mantenere un posizionamento con maggiore esposizione all'asset class azionaria attraverso un'attenta selezione dei singoli titoli in funzione più delle valutazioni fondamentali, e del margine di sicurezza che ne consegue, che del potenziale di crescita.

Il ritorno dell'inflazione

Il continuo miglioramento delle aspettative di crescita a seguito dell'accelerazione delle campagne vaccinali e dei massicci interventi di politica monetaria, fiscale ed economica ha riportato definitivamente, dopo una breve pausa, l'inflazione al centro delle preoccupazioni degli investitori.

Un rialzo del livello di inflazione è stato, in fondo, a lungo cercato dalle Banche Centrali e ritenuto necessario per ritornare a una crescita ordinata, dopo gli squilibri legati alla grande crisi finanziaria del 2008, ma ora la combinazione di rendimenti obbligazionari ai minimi storici, spesso negativi, e un rimbalzo esplosivo di crescita post pandemia provocano tensione inattesa sui mercati finanziari.

Il dato simbolico che ha innescato la reazione è stato quello relativo al tasso di inflazione USA anno su anno di aprile, al 4.2%, ben al di sopra delle aspettative e, in assoluto, il più alto incremento dal 2008. Anche l'inflazione core, che esclude cibo ed energia, solitamente meno volatile, ha registrato un rialzo del 3% anno su anno a fronte di attese del 2.3%.

Grafico 1: l'evoluzione del tasso di inflazione 2000-2021



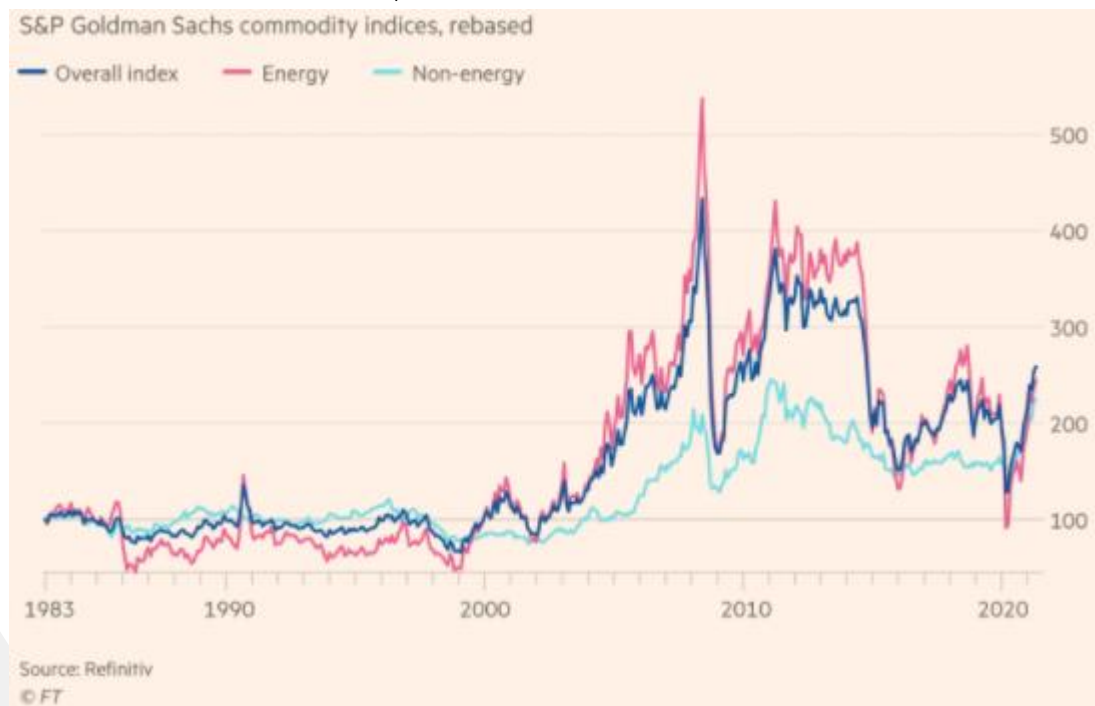
Fonte: Financial Times

Ci sono ottimi motivi per ritenere questo rialzo temporaneo, soprattutto considerando i ben noti contrappesi deflazionistici strutturali, quali la globalizzazione dei commerci, l'eccesso di offerta sul mercato del lavoro e l'impatto della digitalizzazione sulla produttività.

Tuttavia, in ogni caso, il dibattito sul ritorno dell'inflazione persiste. Il rialzo nei prezzi al consumo, per esempio, è stato preceduto da un dato di occupazione in USA decisamente al di sotto delle stime, con un tasso di disoccupazione risalito al 6.1%. La spiegazione ottimistica è che questo rialzo dei prezzi sia un naturale effetto dell'uscita repentina da una recessione quasi senza precedenti, guidato non da un restringimento dal lato della domanda, ma da quello dell'offerta.

L'analisi più puntuale del dato conferma, peraltro, tra le principali cause del rialzo, il salto nelle spese per viaggi e servizi correlati ad essi, insieme ai ben noti e temporanei colli di bottiglia nella catena dei trasporti e in quella dei componenti elettronici, soprattutto semiconduttori. L'effetto delle materie prime è stato più contenuto, con pressione al rialzo evidente, ma non così elevata se valutata dal punto di vista storico.

Grafico 2: l'evoluzione delle componenti dell'inflazione



Fonte: Financial Times

Le ripercussioni sui mercati finanziari hanno toccato principalmente l'asset class obbligazionaria, con un rialzo dei rendimenti e un aumento della pendenza della curva dei tassi, per poi avere effetti a cascata anche sull'asset class azionaria. L'impatto sugli investimenti azionari non è stato tanto relativo alla correzione dei prezzi in assoluto quanto, piuttosto, ad una rotazione marcata verso i settori più ciclici e i titoli con valutazioni più basse, a scapito di quelli ad alta crescita.

Grafico 3: l'evoluzione del differenziale di rendimento Treasury Bond convenzionali e inflation-protected



Fonte: Financial Times

IMPact SIM S.p.A.

Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano

+39.02.38.25.51.00

impact@impactsim.it

www.impactsim.it

Le politiche monetarie davanti ad un bivio

Le Banche Centrali, FED in primis, continuano a mostrare tranquillità nel ritenere transitorio questo rialzo e, come già osservato, sottolineano la continua fragilità del mercato del lavoro, che rimane il fattore di maggiore importanza nel modellare le aspettative inflazionistiche di lungo termine.

Parallelamente, quindi, le autorità monetarie confermano l'intenzione di mantenere il supporto di liquidità e politiche fortemente espansive, pur alzando le stime di crescita. La FED ha rimarcato, infatti, che saranno necessari progressi ben più sostanziali di quelli attuali verso gli obiettivi di piena occupazione e di inflazione media al 2% prima di ridimensionare il supporto di liquidità ai mercati. In particolare, Powell ha evidenziato l'importanza, al momento, dei cosiddetti base effect, ovvero il confronto con la caduta verticale dei prezzi dello scorso anno e i problemi logistici dal lato dell'offerta.

Powell, in particolare, ha esplicitamente reiterato il recente cambio di prospettiva sulla gestione dell'obiettivo di raggiungere un tasso di inflazione che sia in media del 2%. Questo implica che, a seguito di periodi in cui l'inflazione è stata inferiore al 2%, la politica monetaria potrà tollerare livelli al di sopra del 2% per un certo periodo di tempo. Nello specifico, siccome l'inflazione è stata al di sotto dell'obiettivo per un totale cumulativo di 5 punti percentuali dal 2007, questo lascia parecchio spazio al rialzo per alcuni anni prima di riportare la misurazione media al 2%.

Grafico 4: l'evoluzione dei differenziali tra tassi d'inflazione effettivi e target



Fonte: Financial Times

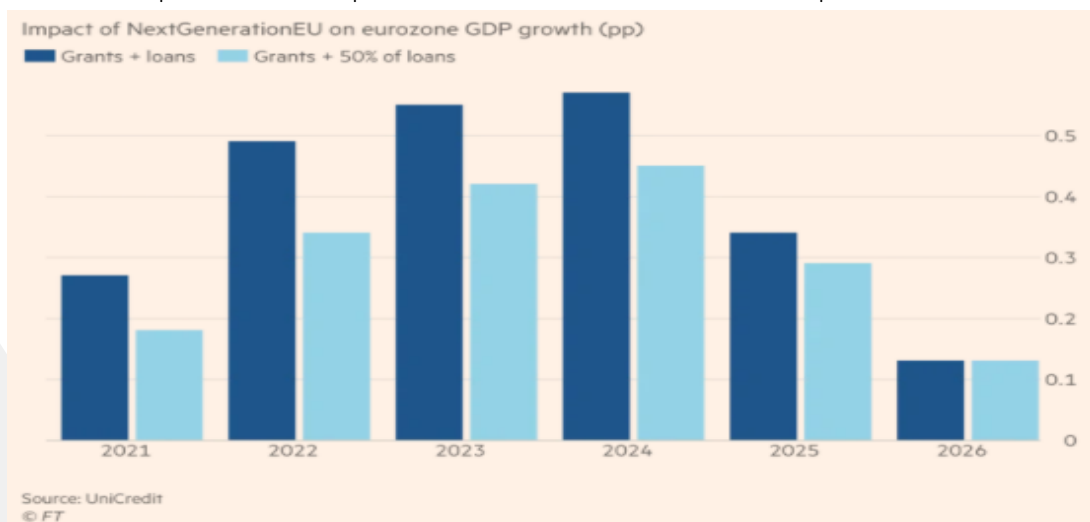
Gli ultimi verbali della Banca centrale americana, tuttavia, hanno mostrato un certo dibattito interno, con alcuni partecipanti al comitato che hanno suggerito la possibilità di aggiustare il piano di acquisti obbligazionari sul mercato qualora il passo di espansione continuasse ad accelerare. Questo rimane sicuramente un fattore di rischio da monitorare e ha pesato molto sulla rotazione di mercato dell'ultimo periodo.

La ripartenza europea

Sul fronte europeo gli interventi sono inferiori a quelli USA ma comunque sostanziali. La spinta all'economia europea basata su almeno 800 miliardi di euro di finanziamenti comunitari dovrebbe riportarla sul trend di crescita precrisi. Le assunzioni iniziali prevedono un impatto di 40 euro aggiuntivi di GDP per ogni 100 euro di investimento, ma sono probabilmente conservative. In aggiunta ai finanziamenti europei, poi, molti paesi stanno mettendo a disposizione anche investimenti aggiuntivi provenienti dal bilancio pubblico nazionale, come EUR 60 miliardi in Francia e oltre EUR 30 miliardi in Italia.

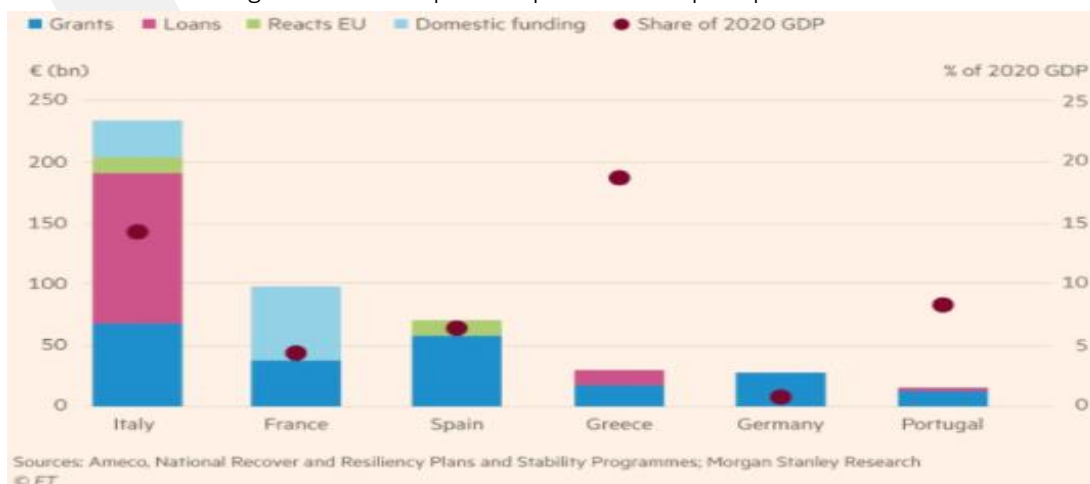
L'IMF ha aggiunto un prudente 0.75% di spinta sul GDP europeo nelle ultime stime, tuttavia anticipando che l'impatto potrebbe essere almeno il doppio se accompagnato dalle tanto attese riforme strutturali.

Grafico 5: impatto atteso del piano Next Generation EU sul GDP europeo



Fonte: Financial Times

Grafico 6: l'entità degli investimenti pubblici per il rilancio post-pandemia in relazione ai GDP nazionali



Fonte: Financial Times

In definitiva, al momento, le stime di crescita complessiva mostrano pressione al rialzo e gli indicatori di anticipazione della tendenza confermano tali aspettative.

Asset allocation e utili aziendali

Il miglioramento esaminato dal punto di vista macro, ovviamente, si riflette anche sulle dinamiche micro degli utili aziendali. Gli analisti finanziari hanno sottostimato l'effetto della ripresa in atto sugli utili aziendali, mentre il mercato azionario si era mosso correttamente in anticipo prezzando con molta più precisione il recupero di redditività aziendale.

Negli USA, dove quasi tutte le società che compongono l'indice S&P500 hanno riportato gli utili, il primo trimestre si sta dimostrando il migliore degli ultimi dieci anni, con una crescita dei profitti superiore al 50% anno su anno. In Europa, più colpita dal COVID l'anno scorso, la crescita è addirittura di circa il 90% anno su anno.

Grafico 7: la crescita annuale degli utili aziendali – Stoxx 600 vs. S&P 500



Fonte: Financial Times

Quindi, dopo una contrazione degli utili aziendali a livello globale del 22% nel 2020, le stime attuali portano a un rimbalzo del 36% nel 2021 e dell'11% nel 2022, in linea con quanto si è verificato storicamente all'uscita dalle recessioni profonde.

Le valutazioni fondamentali dei mercati azionari continuano a riflettere questa accelerazione dei profitti e si mantengono superiori alle medie storiche, restando tuttavia attraenti soprattutto se confrontate ai rendimenti obbligazionari, ancora ai minimi storici nonostante il recente rialzo. Inoltre, l'asset class azionaria ha una maggior capacità protettiva al rischio di inflazione rispetto a quella obbligazionaria. L'aumento dei rendimenti obbligazionari, soprattutto quelli a lungo termine, ha contribuito ad innescare una rotazione interna sugli indici azionari, con un notevole recupero dello stile value a discapito di quello growth.

Si conferma quindi l'opportunità di mantenere un posizionamento con maggiore esposizione all'asset class azionaria attraverso un'attenta selezione dei singoli titoli in funzione più delle valutazioni fondamentali, e del margine di sicurezza che ne consegue, che del potenziale di crescita.

Infine, è da notare che il forte aumento degli utili aziendali si trasferirà almeno in parte sul mercato, principalmente sotto forma di acquisti di azioni proprie da parte delle stesse società quotate. In tal senso, le società americane hanno già annunciato quest'anno operazioni di buyback per quasi 500 miliardi di dollari. Si stima che nel 2021, complessivamente, le operazioni di buyback aumenteranno del 35% negli USA e del 25% circa in Europa, rappresentando di fatto un ulteriore elemento di supporto ai mercati azionari dal punto di vista dei flussi.

IMPact SIM S.p.A.

📍 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano

☎ +39.02.38.25.51.00

✉ impact@impactsim.it

🌐 www.impactsim.it