

Outlook Macroeconomico Mensile

Ottobre 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

- Il crollo di Evergrande in Cina, lo spettro di una crisi immobiliare, l'aumento dell'inflazione e il possibile rebound del Covid-19 minacciano la tranquillità dei mercati nel periodo autunnale.
- L'aumento di domanda di energia dei paesi asiatici, la pressione politica della Russia sull'Europa e l'accelerazione nella transizione verso fonti energetiche rinnovabili sono le cause principali degli effetti inflazionistici sulla catena produttiva. I costi energetici hanno aggiunto circa 1.7 punti percentuali al dato di inflazione di settembre e l'effetto potrebbe salire a 2.2 punti percentuali su quello di novembre.
- L'International Energy Agency riporta che gli investimenti pubblici nella generazione di energia rinnovabile sono solo a un terzo del livello futuro richiesto. Più questo disallineamento persiste, più è lecito aspettarsi forti oscillazioni dei prezzi dell'energia.
- L'elemento più decisivo nella catena di trasmissione dell'inflazione è sempre la componente del costo del lavoro. In USA, la forza lavoro è inferiore di 4 milioni di persone rispetto ai livelli pre-pandemia, tuttavia la paga oraria cresce a un ritmo del 4.5% anno su anno.
- Le banche centrali continuano ad esercitare politiche monetarie accomodanti, in particolare la BCE. La FED, al contrario, pianifica il processo di riduzione dei programmi di acquisto di obbligazioni sul mercato, da completarsi per la metà del 2022. Il presidente Powell, inoltre, ha manifestato una crescente inclinazione ad alzare i tassi di interesse il prossimo anno.
- Gli indicatori di tendenza del ciclo economico mostrano uno stallo nella crescita globale dopo il forte rimbalzo post pandemia. L'Italia si contraddistingue in positivo, dopo aver visto la più alta revisione al rialzo delle stime di crescita tra i paesi del G7 negli ultimi cinque mesi.
- Tra i mercati azionari principali, gli USA rimangono, a fronte di una maggiore qualità e profittabilità, quello con le valutazioni più alte (21 volte in media gli utili prospettici), UK quello con le valutazioni più basse (12 volte gli utili prospettici).

Evergrande e Covid-19: lo spettro di un nuovo rallentamento economico

Dopo il periodo estivo, caratterizzato da una ragionevole tranquillità, fondata su uno scenario di ripresa economica e di inflazione, seppur in crescita, considerata transitoria, il quadro autunnale ha preso tinte decisamente più fosche o, quantomeno, con molte più incognite. Dalla Cina, con il caso del fallimento Evergrande e dei potenziali effetti a cascata di una sempre temuta crisi immobiliare, i timori di rallentamento economico si sono propagati a macchia d'olio nel resto del mondo, alimentati anche dalla minaccia epidemica legata al Covid 19 che non può certo ritenersi superata.

L'elemento che ha scatenato il brusco rialzo di volatilità è stato comunque il susseguirsi di dati di inflazione sempre più preoccupanti. Il persistere, da un lato, di colli di bottiglia nella catena logistica globale e nel mercato dell'energia, con una rigidità sul lato dell'offerta che non si vedeva da lungo tempo e, dall'altro, l'impetuoso rimbalzo post covid della domanda hanno creato una sorta di tempesta perfetta e, a cascata, forte pressione al rialzo sulle stime di crescita dei prezzi.

Grafico 1: variazione dell'indice dei prezzi di consumo di base 2017-2021



Fonte: Financial Times

L'aumento del costo dell'energia alimenta i timori dell'inflazione

L'analisi più granulare dei recenti dati di inflazione europea mostra chiaramente l'impatto rilevante della componente energetica. Su quest'ultima, oltre ai problemi logistici dal lato dell'offerta, all'aumento di domanda dall'Asia e alla pressione politica che la Russia sta esercitando sull'Europa, anche attraverso il nuovo gasdotto Nordstream 2, mediante la riduzione delle forniture di gas, comincia a farsi sentire anche l'effetto dell'accelerazione nella transizione verso tecnologie energetiche rinnovabili che sono intrinsecamente più volatili di quelle tradizionali. Inevitabilmente, l'incremento nei costi necessari ad avvicinarsi all'obiettivo di neutralità climatica al 2050 avrà effetti inflazionistici su tutta la catena produttiva.

Secondo le più recenti stime dell'International Energy Agency (IEA), mentre gli investimenti pianificati nel settore petrolifero e in quello del gas sono allineati con le variazioni necessarie a raggiungere l'obiettivo emissioni nette di gas serra nulle entro il 2050, gli investimenti nella generazione di energia rinnovabile sono solo a un terzo del livello futuro richiesto. Più questo disallineamento persiste, più è lecito aspettarsi forti oscillazioni dei prezzi dell'energia.

I costi dell'energia hanno aggiunto circa 1.7 punti percentuali al dato di inflazione di settembre e il contributo potrebbe salire a 2.2 punti percentuali su quello di novembre. Il mercato finanziario incorpora sempre velocemente i cambi di aspettativa e questo si vede nell'incremento della ripidità delle curve dei rendimenti obbligazionari e nel rialzo dei cosiddetti breakeven, ovvero il tasso implicito di inflazione stimato dal mercato, ricavato dal rendimento delle obbligazioni governative indicizzate all'inflazione. Questi ultimi sono peraltro storicamente molto correlati con i prezzi del petrolio.

L'elemento più decisivo nella catena di trasmissione dell'inflazione è sempre la componente del costo del lavoro. Per il momento non c'è una chiara evidenza di rialzo dei salari su base globale, ma alcuni segnali in questo senso sono presenti, soprattutto negli USA, dove a fronte di una forza lavoro inferiore di 4 milioni di persone rispetto al livello di 165 milioni precedente alla pandemia, la paga oraria sta crescendo a un ritmo del 4.5% anno su anno.

Grafico 2: crescita del salari reali medi rispetto al 2010



Fonte: Financial Times

IMPact SIM S.p.A.

Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano

+39.02.38.25.51.00

impact@impactsim.it

www.impactsim.it

Grafico 3: media mobile su tre mesi della crescita del salario mediano (dati orari, %)



Source: Financial Times

Mentre la BCE prosegue con una politica monetaria accomodante, la FED inizia a cambiare rotta

I dati ufficiali sull'inflazione hanno quindi cominciato a far dubitare gli investitori sulla posizione delle principali banche centrali, che tuttora ritengono si tratti principalmente di un fenomeno transitorio, legato a una serie di coincidenze temporanee, dunque il rischio di stagflazione percepito dagli investitori sta aumentando.

Le politiche monetarie rimangono decisamente accomodanti, soprattutto per quanto riguarda la Banca Centrale Europea, dove sembra addirittura allo studio un nuovo e migliorato programma di quantitative easing. La FED sta invece gradualmente cambiando tono. Nelle ultime comunicazioni, il Presidente Powell ha indicato che, a novembre, potrebbe cominciare il processo di riduzione dei programmi di acquisto di obbligazioni sul mercato, da completarsi per la metà del 2022, e ha manifestato una crescente inclinazione ad alzare i tassi di interesse il prossimo anno. Le proiezioni trimestrali pubblicate dalla FED sono state utilizzate per giustificare il crescente spostamento a favore di un rialzo dei tassi ufficiali già a partire dal prossimo anno.

La forte attenzione posta dagli investitori sulla prospettiva di riduzione degli interventi di mercato della FED rischia di far scivolare in secondo piano un fenomeno forse ancora più importante, ovvero il già avviato taglio dei piani di supporto governativo all'economia, che potrebbe avere un impatto decisamente più rilevante sulla crescita economica del prossimo anno. Si tratta, in particolare, di misure che vanno da quelle di supporto al reddito, e quindi alla spesa per consumi, a quelle legate ai finanziamenti agevolati alle piccole e medie imprese.

Gli indicatori di tendenza del ciclo economico mostrano, infatti, uno stallo nella crescita globale, dopo il forte e generalizzato rimbalzo post pandemia.

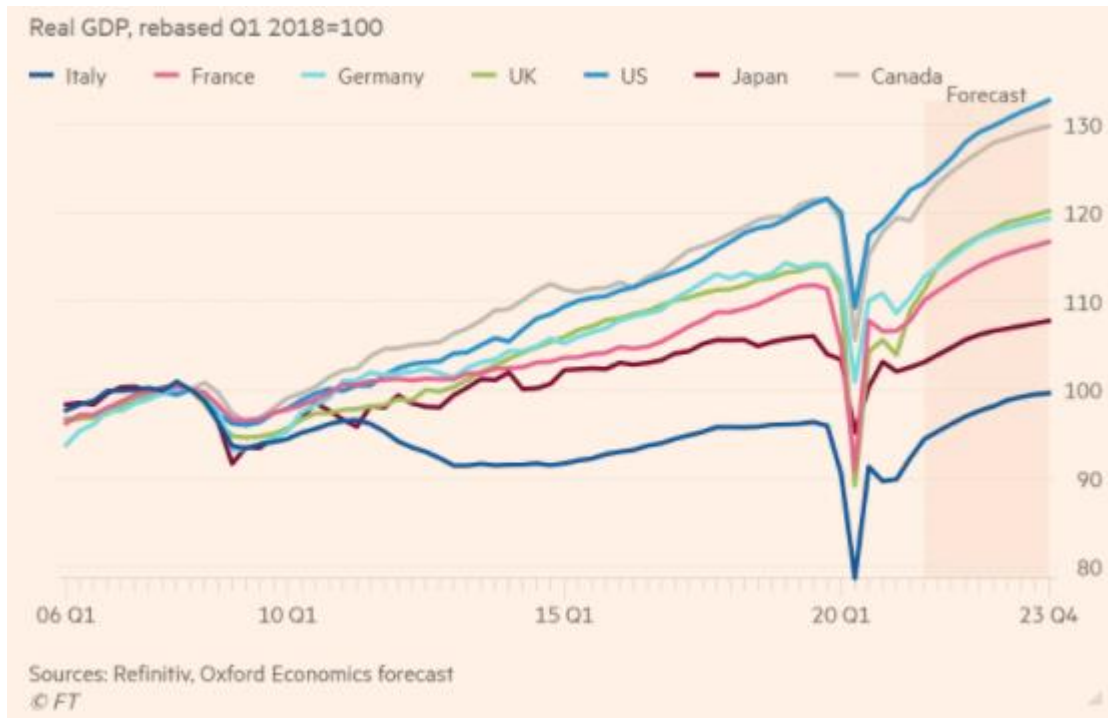
Grafico 4: indice di forza storica di diversi indicatori economici



Fonte: Financial Times

Particolarmente positiva risulta essere la prospettiva di ripresa per l'Italia, che ha visto la più alta revisione al rialzo delle stime di crescita tra i paesi del G7 negli ultimi cinque mesi, secondo i dati di Consensus Economics. Le stime dell'OECD portano l'output economico italiano ai livelli precedenti al Covid nel primo semestre del 2022, molto prima delle precedenti previsioni e con una ripresa molto più rapida rispetto a quella storicamente vista dall'Italia all'uscita dai periodi di recessione.

Grafico 5: GDP reale, ribilanciato Q1 2018 = 100



Fonte: Financial Times

Asset allocation e utili aziendali

Dal punto di vista globale, lo scenario più probabile si mantiene comunque equilibrato, con stime di crescita economica globale ancora sostenute e relativamente stabili, grazie all'effetto della domanda arretrata di investimenti produttivi pubblici e privati e per la ricostituzione delle scorte, con un leggero rientro dell'inflazione per l'anno prossimo. I governi e le banche centrali rimangono comunque caute e vigili nel tornare alla normalità fiscale e monetaria. Le principali variazioni nelle stime di crescita consistono, infatti, in una leggera revisione al ribasso per i paesi sviluppati - principalmente USA, Germania e Giappone - compensata quasi del tutto da un rialzo di quelle relative ai paesi emergenti.

L'aumento delle aspettative di inflazione e il conseguente rialzo dei rendimenti obbligazionari a medio lungo termine hanno determinato un aumento della volatilità di mercato nel corso dell'ultimo mese, soprattutto nella fase iniziale. Dopo questa fase, che ha favorito anche una certa rotazione interna al mercato azionario verso i settori "value", ha prevalso, ancora una volta, la maggiore redditività dei dividendi azionari e la prospettiva di crescita degli stessi rispetto a rendimenti obbligazionari in aumento, ma comunque ancora estremamente risicati.

Per quanto la valutazione assoluta dell'indice MSCI All Country sia elevata storicamente, a circa 18 volte gli utili previsti per i prossimi dodici mesi, la crescita prospettica degli stessi rimane elevata, a circa il 48%, seguita da un +8% per i successivi dodici mesi. Tra i mercati azionari principali, gli USA rimangono, a fronte di una maggiore qualità e profittabilità, quello con le valutazioni più alte, a 21 volte gli utili prospettici e l'UK quello con le valutazioni più basse, a 12 volte gli utili prospettici.