

Outlook Macroeconomic Mensile

Settembre 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

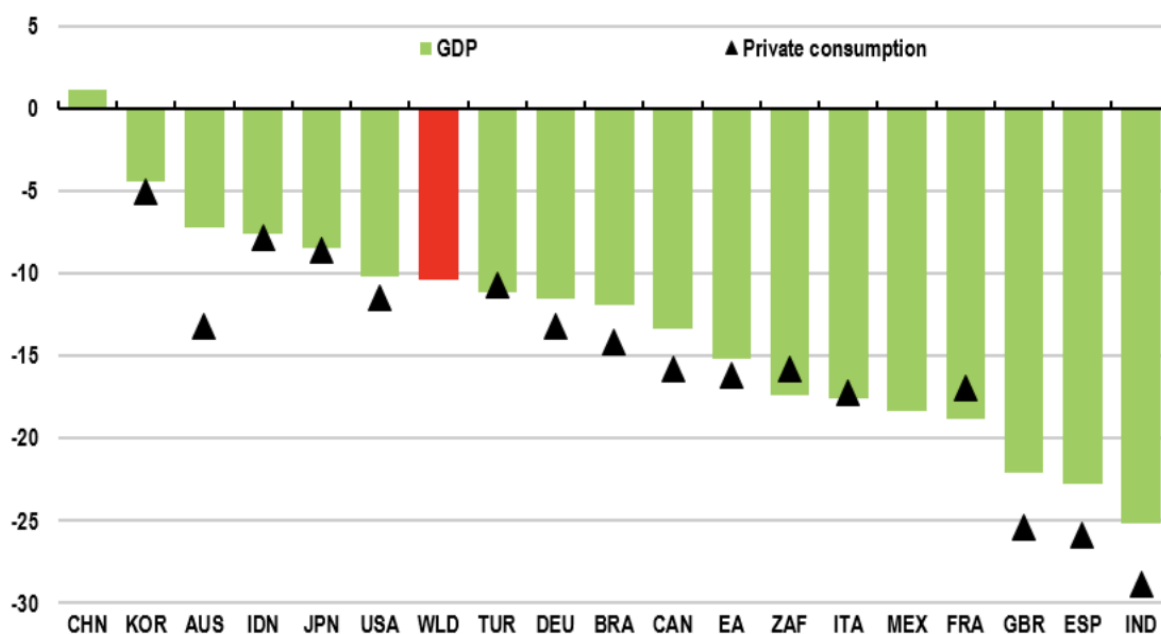
- La contrazione dell'attività economica nei primi sei mesi del 2020 rimane quasi senza precedenti, con un calo complessivo di oltre il 10% nel secondo trimestre, un segno negativo del 15% nel commercio globale e un impatto severo sulle condizioni del mercato del lavoro.
- A seguito del rilassamento delle misure di restrizione e della riapertura di diversi settori, una ripresa dell'attività è in corso e risulta visibile in molti paesi, anche se l'incertezza rimane alta e la fiducia fragile. L'analisi dei paesi che riportano dati mensili evidenzia come più della metà del declino di output complessivo avvenuto tra gennaio e luglio sia stato recuperato ad oggi, anche se con significative differenze a livello di singolo paese.
- La relativa tenuta del reddito delle famiglie, grazie soprattutto alle misure emergenziali di sostegno economico, adottate dalla maggior parte dei governi negli ultimi sei mesi, ed il calo dei consumi continuano a tradursi in un incremento della propensione al risparmio, la quale fa registrare una crescita di circa il 20% nel primo semestre del 2020.
- Anche dal lato delle imprese si osserva una scarsa propensione agli investimenti e un notevole aumento dei depositi bancari. Le ragioni che guidano questo comportamento sono molto simili a quelle che stanno determinando l'incremento della propensione al risparmio delle famiglie e si possono riassumere, anche in questo caso, nella parola incertezza.
- In questo contesto di profonda incertezza macroeconomica, le misure straordinarie di supporto fiscale intraprese dai principali paesi dell'OECD continuano a dimostrarsi efficaci, rilevanti e di enorme portata rispetto ai GDP nazionali. In alcuni paesi, come Italia e Germania, le garanzie e prestiti agevolati messi in campo pesano per il 30% dei rispettivi GDP registrati nel 2019.
- Parimenti efficace e rilevante continua ad essere il sostegno monetario da parte delle banche centrali, le quali continuano ad implementare politiche monetarie estremamente accomodanti ed interventi di acquisto di titoli sul mercato finanziario, con particolare attenzione ai segmenti del mercato obbligazionario maggiormente esposti al rischio di stress.
- Le misure di contenimento che potrebbero essere adottate in autunno rischiano di influenzare pesantemente la performance economica del Q4 2020, con una moderazione dell'impatto nel corso del 2021. La potenziale sorpresa positiva rimane ovviamente l'arrivo del vaccino, cosa che al momento è ancora alquanto incerta.
- L'allocazione più efficiente si conferma inevitabilmente quella che privilegia l'azionario - soprattutto grazie alla componente di rendimento da dividendi - rispetto all'obbligazionario. Questo è a maggior ragione vero nell'area europea, dove i multipli di valutazione rimangono solo leggermente al di sopra della media storica e i rendimenti obbligazionari sono ai minimi storici.

L'incertezza continua a dominare

Lo scenario economico complessivo, pur mostrando alcuni segni di miglioramento, rimane ancora incerto e volatile. La contrazione dell'attività economica nei primi sei mesi del 2020 rimane quasi senza precedenti, con un calo complessivo di oltre il 10% nel secondo trimestre, un segno negativo del 15% nel commercio globale e un impatto severo sulle condizioni del mercato del lavoro.

Il prezzo più alto è stato sicuramente a carico delle economie maggiormente dipendenti dai settori del turismo e dei servizi, tra le quali spicca l'area europea nel suo complesso e l'Italia in particolare. Al contrario, la Cina ha registrato una ripresa particolarmente rapida, con un ritorno dell'attività economica su livelli pre-pandemia già alla fine del secondo trimestre. Questo si è verificato grazie a forti investimenti infrastrutturali, che hanno contribuito a rilanciare l'attività industriale in modo sostanziale, oltre che per il fatto che la Cina, in quanto primo paese colpito dalla pandemia, è stato anche il primo ad uscire dalla fase più critica dell'emergenza sanitaria.

Grafico 1: confronto GDP e consumi privati - Q4 2020 vs. Q4 2019

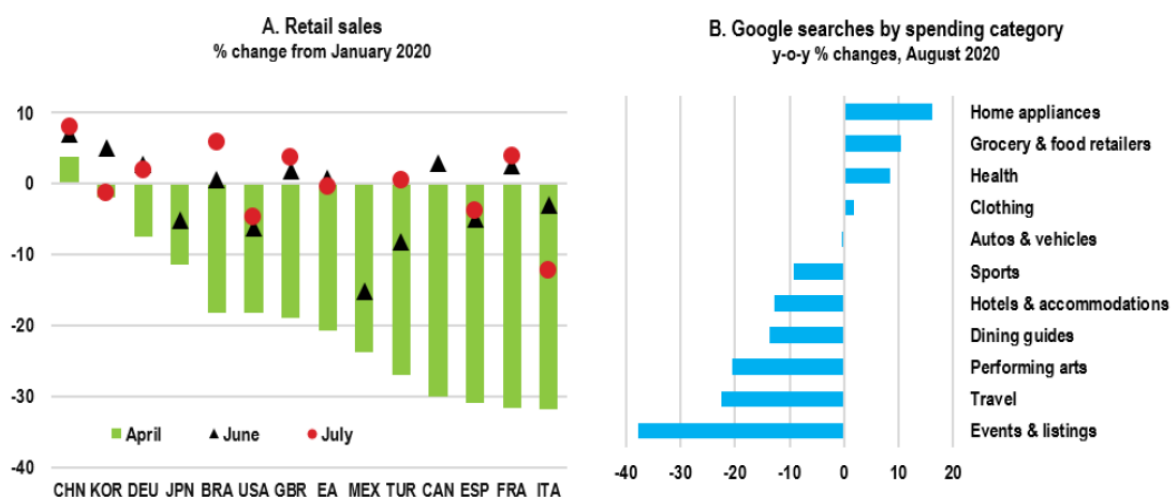


Fonte: OECD Interim Economic Assessment September 2020

A seguito del rilassamento delle misure di restrizione e della riapertura di diversi settori, una ripresa dell'attività è in corso e risulta visibile in molti paesi, anche se l'incertezza rimane alta e la fiducia fragile. L'analisi dei paesi che riportano dati mensili evidenzia come più della metà del declino di output complessivo avvenuto tra gennaio e luglio sia stato recuperato ad oggi, anche se con significative differenze a livello di singolo paese.

Alcune categorie di spesa, beni durevoli in particolare, hanno mostrato un rimbalzo più veloce, mentre la spesa per servizi, specialmente tutto ciò che richiede interazione sociale e quindi, per esempio, il turismo, rimane più rallentata. Negli USA e in Giappone, due tra i paesi che riportano dati mensili, la spesa totale per consumi rimane ancora inferiore del 5% circa rispetto ai livelli pre – pandemia.

Grafico 2: crollo e ripresa delle vendite al dettaglio e le categorie merceologiche vincenti e perdenti



Fonte: OECD Interim Economic Assessment September 2020

La polizza assicurativa di imprese a famiglie di fronte all'incertezza: incrementare la liquidità

La relativa tenuta del reddito delle famiglie, grazie soprattutto alle misure emergenziali di sostegno economico, adottate dalla maggior parte dei governi negli ultimi sei mesi, ed il calo dei consumi continuano a tradursi in un incremento della propensione al risparmio, la quale fa registrare una crescita di circa il 20% nel primo semestre del 2020.

Un aumento così marcato dei risparmi rappresenta, allo stesso tempo, una buona e cattiva notizia. Da un lato, indica che c'è spazio di manovra per finanziare investimenti finalizzati al rilancio dell'economia europea. Dall'altro, esprime la profondissima incertezza che domina le decisioni di acquisto delle famiglie, le quali restano caute di fronte al rischio di improvvisi e bruschi peggioramenti della situazione sanitaria in autunno e, di conseguenza, delle condizioni prevalenti nel mercato del lavoro. L'incremento dei risparmi può essere visto come una sorta di polizza assicurativa delle famiglie europee di fronte al rischio di peggioramento improvviso del quadro macroeconomico, considerato l'elevatissimo livello di incertezza.

Anche dal lato delle imprese si osserva una scarsa propensione agli investimenti e un notevole aumento dei depositi bancari. Le ragioni che guidano questo comportamento sono molto simili

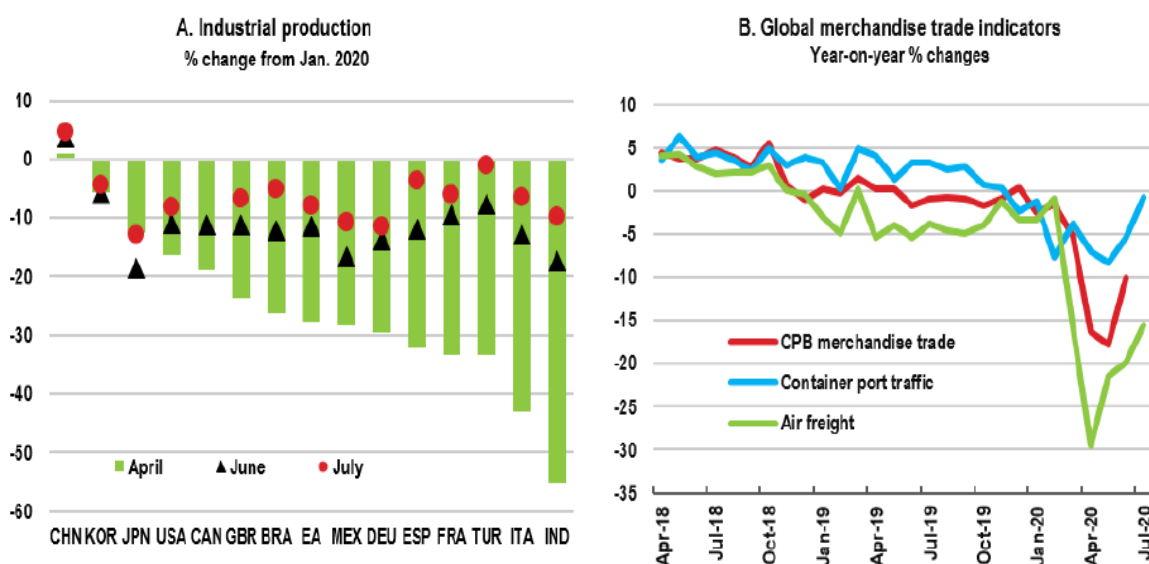
a quelle che stanno determinando l'incremento della propensione al risparmio delle famiglie e si possono riassumere, anche in questo caso, nella parola incertezza.

Giorno dopo giorno, una ripresa economica sempre più esitante

Ad eccezione della Cina, il recupero della produzione industriale nelle principali economie mondiali rimane modesto, un riflesso della scarsa fiducia di consumatori e imprese, della limitata propensione agli investimenti e della profonda contrazione del commercio globale.

Dopo il rimbalzo iniziale di molte attività alla fine del secondo trimestre, gli indicatori ad alta frequenza hanno cominciato a perdere forza a partire da giugno, particolarmente nelle economie sviluppate. Gli indicatori di tendenza delle esportazioni hanno mostrato segni di ripresa dai minimi di aprile, ma rimangono deboli. Questo continua a influenzare negativamente la ripresa di economie fortemente orientate alle esportazioni, come Germania, Giappone e Corea.

Grafico 3: l'andamento della produzione industriale e del commercio globale

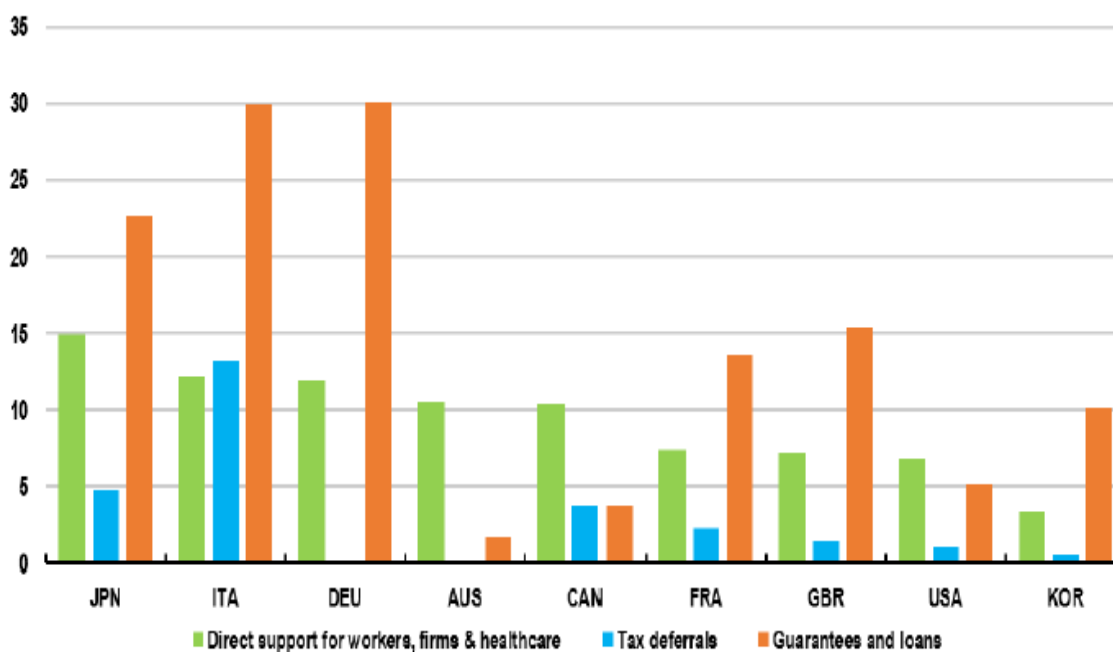


Fonte: OECD Interim Economic Assessment September 2020

Le politiche fiscali e monetarie ultra-espansive: il salvagente dell'economia globale

In questo contesto di profonda incertezza macroeconomica, le misure straordinarie di supporto fiscale intraprese dai principali paesi dell'OECD continuano a dimostrarsi efficaci, rilevanti e di enorme portata rispetto ai GDP nazionali. In alcuni paesi, come Italia e Germania, le garanzie e prestiti agevolati messi in campo pesano per il 30% dei rispettivi GDP registrati nel 2019.

Grafico 4: le misure fiscali di supporto in % sul GDP 2019



Fonte: OECD Interim Economic Assessment September 2020

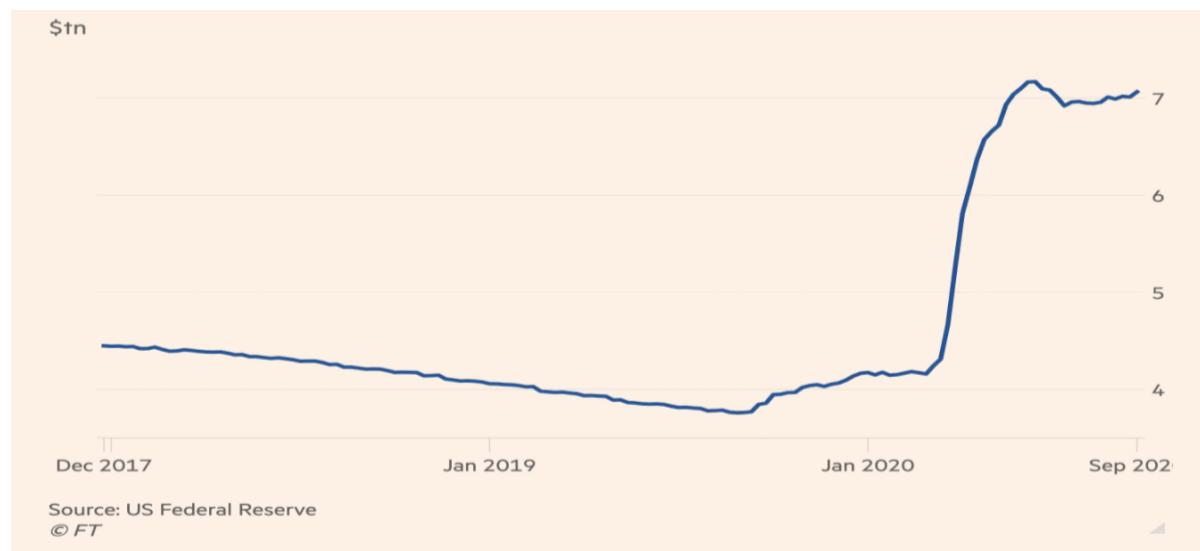
Parimenti efficace e rilevante rimane il sostegno monetario da parte delle banche centrali, le quali continuano ad implementare politiche monetarie estremamente accomodanti ed interventi di acquisto di titoli sui mercati finanziari, con particolare attenzione ai segmenti del mercato obbligazionario maggiormente esposti al rischio di stress.

La BCE ha mantenuto il tasso principale sui depositi a -0.5% e confermato che gli acquisti sul mercato obbligazionario proseguiranno sino a quando ritenuto necessario. Questo posizionamento risulta coerente con i dati che indicano come l'eurozona sia tornata in deflazione nel mese di agosto e con la necessità, evidenziata esplicitamente dal Governatore della BCE, di contenere l'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro.

Anche la FED continua a mantenere una politica espansiva, recentemente rafforzata dall'incremento della flessibilità nel perseguimento dei livelli d'inflazione target, i quali potranno anche superare la soglia del 2% nel breve e medio periodo. Gli interventi di mercato della FED rimangono di dimensioni notevoli.

I mercati finanziari, rimanendo estremamente sensibili in questa fase ad ogni minima variazione della politica monetaria, hanno tuttavia reagito negativamente ai dati che mostrano come gli attivi della FED non siano aumentati da giugno ad oggi.

Grafico 5: la crescita del balance sheet della FED tra dicembre 2019 e settembre 2020



Fonte: Financial Times

Una strada biforcata

Lo scenario base che si prende in considerazione prevede una situazione di graduale miglioramento, ma con periodici e localizzati episodi di riacutizzazione dell'epidemia, soprattutto nei paesi emergenti, dove il numero di casi di contagio non ha ancora smesso di crescere.

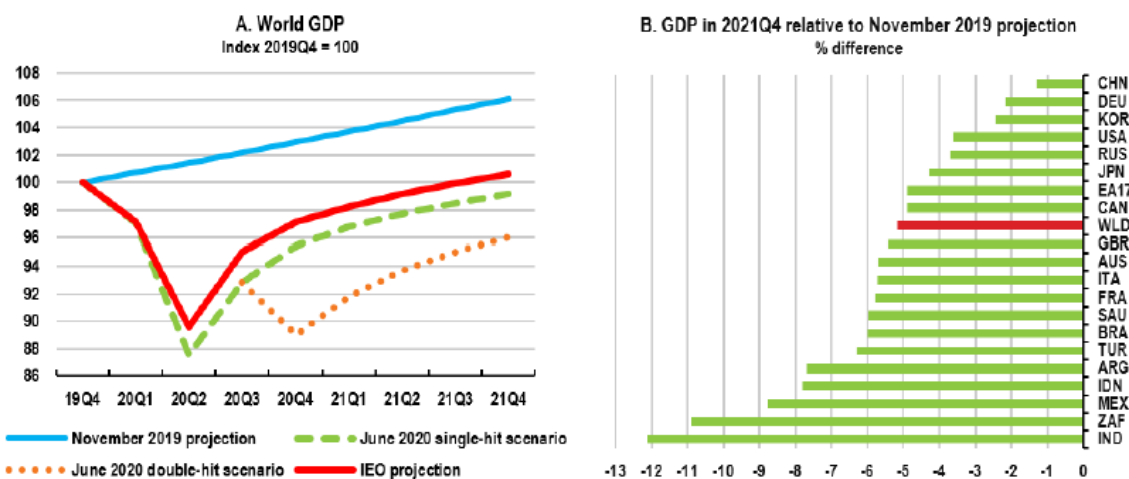
Le misure di contenimento che potrebbero essere adottate in autunno rischiano di influenzare pesantemente la performance economica del Q4 2020, con una moderazione dell'impatto nel corso del 2021. La potenziale sorpresa positiva rimane ovviamente l'arrivo del vaccino, cosa che al momento è ancora alquanto incerta. Ad oggi sembrano purtroppo prevalere le notizie negative su quelle positive. Francia, Spagna e Gran Bretagna hanno recentemente superato la soglia di 10 000 nuovi contagi al giorno e il rischio di nuovi lockdown su aree geograficamente estese e ad alta intensità produttiva potrebbe nuovamente materializzarsi, se il tasso di crescita dei contagi non dovesse rallentare nelle prossime settimane.

Ciononostante, le nuove stime OECD implicano una graduale ripresa per i prossimi 18 mesi, con un passo non omogeneo nelle differenti aree geografiche. L'attività economica globale è complessivamente prevista in contrazione del 4.5% nel 2020, per poi tornare a una crescita del 5% nel 2021.

La leggera revisione al rialzo della crescita rispetto alle stime di giugno 2020 riflette un notevole miglioramento degli indicatori in Cina e USA, economie che si confermano ancora essere quelle trainanti, e un miglioramento più moderato nei principali paesi europei. Le previsioni indicano dei dati macro relativamente stabili in Corea del Sud e Giappone, mentre ci si attende un

ulteriore peggioramento nelle altre economie emergenti. In ogni caso, nella maggior parte delle economie il livello di attività economica previsto a fine 2021 rimane inferiore rispetto a quello del 2019. Inevitabilmente, rimane molto più probabile che nei prossimi mesi le stime si debbano rivedere al ribasso piuttosto che al rialzo.

Grafico 6: gli scenari macroeconomici per il 2021



Fonte: OECD Interim Economic Assessment September 2020

Asset allocation e utili aziendali

La situazione complessiva sui mercati finanziari internazionali, sia a livello geografico sia a livello di asset class, rimane relativamente invariata rispetto a quella presentata negli ultimi tre mesi: volatilità contenuta, mercati azionari in leggera correzione, ma comunque robusti e con ritorni concentrati sui titoli di crescita, rendimenti obbligazionari, sia governativi sia corporate, compressi ai minimi dalle manovre di politica monetaria ultra-espansiva delle banche centrali.

L'allocazione più efficiente, di conseguenza, si conferma inevitabilmente quella che privilegia l'azionario - soprattutto grazie alla componente di rendimento da dividendi - rispetto all'obbligazionario. Questo è a maggior ragione vero nell'area europea, dove i multipli di valutazione rimangono solo leggermente al di sopra della media storica e i rendimenti obbligazionari sono ai minimi storici.

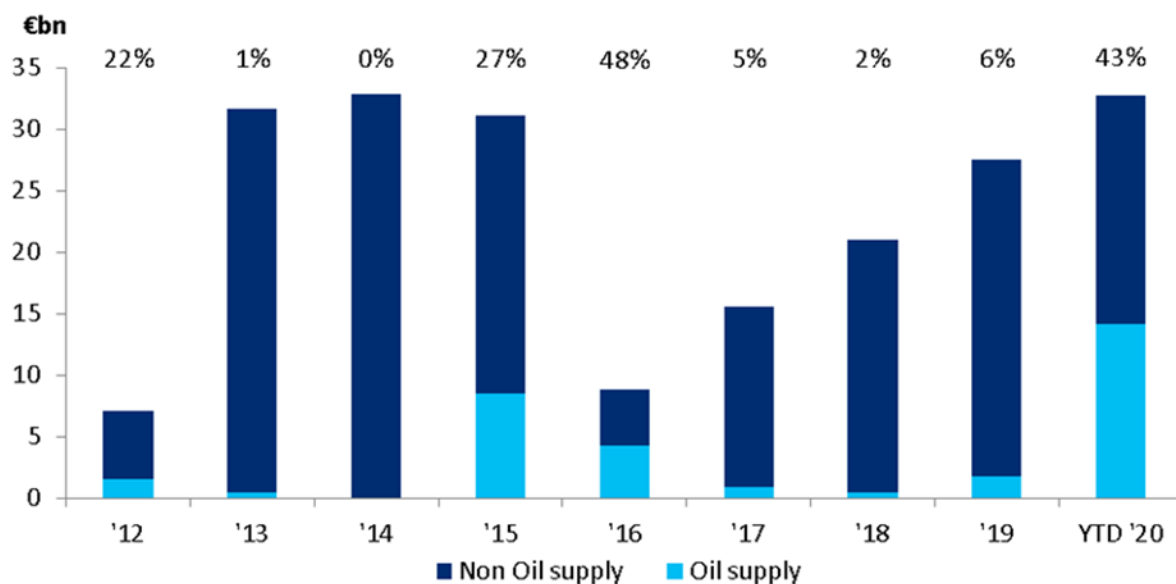
Una delle asset class che rimane particolarmente attraente rimane quella dei corporate hybrid bond. E' sicuramente vero che gli spread di credito si sono già notevolmente compressi dai massimi registrati lo scorso marzo e che nei prossimi mesi è possibile aspettarsi un impatto tecnico negativo sui prezzi dei bond ibridi derivante da nuove emissioni. Tuttavia ci sono molti fattori positivi. L'azione continua di supporto straordinario al mercato offerto dalle banche centrali, il differenziale ancora decisamente significativo tra il rendimento offerto dai corporate

hybrid bond rispetto alle emissioni senior e la maggiore qualità degli emittenti rispetto ai bond high yield, sono alcune delle ragioni della attrattività di quest'asset class, soprattutto per investitori istituzionali con approccio buy-and-hold.

Finora le nuove emissioni di bond ibridi hanno toccato da inizio anno EUR 33 miliardi e le previsioni indicano che altri EUR 5-10 miliardi potrebbero aggiungersi nel Q4 del 2020. Tenuto conto che nel 2019 sono stati emessi complessivamente EUR 27 miliardi, di cui un terzo circa dopo la metà di settembre, il 2020 sta facendo registrare una crescita dei flussi sull'asset class obbligazionaria sicuramente superiore al 22%.

Molti emittenti che avevano obbligazioni subordinate in scadenza nel 2021, hanno infatti accelerato le nuove emissioni sulle tranche in scadenza. Inoltre, un forte sostegno al mercato primario è arrivato dal settore petrolifero, colpito dai forti ribassi sul prezzo del greggio e attratto dal vantaggio contabile delle emissioni ibride, le quali permettono di non appesantire il balance sheet. Se è vero, da un lato, che la crescita dell'offerta potrebbe contribuire ad indebolire il pricing, questo non è altro che un effetto tecnico transitorio che potrebbe anzi offrire ottime opportunità di ingresso nell'asset class.

Grafico 7: la crescita delle emissioni ibride – settore petrolifero vs. settori non petroliferi



Fonte: Citi

Nonostante il recupero significativo avvenuto dopo il sell-off del mese di marzo, i bond ibridi non sono ancora tornati sui livelli pre-crisi: un bond ibrido investment grade (IG) si caratterizza attualmente per uno spread medio di 272 punti base (bps) contro circa 180 bps pre-covid. Per i bond senior, invece, il recupero è stato più marcato e lo spread si è già praticamente riportato sui livelli di inizio anno. Questo implica che il differenziale tra il rendimento dei bond ibridi e

quello dei bond senior è oggi superiore a quanto non fosse prima del sell-off: 1.74% in più oggi rispetto a meno dell'1% ad inizio anno.

Un altro elemento interessante di quest'asset class è lo spread tra bond ibridi e bond senior con rating BB (high yield), il quale invece ha già recuperato i livelli pre-Covid, attestandosi intorno ai 37 bps. Gli investitori high yield hanno quindi un tangibile incentivo per fare un flight-to-quality, prediligendo il rating dell'emittente rispetto alla seniority dell'emissione.

I bond ibridi hanno registrato una sottoperformance non trascurabile rispetto ai subordinati assicurativi, allargando lo spread contro questi ultimi fino a 50 bps, rispetto ad un differenziale nullo ad inizio 2020. La ragione potrebbe essere puramente tecnica e risiedere nell'eccesso di offerta registrato con le nuove emissioni obbligazionarie ibride avvenute nel mese di giugno, soprattutto da parte di Repsol, British Petroleum, ENBW, Volkswagen e SSE.