



Outlook Macroeconomic Mensile

Novembre 2020

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

- La vittoria di Biden alle elezioni americane e gli annunci favorevoli sull'efficacia dei primi vaccini COVID 19 hanno portato ad un deciso aumento della stabilità e una forte riduzione dell'incertezza, che, in termini finanziari, si è tradotta in una compressione della volatilità e una riduzione del premio di rischio richiesto dagli investitori.
- Sebbene sia atteso un generale miglioramento nella gestione delle relazioni internazionali da parte degli USA con Biden, sarebbe sbagliato illudersi di inversioni radicali su posizioni in ambito geopolitico che rispondono ad esigenze strategiche di lungo periodo degli USA e che vanno ben al di là degli interessi dell'amministrazione in carica in un determinato periodo, soprattutto rispetto alla crescente assertività internazionale cinese.
- Risvolti più favorevoli e costruttivi arriveranno probabilmente invece sui temi del cambiamento climatico e della politica energetica: la nuova amministrazione intende rientrare nell'Accordo di Parigi e incorporare obiettivi espliciti legati alla lotta al cambiamento climatico in ogni dimensione della politica estera, commerciale e di sicurezza nazionale.
- L'economia reale ed i mercati finanziari continuano ad essere sostenuti dagli interventi delle banche centrali, per quanto riguarda il mantenimento della stabilità nel sistema monetario internazionale, e dagli interventi governativi fortemente espansivi, per quanto riguarda le misure di politica fiscale ed economica.
- Il miglioramento della visibilità e stabilità dello scenario macroeconomico ha contribuito ad un generale recupero degli indici azionari, guidati come sempre dall'indice S&P500, a una compressione dei premi di rischio e della volatilità implicita, così come a una delle più grandi rotazioni interne ai mercati azionari a favore dei titoli con caratteristiche "value", se non la più grande, storicamente mai registrate.
- In un'ottica di lungo termine, la valutazione relativa dell'asset class azionaria continua a mantenersi attraente, soprattutto relativamente ai rendimenti obbligazionari sempre più compressi. Su base storica il differenziale tra il rendimento azionario e quello obbligazionario è sui massimi storici e offre un buon margine di sicurezza nei confronti delle pressioni potenziali sul livello di attività economica e di redditività delle aziende quotate.
- Le analisi di valutazione fondamentale confermano che, dal punto di vista geografico, il mercato azionario americano tratta a un premio significativo rispetto a quello europeo; questa situazione rappresenta dunque un'opportunità in termini di posizionamento dei portafogli azionari a favore di quest'ultima area economica.

Improvvisamente, forse la luce in fondo al tunnel

L'ultimo periodo ha visto l'attenzione degli operatori spostarsi decisamente dall'analisi ossessiva e continua della diffusione della pandemia di COVID19, recentemente di nuovo in peggioramento, con le sue pesanti conseguenze in termini sanitari, sociali ed economici, verso due accadimenti che, per diversi motivi, aprono spiragli positivi sullo scenario complessivo.

Il primo, in ordine cronologico, è stato il risultato a favore di Biden nella corsa per la Casa Bianca che, per quanto atteso dai sondaggi ufficiali, non sembrava così scontato per mercati finanziari, e il secondo relativo agli annunci decisamente favorevoli sull'efficacia dei primi vaccini COVID 19 e sul loro processo di approvazione che sta procedendo a tappe accelerate in Europa e negli Stati Uniti.

L'effetto combinato sullo scenario generale e, nello specifico, sui mercati finanziari, è stato inevitabilmente importante e si può forse riassumere, in estrema sintesi, in un deciso aumento della stabilità e una forte riduzione dell'incertezza, che, in termini finanziari, si traduce in una compressione della volatilità.

Grafico 1: l'indice VIX – indicatore della volatilità implicita dei mercati finanziari



Fonte: Bloomberg

La compressione della volatilità ha avuto un impatto positivo sulla valutazione degli asset finanziari in generale, e azionari in particolare, non tanto per un miglioramento delle prospettive di crescita, le quali rimangono tuttora inserite in un quadro macroeconomico molto incerto, quanto per l'effetto derivante da una maggior stabilità economica e politica internazionale, che implica una riduzione del premio di rischio richiesto dagli investitori e, conseguentemente, un aumento più che proporzionale, come si è visto in questo periodo, dei valori di mercato.

L'elezione di Biden: più lotta al cambiamento climatico, ma con la Cina la linea non cambia

Il ritorno di un Presidente americano democratico e, soprattutto, più "presentabile", contiene l'impegno a mettere fine al precedente approccio isolazionista e distruttivo nei confronti delle relazioni internazionali. Rimangono sullo sfondo, comunque, sfide importanti, quali il confronto crescente con la potenza emergente della Cina, il ripristino dell'accordo sul nucleare con l'Iran, una distensione delle relazioni con l'Europa e con la Gran Bretagna, alla luce del processo di Brexit.

Su tutti questi temi, sebbene la narrativa e i toni saranno decisamente più morbidi del passato e ci saranno anche cambiamenti di sostanza, sarebbe sbagliato illudersi di inversioni radicali su posizioni in ambito geopolitico che rispondono a esigenze strategiche di lungo periodo degli USA e che vanno ben al di là degli interessi dell'amministrazione in carica in un determinato periodo. Tra questi rimane l'esigenza di contenere la crescente assertività internazionale cinese, così come una maggiore diffidenza americana nei confronti dell'Europa – e della Germania in primis – che, a fronte di uno scarso contributo al bilancio NATO e a velleità di maggiore integrazione militare interna, sta intensificando, in modo sistematico, le relazioni politiche e commerciali con la Cina e la dipendenza energetica dalla Russia. Proprio in ambito commerciale la nuova amministrazione sembra condividere con la precedente una certa tendenza protezionistica, anche se è lecito attendersi un atteggiamento meno duro in termini di politiche commerciali. Al momento, non ci sono state comunque indicazioni esplicite su eventuali riduzioni dei dazi commerciali, non certo una sorpresa se si considera che il deficit commerciale americano, soprattutto nei confronti della Cina, è in continuo aumento, nonostante gli Stati Uniti siano diventati negli ultimi 10 anni esportatori netti di prodotti energetici, grazie principalmente allo sfruttamento delle riserve di shale oil e shale gas.

Grafico 2: il deficit commerciale degli USA nei confronti del resto del mondo



Fonte: Financial Times

Risvolti più favorevoli e costruttivi arriveranno probabilmente sui temi del cambiamento climatico e della politica energetica, dove la nuova amministrazione intende sottoscrivere nuovamente l'Accordo di Parigi e incorporare obiettivi espliciti legati alla lotta al cambiamento climatico in ogni dimensione della politica estera, commerciale e di sicurezza nazionale. Da quest'ultimo punto di vista, rientra tra gli interessi strategici americani quello di fare pressione sulla Cina, in quanto primo paese al mondo per emissioni di CO2 in valore assoluto, perché riduca la sua intensità carbonica.

Prospettive macroeconomiche internazionali: si vede la luce, ma i piedi sono ancora nel pantano

Il quadro macroeconomico, per quanto ci siano alcune indicazioni di un rimbalzo positivo dell'attività manifatturiera, rimane comunque incerto, soprattutto dal lato dei consumi e dei servizi, che sono pesantemente influenzati dalle chiusure forzate dovute alla seconda ondata di COVID in molte aree geografiche – Europa in primis.

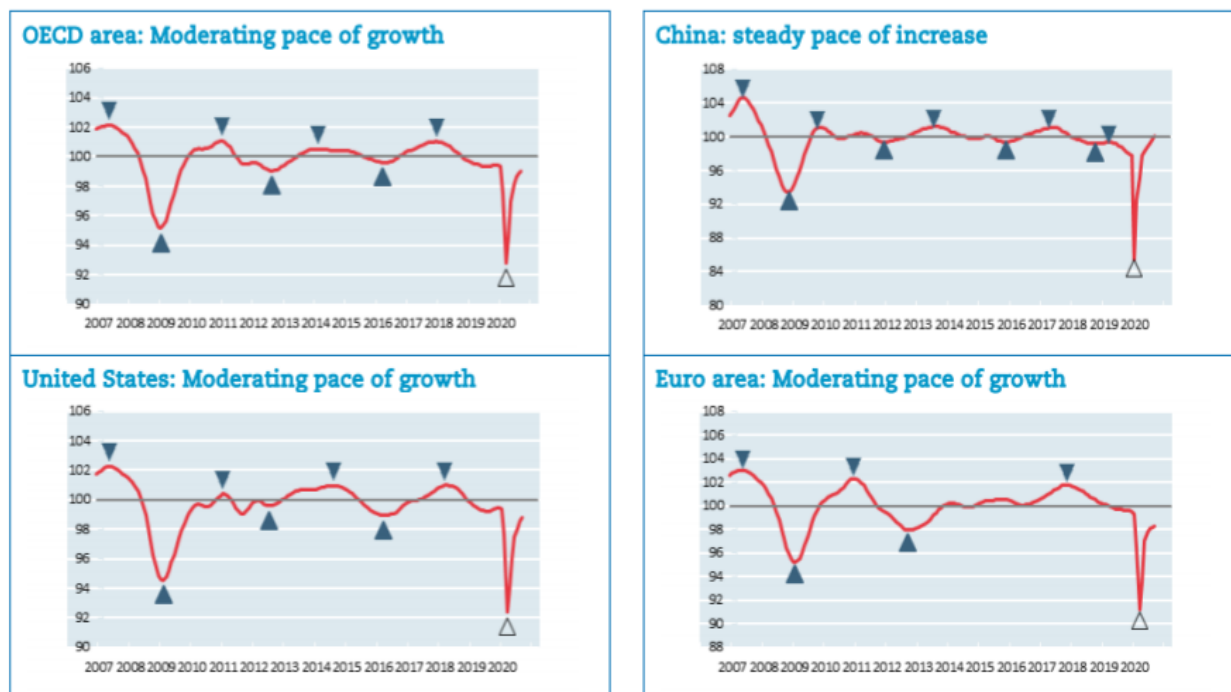
Grafico 3: indice Purchasing Power Index (PMI) dell'attività manifatturiera e servizi di Spagna e Italia



Fonte: Financial Times

Più in generale, anche prima dell'implementazione delle ultime misure di contenimento, gli indicatori di tendenza mostravano già segnali di continua decelerazione del passo della crescita in tutta l'area OECD. I dati più recenti indicano un indebolimento per USA, Giappone, Canada, Germania e Italia, con una maggiore stabilità invece per Francia e UK. Per quanto riguarda le economie emergenti, gli indicatori per India e Brasile continuano il miglioramento, ma a un passo ridotto. In Cina, d'altro canto, si conferma un miglioramento continuo della tendenza che, probabilmente, riflette un maggiore controllo al momento sulla situazione sanitaria.

Gráfico 4: l'andamento dei Composite Leading Indicators delle principali economie



Fonte: OECD, 2020

Gli strumenti per il rilancio: le leve di politica monetaria ed economica

L'economia reale ed i mercati finanziari continuano ad essere sostenuti dagli interventi delle banche centrali, per quanto riguarda il mantenimento della stabilità nel sistema monetario internazionale, e dagli interventi governativi fortemente espansivi per quanto riguarda le misure di politica fiscale ed economica; in particolare, in Europa un ruolo centrale sarà giocato dalla Commissione Europea, la quale è incaricata del coordinamento e della gestione del Recovery Fund a livello europeo.

La ECB ha segnalato nuovamente in novembre l'aumento di probabilità di nuovi interventi di supporto prima della fine dell'anno, mantenendo comunque invariati il tasso deposito a -0.5% e il programma di emergenza di acquisto di obbligazioni per EUR 1 350 miliardi, di cui quasi metà già spesi. Rimangono inoltre probabili ulteriori interventi a favore del sistema bancario per fronteggiare l'aumento delle sofferenze su crediti. La politica monetaria risulta peraltro difficilmente modificabile nell'attuale contesto caratterizzato da inflazione negativa.

Grafico 5: l'andamento dell'inflazione nell'Eurozona



Fonte: Financial Times

In modo analogo si sta muovendo anche la Fed, che ha mantenuto invariata la politica monetaria con tassi ai livelli minimi e nessuna variazione ai sostanziosi programmi di intervento sul mercato obbligazionario. Nel frattempo però il piano di stimolo economico sta trovando parecchia resistenza all'interno del Congresso. Un eventuale blocco del nuovo pacchetto di stimoli in discussione al Congresso avrebbe inevitabilmente un effetto sui premi di rischio chiesti dagli investitori.

Il quadro complessivo, 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 di crescita economica per il 2021

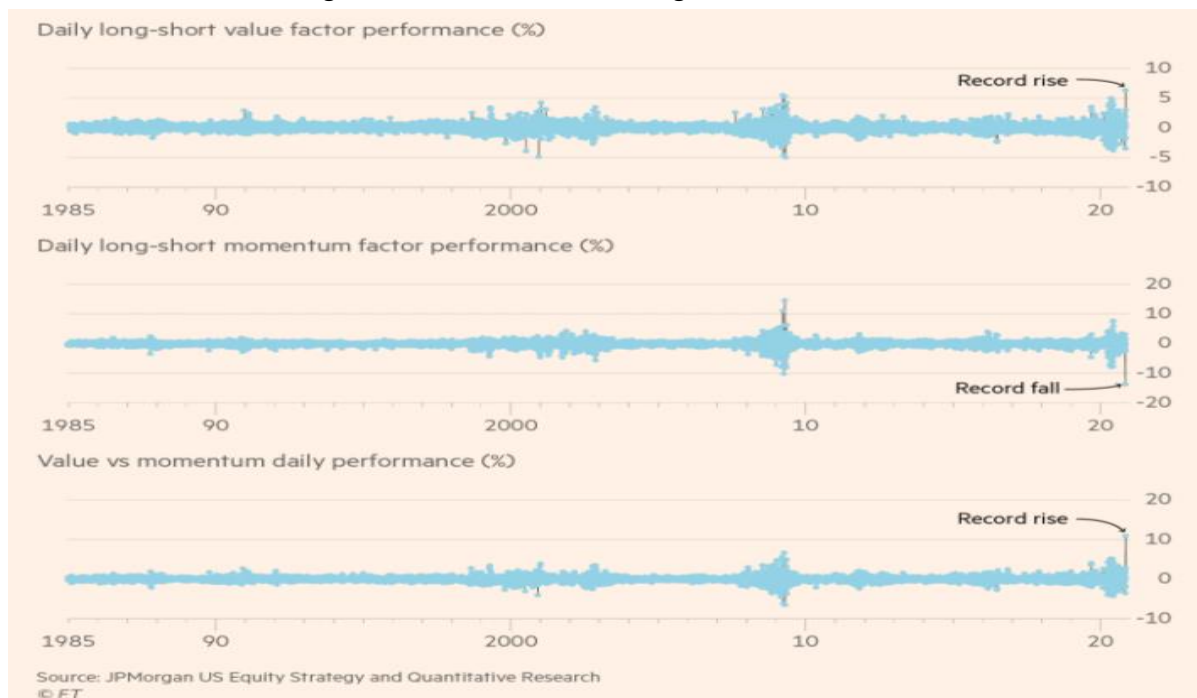
	2019	Projections		Difference from June 2020 WEO Update ¹		Difference from April 2020 WEO ¹	
		2020	2021	2020	2021	2020	2021
World Output	2.8	-4.4	5.2	0.8	-0.2	-1.1	-0.5
Advanced Economies	1.7	-5.8	3.9	2.3	-0.9	0.3	-0.6
United States	2.2	-4.3	3.1	3.7	-1.4	1.6	-1.6
Euro Area	1.3	-8.3	5.2	1.9	-0.8	-0.8	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 ²	1.7	-3.8	3.6	1.1	-0.6	0.8	-1.0
Emerging Market and Developing Economies	3.7	-3.3	6.0	-0.2	0.2	-2.1	-0.5
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 ³	4.2	-10.3	8.8	-5.8	2.8	-12.2	1.4
ASEAN-5 ⁴	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
World Trade Volume (goods and services)	1.0	-10.4	8.3	1.5	0.3	0.6	-0.1
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
Commodity Prices (US dollars)							
Oil ⁵	-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
Consumer Prices							
Advanced Economies	1.4	0.8	1.6	0.5	0.5	0.3	0.1
Emerging Market and Developing Economies ⁶	5.1	5.0	4.7	0.5	0.1	0.3	0.2
London Interbank Offered Rate (percent)							
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

Asset allocation e utili aziendali

Il miglioramento della visibilità e stabilità dello scenario macroeconomico, dovuto al risultato delle elezioni americane e agli sviluppi favorevoli sul vaccino COVID, ha contribuito a un generale recupero degli indici azionari, guidati come sempre dall'indice S&P500, a una compressione dei premi di rischio e della volatilità implicita, così come a una delle più grandi rotazioni interne ai mercati azionari a favore dei titoli con caratteristiche "value", se non la più grande, storicamente mai registrate.

Grafico 6: la rotazione da “growth” a “value” delle strategie d’investimento



Fonte: Financial Times

Nonostante l’ampiezza di questo movimento in un breve arco di tempo, la strada verso una completa normalizzazione dei fattori e degli equilibri interni ai mercati è ancora lunga. Anche se la crescente importanza dell’economia digitale e il sempre maggiore peso di asset intangibili, come la proprietà intellettuale, sui bilanci fanno parte di un cambiamento strutturale, rimane ancora un ampio potenziale per le strategie di investimento fondamentali basate sul valore attualizzato dei flussi di cassa delle società, sulla gestione attiva del portafoglio titoli e sulla profittabilità dei modelli di business.

Tuttavia, le disparità di valutazione tra titoli “value” e titoli “growth” rimangono storicamente elevatissime e una delle possibili spiegazioni di questa divergenza potrebbe essere legata ai cambiamenti strutturali in corso nel funzionamento dell’economia globale.

Grafico 7: i ritorni di strategie d’investimento “value” degli ultimi 10 anni



Fonte: Financial Times

Il movimento sui mercati è stato naturalmente accompagnato da flussi in ingresso record sui fondi di investimento. Per quanto riguarda i fondi azionari, l'ultima settimana ha visto oltre USD 44 miliardi di ingressi, uno dei più grandi mai registrati negli ultimi vent'anni.

Grafico 7: flussi in ingresso ed uscita su fondi azionari – gennaio-ottobre 2020



Fonte: Financial Times

La stessa dinamica si è innescata anche per i flussi nei fondi obbligazionari specializzati in titoli junk, con una compressione dei rendimenti su livelli storicamente minimi.

Grafico 8: flussi in ingresso ed uscita su fondi obbligazionari high-yield – gennaio-ottobre 2020



Fonte: Financial Times

In un'ottica di lungo termine, la valutazione relativa dell'asset class azionaria continua a mantenersi attraente, soprattutto relativamente ai rendimenti obbligazionari sempre più compressi. Su base storica il differenziale tra il rendimento azionario e quello obbligazionario è sui massimi storici e offre

un buon margine di sicurezza nei confronti delle pressioni potenziali sul livello di attività economica e di redditività delle aziende quotate.

In particolare, le analisi di valutazione fondamentale confermano che, dal punto di vista geografico, il mercato azionario americano tratta a un premio significativo rispetto a quello europeo. Questo può essere solo parzialmente giustificato dalla maggiore crescita potenziale e dal maggior peso del settore tecnologico e rappresenta dunque un'opportunità in termini di posizionamento dei portafogli azionari a favore di quest'ultima area economica.

IMPact SIM S.p.A.

📍 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano

☎ +39.02.38.25.51.00

✉ impact@impactsim.it

🌐 www.impactsim.it