

Outlook Macroeconomic Mensile

Gennaio 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: € 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
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

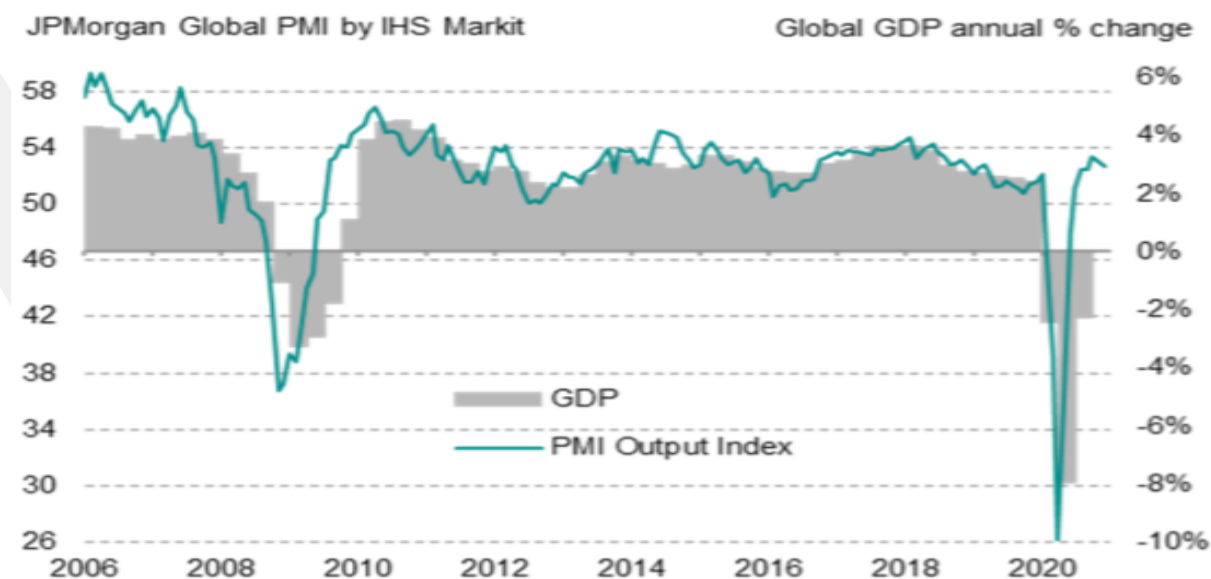
- Lo scenario macroeconomico attuale rimane incerto e caratterizzato, da un lato, da una situazione presente di piena pandemia COVID, con rigidissime misure di contenimento e impatti severi in termini di vite umane e contrazione economica ed occupazionale in quasi tutte le principali aree geografiche e, dall'altro, spiragli di luce in fondo al tunnel offerti dall'inizio della campagna vaccinale.
- Il settore dei servizi rimane quello più colpito dalla pandemia, anche se, grazie al contributo dei settori sanitario e finanziario, rimane in territorio positivo. L'attività manifatturiera continua invece a mostrare una resilienza incoraggiante, con solo una leggera contrazione dopo il forte rimbalzo, registrato alla fine del 2020, dalla profonda contrazione del terzo trimestre, coincidente con lo scoppio della pandemia. Quello della tecnologia rimane senza ombra di dubbio il settore più dinamico.
- Dal punto di vista geografico, Cina e USA stanno guidando la ripresa globale, principalmente grazie ai servizi, anche se con tassi di crescita inferiori rispetto a quelli segnati alla fine del 2020. L'Eurozona e il Giappone continuano a mostrare debolezza. L'Italia, in particolare, riporta la contrazione più profonda tra tutti i paesi avanzati, in particolare nell'area dei servizi.
- Gli interventi di sostegno e di stimolo economico, fiscale e monetario, continuano ad essere dimensionalmente imponenti e rappresentano la chiave per le aspettative del 2021 e per la tenuta dei mercati finanziari, che, su queste basi, continuano a mostrarsi estremamente resilienti. La crescita degli aggregati monetari conseguente a queste misure è senza precedenti e continua ad incidere in maniera importante sulle decisioni di allocazione degli investitori.
- L'evoluzione da inizio d'anno dei mercati finanziari si pone in continuità con il Q4 2020, grazie anche al contributo decisivo delle politiche monetarie accomodanti, che permettono ai tassi di rendimento obbligazionario di restare a livelli minimi e rendono qualunque asset class rischiosa attraente, in modo quasi del tutto scollegato dalle valutazioni finanziarie fondamentali, comprimendo di conseguenza la volatilità.
- Gli investimenti azionari rimangono, pur con tutte le cautele necessarie, che si traducono in una selezione di titoli attenta alle valutazioni fondamentali, alla qualità e alla sostenibilità del business sottostante, preferibili agli investimenti obbligazionari dal punto di vista delle valutazioni relative.

Le tendenze di crescita per il 2021

Lo scenario macroeconomico attuale rimane incerto e caratterizzato, da un lato, da una situazione presente di piena pandemia COVID, con rigidissime misure di contenimento e impatti severi in termini di vite umane e contrazione economica ed occupazionale in quasi tutte le principali aree geografiche e, dall'altro, spiragli di luce in fondo al tunnel offerti dall'inizio della campagna vaccinale, che prenderà buona parte del 2021 per svilupparsi e raggiungere livelli accettabili di protezione della popolazione. Ad aggiungersi a queste considerazioni sono gli effetti distensivi dal lato politico, in USA con la nuova amministrazione e, nel nostro continente, con la sigla definitiva dell'accordo di Brexit. Rimane, dal punto di vista politico, una certa instabilità politica all'interno dell'Europa, Italia in primis purtroppo, poco desiderabile nella difficile situazione attuale, soprattutto alla luce della necessità di impiegare efficacemente le ingenti risorse messe a disposizione dal Recovery Plan Europeo per rilanciare l'economia Europea.

Gli indicatori di tendenza confermano questo quadro e, pur rimanendo in territorio positivo, riprendono a segnalare leggeri peggioramenti nel quadro di breve che sono direttamente conseguenti alle misure restrittive che, al momento, non sembrano attenuarsi, soprattutto in Europa, ma anche in USA, dove la nuova amministrazione sarà probabilmente più incisiva da questo punto di vista.

Grafico 1: Andamento del Purchasing Managers Index (PMI) e del GDP globali – 2006 - 2020



Fonte: IHS Markit

L'analisi delle componenti conferma poi come, non certo a sorpresa, il settore dei servizi rimanga quello più colpito anche se, grazie al contributo dei settori sanitario e finanziario, rimane in territorio positivo. L'attività manifatturiera continua invece a mostrare una resilienza incoraggiante, con solo una leggera contrazione dopo il forte rimbalzo registrato alla fine del 2020 dalla profonda contrazione del terzo trimestre, coincidente con lo scoppio della pandemia. Quello della tecnologia rimane senza ombra di dubbio il settore più dinamico.

Grafico 2: confronto dell'andamento del PMI globale – settore manifatturiero e dei servizi

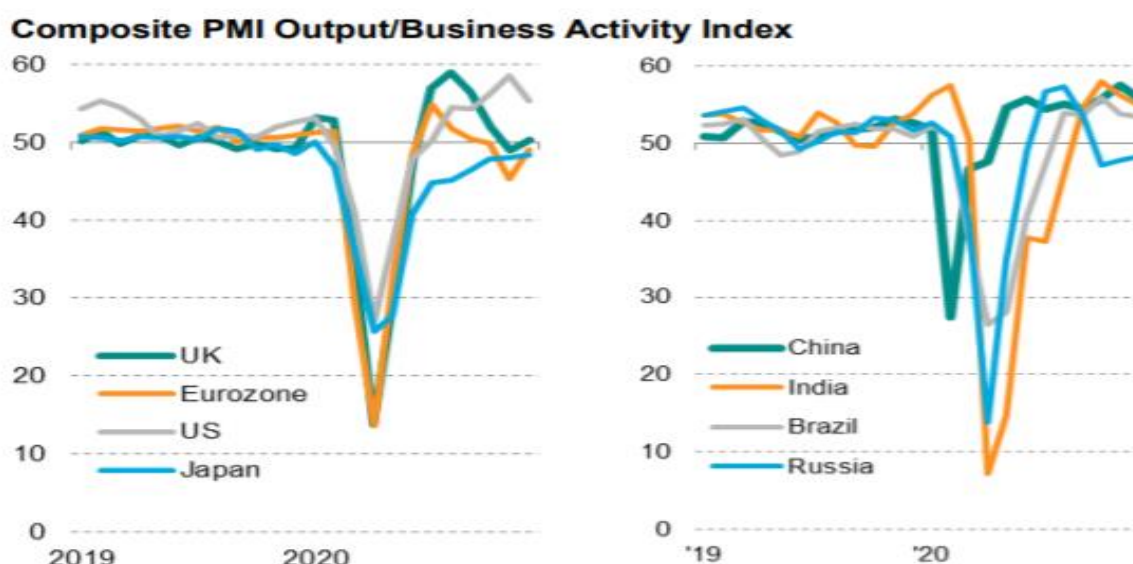


Fonte: IHS Markit

Dal punto di vista geografico, Cina e USA stanno guidando la ripresa globale, principalmente grazie ai servizi, anche se con tassi di crescita inferiori rispetto a quelli segnati alla fine del 2020. L'Eurozona e il Giappone continuano a mostrare debolezza. L'Italia, in particolare, riporta la contrazione più profonda tra tutti i paesi avanzati, in particolare nell'area dei servizi.

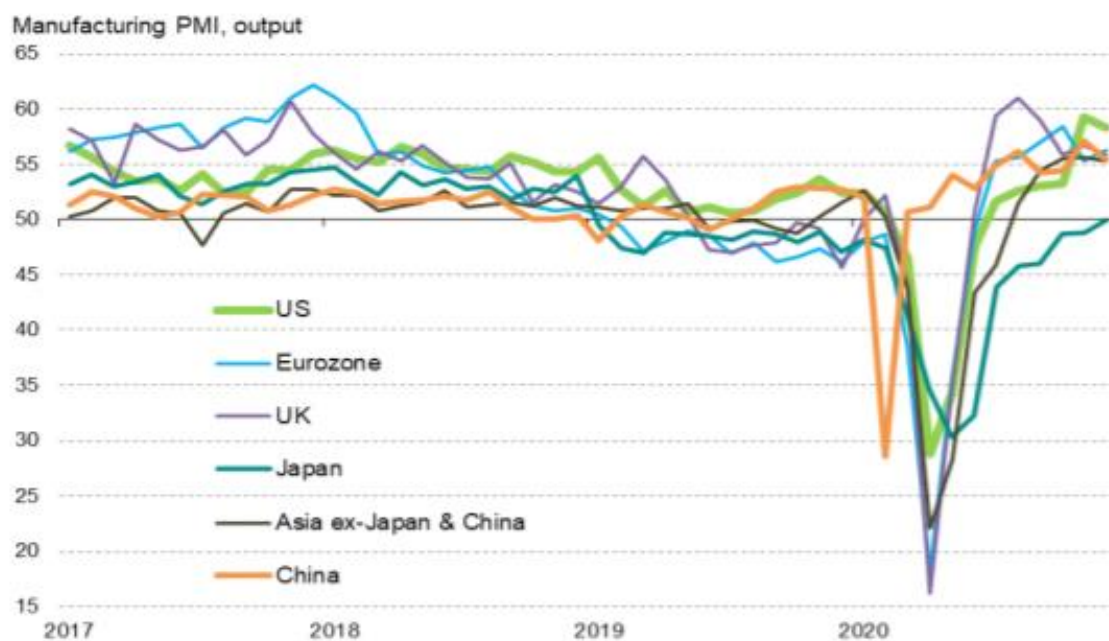
La ripresa manifatturiera rimane guidata da Germania, Brasile e India, dove i tassi di espansione rimangono i più alti dell'ultima decade, anche in questo caso distorti in positivo dal confronto con il profondo calo del terzo trimestre. Anche la crescita dell'output cinese e, in generale, dell'area asiatica, rimane vicina ai massimi dell'ultima decade.

Grafico 3: confronto dell'andamento del PMI per area geografica – 2019 - 2020



Fonte: IHS Markit

Grafico 4: Andamento del PMI manifatturiero per area geografica



Fonte: IHS Markit

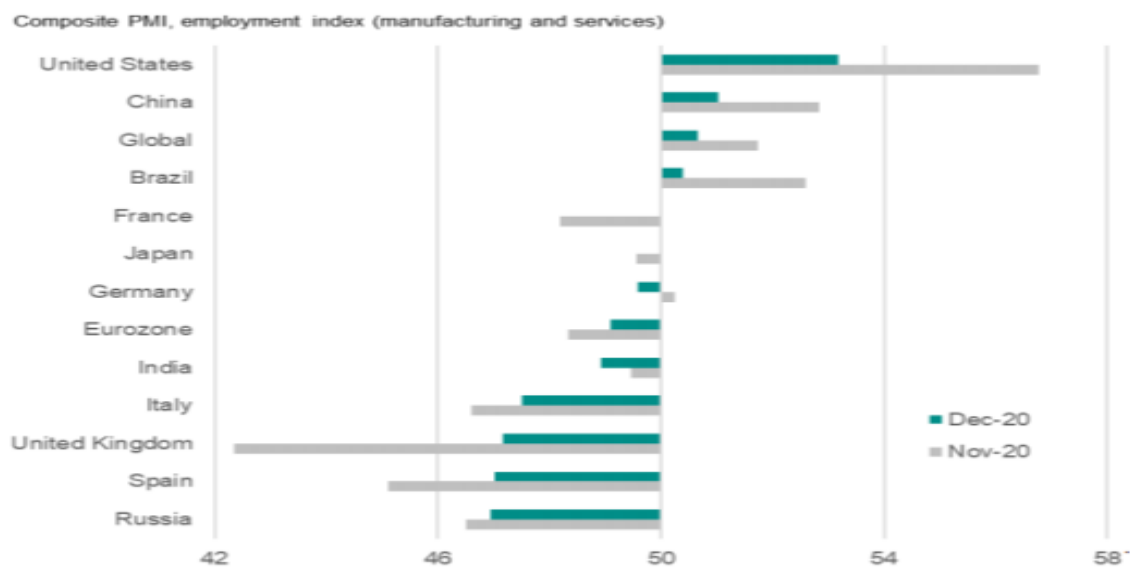
Il quadro dell'occupazione e delle indicazioni sintetiche di ottimismo delle aziende è coerente con le indicazioni appena riportate e, dopo la ripresa di novembre, mostra una situazione stagnante da dicembre ad oggi. Tra le maggiori economie solo USA, Cina e Brasile riportano un incremento netto degli occupati, mentre le cadute peggiori rimangono quelle dell'Eurozona e, in particolare, purtroppo, dell'Italia.

Grafico 5: confronto dell'andamento dell'occupazione e del PMI globale – 2012 - 2020



Fonte: IHS Markit

Grafico 6: confronto tra PMI composito e occupazione - variazioni novembre – dicembre 2020



Fonte: IHS Markit

L'evoluzione delle politiche fiscali e monetarie: una panoramica internazionale

Gli interventi di sostegno e di stimolo economico, fiscale e monetario, continuano ad essere dimensionalmente imponenti e rappresentano la chiave per le aspettative del 2021 e per la tenuta dei mercati finanziari, che, su queste basi, continuano a mostrarsi estremamente resilienti.

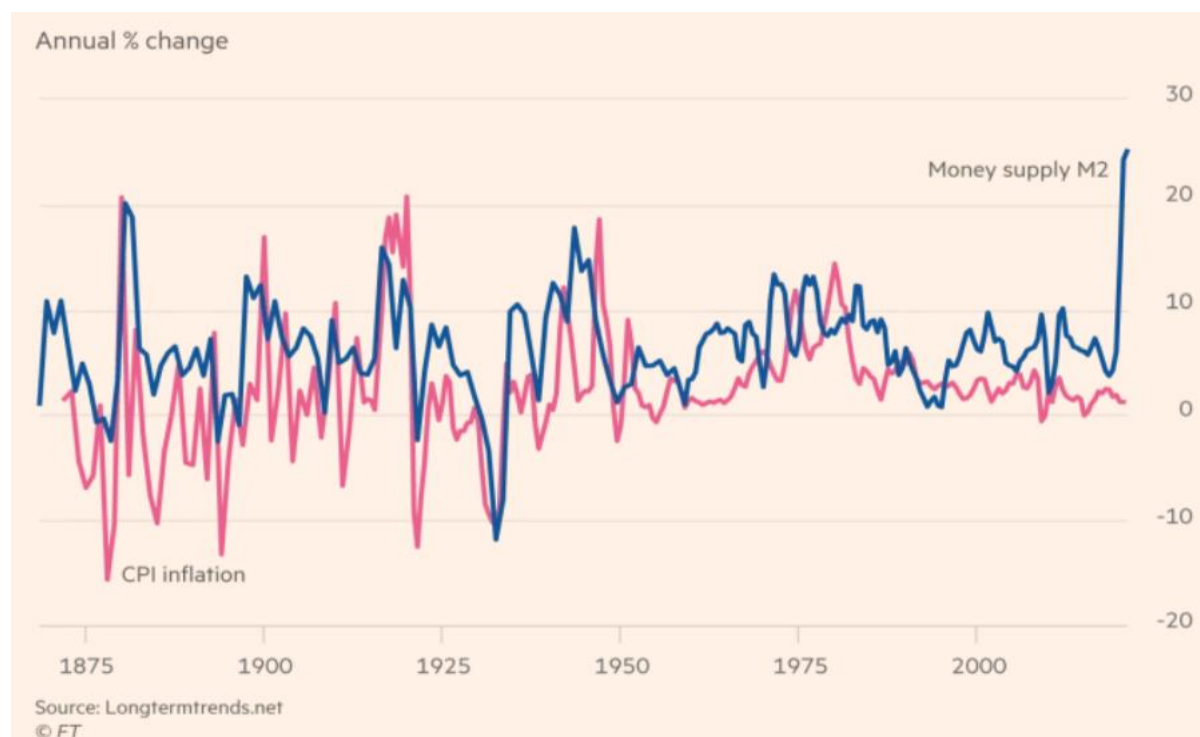
Dopo i massicci interventi varati in Europa, la novità è sicuramente il rinnovato e aumentato sforzo annunciato dall'amministrazione americana entrante, che sta profilando un piano articolato di interventi tra aiuti diretti federali e indiretti, tramite le amministrazioni locali, per USD 1.9 tln. Questo piano è incrementale rispetto alle misure già prese a fine 2020 dalla precedente amministrazione per USD 900 mld.

A questo si aggiungono il sostegno all'unisono della FED e della ECB alla continuazione delle politiche monetarie ultra-espansive e, soprattutto, degli interventi diretti di acquisto di attivi sui mercati finanziari. Il Governatore della FED Powell, in particolare, ha detto chiaramente che non ci saranno variazioni in questi interventi fino a che non ci saranno evidenze chiare di progresso verso gli obiettivi previsti di inflazione e occupazione. Questo rimane coerente con quanto indicato l'anno scorso circa la nuova modalità di intervento sui tassi ufficiali solo a seguito di reali oscillazioni dell'inflazione al di sopra degli obiettivi per un periodo di tempo prolungato.

Dall'altro lato dell'Atlantico, fa eco la Presidente della BCE, Christine Lagarde, con la richiesta di non intervenire troppo presto nella normalizzazione degli interventi di politica fiscale e monetaria. Il piano Pandemic Emergency Purchase Programme è stato esteso sia nella dimensione, fino a EUR 1.85 tln, sia nella durata, fino almeno a marzo 2022.

La crescita degli aggregati monetari conseguente a queste misure è senza precedenti e continua ad incidere in maniera importante sulle decisioni di allocazione degli investitori.

Grafico 7: confronto tra offerta di moneta e andamento dell'inflazione – 1875 - 2020



Fonte: Financial Times

Le rilevazioni correnti dell'inflazione rimangono, ovviamente, estremamente contenute, con dati che rasentano la deflazione. L'espansione dell'offerta di moneta rimane volta chiaramente a stimolare una crescita dell'inflazione, essenziale per svalutare sul lungo periodo la massa incombente di debito pubblico e privato.

I mercati finanziari hanno già provveduto a prezzare efficacemente un miglioramento delle aspettative inflazionistiche, più marcato negli USA rispetto all'area Europea, in coerenza con il movimento relativo nel differenziale di cambio tra Euro e Dollaro.

Grafico 8: Andamento degli swap sull'inflazione a 5 anni – 2019 - 2021



Fonte: Financial Times

In questo contesto macroeconomico internazionale, lo scenario base dell'OECD prevede, dopo il marcato calo del 2020, una crescita del 4.2% per il 2021, con un ritorno previsto alla situazione precrisi entro la fine di quest'anno. Le previsioni rimangono decisamente suscettibili di revisione, in funzione dell'evoluzione dello scenario pandemico e della campagna vaccinale.

Grafico 9: Scenario base macroeconomico dell'OECD per il 2021-2022

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	-4.2	4.2	3.7	-3.0	3.8	3.8
G20 ²	3.5	2.9	-3.8	4.7	3.7	-2.3	3.6	3.9
OECD ²	2.2	1.6	-5.5	3.3	3.2	-5.1	3.7	2.9
United States	2.5	2.2	-3.7	3.2	3.5	-3.2	3.4	2.9
Euro area	1.8	1.3	-7.5	3.6	3.3	-7.3	4.7	2.9
Japan	0.9	0.7	-5.3	2.3	1.5	-3.2	2.0	1.5
Non-OECD ²	4.3	3.6	-3.0	5.1	4.2	-1.2	3.8	4.5
China	6.8	6.1	1.8	8.0	4.9	5.4	4.1	5.4
India ³	6.8	4.2	-9.9	7.9	4.8			
Brazil	-0.5	1.1	-6.0	2.6	2.2			
Unemployment rate⁴	6.5	5.4	7.2	7.4	6.9	7.2	7.3	6.6
Inflation^{1,5}	1.7	1.9	1.5	1.4	1.6	1.2	1.5	1.7
Fiscal balance⁶	-3.2	-3.0	-11.5	-8.4	-5.7			
World real trade growth¹	3.3	1.0	-10.3	3.9	4.4	-9.9	5.1	4.1

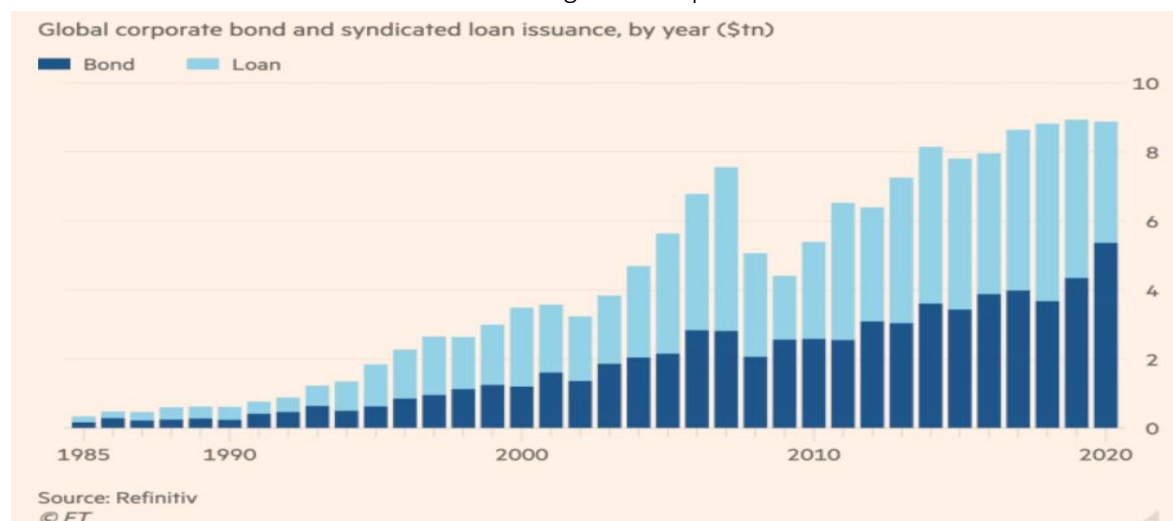
Fonte: OECD Economic Outlook, 2020

Asset allocation e utili aziendali

L'evoluzione da inizio d'anno dei mercati finanziari si pone in continuità con il Q4 2020, grazie anche al contributo decisivo delle politiche monetarie accomodanti, che permettono ai tassi di rendimento obbligazionario di restare a livelli minimi e rendono qualunque asset class rischiosa attraente, in modo quasi del tutto scollegato dalle valutazioni finanziarie fondamentali, comprimendo di conseguenza la volatilità.

Le emissioni di debito, anche a seguito della crisi, rimangono su livelli record, favorite dal basso costo e dall'appetito degli investitori per il rischio, mentre, specularmente, i tassi di default societari aumentano. L'enorme liquidità tiene comunque gli spread di credito contenuti. L'asset class obbligazionaria rimane dunque non particolarmente attraente dal punto di vista del rischio-rendimento, con l'eccezione di alcuni segmenti dei mercati obbligazionari, come quello dei titoli di debito societario ibrido.

Gráfico 10: Emissioni di debito societario: obbligazioni vs. prestiti – 1985 - 2020



Fonte: Financial Times

Gráfico 11: l'evoluzione dei tassi di default di emittenti societari rischiosi – ultimi 12 mesi



Fonte: Financial Times

Le condizioni macroeconomiche internazionali prevalenti si traducono, per quanto riguarda le imprese quotate, in un rimbalzo del 25% circa degli utili previsti per quest'anno, a fronte del calo del 15% realizzato nel 2020. L'asset class azionaria prezza attualmente queste aspettative di ripresa dei profitti: la valutazione assoluta in termini di rapporto Earnings per Share (EPS) sul 2021 è di circa 20 a 1, ben al di sopra della media storica di lungo periodo. Osservando quest'indicatore, si deduce che le aspettative

di ripresa dei mercati azionari globali siano migliori di quelle riportate dal consenso degli analisti finanziari. Ciononostante, gli investimenti azionari rimangono, pur con tutte le cautele necessarie, che si traducono in una selezione di titoli attenta alle valutazioni fondamentali, alla qualità e alla sostenibilità del business sottostante, preferibili agli investimenti obbligazionari dal punto di vista delle valutazioni relative.

IMPact SIM S.p.A.

📍 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano

☎ +39.02.38.25.51.00

✉ impact@impactsim.it

🌐 www.impactsim.it