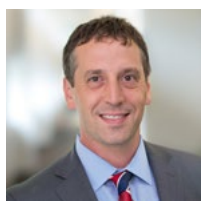


## Seguiamo la ripresa decisa ma disomogenea dal Covid-19



**Andrew Patterson**, *senior international economist in Vanguard's Investment Strategy Group.*

Le previsioni per l'economia globale continuano a dipendere dalla futura situazione sanitaria. Nelle nostre previsioni economiche e di mercato annuali pubblicate alla fine del 2020, *Approaching the dawn*, gli economisti Vanguard avevano previsto che il percorso per la ripresa sarebbe stato disomogeneo e diversificato per i diversi settori industriali e i diversi paesi, anche dopo la messa a disposizione di vaccini efficaci contro il Covid-19.

Sei mesi dopo ... La pandemia è ancora lungi dall'essere superata, dal momento che si stanno sviluppando nuove varianti del virus e il tributo in termini di vite continua ad aumentare, soprattutto nelle economie meno sviluppate. Tuttavia, gli indicatori macroeconomici fanno pensare che l'economia globale stia recuperando dalla peggiore contrazione della storia moderna più velocemente rispetto alle aspettative di molti. Questo rimbalzo si vede riflesso nelle nostre attuali previsioni di crescita del PIL annuale, che restano approssimativamente allineate con le proiezioni ottimistiche dell'inizio del 2021. Per alcuni paesi abbiamo rivisto le previsioni al rialzo, per altri al ribasso.

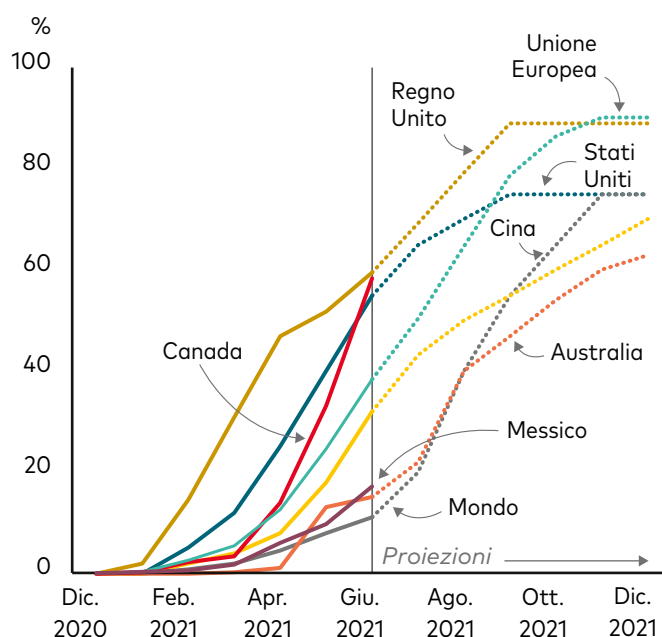
Le economie dei paesi che sono riusciti a contenere il virus in misura maggiore, tramite le vaccinazioni, le chiusure o entrambe le cose, hanno retto tendenzialmente meglio di altre. Di pari passo con la riapertura delle economie, la domanda - sostenuta in molti paesi con interventi pubblici - favorirà la crescita e pertanto è alla base delle nostre previsioni di inflazione e politica monetaria. Data l'attenzione di Vanguard alle aspettative di lungo periodo, le revisioni delle nostre attese di rendimento continuano ad essere una funzione delle valutazioni e dei rischi basati sulle condizioni e sulle politiche macroeconomiche attuali e future.

1 L'immunità di gregge è il punto in cui la diffusione di un virus diventa più difficile perché il numero delle persone vaccinate e di quelle che hanno già contratto l'infezione ha raggiunto una determinata soglia.

### I tassi di vaccinazione e le misure di sostegno fiscale stanno trainando la ripresa economica

La straordinaria risposta globale alla pandemia ha creato le condizioni per una forte ripresa economica. I vaccini sono stati sviluppati, sperimentati e resi disponibili in tempi più brevi del previsto. Secondo le nostre stime, indicate nel grafico seguente, circa il 75% della popolazione mondiale avrà ricevuto almeno una dose di vaccino entro la fine del 2021, rendendo l'immunità di gregge nelle economie più importanti un traguardo raggiungibile<sup>1</sup>. Anche la reazione dei governi e delle banche centrali è stata notevole, dal momento che molti si sono attivati rapidamente con livelli di sostegno fiscale e monetario senza precedenti.

#### Percentuale di popolazione con almeno una dose di vaccino



Note: I livelli per raggiungere l'immunità di gregge variano da regione a regione, a seconda dell'efficacia dei vaccini. Livelli di vaccinazione più elevati consentono in genere una maggiore attività economica.

Fonti: Proiezioni Vanguard, basate su dati Our World in Data, Università di Oxford e governo federale australiano al 1° giugno 2021. Non ci sono proiezioni disponibili per Canada e Messico.

**Riservato agli investitori professionali (secondo la definizione di cui alla Direttiva MiFID II) che operano per loro conto (comprese le società di gestione - fondi di fondi - e i clienti professionali che operano per conto dei loro clienti discrezionali). In Svizzera solo per gli investitori professionali. Da non distribuire al pubblico.**

Al tempo stesso, il grafico mostra che i tassi di vaccinazione sono significativamente diversi a seconda dei paesi e delle regioni. E lo stesso dicasi dei risultati degli interventi politici per contrastare gli effetti economici del Covid-19. È probabile che entrambi i fattori contribuiranno a far sì che la ripresa continui ad essere non omogenea per il resto dell'anno e oltre.

Le nostre previsioni di crescita del PIL annuale riflettono ancora il recupero necessario per tornare ai livelli pre-pandemia. Negli Stati Uniti, ad esempio, dove l'andamento positivo dell'assistenza sanitaria e il forte sostegno fiscale stanno trainando la crescita, abbiamo rivisto al rialzo le nostre previsioni annuali almeno al 7%. I programmi di vaccinazione hanno avuto un'accelerazione dopo un avvio piuttosto lento, preparando la strada alla riapertura di segmenti dell'economia che dipendono largamente dalle interazioni interpersonali. I consumi sono stati sostenuti dai programmi governativi, come l'aumento della cassa integrazione e i sussidi erogati direttamente alle persone a basso reddito.

Per l'area euro, le nostre previsioni di crescita di circa il 5% per il 2021 restano invariate. L'avvio a rilento delle campagne di vaccinazione e le ripetute chiusure hanno fatto entrare nuovamente in recessione quest'area all'inizio dell'anno. Tuttavia un rimbalzo deciso dei consumi, rimasti inferiori del 10% rispetto ai livelli pre-pandemia, potrebbe essere favorito dalle politiche economiche di supporto e dall'allentamento delle restrizioni di viaggio.

Per il Regno Unito abbiamo rivisto al ribasso le nostre previsioni di crescita per il 2021 a circa il 7%. La sorprendente solidità del quarto trimestre 2020 ha fatto crescere il livello di produzione economica a inizio anno, rendendo più sfidanti i confronti con il 2021. Nonostante le ripetute chiusure e le nuove varianti di Covid-19, il Regno Unito è stato all'avanguardia nelle campagne di vaccinazione, con circa il 60% della popolazione che ha ricevuto almeno una dose di vaccino. I consumi sono attualmente inferiori di circa il 15% rispetto ai livelli tendenziali pre-pandemici, per cui l'ulteriore progresso della campagna di vaccinazione dovrebbe consentire un sostanziale rimbalzo.

Per la Cina abbiamo rivisto al ribasso le nostre previsioni di crescita per il 2021 a circa l'8,5%. Il paese ha decisamente contenuto la pandemia ed è stato il primo a tornare ai livelli di PIL pre-Covid, ma occorre del tempo perché i consumi si normalizzino a causa della lentezza delle campagne vaccinali e di sporadiche riprese dei contagi. I consumi interni potrebbero continuare a ristagnare anche in presenza di un'accelerazione delle campagne vaccinali, ma le esportazioni hanno spinto l'economia cinese.

Per i mercati emergenti abbiamo rivisto al rialzo le nostre previsioni di crescita per il 2021 a oltre il 6%. Una ripresa dei contagi, soprattutto nei paesi emergenti dell'Asia, nel primo semestre di quest'anno ha pesato sulla crescita, che però dovrebbe ripartire man mano che progrediranno le campagne vaccinali.

## In che misura una crescita più rapida potrebbe influire su inflazione e politica monetaria

Vari fattori stanno suscitando preoccupazioni per l'aumento dell'inflazione, tra cui un rimbalzo superiore al previsto nella crescita globale, le straordinarie misure di stimolo monetario e fiscale senza precedenti e un

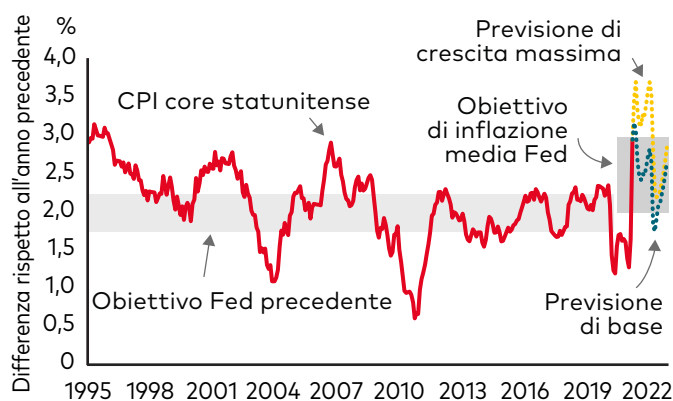
balzo della domanda di beni e servizi, man mano che le economie riaprono e le forniture ridiventano gradualmente disponibili. Anche se riteniamo che gli effetti saranno decisamente transitori, prevediamo un modesto ma comunque persistente aumento dell'inflazione.

Il miglioramento delle economie e un'inflazione leggermente più alta stanno, dal canto loro, sollevando interrogativi sulla politica monetaria. Alcune banche centrali hanno già iniziato a rallentare il ritmo degli acquisti di titoli decisi all'inizio della pandemia, mentre altre stanno prendendo in considerazione di farlo. Simili decisioni costituiscono una revoca graduale delle politiche monetarie accomodanti. Ci attendiamo tuttavia che non assisteremo ad aumenti dei tassi a breve delle banche centrali prima del 2023.

I rischi dell'inflazione negli Stati Uniti sono superiori rispetto ad altri paesi per via degli squilibri tra domanda e offerta. Potrebbe volerci del tempo perché si normalizzi la disponibilità di beni, comprese le auto nuove e usate, e di manodopera a fronte dei rimbalzi della domanda in alcuni settori. Il nostro scenario di riferimento, illustrato nel grafico seguente, è che l'inflazione core (che non tiene conto dei prezzi volatili dei prodotti alimentari ed energetici) resterà al di sopra dell'obiettivo di riferimento del 2% della Federal Reserve nel secondo semestre del 2021, prima di calare nel 2022.

Sussiste tuttavia il rischio che l'inflazione superi decisamente l'obiettivo della Fed verso fine anno e nel 2022 a causa della spesa fiscale decisamente maggiore, nell'ordine dei 2 - 3.000 miliardi di dollari – il nostro scenario massimo nel grafico seguente. Una situazione di questo tipo potrebbe influire sulla psicologia dell'inflazione, per cui un'inflazione attesa più alta può effettivamente risultare in un'inflazione reale maggiore.

## Inflazione: in costante crescita ... ma non troppo nel 2021

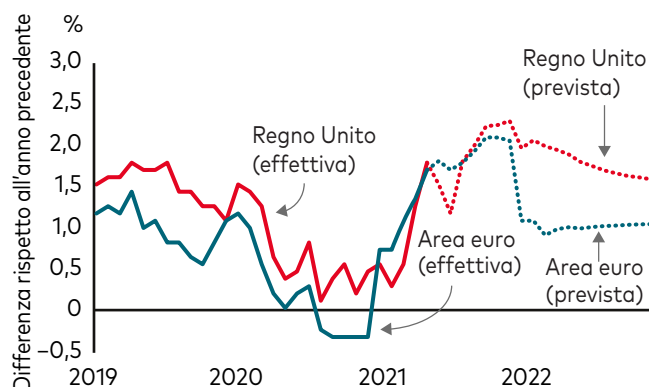


Fonti: Vanguard, in base a dati da gennaio 1995 ad aprile 2021 dell'US Bureau of Labor Statistics. CPI = indice dei prezzi al consumo.

Avendo adottato nel 2020 l'"obiettivo d'inflazione media", che stabilisce nel 2% un obiettivo a più lungo termine anziché un limite massimo, la Fed può permettere che l'inflazione resti ragionevolmente al di sopra del 2% per un certo tempo. Prevediamo che la politica accomodante resterà per il resto del 2021, anche se è probabile che vengano resi noti piani di riduzione del ritmo degli acquisti di titoli già nel secondo semestre. Al momento non prevediamo il raggiungimento dei criteri di stabilità dei prezzi e di tasso di disoccupazione massimo sostenibile stabiliti dalla Fed per l'aumento dei tassi, almeno fino al secondo semestre del 2023.

È probabile che l'inflazione headline, come si vede dal grafico seguente, segua un andamento simile per l'area euro e il Regno Unito. È probabile che i prezzi dell'energia nell'area euro spingano l'inflazione sopra al 2% nel secondo semestre del 2021, ma che la pressione sui prezzi sottostanti resti debole. Prevediamo un aumento dell'inflazione core all'1-1,5% entro fine anno, leggermente al di sopra di quanto avevamo previsto all'inizio del 2021. È probabile che la Banca Centrale Europea mantenga invariati i tassi d'interesse almeno fino al 2022, anche se l'economia si riprenderà, mentre pensiamo sia possibile un rallentamento del ritmo degli acquisti di titoli a breve termine.

## È probabile che l'inflazione headline nell'area euro e nel Regno Unito diminuirà nel 2022



Fonti: Vanguard, in base a dati da gennaio 2019 a maggio 2021 dell'UK Office for National Statistics ed Eurostat.

L'inflazione headline nel Regno Unito potrebbe arrivare al 2,5% alla fine del 2021, per via dell'aumento dei prezzi dell'energia e del rafforzamento dell'economia. L'inflazione core dovrebbe crescere avvicinandosi all'obiettivo del 2% della Bank of England nel 2021, in linea con le nostre previsioni d'inizio anno. Pur ipotizzando un rallentamento e la successiva interruzione entro fine anno degli acquisti di titoli da parte della banca centrale, non prevediamo un rialzo dei tassi fino al 2023.

Continuiamo a prevedere un'inflazione core in Cina di circa l'1,5% nel 2021, molto al di sotto dell'obiettivo del 3% della Banca Popolare Cinese. Nonostante l'aumento dei prezzi alla produzione, prevediamo che le ricadute (effetti pass-through) resteranno limitate, soprattutto in considerazione della modesta domanda dei consumatori. Prevediamo che la politica monetaria continuerà a normalizzarsi, ma solo gradualmente a fronte di una crescita economica ancora disomogenea.

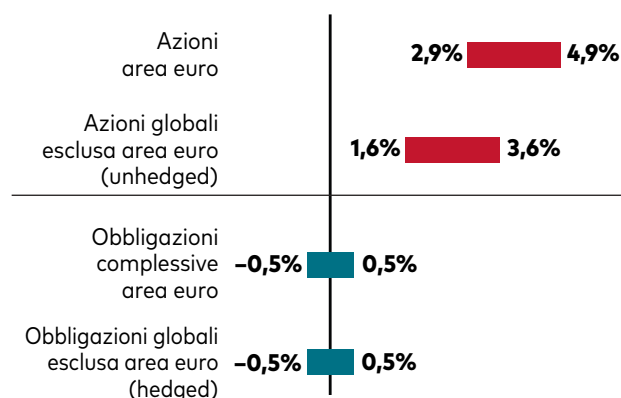
L'inflazione nei mercati emergenti è stata superiore al previsto. È venuta meno la tendenza disinflazionistica in alcune zone dell'Asia, mentre in altre regioni il ritmo dell'inflazione è salito decisamente al di sopra dei valori pre-pandemia, a seguito delle ripercussioni dell'aumento del costo del denaro nei mercati sviluppati. Le dinamiche inflazionistiche e l'aumento dei tassi d'interesse statunitensi hanno limitato lo sbilanciamento delle banche centrali verso politiche accomodanti, anche in presenza di una crescita economica inferiore alle potenzialità. Ne sono la riprova i recenti aumenti dei tassi in Brasile, Russia e Turchia a fronte di un aumento dell'inflazione.

## La situazione delle nostre previsioni decennali

Le valutazioni iniziali sono importanti. Quest'anno le azioni globali hanno continuato a riprendersi dai minimi toccati durante la pandemia, rendendo più difficile realizzare ulteriori guadagni. Questo si può vedere anche nelle nostre previsioni dei rendimenti decennali annualizzati, che per alcuni mercati sviluppati sono di circa 2 punti percentuali inferiori ai livelli di fine 2020. Le notizie sono migliori per chi ha investito in obbligazioni. Infatti ci aspettiamo che i portafogli obbligazionari di ogni tipo e scadenza ottengano ritorni vicini ai livelli attuali di yield. Il recente aumento dei tassi d'interesse di mercato ci ha quindi indotti a rivedere al rialzo le previsioni dei rendimenti decennali annualizzati da mezzo punto percentuale a un punto per numerosi mercati.

Le nostre previsioni, nelle valute locali, derivano dal Capital Markets Model® di Vanguard del 31 maggio 2021.

### Previsione azionaria e obbligazionaria (per investitori in euro)



**INFORMAZIONI IMPORTANTI:** Le proiezioni e le altre informazioni ottenute col VCMM per quanto riguarda la probabilità dei diversi risultati degli investimenti sono di natura ipotetica, non rispecchiano risultati d'investimento reali e non sono garanzia di rendimenti futuri. Le distribuzioni dei risultati d'investimento ottenuti col VCMM derivano da 10.000 simulazioni per ogni classe di attivi modellizzata. Simulazioni al 31 maggio 2021. I risultati del modello possono variare ogni volta che lo si utilizza e nel tempo.

Nota: I dati sono basati sull'intervallo di 1 punto attorno al 50° percentile della distribuzione dei risultati dei rendimenti, per le azioni, e su un intervallo di 0,5 punti attorno al 50° percentile, per le obbligazioni.

Fonte: Vanguard al 31 maggio 2021.

## Una parola finale sui portafogli obbligazionari

Anche a seguito delle nostre revisioni al rialzo, è probabile che i rendimenti obbligazionari nella maggior parte dei mercati obbligazionari resteranno modesti. Nonostante ciò restiamo convinti che il loro ruolo primario nei portafogli sia consentire la diversificazione dagli attivi più ischiosi, anziché produrre rendimenti.

Si tenga presente che le previsioni dei rendimenti cambiano in funzione dell'andamento delle valutazioni delle condizioni economiche e di mercato, ed è questo il motivo per cui sosteniamo che gli investitori professionali

debbano far sì che i portafogli dei clienti siano ben diversificati per quanto riguarda le classi di attivi, i settori e le aree geografiche, in linea con i rispettivi obiettivi d'investimento e la tolleranza al rischio.

## **Indexes used in Vanguard Capital Markets Model simulations**

**Azioni area euro:** MSCI European Economic and Monetary Union (EMU) Index.

**Obbligazioni globali esclusa area euro (hedged)** MSCI AC World ex EMU Index.

**Obbligazioni complessive area euro:** Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Bond Index.

**Obbligazioni globali esclusa area euro (hedged)** Bloomberg Barclays Global Aggregate ex Euro Index.

### **Circa il Vanguard Capital Markets Model**

**Le proiezioni e le altre informazioni ottenute col VCMM per quanto riguarda la probabilità dei diversi risultati degli investimenti sono di natura ipotetica, non rispecchiano risultati di investimenti reali e non sono garanzia di rendimenti futuri. Le distribuzioni dei risultati d'investimento ottenuti col VCMM derivano da 10.000 simulazioni per ogni classe di attivi modellizzata. Simulazioni al 31 maggio 2021. I risultati del modello possono variare ogni volta che lo si utilizza e nel tempo.**

Le proiezioni ottenute col VCMM sono basate su un'analisi statistica di dati storici. I rendimenti futuri possono avere un andamento diverso dai modelli storici catturati nel VCMM. È importante notare che il VCMM potrebbe sottostimare gli scenari negativi non osservati nei periodi storici nei quali è basato il modello di stima.

Il Vanguard Capital Markets Model® è uno strumento di simulazione finanziaria depositato, sviluppato e gestito da esperti di ricerca e consulenti qualificati di Vanguard. Il modello prevede le distribuzioni dei rendimenti futuri di una vasta gamma di classi di attivi. Tra le classi di attivi figurano i mercati azionari statunitensi e internazionali, buoni del tesoro statunitensi con diverse scadenze, mercati dei titoli societari a reddito fisso statunitensi e internazionali, mercati monetari statunitensi, materie prime e alcune strategie d'investimento alternative. Il fondamento teorico ed empirico del Vanguard Capital Markets Model è che i rendimenti delle diverse classi di attivi rispecchiano la contropartita richiesta dagli investitori per assumersi diversi tipi di rischio sistematico (beta). Al centro del modello vi sono le stime del rapporto statistico dinamico tra fattori di rischio e rendimenti degli attivi, ottenute da analisi statistiche basate sui dati finanziari ed economici mensili disponibili a partire dagli inizi degli anni Sessanta del secolo scorso. Tramite un sistema di equazioni stimate, il modello applica un metodo di simulazione Monte Carlo per proiettare i rapporti stimati tra i fattori di rischio e le classi di attivi, come pure l'incertezza e la casualità nel tempo. Il modello produce un'ampia serie di risultati simulati per ogni classe di attivi su diversi orizzonti temporali. Le previsioni si ottengono attraverso misure di tendenza centrale in tali simulazioni. I risultati ottenuti con lo strumento variano ogni volta che lo si utilizza e nel tempo.

## Informazioni sui rischi d'investimento

Il valore degli investimenti e il reddito da essi derivante possono diminuire o aumentare e gli investitori potrebbero recuperare un importo inferiore a quello investito.

I risultati precedenti non possono essere presi come riferimento per i risultati futuri.

Le simulazioni dei rendimenti precedenti non possono essere prese come riferimento per i risultati futuri.

Eventuali proiezioni devono essere considerate di natura ipotetica e non rispecchiano né garantiscono risultati futuri.

I fondi che investono in titoli a tasso fisso comportano i rischi di mancato rimborso e di erosione del valore del capitale investito; inoltre il livello di reddito è soggetto ad oscillazioni. L'andamento dei tassi d'interesse può influire sul valore del capitale dei titoli a tasso fisso. Le obbligazioni societarie possono offrire rendimenti più elevati, ma proprio per questo, sono soggette ad un maggior rischio del credito ed al conseguente aumento dei rischi di mancato rimborso e di erosione del valore del capitale investito. Il livello di reddito è soggetto ad oscillazioni e l'andamento dei tassi d'interesse può influire sul valore del capitale delle obbligazioni.

## Informazioni importanti

**Riservato agli investitori professionali (secondo la definizione di cui alla Direttiva MiFID II) che operano per loro conto (comprese le società di gestione – fondi di fondi – e i clienti professionali che operano per conto dei loro clienti discrezionali). In Svizzera solo per gli investitori professionali. Da non distribuire al pubblico.**

Le informazioni contenute nel presente documento non devono essere considerate offerte di acquisto o di vendita né sollecitazioni di offerte di acquisto o di vendita di titoli in qualsiasi paese in cui tali prassi siano vietate dalla legge, né possono essere rivolte a persone cui non sia lecito fare tali offerte o sollecitazioni né possono essere fatte da persone non qualificate. Le informazioni contenute nel presente documento non devono essere interpretate come consulenza legale, fiscale o d'investimento. Pertanto non ci si deve basare sul contenuto del documento per eventuali decisioni d'investimento.

L'indice è un prodotto di S&P Dow Jones Indices LLC ("SPDJI"), concesso in licenza a Vanguard. Standard & Poor's® e S&P® sono marchi depositati di Standard & Poor's Financial Services LLC ("S&P"); Dow Jones® è un marchio depositato di Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"); S&P® e S&P 500® sono marchi di fabbrica di S&P. Questi marchi di fabbrica sono stati concessi in licenza a SPDJI che, a sua volta, in alcuni casi ha concesso gli stessi in sublicenza a Vanguard. I prodotti Vanguard non sono sponsorizzati, approvati, venduti o promossi da SPDJI, Dow Jones, S&P né dalle rispettive controllate, e nessuna delle parti sopra indicate rilascia dichiarazioni circa l'opportunità di investire in tali prodotti e tutte declinano ogni e qualsiasi responsabilità per eventuali errori, omissioni o interruzioni della pubblicazione dell'indice.

I fondi o i titoli di cui al presente documento non sono sponsorizzati, approvati o promossi da MSCI, la quale declina ogni responsabilità in relazione agli stessi. Per una descrizione più approfondita del rapporto limitato che MSCI ha con Vanguard e i relativi fondi vedere il prospetto o lo Statement of Additional Information.

BLOOMBERG® è un marchio di fabbrica e di servizio di Bloomberg Finance L.P. BARCLAYS® è un marchio di fabbrica e di servizio di Barclays Bank Plc, utilizzato su licenza. Bloomberg Finance L.P. e le sue controllate, tra cui Bloomberg Index Services Limited ("BISL") (complessivamente, "Bloomberg"), o i licenzianti di Bloomberg detengono tutti i diritti proprietari sugli indici Bloomberg Barclays.

I prodotti non sono sponsorizzati, garantiti, venduti o promossi da "Bloomberg o Barclays". Bloomberg e Barclays declinano ogni e qualsiasi dichiarazione e garanzia, espressa o implicita, nei confronti dei proprietari o degli acquirenti dei prodotti e di qualsiasi persona per quanto riguarda l'opportunità di investire in titoli in genere o nei prodotti in particolare o la capacità degli indici Bloomberg Barclays di replicare la performance dei mercati obbligazionari generali. Bloomberg e Barclays non garantiscono la legalità o l'idoneità dei prodotti per quanto riguarda singole persone o soggetti. L'unico rapporto esistente tra Bloomberg e Vanguard e i prodotti consiste nella concessione in licenza degli indici Bloomberg Barclays che vengono stabiliti, composti e calcolati da BISL, senza tener conto di Vanguard, dei prodotti, dei proprietari o degli acquirenti dei prodotti. Bloomberg non è in nessun modo obbligata a tener conto delle esigenze dei prodotti né di quelle dei proprietari dei prodotti ai fini della determinazione, della composizione e del calcolo degli Indici Bloomberg Barclays. Bloomberg e Barclays non sono responsabili e non sono intervenute nella determinazione delle tempistiche, dei prezzi e delle quantità dei prodotti da emettere. Bloomberg e Barclays declinano ogni e qualsiasi obbligo e responsabilità in relazione alla gestione, alla commercializzazione e alla negoziazione dei prodotti.

Pubblicato nell'AEI da Vanguard Group (Ireland) Limited regolamentata in Irlanda dalla Central Bank of Ireland.

Pubblicato in Svizzera da Vanguard Investments Switzerland GmbH.

Pubblicato da Vanguard Asset Management, Limited, autorizzata e regolamentata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority.

© 2021 Vanguard Group (Ireland) Limited. Tutti i diritti riservati.

© 2021 Vanguard Investments Switzerland GmbH. Tutti i diritti riservati.

© 2021 Vanguard Asset Management, Limited. Tutti i diritti riservati. 07/21\_821\_EU

Connect with Vanguard™  
global.vanguard.com

**Vanguard**