



Outlook Macroeconomic Mensile

Marzo 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

- L'attenzione degli investitori finanziari è passata, nell'ultimo periodo, dai dati epidemiologici al timore dei potenziali effetti indesiderati degli enormi interventi di stimolo economico, fiscale e monetario sull'inflazione.
- Allo stato attuale, fermo restando la bassissima visibilità, il movimento di mercato sembra più un ragionevole e sensato riposizionamento, dopo gli eccessi di cautela e di aspettative negative sull'andamento economico, che l'inizio di un forte ciclo inflazionistico, soprattutto per quanto riguarda l'area europea.
- L'aumento atteso dell'inflazione è soprattutto legato alla maggiore dinamicità e flessibilità dell'economia americana e, nella situazione attuale, dalla dimensione dell'intervento americano, decisamente superiore al totale delle misure che i paesi europei stanno mettendo in atto.
- La BCE ha indicato che il rialzo dell'inflazione degli ultimi mesi è dovuto principalmente a fattori temporanei e a rincari nel prezzo del petrolio, prevedendo che il tasso d'inflazione si assesterà su un livello tendenziale dell'1,4% nel 2023, ben al di sotto degli obiettivi della BCE.
- Sul tema dell'inflazione, centrale in questo momento, anche la FED ha gettato acqua sul fuoco, confermando che, sebbene sia atteso un rialzo delle rilevazioni dei prezzi al 2.2% - superiore al livello obiettivo della FED – questo dovrebbe rientrare e stabilizzarsi attorno al 2% nel 2023.
- Gli indicatori di attività si stanno muovendo velocemente al rialzo, più nel segmento industriale che in quello dei servizi. Le ultime stime appena riviste dall'OECD quantificano la crescita economica attesa su base globale al 5.5% nel 2021 e al 4% nel 2022.
- I mercati azionari continuano a rimanere strutturalmente forti e a tradurre il movimento al rialzo delle stime di crescita, e i conseguenti rialzi dei rendimenti obbligazionari e irripidimento delle curve di rendimento, in una rotazione interna in favore di titoli con caratteristiche value, anche decisa, piuttosto che in un cambio di direzione.
- Permangono alcuni segnali di rischio, come ad esempio un'eccessiva attività speculativa da parte degli investitori privati, ma la rotazione interna che il mercato sta effettuando conferma la necessità di selezionare attentamente i singoli titoli azionari, ponendo particolare attenzione alla valutazione fondamentale, al ritorno sul capitale investito e alla qualità del management, piuttosto che ai tassi di crescita in assoluto.
- Le valutazioni dei titoli con caratteristiche value rimangono ancora decisamente a sconto e rappresentano un'opportunità soprattutto rispetto ai titoli obbligazionari, che attualmente soffrono a causa del miglioramento della crescita economica.

L'attenzione degli investitori si sposta: dalla pandemia all'inflazione

L'attenzione degli investitori finanziari è passata, nell'ultimo periodo, dai dati epidemiologici al timore dei potenziali effetti indesiderati degli enormi interventi di stimolo economico, fiscale e monetario sull'inflazione. In altri termini, la preoccupazione non è più il protrarsi dell'attuale contrazione dell'attività economica – e l'aumento degli scostamenti di finanza pubblica - ma, paradossalmente, che la forza della ripresa, già in fieri nei paesi che sono più avanti nella campagna vaccinale, sfugga al controllo delle Banche Centrali e si propaghi sui prezzi al consumo. L'approvazione dell'imponente piano di supporto all'economia da USD 1 900 miliardi della nuova amministrazione Biden ha sicuramente influito, così come i già discussi rialzi delle materie prime e delle tariffe dei trasporti marittimi. I mercati finanziari sono sempre velocissimi a incorporare anche le più piccole variazioni di aspettative nei prezzi, come si può osservare nel grafico seguente sui breakeven rate americani a dieci anni, che sintetizzano l'inflazione attesa, a tendere, dal mercato.

Grafico 1: tasso d'interesse americano di pareggio con inflazione a 10 anni



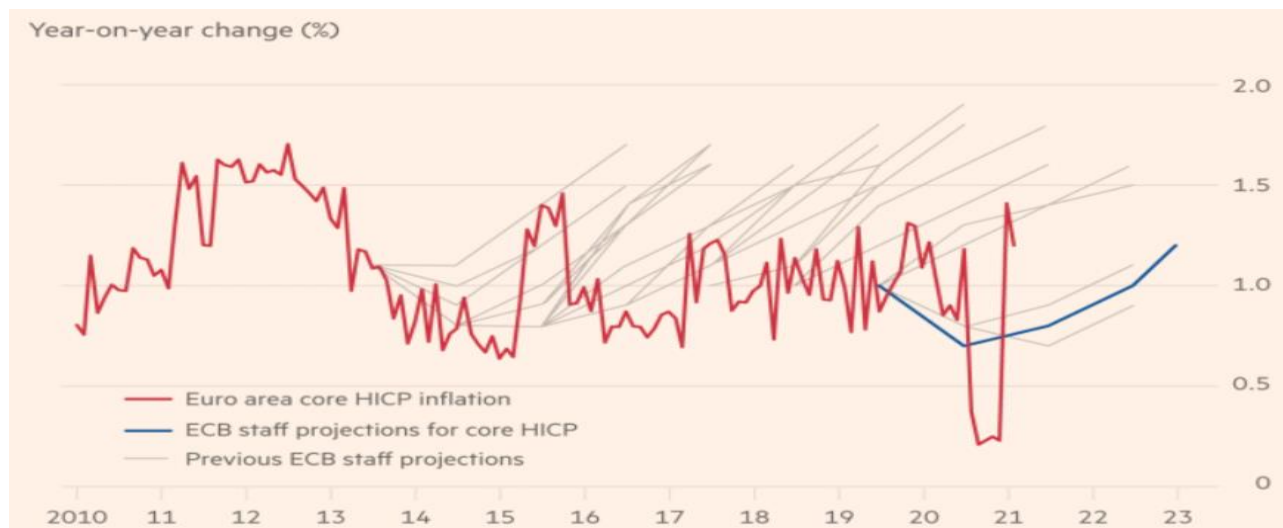
Fonte: Financial Times

Allo stato attuale, fermo restando la bassissima visibilità, il movimento di mercato sembra più un ragionevole e sensato riposizionamento, dopo gli eccessi di cautela e di aspettative negative sull'andamento economico, che l'inizio di un forte ciclo inflazionistico, soprattutto per quanto riguarda l'area europea. Si deve tenere presente, infatti, che l'aumento delle stime di attività economica e la domanda latente, per quanto robusti, sono decisamente controbilanciati da ben noti fattori strutturali deflazionistici. Tra questi, la debole ripresa del mercato del lavoro, dove permangono e, anzi sono in aumento, fenomeni di eccesso di offerta e la competizione internazionale – alias globalizzazione – che contribuisce ad ancorare le aspettative delle imprese sui prezzi alla produzione.

L'effetto sulle materie prime, molto forte in questa fase, potrebbe spingere le misure di inflazione oltre il 2% nel corso del 2021, per poi costituire un fattore di confronto negativo nel periodo successivo.

Tutto questo è particolarmente vero in Europa, dove, come sempre, i mercati si muovono più al traino di quelli americani che di propria iniziativa. Le aspettative di inflazione in Europa si stanno muovendo poco.

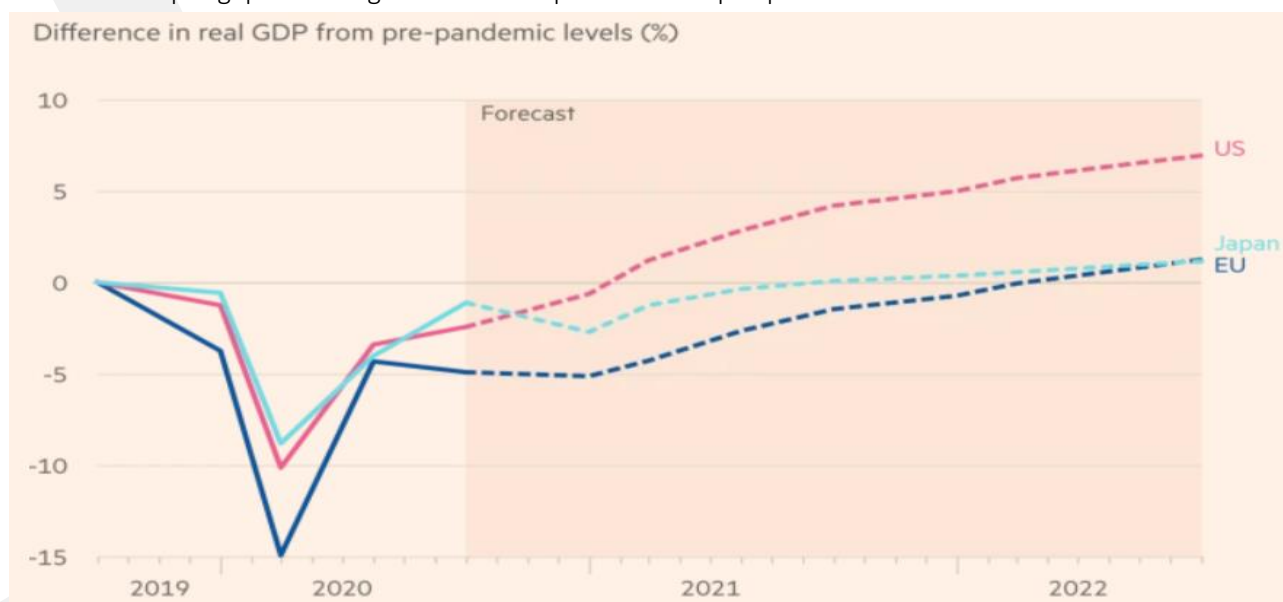
Grafico 2: l'evoluzione dell'inflazione nell'area euro – 2010 - 2023



Fonte: Financial Times

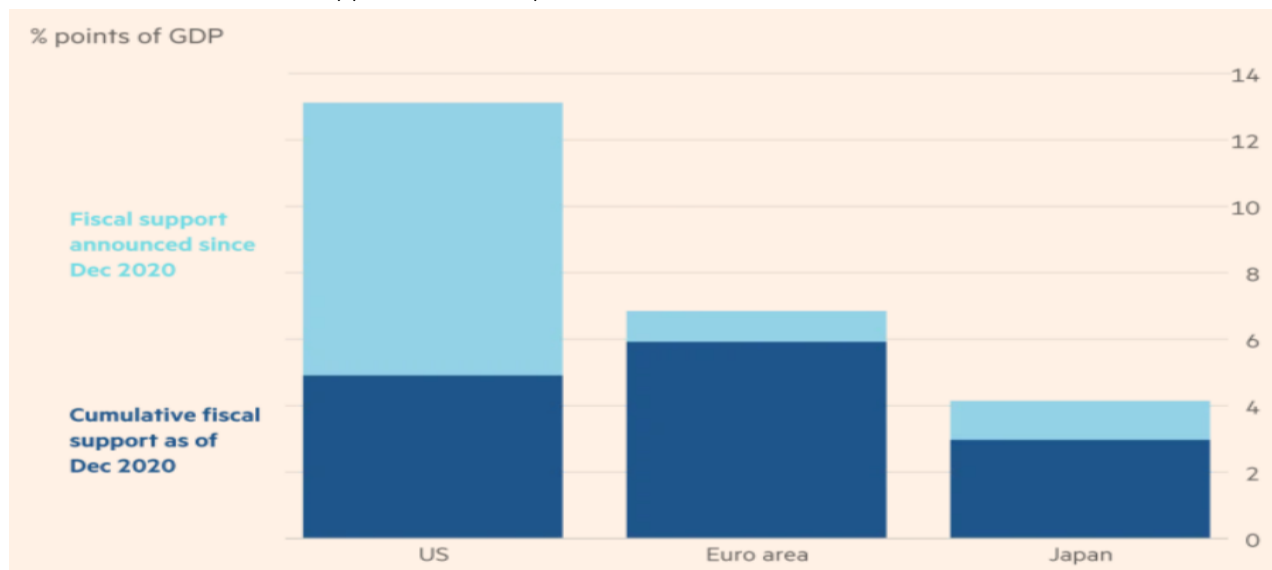
Il motivo principale è legato alla strutturale maggiore dinamicità e flessibilità dell'economia americana e, nella situazione attuale, dalla dimensione dell'intervento americano, decisamente superiore al totale delle misure che i paesi europei stanno mettendo in atto. Il cosiddetto "output gap", ovvero la differenza tra quanto un'area economica produce rispetto al suo potenziale teorico, all'inizio di quest'anno era in Europa il doppio di quello USA, ossia l'area europea sta producendo meno posti di lavoro, meno domanda e meno inflazione. Al contrario, gli USA, così come l'area asiatica, nel 2021 spingeranno molto più forte dell'Europa per tornare sulla traiettoria di crescita precedente, probabilmente entro fine 2022.

Grafico 3: output gap del GDP globale reale rispetto ai livelli pre-pandemia



Fonte: Financial Times

Grafico 4: dimensioni del supporto fiscale rispetto al GDP



Fonte: Financial Times

Anche il tasso di risparmio negli USA, sorprendentemente, è salito molto di più che in Europa. Secondo le stime dell'OECD, nel 2020, l'eccesso di risparmio è salito al 14% dei consumi privati nominali, mentre i consumatori europei, nello stesso periodo, hanno accumulato risparmi in misura compresa tra il 3% e il 7%. Questo fornisce una misura del differenziale di domanda latente.

Le decisioni di BCE e Federal Reserve

La Banca Centrale Europea, in risposta al movimento negativo dei mercati obbligazionari, ha promesso di aumentare il ritmo degli acquisti obbligazionari nei prossimi tre mesi e ha confermato le principali decisioni sulla struttura dei tassi di interesse ufficiali. Lagarde ha parimenti indicato che il rialzo dell'inflazione degli ultimi mesi è dovuto principalmente a fattori temporanei e a rincari nel prezzo del petrolio e che si assesterà su un livello tendenziale dell'1,4% nel 2023, ben al di sotto degli obiettivi della BCE.

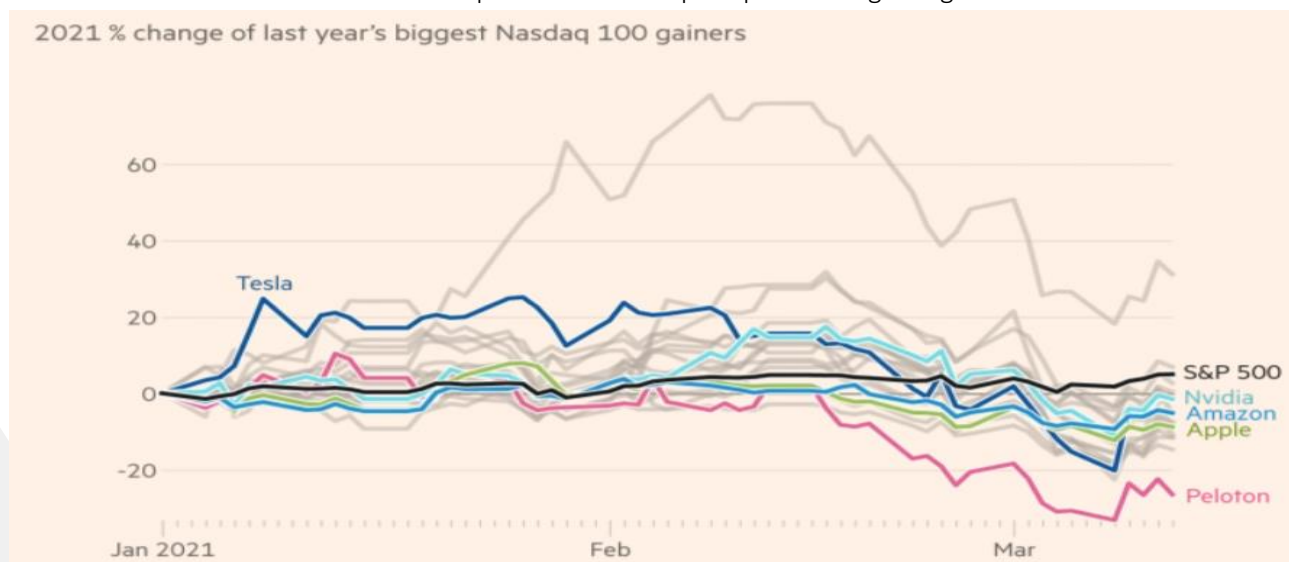
Sulla stessa linea la Federal Reserve ha confermato l'intenzione di mantenere i tassi di interesse vicino allo zero fino almeno al 2024, sottolineando che l'economia ha ancora forte bisogno di supporto monetario. Sul tema dell'inflazione, centrale in questo momento, anche la FED ha gettato acqua sul fuoco, confermando che, sebbene sia atteso un rialzo delle rilevazioni dei prezzi al 2.2% - superiore al livello obiettivo della FED - questo dovrebbe rientrare e stabilizzarsi attorno al 2% nel 2023. Questa posizione della Federal Reserve è coerente con il cambiamento di strategia comunicato qualche mese fa, secondo il quale verranno tollerati rialzi dell'inflazione oltre il livello del 2% per un certo periodo di tempo senza alzare i tassi ufficiali.

Queste considerazioni hanno contribuito a stabilizzare, almeno temporaneamente, il brusco movimento al rialzo dei rendimenti obbligazionari globali dell'ultimo periodo. Come già osservato, in definitiva gli indicatori di attività si stanno muovendo velocemente al rialzo, più nel segmento industriale che in quello dei servizi. Le ultime stime appena riviste dall'OECD quantificano la crescita economica attesa su base globale al 5.5% nel 2021 e al 4% nel 2022.

Asset allocation e utili aziendali

I mercati azionari continuano a rimanere strutturalmente forti e a tradurre il movimento al rialzo delle stime di crescita, e i conseguenti rialzi dei rendimenti obbligazionari e irripidimento delle curve di rendimento, in una rotazione interna, anche decisa, piuttosto che in un cambio di direzione. Il mercato azionario, nel suo complesso, continua a mantenere una tendenza rialzista, ma, al suo interno, settori ad alta crescita come la tecnologia, che soffrono di più dal rialzo dei tassi di attualizzazione dei flussi di cassa, scendono e cedono il passo alle aree più cicliche, come bancari e petroliferi e, più in generale, ai titoli con caratteristiche value.

Grafico 5: evoluzione dei titoli azionari quotati sul Nasdaq che più hanno guadagnato nel 2020



Fonte: Financial Times

Grafico 6: evoluzione dei prezzi azionari dei settori S&P 500



Fonte: Financial Times

Grafico 7: l'andamento dei titoli value vs. titoli growth



Fonte: Financial Times

Permangono alcuni segnali di rischio, come ad esempio un'eccessiva attività speculativa da parte degli investitori privati, ma la rotazione interna che il mercato sta effettuando conferma la necessità di selezionare attentamente i singoli titoli azionari, ponendo particolare attenzione alla valutazione fondamentale, al ritorno sul capitale investito e alla qualità del management, piuttosto che ai tassi di crescita in assoluto. Le valutazioni dei titoli con queste caratteristiche rimangono ancora decisamente a sconto e rappresentano un'opportunità, soprattutto rispetto ai titoli obbligazionari, che attualmente soffrono a causa del miglioramento della crescita economica.