

# Outlook Macroeconomic Mensile

Dicembre 2020

*act differently*

IMPact SIM S.p.A.

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

Capitale sociale: € 390.000,00 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](mailto:impact@impactsim.it)  
Tel: +39 02 38 25 51 00  
<https://www.impactsim.it/>

## Executive Summary

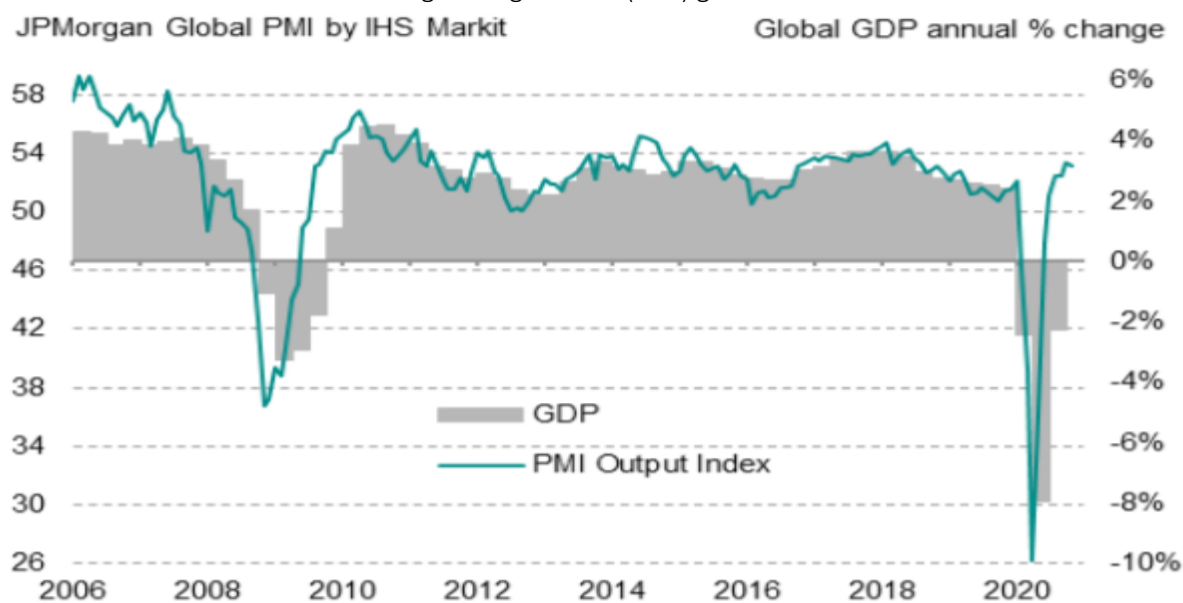
- Gli sviluppi positivi sul fronte dei vaccini, che stanno mostrando un'elevata efficacia, e il clima politico americano, che, fino a prima dell'assalto di Capitol Hill da parte dei sostenitori di Trump, sembrava in netto miglioramento, grazie all'elezione di Biden, hanno cominciato a creare un momentum positivo nelle aspettative degli investitori.
- L'indicazione di crescita dell'output manifatturiero a novembre 2020 ha continuato ad accelerare, raggiungendo un massimo da dicembre 2018. A sostenere il recupero sono stati il settore automobilistico, quello dei macchinari industriali e dei prodotti di consumo personale, mentre rimangono ovviamente sotto pressione i servizi e le spese per i consumi discrezionali, turismo in primis.
- Il clima sui mercati finanziari continua ad essere mantenuto positivo dagli interventi di sostegno delle Banche Centrali. L'ultima riunione della BCE ha varato un aumento netto della dimensione del piano di acquisti obbligazionari di emergenza pari a EUR 500 miliardi. I segnali provenienti dalla FED sono molto simili a quelli provenienti dalla BCE e mostrano l'intenzione di estendere l'attuale piano di interventi a supporto dei mercati finanziari americani probabilmente almeno fino a quando certe condizioni di ripresa non saranno state raggiunte.
- Nonostante l'Unione Europea ed il Regno Unito siano riusciti a raggiungere un accordo in extremis sulla Brexit, la mancanza di riferimenti ai servizi finanziari nell'accordo accresce l'incertezza sull'evoluzione del ruolo di Londra come hub di servizi finanziari per l'Unione Europea.
- I mercati finanziari continuano a recepire in maniera positiva le notizie sui vaccini Covid e sul miglioramento complessivo del clima politico internazionale, nonostante i recenti tumulti a Capitol Hill; questo ritrovato ottimismo si riflette nell'aumento dei prezzi delle attività e nella diminuzione della volatilità implicita e realizzata.
- Il tema principale in termini di allocazione verso attivi rischiosi rimane quello del confronto favorevole tra i rendimenti azionari, soprattutto dal punto di vista dei dividendi potenziali, rispetto ai rendimenti obbligazionari, pur in un contesto di valutazioni assolute evidentemente superiori alle medie storiche. In particolare, l'attrattiva valutativa dei titoli azionari rispetto a quelli obbligazionari risulta particolarmente amplificata nell'area europea.

## Le tendenze di crescita per il 2021

Il contesto generale continua ad essere condizionato da tensioni contrastanti e da dinamiche di difficile interpretazione. Da un lato, il recente nuovo peggioramento della seconda ondata ha portato ad imporre nuove misure fortemente restrittive proprio a ridosso del periodo festivo, critico per i consumi e per il sentiment generale. Dall'altro lato, gli sviluppi positivi sul fronte dei vaccini, che stanno mostrando un'elevata efficacia, e il clima politico americano, che, fino a prima dell'assalto di Capitol Hill da parte dei sostenitori di Trump, sembrava in netto miglioramento, grazie all'elezione di Biden, hanno cominciato a creare un momentum positivo nelle aspettative degli investitori.

Risulta quindi più che mai utile focalizzarsi sugli indicatori di tendenza e di anticipazione del ciclo economico globale. La ripresa economica, soprattutto manifatturiera, del Q3 2020 sembra aver subito una battuta d'arresto, a seguito delle misure restrittive. L'indice JPMorgan Global PMI è sceso dal livello 53.3 di ottobre, il più alto dall'agosto 2018, all'ultimo dato di 53.1. Per quanto un dato sopra 50 continui a segnalare espansione e segua cinque mesi consecutivi di indicazioni positive dopo il tracollo nel Q2, il dato di novembre indica un peggioramento delle aspettative.

Grafico 1: Andamento del Purchasing Manager Index (PMI) globale 2006-2020



Fonte: IHS Markit, JP Morgan

Anche a livello di componente manifatturiera e servizi si confermano a novembre le tendenze precedenti. L'indicazione di crescita dell'output manifatturiero a novembre ha continuato ad accelerare raggiungendo un massimo da dicembre 2018. A sostenere il recupero sono stati il settore automobilistico, quello dei macchinari industriali e dei prodotti di consumo personale, mentre rimangono ovviamente sotto pressione i servizi e le spese per i consumi discrezionali, turismo in primis.

Grafico 2: Andamento del PMI Globale per settore 2006-2020



Fonte: IHS Markit, JP Morgan

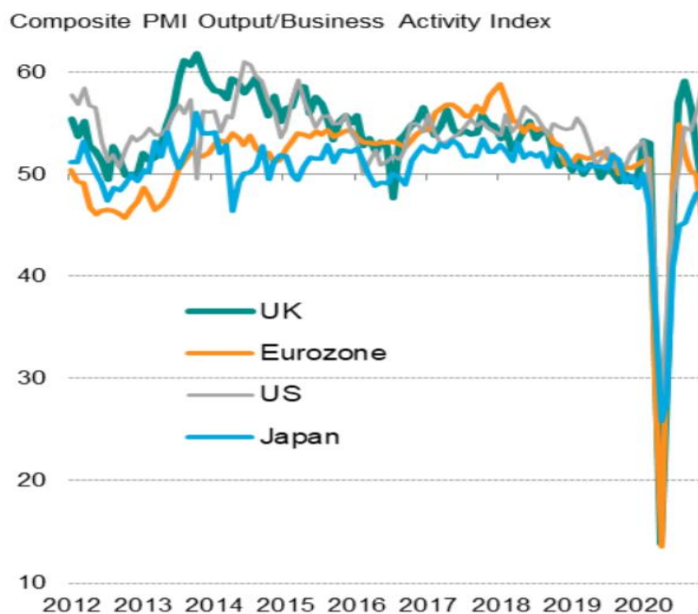
La resilienza del settore manifatturiero si accompagna ad un recupero del commercio internazionale, che, secondo gli ultimi dati PMI, è in crescita ad un tasso annualizzato del 5%.

Dal punto di vista geografico, gli USA si confermano, tra i paesi sviluppati, quello più solido, con gli indicatori di tendenza a un massimo degli ultimi 5 anni, ma i recenti eventi politici senza precedenti potrebbero avere ripercussioni negative sull'andamento dell'economia americana nel Q1 2021, soprattutto se eventi gravi, come l'assedio di Capitol Hill, dovessero ripetersi.

L'Eurozona, al contrario, risulta nuovamente in sostanziale contrazione, soprattutto per i paesi come Francia, Italia e Spagna, e in misura minore la Germania, più favorita dall'export manifatturiero. La maggiore intensità delle restrizioni sociali fa sentire il suo peso in Europa e le notizie di nuovi provvedimenti anche in Germania non sono confortanti da questo punto di vista.

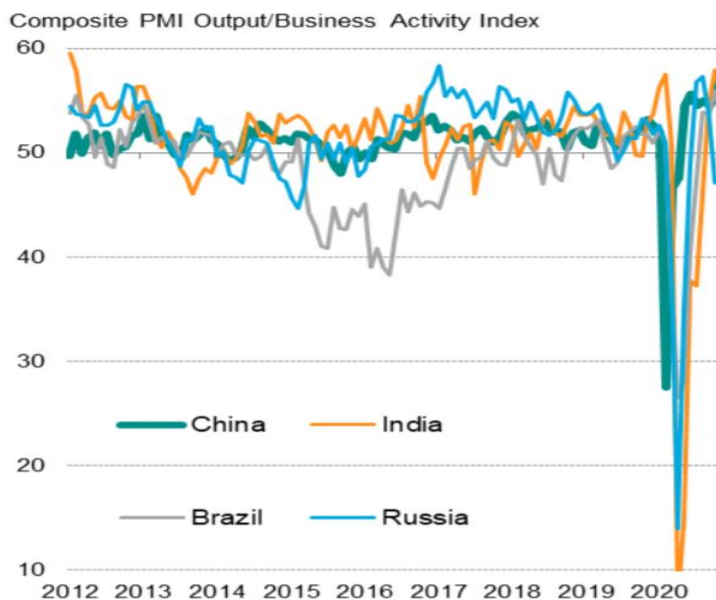
Anche in Giappone gli indicatori mostrano difficoltà a mantenere l'accelerazione. Speculare è la situazione nei mercati emergenti, dove il recupero è guidato dalla Cina, che sta riaccelerando, raggiungendo i livelli massimi di crescita visti nell'ultimo decennio, essendo uscita, almeno apparentemente, per prima dal problema Covid 19, anche grazie a massicci interventi governativi.

Grafico 3: Andamento PMI per area geografica 2012-2020



Fonte: IHS Markit, Au Jibun Bank

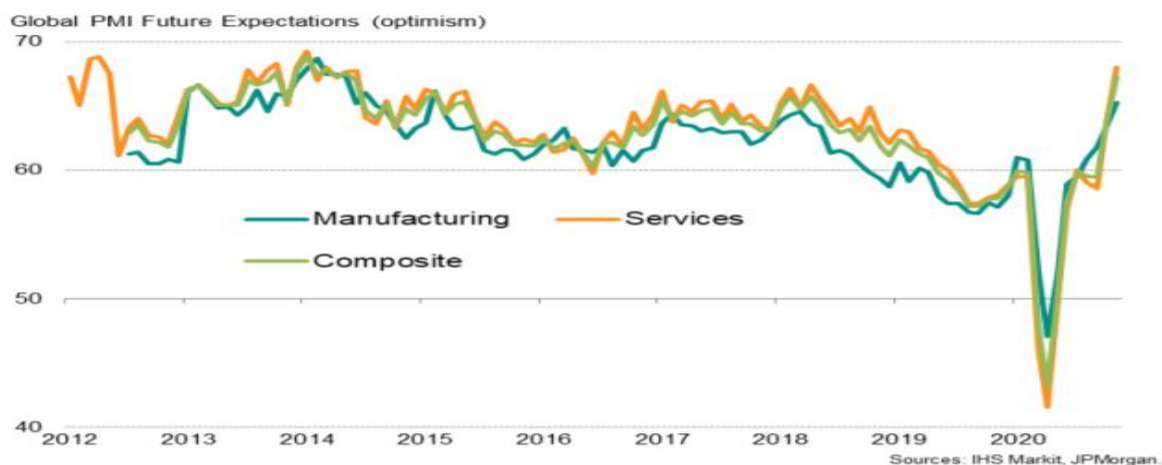
Grafico 4: Andamento PMI per area geografica 2012-2020



Fonte: IHS Markit, Caixin

Le notizie sull'efficacia e sulle tempistiche dell'arrivo dei vaccini stanno quindi spingendo le aspettative di medio periodo decisamente al rialzo. Questo è indubbiamente riflesso nei mercati finanziari, che stanno consolidando il recente recupero e mostrano profili di volatilità realizzata e implicita decisamente contenuti. L'indicatore di ottimismo sulle prospettive manifatturiere è ai livelli massimi da febbraio 2015, così come quello sui servizi. Anche qui il miglioramento è più marcato per gli USA, dove aiuta il risultato elettorale, giudicato positivamente dagli investitori, e il possibile arrivo di nuovi stimoli fiscali ed economici, attualmente in discussione al Senato e alla Camera.

Grafico 5: Aspettative sul PMI globale 2012-2020 – Scenario ottimistico



Fonte: IHS Markit, JPMorgan

Il quadro complessivo, quindi, nonostante gli spiragli di miglioramento indicati, si mantiene incerto e, alla luce di tutte le precedenti considerazioni, si ritiene opportuno mantenere invariato lo scenario di previsione della situazione economica globale riportato nelle stime dell'IMF più recenti.

Tabella 1: Le proiezioni macroeconomiche per il 2021

	2019	Projections		Difference from June 2020 WEO Update <sup>1</sup>		Difference from April 2020 WEO <sup>1</sup>	
		2020	2021	2020	2021	2020	2021
<b>World Output</b>	<b>2.8</b>	<b>-4.4</b>	<b>5.2</b>	<b>0.8</b>	<b>-0.2</b>	<b>-1.1</b>	<b>-0.5</b>
<b>Advanced Economies</b>	<b>1.7</b>	<b>-5.8</b>	<b>3.9</b>	<b>2.3</b>	<b>-0.9</b>	<b>0.3</b>	<b>-0.6</b>
United States	2.2	-4.3	3.1	3.7	-1.4	1.6	-1.6
Euro Area	1.3	-8.3	5.2	1.9	-0.8	-0.8	0.5
Germany	0.6	-6.0	4.2	1.8	-1.2	1.0	-1.0
France	1.5	-9.8	6.0	2.7	-1.3	-2.6	1.5
Italy	0.3	-10.6	5.2	2.2	-1.1	-1.5	0.4
Spain	2.0	-12.8	7.2	0.0	0.9	-4.8	2.9
Japan	0.7	-5.3	2.3	0.5	-0.1	-0.1	-0.7
United Kingdom	1.5	-9.8	5.9	0.4	-0.4	-3.3	1.9
Canada	1.7	-7.1	5.2	1.3	0.3	-0.9	1.0
Other Advanced Economies <sup>2</sup>	1.7	-3.8	3.6	1.1	-0.6	0.8	-1.0
<b>Emerging Market and Developing Economies</b>	<b>3.7</b>	<b>-3.3</b>	<b>6.0</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>-2.1</b>	<b>-0.5</b>
Emerging and Developing Asia	5.5	-1.7	8.0	-0.9	0.6	-2.7	-0.5
China	6.1	1.9	8.2	0.9	0.0	0.7	-1.0
India <sup>3</sup>	4.2	-10.3	8.8	-5.8	2.8	-12.2	1.4
ASEAN-5 <sup>4</sup>	4.9	-3.4	6.2	-1.4	0.0	-2.8	-1.5
Emerging and Developing Europe	2.1	-4.6	3.9	1.2	-0.3	0.6	-0.3
Russia	1.3	-4.1	2.8	2.5	-1.3	1.4	-0.7
Latin America and the Caribbean	0.0	-8.1	3.6	1.3	-0.1	-2.9	0.2
Brazil	1.1	-5.8	2.8	3.3	-0.8	-0.5	-0.1
Mexico	-0.3	-9.0	3.5	1.5	0.2	-2.4	0.5
Middle East and Central Asia	1.4	-4.1	3.0	0.4	-0.5	-1.3	-1.0
Saudi Arabia	0.3	-5.4	3.1	1.4	0.0	-3.1	0.2
Sub-Saharan Africa	3.2	-3.0	3.1	0.2	-0.3	-1.4	-1.0
Nigeria	2.2	-4.3	1.7	1.1	-0.9	-0.9	-0.7
South Africa	0.2	-8.0	3.0	0.0	-0.5	-2.2	-1.0
<i>Memorandum</i>							
Low-income Developing Countries	5.3	-1.2	4.9	-0.2	-0.3	-1.6	-0.7
Middle East and North Africa	0.8	-5.0	3.2	0.7	-0.5	-1.8	-1.0
World Growth Based on Market Exchange Rates	2.4	-4.7	4.8	1.4	-0.5	-0.5	-0.6
<b>World Trade Volume (goods and services)</b>	<b>1.0</b>	<b>-10.4</b>	<b>8.3</b>	<b>1.5</b>	<b>0.3</b>	<b>0.6</b>	<b>-0.1</b>
Imports							
Advanced Economies	1.7	-11.5	7.3	1.7	0.1	0.0	-0.2
Emerging Market and Developing Economies	-0.6	-9.4	11.0	0.0	1.6	-1.2	1.9
Exports							
Advanced Economies	1.3	-11.6	7.0	2.0	-0.2	1.2	-0.4
Emerging Market and Developing Economies	0.9	-7.7	9.5	1.6	0.2	1.9	-1.5
<b>Commodity Prices (US dollars)</b>							
Oil <sup>5</sup>	-10.2	-32.1	12.0	9.0	8.2	9.9	5.7
Nonfuel (average based on world commodity import weights)	0.8	5.6	5.1	5.4	4.3	6.7	5.7
<b>Consumer Prices</b>							
Advanced Economies	1.4	0.8	1.6	0.5	0.5	0.3	0.1
Emerging Market and Developing Economies <sup>6</sup>	5.1	5.0	4.7	0.5	0.1	0.3	0.2
<b>London Interbank Offered Rate (percent)</b>							
On US Dollar Deposits (six month)	2.3	0.7	0.4	-0.2	-0.2	0.0	-0.2
On Euro Deposits (three month)	-0.4	-0.4	-0.5	0.0	-0.1	0.0	-0.1
On Japanese Yen Deposits (six month)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1

Fonte: IMF, 2020



## Accordo raggiunto sulla Brexit, ma per i servizi finanziari l'incertezza rimane molto elevata

Nonostante l'Unione Europea ed il Regno Unito siano riusciti a raggiungere un accordo in extremis sulla Brexit, la mancanza di riferimenti ai servizi finanziari nell'accordo accresce l'incertezza sull'evoluzione del ruolo di Londra come hub di servizi finanziari per l'Unione Europea. L'accordo sulla Brexit è riuscito a definire le condizioni di accesso ai rispettivi mercati e ha risolto gli elementi più controversi della trattativa, che fino all'ultimo sembravano creare una distanza incolmabile tra le parti, quali l'accesso ai diritti di pesca nelle acque britanniche ed il livello minimo di allineamento regolamentare tra UK e UE per accedere al mercato europeo. Ciononostante, la mancanza di un capitolo dell'accordo relativo alle condizioni normative che governeranno l'erogazione dei servizi finanziari tra le due economie lascia nell'incertezza una dimensione fondamentale dei rapporti futuri tra UE e UK.

## Le Banche Centrali continuano il ruolo di garanti dei mercati finanziari

Il clima sui mercati finanziari continua poi a essere mantenuto positivo dagli interventi di sostegno delle Banche Centrali. L'ultima riunione della BCE ha varato un aumento netto della dimensione del piano di acquisti obbligazionari di emergenza pari a EUR 500 miliardi, dai precedenti EUR 1 350 miliardi agli attuali EUR 1 850 miliardi, con una proroga del piano almeno fino a marzo 2022 e dell'attività di reinvestimento almeno fino alla fine del 2023. Viene confermato anche l'intervento sugli istituti di credito europei, con l'offerta di finanziamento a tassi negativi (fino al -1%), a condizione che mantengano inalterato il flusso del credito sul sistema economico europeo. Queste misure si spiegano con l'inevitabile taglio delle aspettative di crescita degli economisti e, soprattutto, con l'abbassamento delle aspettative di inflazione, vista dalla BCE impercettibilmente al di sopra dello zero per quest'anno. Il tasso di deposito viene lasciato invariato.

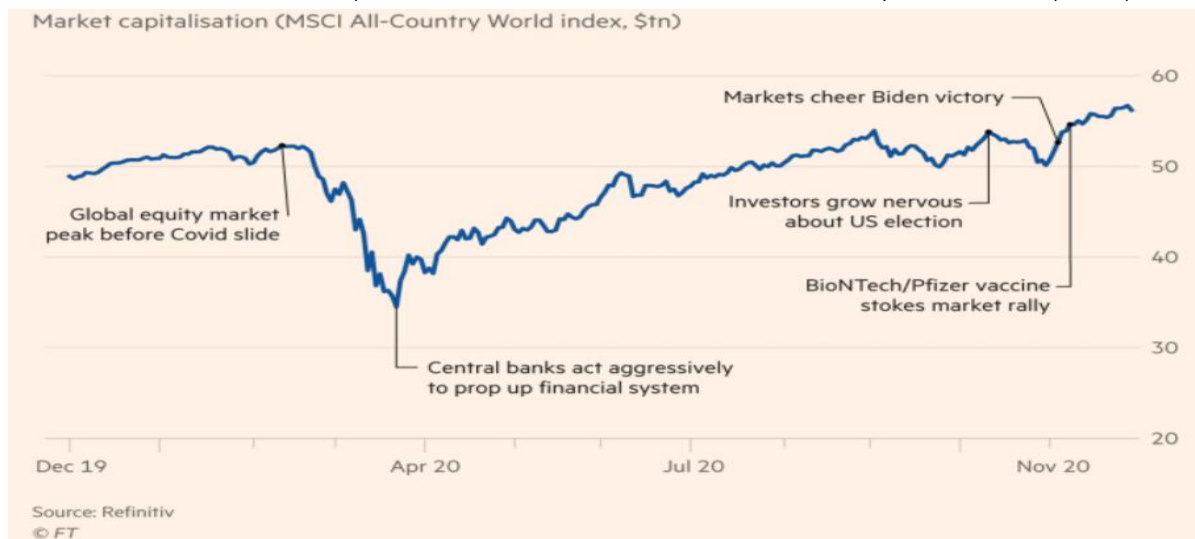
I segnali provenienti dalla FED sono molto simili a quelli provenienti dalla BCE e mostrano l'intenzione di estendere l'attuale piano di interventi a supporto dei mercati finanziari americani non più solo ai prossimi mesi – come implicito nel linguaggio attuale dei comunicati - ma su un orizzonte più lungo, probabilmente almeno fino a quando certe condizioni di ripresa non saranno state raggiunte.

## Asset allocation e utili aziendali

I mercati finanziari continuano a recepire in maniera positiva le notizie sui vaccini Covid e sul miglioramento complessivo del clima politico internazionale, nonostante i recenti tumulti a Capitol Hill; questo ritrovato ottimismo si riflette nell'aumento dei prezzi delle attività e nella diminuzione della volatilità implicita e realizzata.



Grafico 6: Evoluzione della capitalizzazione di mercato del MSCI All Country World Index (ACWI)



Fonte: Financial Times

Le migliorate aspettative macroeconomiche si traducono ovviamente in aspettative di recupero dei profitti aziendali, che capitalizzati a tassi di interesse minimi e premi di rischio ridotti, spingono in alto le valutazioni degli attivi azionari e di quelli dell'economia reale. Il miglioramento delle aspettative degli analisti sugli utili aziendali nelle diverse aree geografiche per il 2021-2022 esprime la misura di questo ritrovato ottimismo.

Grafico 7: Aspettative su EPS sui principali indici azionari regionali per il 2021-2022



Fonte: Financial Times

Di conseguenza, l'interesse degli investitori si è rivolta in modo sostanziale ai fondi azionari, i quali hanno recentemente fatto registrare influssi a livelli record.

Grafico 8: andamento degli influssi su fondi azionari



Fonte: Financial Times

Il tema principale in termini di allocazione verso attivi rischiosi rimane quello del confronto favorevole tra i rendimenti azionari, soprattutto dal punto di vista dei dividendi potenziali, rispetto ai rendimenti obbligazionari, pur in un contesto di valutazioni assolute evidentemente superiori alle medie storiche, di alcuni segnali tecnici di ipercomprato e di eccessi di ottimismo rispetto alle nuove quotazioni sul mercato.

Le considerazioni sul rendimento offerto dai dividendi azionari trovano maggiore interesse, poiché le aspettative di riduzione dei dividendi delle aziende quotate implicite nel mercato dei futures sui dividendi stessi sono ben più pessimistiche rispetto a quelle di diminuzione dei profitti previste dal consenso degli analisti finanziari.

Ad esempio, in UK e in Europa i dividendi sono attesi, a fine 2021, in calo rispettivamente del 47% e del 34% rispetto ai livelli pre crisi, a fronte di un corrispondente calo atteso dei profitti rispettivamente del 18% e del 7% rispetto agli stessi livelli precedenti. Uno spread così significativo tra questi due indicatori lascia un margine di sicurezza piuttosto ampio in termini prospettici per l'asset class azionaria. In particolare, i differenziali, e di conseguenza l'attrattiva valutativa e il margine di sicurezza dei titoli azionari, risultano particolarmente amplificati nell'area europea.