

# Outlook Macroeconomic Mensile

Giugno 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/>

**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)

## Executive Summary

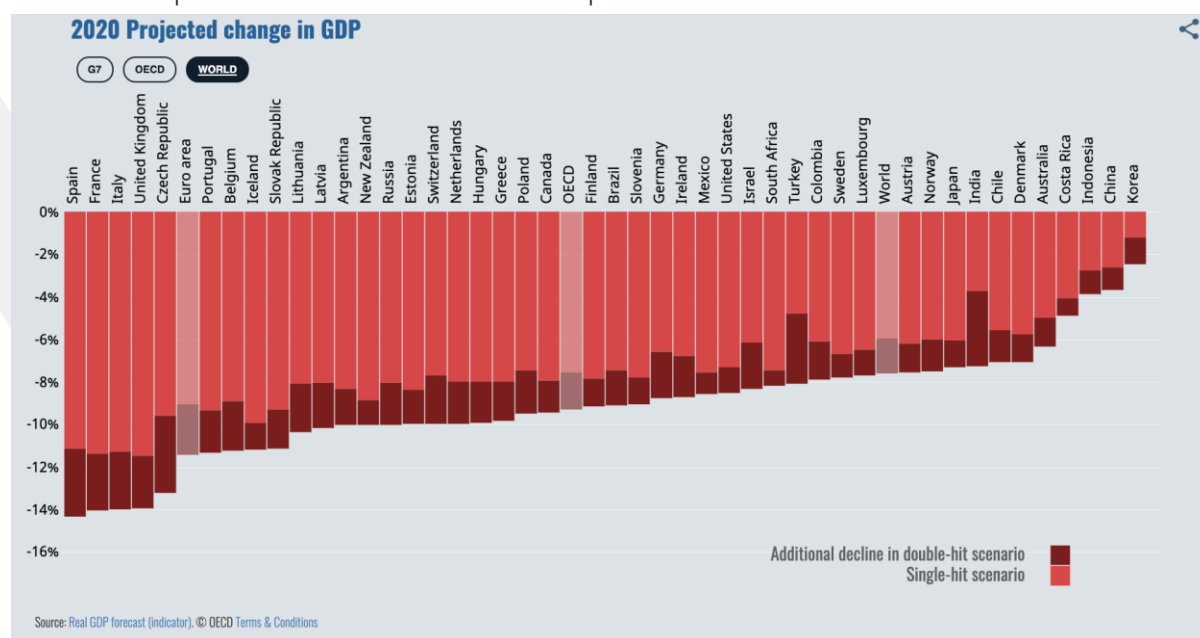
- I dati sulla disoccupazione attuale e prospettica sono i peggiori registrati dal 1930 e la possibilità che il tasso di disoccupazione peggiori ulteriormente è legata alla potenziale seconda ondata di contagi, che potrebbe verificarsi nel Q4 del 2020.
- Qualche segnale positivo su un lento ritorno alla normalità comincia a mostrarsi sia in Europa che negli USA, se si osservano i dati sulla mobilità e sulla spesa per consumi privati.
- Alla luce dei flussi di informazioni contrastanti, è utile lavorare su due scenari possibili. Il primo è più pessimistico e prevede un nuovo episodio pandemico nel Q4 del 2020; il secondo invece ipotizza la normalizzazione della situazione sanitaria e, conseguentemente, anche di quella economica in modo pressoché lineare da qui al 2021.
- Gli interventi coordinati delle tre principali Banche Centrali (G3) – FED, ECB e BOJ — hanno inniettato nel sistema finanziario globale USD 4 400 miliardi, pari al 10.7% del GDP totale delle rispettive aree geografiche per il 2019. Il risultato netto è un aumento dei loro attivi pari al 23% nel corso del 2020, corrispondente a 3,5 volte la liquidità iniettata durante la crisi finanziaria del 2008-2009.
- I risparmiatori hanno risposto all'incertezza sulle prospettive future aumentando in modo significativo il tasso di risparmio personale, in particolare nei paesi europei. I dati della ECB indicano, ad esempio, che in Italia i depositi in conto corrente sono aumentati di EUR 16,8 miliardi a marzo, ben al di sopra della media mensile di lungo periodo pari a EUR 3,4 miliardi.
- L'effetto combinato dell'enorme aumento degli attivi di bilancio delle Banche Centrali e dell'impennata del tasso di risparmio ha provocato la maggiore espansione di liquidità della storia recente. Tale liquidità sta confluendo principalmente nel sistema finanziario ed in particolare sugli asset rischiosi, quali azioni e credito corporate, costringendo gli asset manager e gli investitori istituzionali ad optare per portafogli sempre più composti da asset di bassa qualità, pur di provare a generare performance.
- In un contesto di eccesso di liquidità, rendimenti obbligazionari compressi su livelli minimi, spesso negativi, e di curve dei tassi di interesse quasi completamente gestite dalle Banche Centrali, il rendimento da dividendo, pur considerando le riduzioni attese, rimane l'elemento più attraente e spinge a privilegiare l'investimento azionario rispetto a quello obbligazionario.

## Si naviga a vista: l'incertezza continua a dominare

Lo scenario macroeconomico globale rimane decisamente incerto. Le misure restrittive e di distanziamento sociale vengono gradualmente allentate, in alcuni casi in modo significativo, di pari passo con il rallentamento della diffusione del virus COVID 19. Da qui deriva una ripresa altrettanto graduale dell'attività economica. Proiettarsi in avanti anche solo di qualche mese resta un esercizio altamente speculativo in questa fase. L'incertezza continua a dominare sia sul ritmo dell'allentamento delle misure di contenimento che sul ritmo della ripresa economica. Il rischio di improvvise e rapide recrudescenze dell'epidemia rimane materiale e si alternano con facilità notizie contraddittorie, capaci di generare forti oscillazioni nelle aspettative di breve periodo di investitori, imprese e famiglie.

Al momento l'impatto economico delle misure di contenimento rimane di dimensioni quasi senza precedenti. Il GDP globale ha registrato una contrazione di circa il 3% nel primo trimestre di quest'anno, sebbene le misure più estreme di distanziamento sociale ed isolamento siano entrate in vigore solamente dal mese di marzo.

Grafico 1: le proiezioni di decrescita del GDP per il 2020 con scenario della seconda ondata

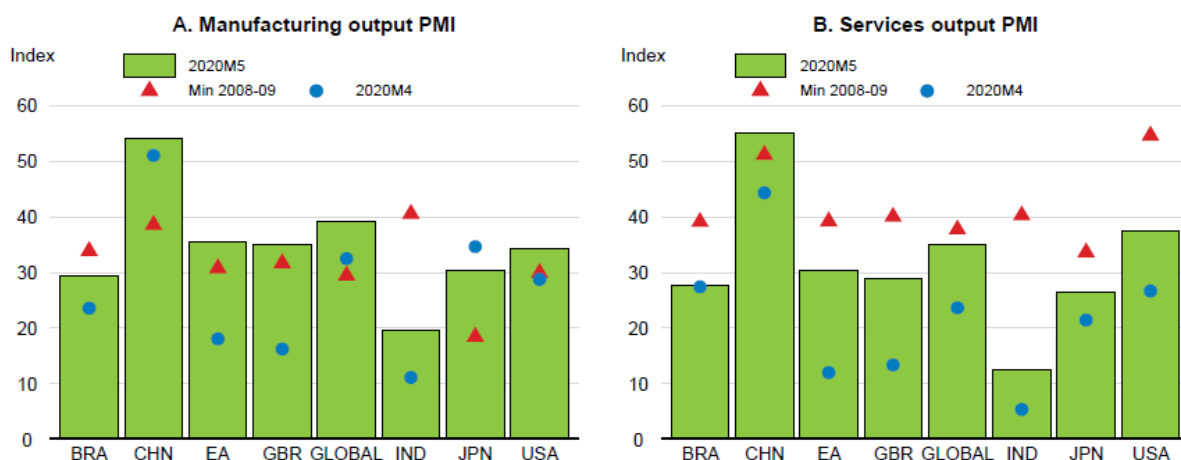


Fonte: OECD Economic Outlook, giugno 2020

L'impatto più violento sull'economia globale si è verificato nel Q2 del 2020. Tra marzo e aprile in molti paesi è stato bloccato almeno un quarto della capacità produttiva e si è toccato un massimo di 4 miliardi di persone simultaneamente in lockdown, più del 50% della popolazione mondiale.

L'ampiezza dell'impatto si desume dalla lettura degli indicatori di tendenza, che sono piombati ai minimi storici ad aprile e rilevano, al momento, solo timidi segnali di ripresa.

Grafico 2: gli indicatori di tendenza dell'attività economica: manifattura e servizi

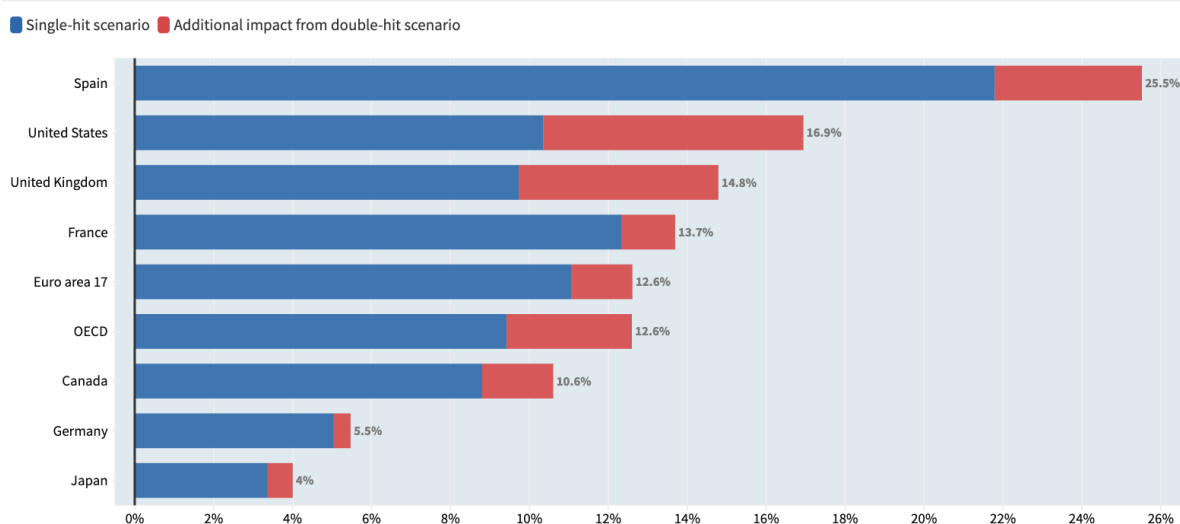


Fonte: dati Markit e OECD

### Il problema non è solo la caduta, ma anche l'atterraggio: dati e previsioni sulla disoccupazione

Le condizioni del mercato del lavoro hanno subito un massiccio deterioramento. Esemplificativo è il caso degli Stati Uniti, dove il tasso di disoccupazione ha raggiunto il 14%. I dati sulla disoccupazione attuale e prospettica sono i peggiori registrati dal 1930 e la possibilità che il tasso di disoccupazione peggiori ulteriormente è legata alla potenziale seconda ondata di contagi, che potrebbe verificarsi nel Q4 del 2020. Se così fosse, le previsioni per i paesi OECD potrebbero veder aumentare il tasso di disoccupazione fino a raggiungere il 12,6% nel Q4 2020. I dati per l'area OECD sono il risultato di un tasso di disoccupazione sopra la media OECD nell'area Euro e sotto la media OECD negli Stati Uniti.

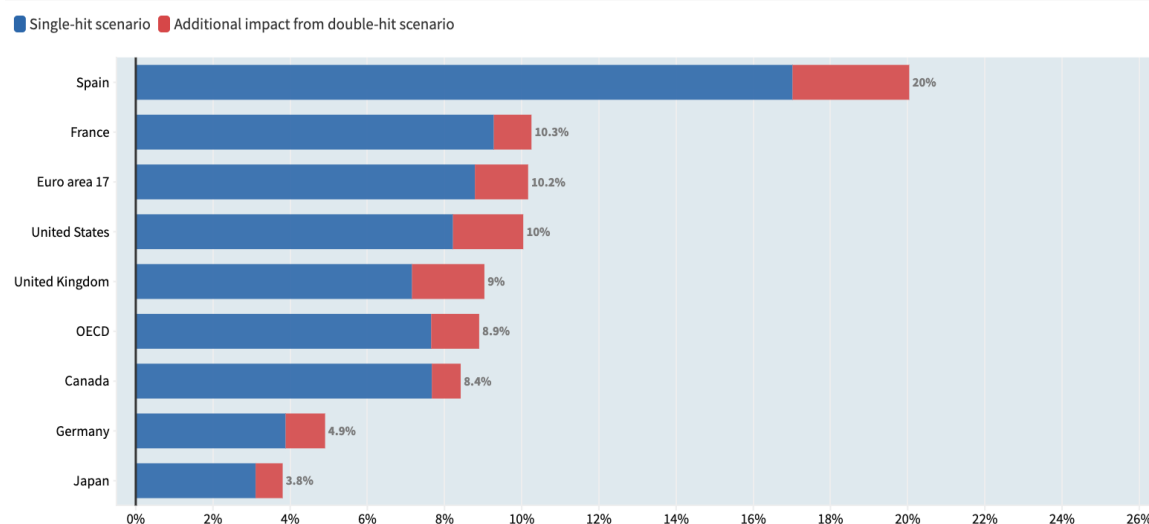
Grafico 3: tasso di disoccupazione nel Q4 2020 nei due scenari – con o senza la seconda ondata



Source: OECD (2020), *Unemployment rate forecast (indicator)*. © OECD Terms & Conditions

Fonte: OECD Economic Outlook di giugno 2020

Grafico 4: il tasso di disoccupazione atteso nei due scenari nel Q4 2021

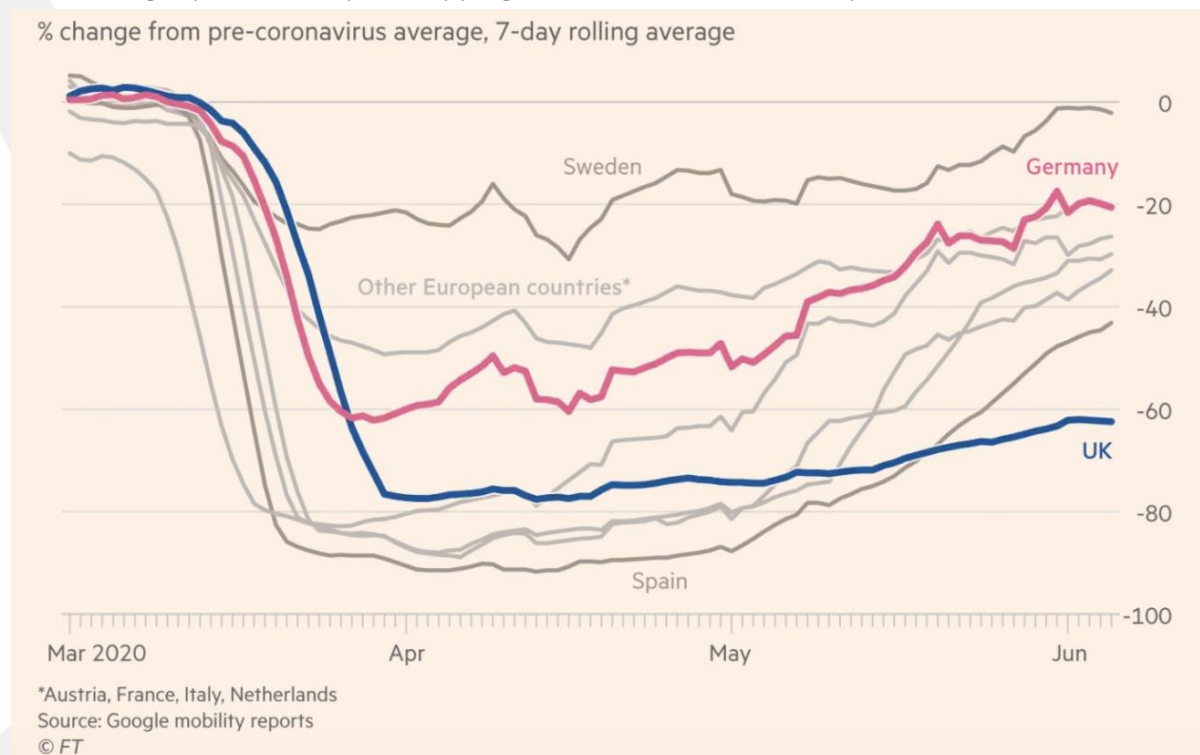


Source: OECD (2020), Unemployment rate forecast (indicator). © OECD Terms & Conditions

Fonte: OECD Economic Outlook di giugno 2020

Se da un lato i dati attuali e le proiezioni non possono che abbattere le aspettative, dall'altro qualche segnale positivo su un lento ritorno alla normalità comincia a mostrarsi in Europa negli indicatori economici di breve periodo ad alta frequenza, quali ad esempio, i dati sulla mobilità e sulla spesa per consumi individuali.

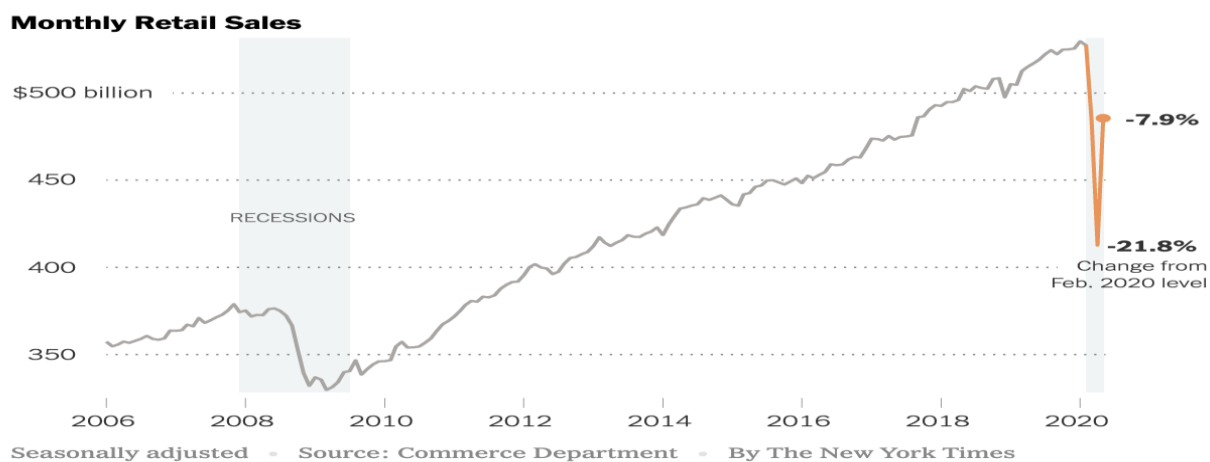
Grafico 5: gli spostamenti per shopping e intrattenimento in Europa Occidentale



Fonte: Google Mobility Reports e Financial Times

Anche negli USA il Presidente della FED ha confermato, nell'ultima audizione al Senato di pochi giorni fa, che recentemente alcuni indicatori monitorati dalla Banca Centrale hanno mostrato incoraggianti segnali di stabilizzazione e, in alcuni casi, di modesto recupero dell'attività economica. In particolare, il forte rimbalzo delle vendite al dettaglio americane, così come quello delle vendite al dettaglio britanniche, ha sorpreso molti, lanciando ai mercati finanziari dei chiari segnali positivi.

Grafico 6: la ripresa delle vendite al dettaglio americane febbraio-maggio 2020



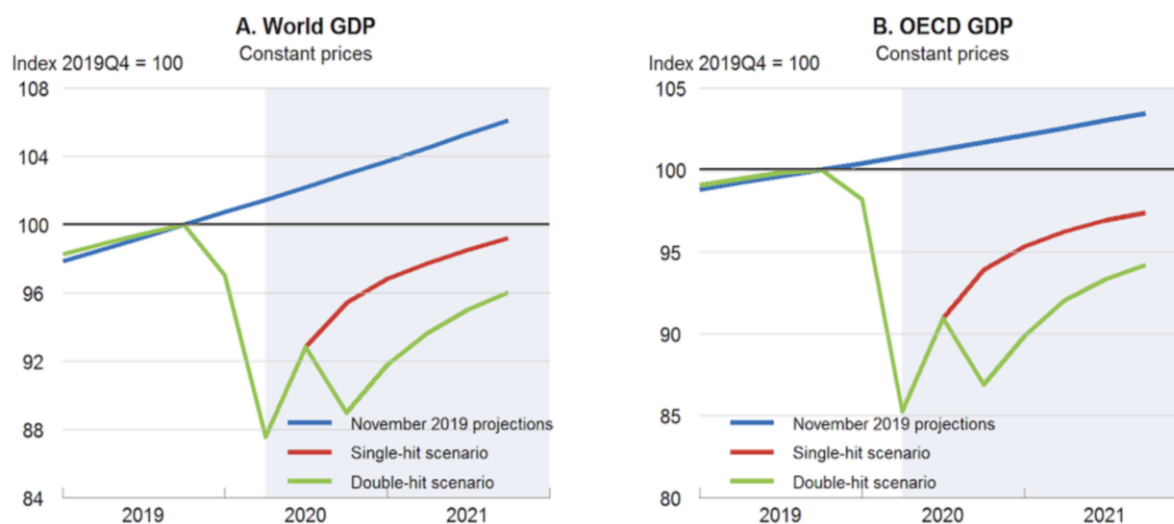
Fonte: New York Times su dati di Commerce Department

### Sliding doors: due scenari macro possibili per il 2021

Alla luce dei flussi di informazioni contrastanti, è utile lavorare su due scenari possibili. Il primo è più pessimistico e prevede un nuovo episodio pandemico nel Q4 del 2020; il secondo invece ipotizza la normalizzazione della situazione sanitaria e, conseguentemente, anche di quella economica in modo pressoché lineare da qui al 2021.

Nel primo caso l'attività economica globale viene vista in contrazione del 7,6% per l'anno in corso e rimane ben al di sotto dei livelli precrisi anche alla fine del 2021; nel secondo scenario il GDP globale scende del 6% nel 2020 per poi recuperare quasi completamente i livelli precrisi alla fine del 2021. Ciononostante, anche in questo secondo scenario più ottimistico, in molte economie avanzate viene perduto nel 2020-2021 l'equivalente di più di cinque anni di crescita reale del reddito procapite.

Grafico 7: i due scenari di ripresa economica – con e senza la seconda ondata di contagi



Fonte: OECD Economic Outlook, Novembre 2019 e Giugno 2020

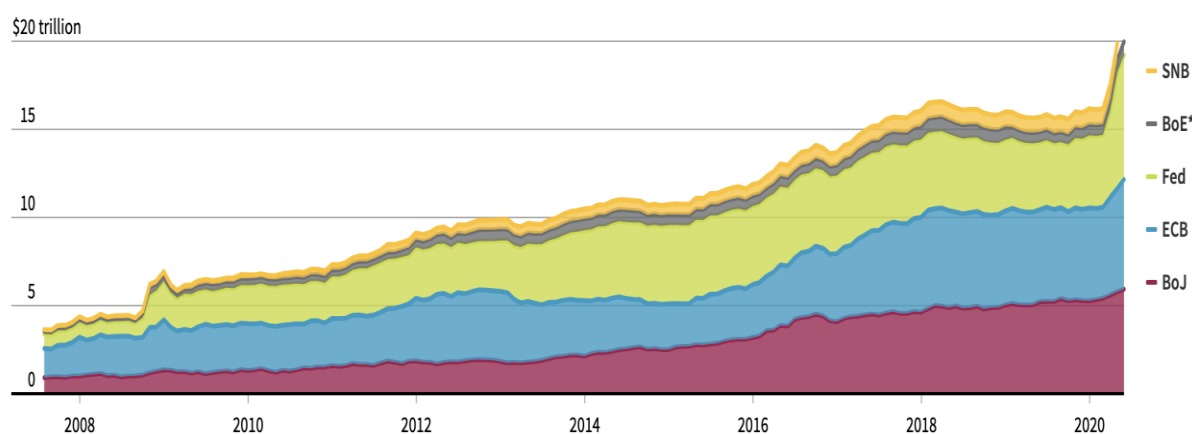
## La bacchetta magica delle Banche Centrali

L'interpretazione dei due possibili scenari va fatta alla luce delle risposte di politica monetaria e fiscale, le quali sono state di un'ampiezza di gran lunga superiore a quanto fatto nel periodo 2008–2009. In particolare, gli interventi di politica monetaria sono stati estremamente significativi e rapidi - sempre più spesso mirati a compensare la lentezza delle reazioni dei governi nell'attivare altre leve di politica economica.

Gli interventi coordinati delle tre principali Banche Centrali (G3) – FED, ECB e BOJ — hanno inniettato nel sistema finanziario globale USD 4 400 miliardi, pari al 10.7% del GDP totale delle rispettive aree geografiche per il 2019. Il risultato è stato un aumento degli attivi delle Banche Centrali G3 del 23% nel corso del 2020. In valore assoluto ciò significa che l'espansione della liquidità globale è stata pari a 3,5 volte la liquidità messa in circolazione durante la Grande Crisi Finanziaria nel 2008–2009.



Grafico 8: la crescita degli attivi delle cinque principali Banche Centrali

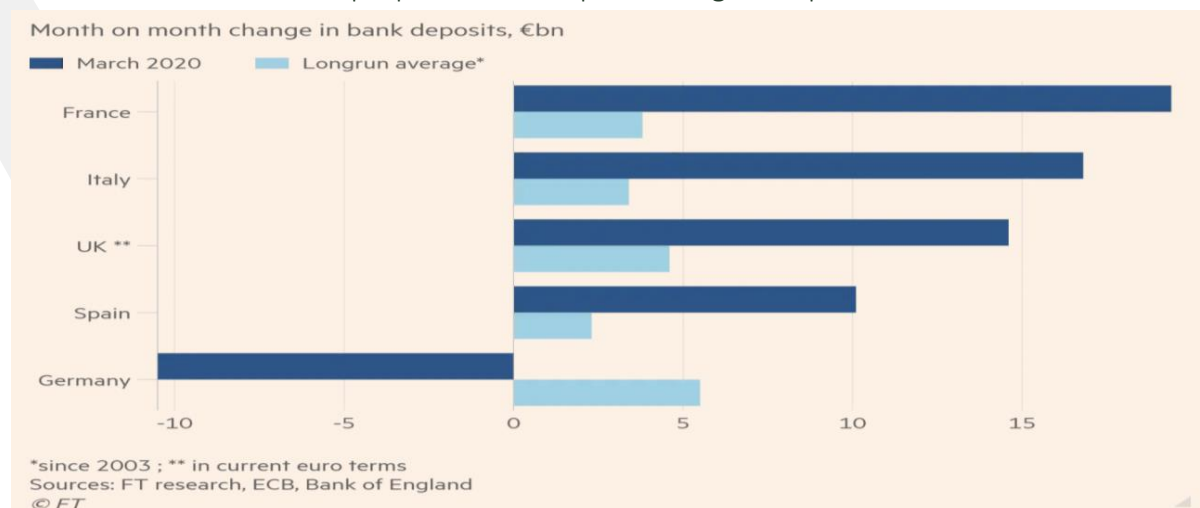


Fonte: Thompson Reuters, dati in USD, tassi di cambio di maggio 2020

## L'incertezza si misura nei conti correnti

I risparmiatori hanno risposto all'incertezza sulle prospettive future aumentando in modo significativo il tasso di risparmio personale, in particolare nei paesi europei. I dati della ECB indicano, ad esempio, che in Italia i depositi in conto corrente sono aumentati di EUR 16,8 miliardi a marzo, ben al di sopra della media mensile di lungo periodo pari a EUR 3,4 miliardi.

Grafico 9: l'aumento della propensione al risparmio degli europei



Fonte: Financial Times su dati FT, ECB e BoE

Questo comportamento, piuttosto naturale, ha un duplice effetto. Da un lato rallenta gli investimenti, facendo di conseguenza diminuire la velocità della ripresa economica. Dall'altro, contribuisce invece a creare un buffer protettivo per le finanze private, rendendo potenzialmente più facile l'assorbimento dell'inevitabile aumento dell'indebitamento pubblico causato da politiche economiche iper-espansive adottate per fornire, in modo cruciale, liquidità ad imprese e famiglie.

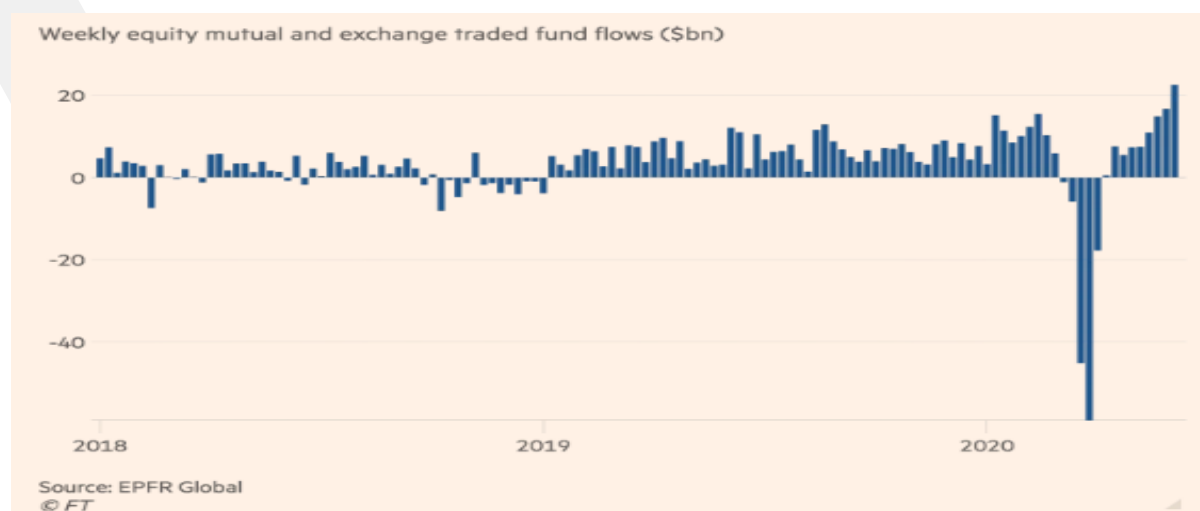
## Scelte d'investimento sempre più in funzione della liquidità in circolazione

L'effetto combinato dell'enorme aumento degli attivi di bilancio delle Banche Centrali e dell'impennata del tasso di risparmio ha provocato la maggiore espansione di liquidità della storia recente. Tale liquidità sta confluendo principalmente nel sistema finanziario ed in particolare sugli asset rischiosi, quali azioni e credito corporate, costringendo gli asset manager e gli investitori istituzionali ad optare per portafogli sempre più composti da asset di bassa qualità, pur di provare a generare performance.

In questo modo l'obiettivo di creare inflazione nell'economia si sta allontanando sempre di più. Al contrario, si sta rimaterializzando il rischio di inflazione degli asset finanziari, come evidenziato dal repentino recupero dei prezzi e della compressione della volatilità di mercato delle ultime settimane. Il rimbalzo dei mercati finanziari sembra, in modo preoccupante, guidato sempre più dalla quantità di liquidità in circolazione che dall'andamento attuale e prospettico dell'economia.

Una diretta conseguenza di questa dinamica è che i flussi in entrata ed uscita dei fondi comuni d'investimento e degli ETFs sono sempre più sincronizzati con i programmi di Quantitative Easing (QE) delle principali Banche Centrali. Ad esempio, a seguito degli annunci di intervento diretto della FED su titoli ed ETF di credito corporate, flussi record sono stati registrati sugli stessi strumenti finanziari.

Grafico 10: flussi in entrata ed uscita da fondi comuni e ETFs in USD



Fonte: Financial Times su dati EPFR Global

## Tanto ottimismo e poco margine di scelta: la nuova normalità dei mercati finanziari

Con gli asset finanziari che aumentano di valore soprattutto quando sono oggetto d'acquisto da parte delle Banche Centrali, la correlazione tra le principali trenta diverse asset class ha raggiunto i massimi degli ultimi vent'anni. Questo fenomeno rende estremamente difficile

creare valore per strategie d'investimento basate sulla selezione di singoli strumenti finanziari in funzione del valore fondamentale.

Nonostante alcune incertezze negli ultimi giorni a fronte del flusso contrastante di notizie sull'andamento dei contagi, i principali mercati azionari e obbligazionari corporate continuano a mostrare recuperi notevoli. In alcuni casi, come per quello dell'equity USA, vicino ai massimi storici, è attualmente prezzato un recupero a V dell'attività economica, su cui tuttavia l'Economic Outlook di giugno dell'OECD si esprime con grandissima prudenza.

Si potrebbe dire che i mercati finanziari stiano provando ad anticipare il potenziale rimbalzo dell'economia previsto per il 2020, che nello scenario macro più ottimistico corrisponde a un +40% anno su anno, piuttosto che prendere in considerazione il calo del 50% degli utili aziendali previsto per il 2020. Chiaramente, nello scenario più pessimistico di un ritorno del virus nel Q4 del 2020 l'ipotesi di rimbalzo a V attualmente prezzata dai mercati risulterebbe eccessivamente ottimistica.

Le proiezioni di utili per azione più bassi del 50% è del resto allineata con i valori stimati dal mercato sui futures quotati dei dividendi, i quali per l'indice europeo scontano ad esempio un livello di dividendi per azione inferiore di circa il 30% rispetto ai livelli precrisi.

In un contesto di eccesso di liquidità, rendimenti obbligazionari compressi su livelli minimi, spesso negativi, e di curve dei tassi di interesse quasi completamente gestite dalle Banche Centrali, il rendimento da dividendo, pur considerando le diminuzioni attese, rimane l'elemento più attraente e spinge a privilegiare l'investimento azionario rispetto a quello obbligazionario. L'unica eccezione per l'asset class obbligazionaria è rappresentata dal segmento corporate hybrid, dove il rapporto rischio/rendimento si mantiene su livelli interessanti.