



L'Outlook
Macroeconomico
Mensile

Aprile 2020

act differently

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/>

Executive Summary

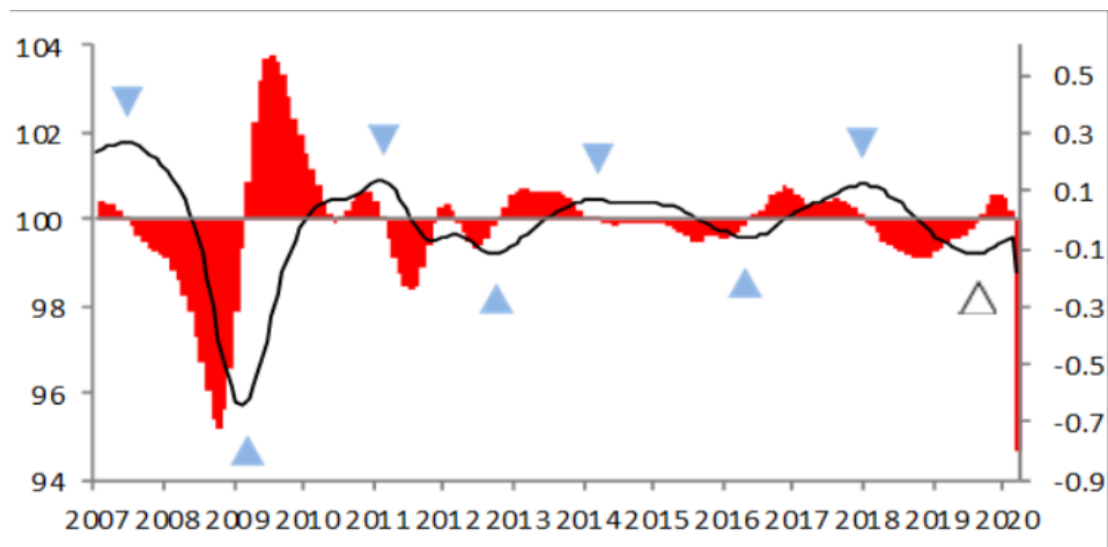
- La gravità della situazione e la durezza delle misure di contenimento (il cosiddetto “lockdown”) stanno spingendo l’economia globale verso la peggior contrazione dal 1930.
- Nel *World Economic Outlook* di aprile il Fondo Monetario Internazionale prevede per il 2020 l’economia americana decrescere del 5,9% e quella dell’Eurozona del 7,5%. A livello globale, attualmente la contrazione prevista per quest’anno è del 3%.
- La situazione rimane particolarmente delicata in Italia, colpita più gravemente di altri paesi avanzati, in quanto epicentro europeo della pandemia, e quindi obbligata per prima a implementare misure particolarmente restrittive. Per il 2020 il Fondo Monetario Internazionale prevede il GDP italiano in calo di almeno il 9% e il deficit pubblico in fortissima espansione. L’effetto complessivo sarà quello di spingere il rapporto tra debito pubblico e GDP oltre il 150%.
- La combinazione di mancanza di liquidità per imprese e famiglie e di tensioni politiche all’interno dell’Unione Europea sulla strategia di ricostruzione post-emergenza rischia di mettere in discussione il futuro dell’Unione stessa. Per ora l’unico meccanismo di supporto efficace rimane quello della BCE, ma è sempre più evidente che non è possibile uscire da questa crisi senza un piano di rilancio a livello europeo, dettato da una visione politica comune sul futuro dell’Unione Europea.
- Gli interventi massicci di politica economica, fiscale e monetaria degli ultimi due mesi hanno avuto un effetto indubbiamente positivo sui mercati finanziari. In particolare, hanno permesso un importante recupero dei mercati azionari dai minimi di metà marzo, una normalizzazione degli spread di credito e anche una riduzione della volatilità implicita verso livelli più gestibili, pur rimanendo su livelli storicamente ancora molto elevati.
- Un posizionamento strategico sull’*asset class* azionaria e, più in generale, sugli altri attivi rischiosi, come ad esempio il credito *corporate*, rimane la scelta che offre il profilo di rischio-rendimento più attraente in questa fase.

Da crisi sanitaria a crisi economica globale

A seguito delle dure misure di contenimento necessarie a rallentare la diffusione del virus COVID-19, la crisi sanitaria ha cominciato a trasformarsi nella peggior crisi economico – finanziaria dai tempi della crisi del 1929. La gravità della situazione e la durezza delle misure di contenimento (il cosiddetto “lockdown”) stanno portando l’economia globale verso una contrazione di intensità paragonabile alla Grande Depressione del 1930 e marcatamente peggiore della recessione causata dalla Grande Crisi Finanziaria di dieci anni fa.

A questo si aggiunge l’incertezza sulla durata e sull’intensità dello shock, che contribuisce a peggiorare le prospettive macroeconomiche. La contrazione degli indicatori di tendenza nell’area OECD fornisce un’idea di quanto sia stata violenta e brusca l’inversione del ciclo economico.

Grafico 1: andamento dell’output dell’area OECD 2007-2020

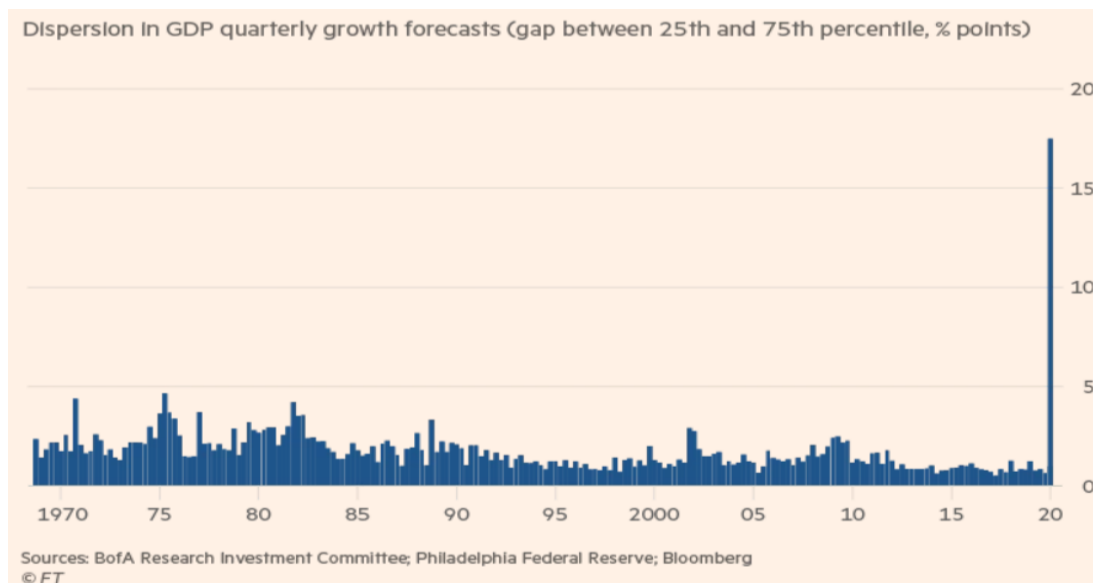


Fonte: OECD

Le condizioni macroeconomiche ora prevalenti sono peggiori del peggior scenario ipotizzato dall’OECD nell’*Interim Economic Outlook 2020*, pubblicato nel mese di marzo. Nel commento del mese scorso infatti anche lo scenario più severo lasciava l’economia globale ancora in leggera crescita per l’anno in corso, ipotizzando recessioni di moderate proporzioni nei paesi sviluppati che sarebbero state più che compensate dalla crescita economica dei paesi emergenti.

Nel presente scenario, il peggiore degli ultimi novant’anni, rimane molto complicato fare previsioni affidabili sulla velocità e forza di un’eventuale ripresa nel 2021. In assenza di un vaccino, sembrano non esistere misure alternative al distanziamento sociale per evitare la diffusione incontrollata del virus. L’incertezza e la difficoltà nelle previsioni al momento sono ben rappresentate dalla dispersione nelle stime di crescita del GDP, che ha raggiunto livelli mai visti nel secondo dopoguerra.

Grafico 2: dispersione delle stime di crescita del GDP 1965 - 2020



Fonte: Financial Times

Nel *World Economic Outlook* di aprile il Fondo Monetario Internazionale (FMI) prevede per il 2020 l'economia americana decrescere del 5,9% e quella dell'Eurozona del 7,5%. A livello globale, attualmente la contrazione di attività economica prevista per quest'anno è del 3%, mentre la ripresa per il 2021 al +5,8%, ipotizzando ottimisticamente, a partire dal secondo semestre 2020, uno scenario di progressivo smantellamento delle misure di contenimento, di normalizzazione della capacità produttiva e del commercio internazionale, grazie anche agli effetti positivi delle misure di stimolo fiscale e monetario adottate da governi e banche centrali.

La coordinazione è tutto

Misure coordinate di politica fiscale sono assolutamente fondamentali per evitare una lunga depressione. Seppur con una qualche incertezza iniziale, la dimensione complessiva della risposta globale è stata sino ad ora imponente: si prevede un impatto delle misure già intraprese o annunciate pari al 3.7% del GDP globale, ben superiore a quanto fatto nel periodo 2008 – 2009.

Altrettanto imponenti sono stati gli interventi di politica monetaria da parte delle principali banche centrali, le quali hanno rapidamente optato per una riduzione generalizzata dei tassi di interesse ufficiali e per l'immediata ripresa o l'espansione dei piani di acquisto di titoli obbligazionari sui mercati secondari.

Tra tutti, gli interventi di FED e Banca Centrale Europea (BCE) sono stati i più significativi. La FED ha dichiarato un impegno ad intervenire in modo sostanzialmente illimitato, che include anche acquisti di ETF di credito *corporate*. La BCE ha espanso le operazioni di mercato aperto, impegnandosi a comprare EUR 750 miliardi di titoli obbligazionari sovrani e *corporate*, sospendendo i limiti per paese di acquisto di debito pubblico e dichiarando di essere pronta a comprare anche titoli di stato non *investment grade*.

Con questi interventi la FED e la BCE hanno sostanzialmente preso il controllo di tutta la lunghezza della curva dei rendimenti e di fatto nazionalizzato i mercati obbligazionari quotati. Questi interventi sono stati essenziali nello stabilizzare i mercati del credito, permettendo la ripresa del loro funzionamento e offrendo riparo nell'immediato dalle conseguenze più stravolgenti del lockdown. Tuttavia, rimane difficile capire quali effetti di lungo termine ci saranno sui mercati nel loro complesso, soprattutto rispetto alla capacità in futuro dei mercati di allocare capitali in modo efficiente.

L'Italia e l'Europa: dalla crisi sanitaria alla crisi economica, passando per quella politica

La situazione rimane quindi particolarmente delicata in Italia, colpita più gravemente di molti altri paesi avanzati, in quanto epicentro europeo della pandemia e quindi obbligata per prima in Europa a implementare misure particolarmente restrittive. Per il 2020 il Fondo Monetario Internazionale prevede il GDP italiano in calo di almeno il 9% e il deficit pubblico in fortissima espansione. L'effetto complessivo sarà quello di spingere il rapporto tra debito pubblico e GDP oltre il 150%.

Grafico 3: spread di rendimento tra Bund tedeschi e BTP italiani con scadenze decennali



Fonte: Financial Times

Grafico 4: le variazioni dei bilanci pubblici dei paesi europei tra il 2019 e il 2020 in % sul GDP nazionale



Fonte: Financial Times su dati FMI

Attualmente, nelle trattative in sede europea sugli strumenti di politica economica da mettere in campo per supportare i paesi più colpiti permane una forte resistenza nei paesi del nord Europa ad aiutare i paesi del sud Europa, più fragili dei primi sotto il profilo delle finanze pubbliche.

Lo scontro politico attualmente in corso tra i Paesi dell'Unione Europea in merito a come finanziare la ricostruzione post-emergenza è soprattutto incentrato su due problemi. Il primo è l'utilizzo del Meccanismo di Stabilità Europeo (MES) vincolato o svincolato da programmi di aggiustamento macroeconomico per i paesi che attingono alle risorse del meccanismo, pari a EUR 500 miliardi. Il secondo si pone in merito all'emissione di obbligazioni europee che permettano ai governi di adottare misure di supporto a famiglie e imprese senza contestualmente aumentare il rapporto tra debito e GDP a livello nazionale. Le tensioni politiche su questi due problemi rimangono fortissime. In particolare, lo scontro vede da un lato Italia, Spagna e Francia, apertamente in favore dell'emissione di strumenti di debito comune europeo, e dall'altro lato Germania e Olanda, apertamente contrarie a questa soluzione.

La combinazione di mancanza di liquidità per imprese e famiglie e di tensioni politiche all'interno dell'Unione Europea su come uscire da questa crisi rischia di mettere in discussione il futuro dell'Unione stessa. Sin ad ora, questo contrasto sulle modalità di utilizzo del MES e sulla creazione degli eurobond si è tradotto in un pericoloso aumento del costo del debito pubblico per i paesi più colpiti, tra cui soprattutto l'Italia, e, di riflesso, in una maggiore vulnerabilità dei mercati azionari europei, ed in particolar modo italiani.

Per ora l'unico meccanismo di supporto efficace a livello europeo rimane quello della BCE, ma è sempre più evidente che non è possibile rimettere in sesto l'economia senza una visione politica comune sul futuro dell'Unione Europea. Gli sviluppi delle trattative europee in merito alla fase di

ricostruzione post-emergenza rimangono pertanto un importante fattore di rischio da monitorare nelle prossime settimane.

I mercati finanziari risollevati dalla mano pubblica

Gli interventi di politica economica, fiscale e monetaria fino ad oggi adottati hanno avuto un effetto indubbiamente positivo sui mercati finanziari; hanno permesso, in particolare, un importante recupero dell'*asset class* azionaria rispetto ai minimi di metà marzo, una normalizzazione degli *spread* di credito e una riduzione della volatilità implicita verso livelli più gestibili, pur rimanendo storicamente ancora su livelli molto elevati.

Grafico 5: la riduzione del VIX tra marzo e aprile 2020



Fonte: Bloomberg

A fronte di questi interventi particolarmente efficaci, soprattutto da parte delle banche centrali, che hanno iniettato nel sistema USD 5 500 miliardi di liquidità attraverso operazioni di mercato, rimane tuttavia sull'altro piatto della bilancia una previsione di diminuzione degli utili aziendali che si avvicina al 50% per il 2020, una riduzione paragonabile a quella che si è verificata nella Grande Crisi Finanziaria del 2008 – 2009.

I mercati azionari, sostenuti da questa enorme massa di liquidità iniettata nel sistema finanziario e, come sempre, cercando di anticipare i dati reali, hanno recuperato circa metà della caduta iniziale di metà marzo, con una espansione dei multipli di valutazione che li porta in un'area valutativa sostanzialmente neutrale.

Un posizionamento strategico sull'*asset class* azionaria e, più in generale, sugli attivi rischiosi, come ad esempio il credito *corporate*, sembra ora la scelta che offre il profilo di rischio-rendimento più favorevole. Infatti, i rendimenti offerti dai dividendi, nonostante una riduzione prevista di almeno il

30-40% nel 2021, rimangono comunque molto più attraenti dei rendimenti obbligazionari governativi.