

# Outlook Macroeconomic Mensile

Ottobre 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

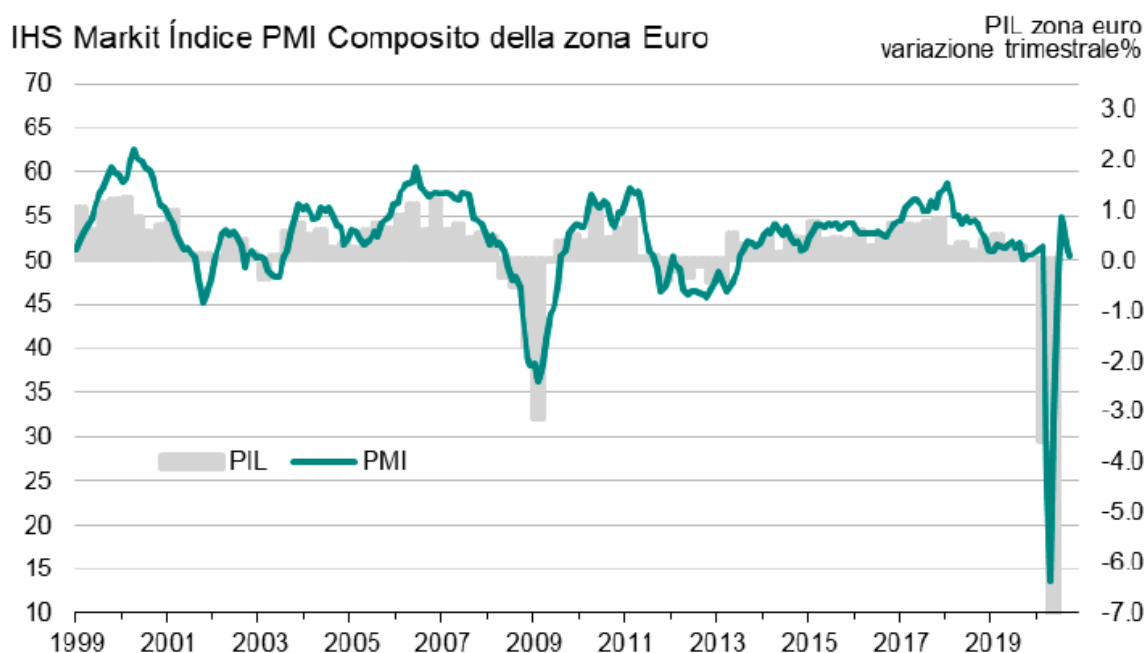
- Il ritorno in piena forza del virus, che sta causando l'impennata dei contagi e la necessità di tornare a misure di contenimento e distanziamento fortemente restrittive, fa presagire un Q4 2020 ed un Q1 2021 decisamente più difficile da tutti i punti di vista: sanitario, sociale ed economico.
- La situazione è resa precaria non solo dall'arrivo di una seconda ondata di contagi più violenta delle aspettative, ma anche dalla concentrazione di rischi politici, quali le elezioni americane e la Brexit. Nel complesso, è sostanzialmente svanita la speranza che ci possa essere una rapida ripresa a V della crescita economica per il 2020.
- Al momento i sondaggi sulle elezioni americane vedono Biden in netto vantaggio, anche se non si possono escludere scostamenti significativi dalle aspettative, principalmente derivanti da un tasso di partecipazione dell'elettorato che potrebbe essere il più alto dal 1908.
- In Europa il rischio che non si raggiunga un accordo e si vada dunque verso una hard Brexit sta diventando più concreto.
- L'aumento dei deficit pubblici non è simmetrico. I paesi del Sud Europa sono stati colpiti più pesantemente dei paesi del Nord Europa durante la prima ondata di contagi. Conseguentemente, la divergenza macroeconomica tra paesi all'interno dell'Unione sembra destinata ad aumentare nei prossimi anni.
- Nell'Unione Europea gli interventi di politica economica e fiscale si mantengono rilevanti, con l'intenzione dei governi degli stati membri di far registrare pesanti deficit di bilancio per il 2020, per un importo complessivo pari ad almeno EUR 1 000 miliardi, equivalente al 9% del GDP dell'Unione Europea.
- Le politiche monetarie si mantengono fortemente espansive per tutte le Banche Centrali, sia rispetto ai livelli fissati per i tassi di interesse ufficiali sia rispetto ai poderosi piani di acquisto di titoli obbligazionari sui mercati finanziari.
- La Banca Centrale Europea ha recentemente cominciato a prendere in considerazione, all'interno del processo di revisione strategica dei propri obiettivi, l'ipotesi di seguire l'esempio della FED e di adottare un approccio più flessibile nel perseguire l'obiettivo di inflazione.
- Le valutazioni assolute dei mercati azionari, al di sopra delle medie storiche, seguitano a trovare la loro principale ragion d'essere nella relativa convenienza del rendimento offerto dai dividendi rispetto al rendimento offerto dai tassi d'interesse.

## Nuvole scure all'orizzonte

Lo scenario economico globale continua ad essere decisamente incerto. Proprio quando gli indicatori di consumo privato e di attività produttiva cominciavano a mostrare segnali di miglioramento, il ritorno in piena forza del virus, che sta causando l'impennata dei contagi e la necessità di tornare a misure di contenimento e distanziamento fortemente restrittive, fa presagire un Q4 2020 ed un Q1 2021 decisamente più difficile da tutti i punti di vista: sanitario, sociale ed economico.

Questo è particolarmente vero per il continente europeo, dove l'allentamento delle restrizioni nel corso dell'estate e la ripresa della domanda cinese stavano favorendo un buon recupero sia dal lato dei consumi privati sia da quello dell'attività industriale.

Grafico 1: l'andamento dell'indice PMI Composito 2019 - 2020



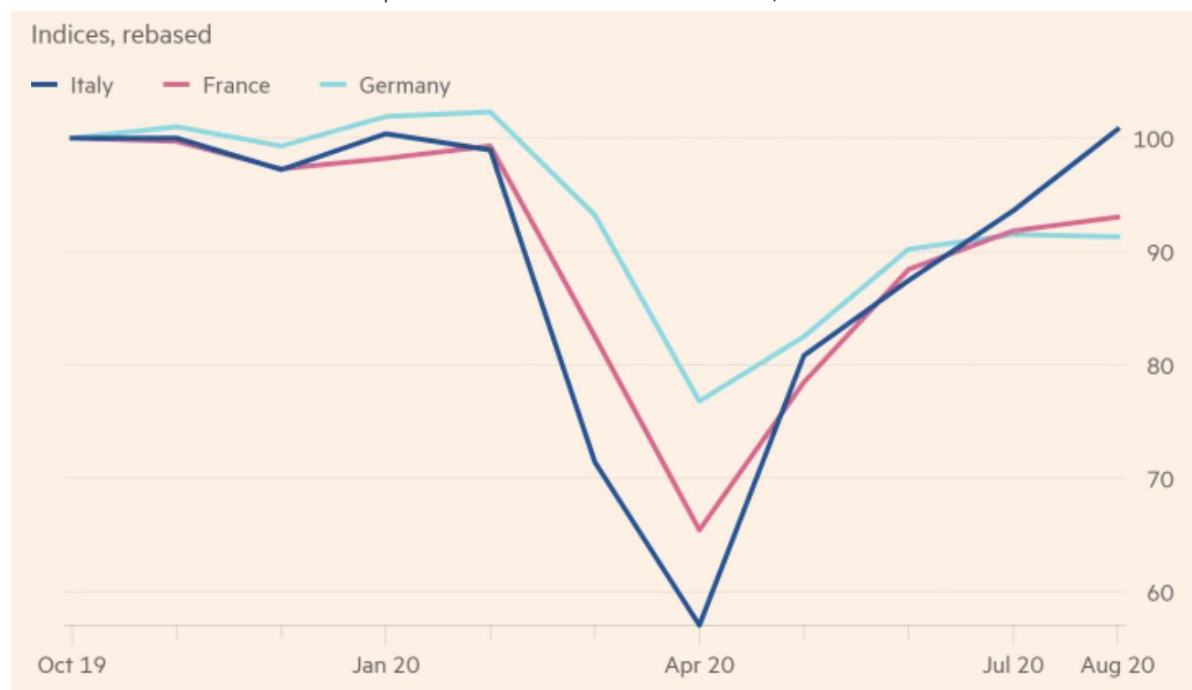
Fonte: IHS Markit, Eurostat

L'indice composito PMI dell'Eurozona, dopo il forte rimbalzo dai livelli di marzo, è infatti scivolato ai minimi trimestrali di 50.4, indicando al momento solo una minima espansione, resa ancora più fragile dalla sempre più probabile dalla progressiva imposizione di misure fortemente restrittive per la mobilità e l'interazione sociale, alla luce della traiettoria esponenziale di crescita dei contagi nei principali paesi Europei.

Il dato composito riflette un'economia Europea a due velocità. Da un lato, la produzione manifatturiera dell'Eurozona, guidata dalle economie tedesca ed italiana, ha mostrato,

sorprendentemente, la crescita più alta degli ultimi due anni e mezzo. Dall'altro, l'intero settore terziario è tornato in contrazione.

Grafico 2: l'andamento della produzione industriale italiana, francese e tedesca



Fonte: Financial Times

L'andamento positivo della produzione industriale europea rimane tuttavia estremamente fragile, alla luce dell'imminente seconda ondata pandemica, come si deduce anche dai dati di fiducia sia dei consumatori sia del settore industriale. La perdita di fiducia è generalizzata e riguarda sia i paesi avanzati che i paesi emergenti.

Grafico 3: l'andamento dell'indice di fiducia 2012 – 2020 – Paesi avanzati vs. paesi emergenti



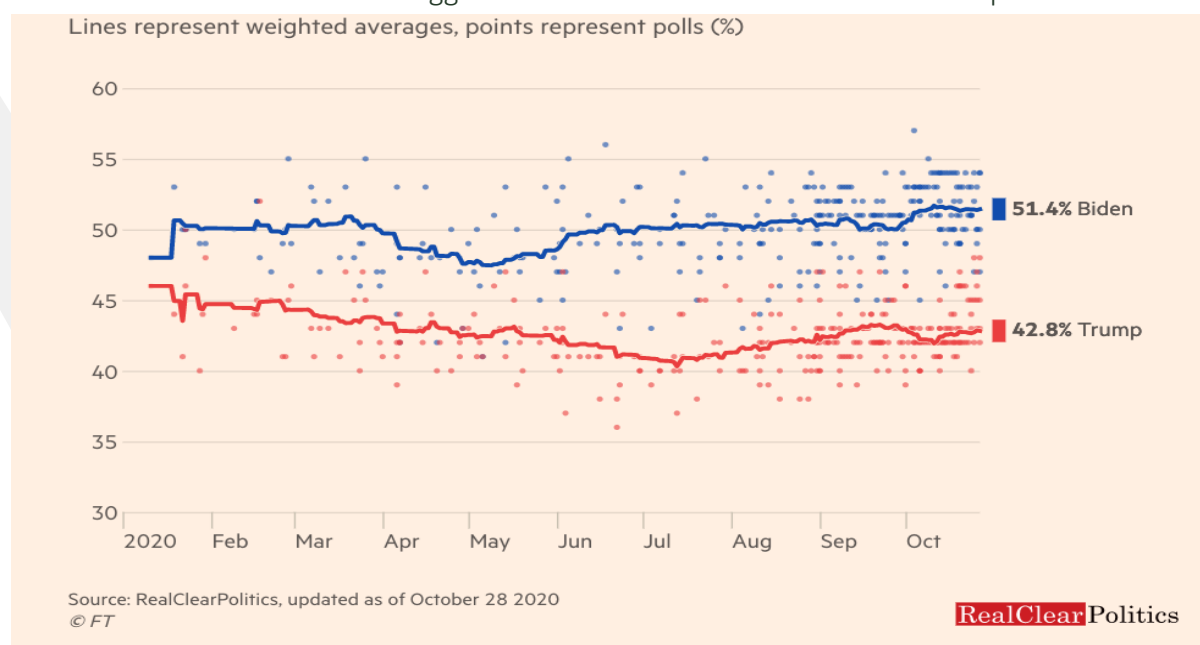
Fonte: FT

## Ai rischi sanitari si sommano i rischi politici

La situazione è resa precaria non solo dall'arrivo di una seconda ondata di contagi più violenta delle aspettative, ma anche dalla concentrazione di rischi politici, quali le elezioni americane e la Brexit. Nel complesso, è sostanzialmente svanita la speranza che ci possa essere una rapida ripresa a V della crescita economica per il 2020.

Al momento i sondaggi sulle elezioni americane vedono Biden in netto vantaggio, anche se non si possono escludere scostamenti significativi dalle aspettative, principalmente derivanti da un tasso di partecipazione dell'elettorato che potrebbe essere il più alto dal 1908. La scelta di Trump di non impegnarsi, in quanto Presidente degli Stati Uniti, a rispettare il risultato del voto e a garantire che il passaggio dei poteri avvenga in modo pacifico, qualora dovesse perdere le elezioni, è senza precedenti nella storia americana. È dunque concreto il rischio che il risultato delle elezioni sarà contestato e che ne possa derivare una crisi costituzionale, con l'instabilità politica ed economica che ne seguirebbe. In Europa invece il rischio che non si raggiunga un accordo e si vada dunque verso una hard Brexit sta diventando più concreto.

Grafico 4: l'evoluzione dei sondaggi delle elezioni americane: Biden vs. Trump



Fonte: Financial Times su dati RealClearPolitics

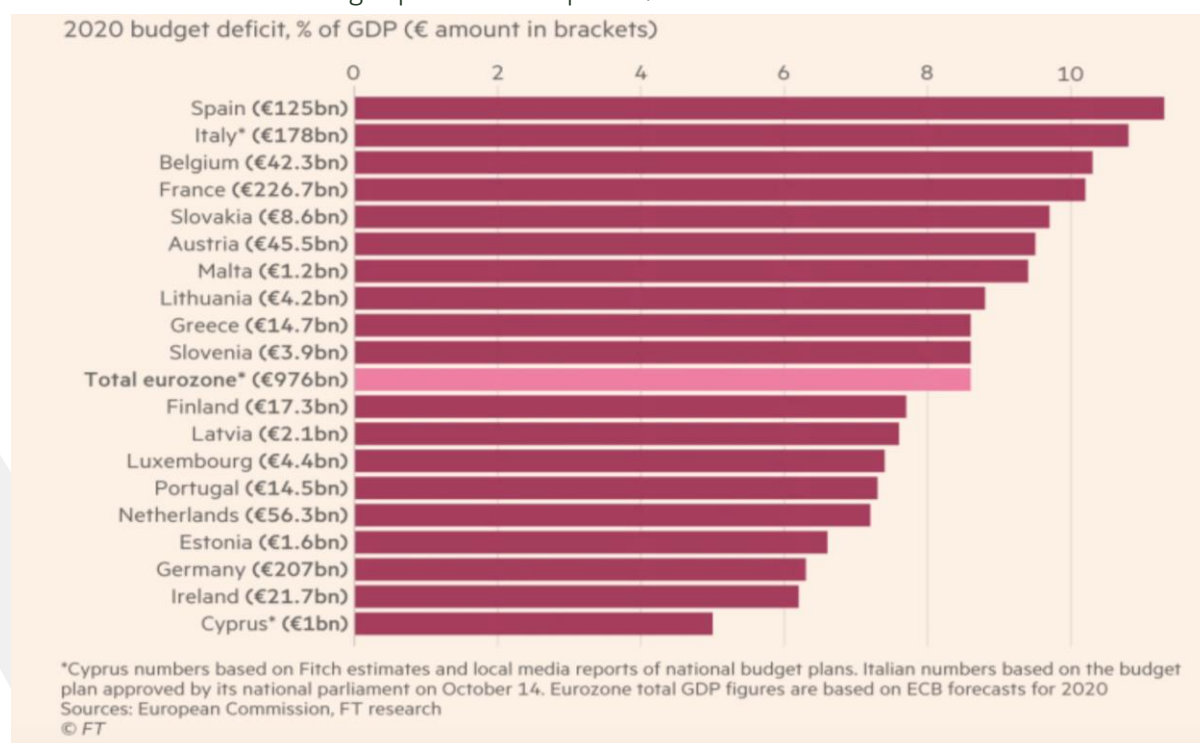
## I policy-maker rimangono pronti a nuove politiche espansive sui due lati dell'Atlantico

Uno dei temi della campagna elettorale americana gravita intorno alla possibilità, attualmente in discussione al Congresso, di lanciare un nuovo piano di stimolo economico per oltre USD 1 000 miliardi, sul quale la negoziazione tra democratici e repubblicani è frenetica e si intreccia con l'evidente peso elettorale che queste misure rivestono. L'aspettativa degli investitori che

un nuovo stimolo fiscale americano sarà presto accordato è fondamentale in questa fase per la tenuta dei mercati finanziari.

Parimenti, nell'Unione Europea gli interventi di politica economica e fiscale si mantengono rilevanti, con l'intenzione dei governi degli stati membri di far registrare pesanti deficit di bilancio per il 2020, per un importo complessivo pari ad almeno EUR 1 000 miliardi, equivalente al 9% del GDP dell'Unione Europea. La Commissione Europea prevede che il deficit si manterrà elevato anche nel 2021, pari ad oltre il 6% del GDP.

Grafico 5: il deficit dei budget pubblici europei in % sui GDP nazionali 2020



Fonte: Financial Times

### Lo squilibrio macroeconomico interno all'Unione Europea si accentua

L'aumento dei deficit pubblici non è simmetrico. I paesi del Sud Europa sono stati colpiti più pesantemente dei paesi del Nord Europa durante la prima ondata di contagi. Conseguentemente, la divergenza macroeconomica tra paesi all'interno dell'Unione sembra destinata ad aumentare nei prossimi anni, con l'inevitabile conseguenza che le risorse del Recovery Fund dovranno essere in larga parte utilizzate per rimediare a questi crescenti squilibri macroeconomici interni. Si stima che la Germania nel 2025 riporterà un rapporto debito/GDP del 50% inferiore rispetto a quelli di Francia, Italia e Spagna.

Ciononostante, nel contesto estremamente complicato che l'economia europea sta vivendo, la capacità dei paesi Europei di arrivare, seppur con grandi compromessi, ad un accordo sul

Recovery Fund da EUR 750 miliardi rappresenta un cambio di passo nel processo d'integrazione europeo. Per la prima volta nella storia Europea, il Recovery Fund verrà finanziato da un programma di indebitamento comunitario gestito dalla Commissione Europea, di cui l'Italia sarà tra i principali beneficiari.

Inoltre, la decisione presa all'inizio della pandemia di sospendere il Patto di Crescita e Stabilità Europeo, che imponeva vincoli molto restrittivi soprattutto sul rapporto deficit/GDP, è stata di recente confermata e il Vicepresidente della Commissione Affari Economici Europei ha indicato l'intenzione di non reintrodurlo almeno fino al 2022.

### **Nessuna variazione nelle politiche monetarie internazionali**

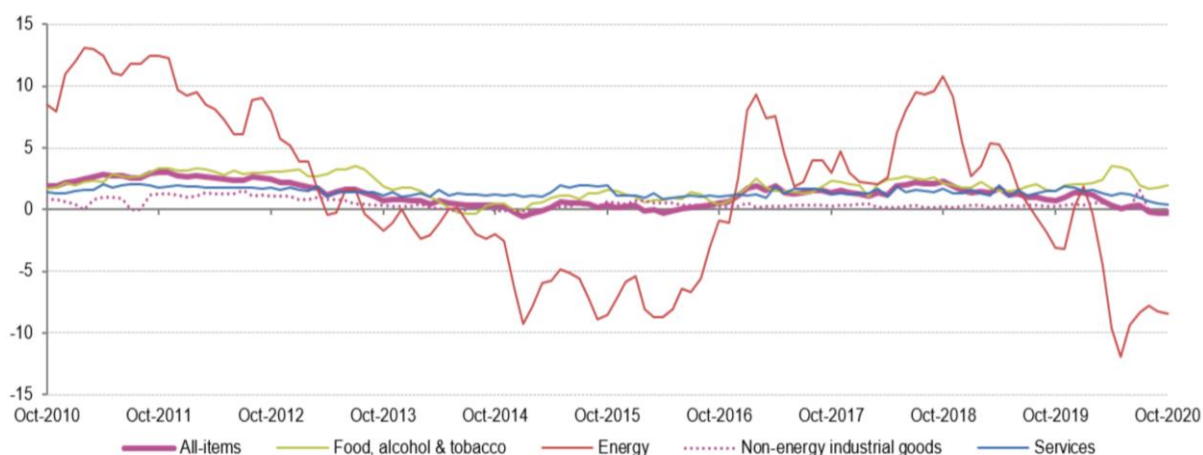
Le politiche monetarie si mantengono fortemente espansive per tutte le Banche Centrali, sia rispetto ai livelli fissati per i tassi di interesse ufficiali sia rispetto ai poderosi piani di acquisto di titoli obbligazionari sui mercati finanziari.

La Banca Centrale Europea ha recentemente cominciato a prendere in considerazione, all'interno del processo di revisione strategica dei propri obiettivi, l'ipotesi di seguire l'esempio della FED e di adottare un approccio più flessibile nel perseguire l'obiettivo di inflazione. Puntando al mantenimento del livello obiettivo del tasso di inflazione su un arco temporale di riferimento di medio periodo, anziché di breve periodo, la BCE ha di fatto aperto la possibilità di avere in futuro periodi in cui l'inflazione dell'Eurozona sarà superiore temporaneamente alla soglia del 2% fissata nel suo mandato.

Questo acquisisce ancora più rilevanza alla luce degli ultimi dati di inflazione che, con la lettura di settembre a -0.3%, vanno, per la prima volta dal 2016, in negativo per due mesi consecutivi. Anche la componente "core" dell'inflazione, che esclude le componenti più volatili, ha segnato -0.2% a settembre. Questi dati aumentano la pressione sulla ECB per espandere il programma di acquisto di emergenza di titoli obbligazionari oltre l'attuale dimensione di EUR 1 350 miliardi e vanno letti insieme alla preoccupazione per il recente apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro.



Grafico 6: l'andamento dell'inflazione e delle sue componenti nell'area Euro – ottobre 2010 – ottobre 2020



Fonte: Eurostat

Il recente miglioramento delle proiezioni del Fondo Monetario Internazionale sull'andamento dell'economia globale – da una decrescita del -4,4% prevista a giugno 2020 ad una decrescita del -3,6%, seguita poi da una crescita del 5,2% nel 2021 - rischia di essere vanificato da un nuovo rapido peggioramento delle proiezioni nei prossimi mesi, alla luce del fortissimo aumento dei contagi in Europa e negli Stati Uniti. Ciò conferma la scarsissima visibilità attuale sull'andamento dell'economia globale nei prossimi 12 mesi.

### Asset allocation e utili aziendali

Il recupero di attività economica riscontrato dagli indicatori macro degli ultimi mesi è riscontrabile anche a livello micro, con un ritorno su livelli elevati degli indici di revisione delle stime degli utili aziendali. Il consenso degli analisti finanziari prevede gli utili aziendali in contrazione del 20% circa per il 2020, seguito da una crescita del 28% nell'anno successivo, con, ovviamente, un'elevata dispersione delle stime, che riflette la scarsa visibilità complessiva.

I mercati finanziari al momento continuano a mostrare un comportamento relativamente composto nonostante il peggioramento dei flussi di notizie, dando evidentemente più peso alla poderosa rete di protezione costruita con politiche monetarie, fiscali ed economiche, che ai rischi di revisioni ribassiste delle stime economiche e di profitto aziendale, qualora la seconda ondata costringesse nuovamente i paesi ad adottare misure fortemente restrittive su larga scala.

Le valutazioni dei mercati azionari internazionali continuano a presentare una differenza molto significativa tra il premio attribuito a pochi titoli e settori difensivi e ad alta crescita - in modo particolare il settore tecnologico americano - rispetto ai segmenti più ciclici, decisamente penalizzati.

Gli interventi di quantitative easing delle Banche Centrali, al momento su livelli tripli rispetto a quelli raggiunti nella precedente crisi del 2008, continuano a rivestire un ruolo centrale nel sostenere i mercati azionari internazionali.

L'indice azionario Morgan Stanley World ha visto un'espansione del multiplo di valutazione degli utili a quasi 20, rispetto al livello di 16 registrato ad inizio anno. Dal punto di vista geografico, le valutazioni più alte continuano ad essere registrate negli USA, mentre più ragionevoli appaiono, rispettivamente, quelle di Europa, Giappone e mercati emergenti.

Le valutazioni assolute dei mercati azionari, al di sopra delle medie storiche, seguitano a trovare la loro principale ragion d'essere nella relativa convenienza del rendimento offerto dai dividendi rispetto al rendimento offerto dai tassi d'interesse.