

INVESTMENT COMPASS

IV TRIMESTRE 2019

RICERCA IN MATERIA DI INVESTIMENTI DELLA SPARKASSE



SPARKASSE
CASSA DI RISPARMIO



Le difficoltà aumentano!

I rendimenti obbligazionari si attestano ormai da diversi mesi per molti emittenti e valute, anche per scadenze molto lunghe, sotto zero. Si trovano addirittura alcuni bond high yield, ossia obbligazioni di emittenti con rating non investment grade, il cui rating è negativo. Mentre fino a poco tempo fa sem-

brava impensabile che l'investimento in obbligazioni, se tenuti fino alla scadenza, potesse portare ad una perdita garantita (così va interpretato il rendimento negativo), oggi ciò sembra diventato la regola. Questo è dovuto soprattutto alla politica monetaria ultra accomodante delle banche centrali che con il taglio dei tassi ed i programmi di acquisto di attività hanno schiacciato sempre più verso il basso i rendimenti. Allo stesso tempo le azioni globali si trovano nei pressi dei loro massimi storici, sostanzialmente ignorando una pluralità di fattori di rischio con effetti negativi sempre maggiori sulla crescita economica. Si pensi alla continua escalation del conflitto commerciale tra Stati Uniti e Cina in corso ormai da oltre un anno, oppure alla saga quasi infinita dell'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea. Prendere decisioni di investimento ragionevoli risulta essere particolarmente difficile in questo contesto. Istitivamente-

te si potrebbe preferire aspettare fino a quando le nuvole scure si fossero dissolte. Le riunioni delle banche centrali tenute nelle scorse settimane hanno tuttavia sottolineato che i tassi dovrebbero rimanere bassi per un periodo più prolungato. Ciò significa che molto probabilmente i rendimenti obbligazionari resteranno ancora a lungo estremamente bassi o negativi.

Vediamo comunque una via d'uscita da questa situazione difficile nell'adozione di un orizzonte temporale decisamente più lungo e nella diversificazione delle posizioni a livello di asset class e aree geografiche. L'esperienza insegna che così facendo si riduce sensibilmente il rischio di incorrere in perdite. Ad esempio, con un orizzonte temporale di un anno il nostro portafoglio modello C-Balance Global (la quota in azioni è pari al 30% mentre quella investita in obbligazioni e liquidità è del 70%) a base di indici avrebbe generato dal 2002 in tre occasioni una perdita fino al 6%. Allungando invece l'orizzonte temporale a cinque anni, il rendimento annuo più basso sarebbe stato un guadagno del 4%, quello più alto invece di quasi l'8%. Come si vede chiaramente da questi numeri, allungare l'orizzonte temporale porta valore!

*Armin Weißenegger, Responsabile Direzione Finanza e Tesoreria
Presidente del Meeting Investimenti e Asset Allocation*

QUADRO MACROECONOMICO

ECONOMIA MONDIALE

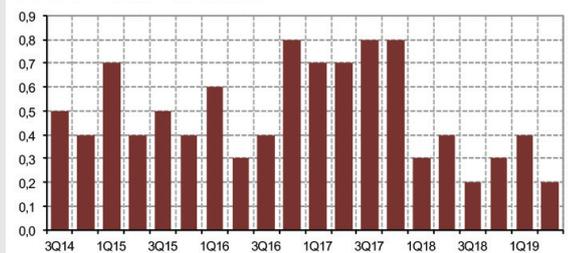


- La crescita si è leggermente indebolita nel secondo trimestre del 2019. Il Prodotto interno lordo (PIL) è salito dello 0,7% sul periodo precedente nelle economie del G20, ossia nei più importanti paesi industrializzati ed emergenti, dopo il +0,8% del primo trimestre.
- I più recenti sondaggi congiunturali confermano la debole dinamica dell'economia mondiale. Infatti, nella media del terzo trimestre del 2019 l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers Index, PMI) è sceso di un decimo a 51,4 punti, continuando comunque ad attestarsi ancora sopra la soglia chiave dei 50 punti, spartiacque che separa l'espansione dalla contrazione dell'attività economica. I rischi per le prospettive di crescita restano orientati al ribasso per via della prolunga presenza di incertezze connesse a fattori geopolitici, al crescente protezionismo e alle vulnerabilità dei paesi emergenti.
- Le pressioni sui prezzi al consumo rimangono nel complesso abbastanza contenute nei paesi avanzati.

EUROZONA

- Nel secondo trimestre del 2019 il PIL è aumentato soltanto dello 0,2% sul periodo precedente, dopo l'incremento dello 0,4% nei primi tre mesi dell'anno. Per quanto riguarda i quattro paesi più grandi dell'area, l'attività economica è aumentata dello 0,4% in Spagna, dello 0,3% in Francia e dello 0,1% in Italia, a fronte però di una contrazione dello 0,1% in Germania.
- I risultati delle ultime indagini congiunturali sono ancora coerenti con una debole espansione dell'attività economica nei mesi estivi. Nella media del terzo trimestre l'indice PMI composito è sceso di sei decimi a 51,2 punti. Tale andamento rispecchia soprattutto la debolezza del commercio internazionale che incide in particolare sull'attività nel settore manifatturiero, mentre il settore dei servizi mostra ancora una capacità di tenuta.
- Prosegue il graduale miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione è sceso di un decimo al 7,4% ad agosto. Si tratta del livello più basso dal maggio 2008.
- L'inflazione è diminuita a settembre di un decimo allo 0,9%, toccando il livello più basso dal novembre 2016.

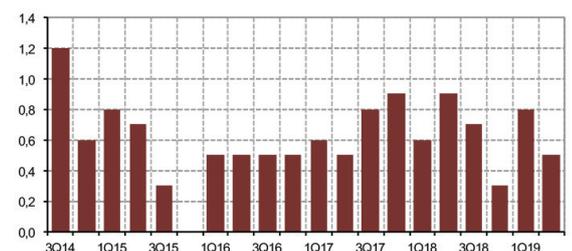
Eurozona: Prodotto interno lordo
% trimestre su trimestre



STATI UNITI

- La dinamica congiunturale si è indebolita nel secondo trimestre. Il PIL è salito soltanto dello 0,5% sul periodo precedente, dopo l'incremento dello 0,8% registrato nei primi tre mesi dell'anno.
- I più recenti sondaggi congiunturali segnalano un ulteriore rallentamento della crescita tra luglio e settembre. L'indice dei responsabili degli acquisti per il settore manifatturiero a cura di ISM è scivolato di 2,8 punti a 49,4 punti nella media del terzo trimestre, toccando il livello più basso dal quarto trimestre del 2015, mentre l'indicatore relativo al settore non manifatturiero si è portato a 54,2 punti, dai 55,8 punti del secondo trimestre.
- La dinamica occupazionale si è leggermente rafforzata di recente: tra luglio e settembre il numero degli occupati è aumentato in media di 157 mila unità (da 152 mila del secondo trimestre). Il tasso di disoccupazione si attesta invece al 3,5% a settembre. Si tratta del livello più basso dal 1969.
- L'inflazione è scesa di un decimo all'1,7% ad agosto.

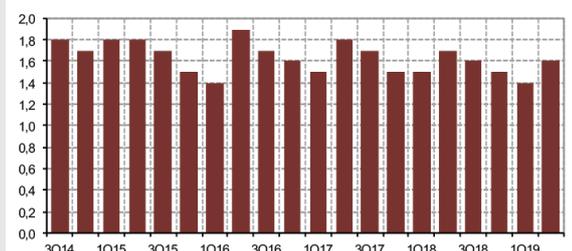
USA: Prodotto interno lordo
% trimestre su trimestre



CINA

- L'attività economica si è leggermente irrobustita nel secondo trimestre del 2019. Il PIL è salito dell'1,6% sul periodo precedente, dopo l'incremento dell'1,4% nei primi tre mesi dell'anno (il minor ritmo di crescita dal primo trimestre del 2016).
- Segnali di rallentamento della dinamica congiunturale arrivano tuttavia dalle ultime indagini congiunturali. Sebbene l'indice PMI ufficiale per il settore manifatturiero sia salito di un decimo a 49,7 punti nella media del terzo trimestre, l'indicatore relativo al settore non manifatturiero è scivolato da 54,3 a 53,7 punti.
- Il recente ulteriore inasprimento delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti dovrebbe gravare sul commercio. Le autorità hanno tuttavia espresso la loro intenzione di continuare a fornire sostegno alla crescita tramite le politiche monetarie e di bilancio, in linea con l'obiettivo ufficiale per il 2019, che è del 6,0-6,5%.
- L'inflazione è rimasta invariata al 2,8% ad agosto, massimo dal febbraio 2018, collocandosi però ancora leggermente al di sotto dell'obiettivo della People's Bank of China (PBoC), fissato al 3%.

Cina: Prodotto interno lordo
% trimestre su trimestre



MERCATI FINANZIARI

MERCATI GLOBALI

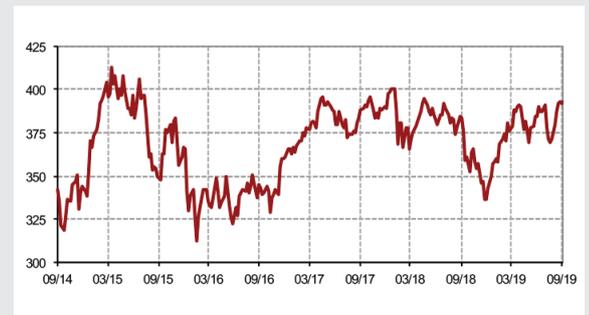


- I principali listini azionari hanno evidenziato anche nel terzo trimestre una forte volatilità. L'indice MSCI World è però salito dell'1,1% in valuta locale, portando il rialzo da inizio anno (YTD) al 16,6%. Dopo aver aggiornato a fine luglio i massimi storici (MSCI World), a inizio agosto le quotazioni sono sensibilmente calate risentendo dell'ulteriore escalation delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina a seguito dell'annuncio di Donald Trump di voler applicare da inizio settembre nuovi dazi del 10% su 300 miliardi di dollari di importazioni dalla Cina. Tra fine agosto e inizio settembre le borse sono però rimbalzate beneficiando di alcuni timidi segnali di distensione sul fronte commerciale.
- Nel periodo in esame è proseguito il calo dei rendimenti dei titoli di Stato a livello mondiale in un contesto caratterizzato da un ulteriore peggioramento delle prospettive macroeconomiche, di un inasprimento delle tensioni commerciali e delle tensioni in Medio Oriente, tutti fattori che favoriscono le attività meno rischiose. Le quotazioni sono state però anche sostenute dall'attesa per una politica monetaria più espansiva sia nell'Eurozona sia negli Stati Uniti.

AZIONARIO

- L'indice paneuropeo STOXX Europe 600 ha terminato il terzo trimestre in rialzo del 2,2% (YTD +16,4%). La migliore performance a livello settoriale è stata registrata dal comparto dei servizi finanziari (+8,6%), seguito da quello delle utilities (+7,9%) e da quello immobiliare (+7,9%). Il calo più pronunciato è stato invece messo a segno dal comparto delle risorse di base (-9,6%), seguito da quello petrolifero (-2,8%). Tra le più importanti piazze europee viceversa, in evidenza Milano (+4,1%) e Amsterdam (+3,3%), sottotono per contro Londra (-0,2%), Francoforte (+0,2%) e Madrid (+0,5%).
- Peggio si è comportata la borsa di New York, con l'indice S&P 500 soltanto in rialzo dell'1,2% (YTD +18,7%).
- L'indice MSCI EM, il barometro che rappresenta l'andamento del variegato universo delle borse dei paesi emergenti, è invece sceso del 3,0% in valuta locale (YTD +5,5%).

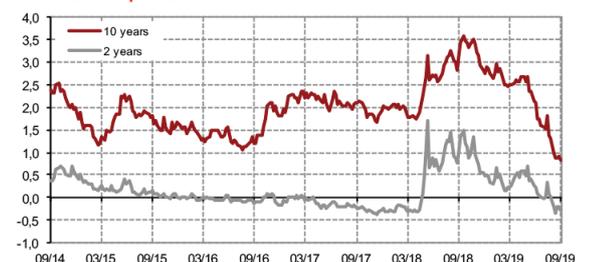
Europa: STOXX Europe 600



TASSI E REDDITO FISSO

- Alla riunione di settembre la BCE ha annunciato un pacchetto di misure di stimolo, tra cui il taglio del tasso sui depositi (da -0,4% a -0,5%), la modifica della forward guidance (i tassi resteranno su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché le prospettive di inflazione non convergeranno saldamente su un livello sufficientemente prossimo ma inferiore al 2%) e la riattivazione del programma di acquisto di attività (PAA).
- Il rendimento del titolo di Stato italiano a 10 anni ha terminato il periodo in esame in calo di 128 punti base allo 0,82%, dopo aver stabilito un nuovo minimo storico allo 0,75%, beneficiando in particolare della formazione del nuovo governo tra M5S e PD. Il rendimento del Bund, il titolo decennale tedesco, si attesta invece a fine settembre a -0,57% (-24 punti base). Lo spread tra Italia e Germania si è pertanto ristretto di ben 104 punti base a 139 punti base.

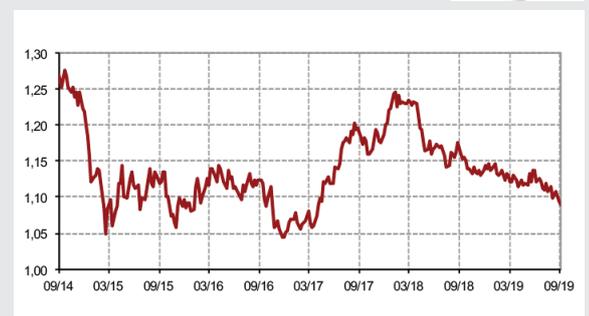
Italia: Rendimenti BTP a 2 e 10 anni



CAMBI E MATERIE PRIME

- Il cambio effettivo nominale dell'euro ha registrato ampie oscillazioni, terminando il terzo trimestre in calo dell'1,1%. La moneta unica ha risentito soprattutto dell'ulteriore deterioramento delle prospettive di crescita dell'Eurozona, oltre che dell'atteggiamento più accomodante da parte della BCE. L'euro si è deprezzato del 4,1% contro il dollaro (a 1,09), aggiornando i minimi dal maggio 2017, del 4,0% contro lo yen e del 2,0% contro il franco svizzero.
- Le quotazioni del petrolio Brent sono scivolte dell'8,7% a 60,78 dollari al barile, dopo essersi però spinte a metà settembre, a seguito degli attacchi a due impianti petroliferi sauditi, brevemente fino a 71,95 dollari. I tagli alla produzione dell'OPEC+ e le tensioni in Medio Oriente sono più che compensate dal deterioramento delle prospettive di crescita a livello globale. Il prezzo dell'oro è invece lievitato del 4,5% a 1.472 dollari l'oncia, aggiornando i massimi dall'aprile 2013.

EUR/USD



ATTESE



- L'OCSE ha rivisto sensibilmente verso il basso le proiezioni di crescita per l'economia globale. In base a tali stime, diffuse lo scorso 19 settembre, il PIL mondiale dovrebbe aumentare soltanto del 2,9% nel 2019 (-0,3% rispetto alle proiezioni diffuse lo scorso maggio) e del 3,0% nel 2020 (-0,4%), dopo il +3,6% nel 2018. Si tratterebbe dei tassi di crescita più bassi dal 2009.
- Con riferimento all'Eurozona invece le ultime proiezioni della BCE di settembre, riviste al ribasso sia per quest'anno sia per il prossimo, indicano un incremento del PIL dell'1,1% nel 2019, dell'1,2% nel 2020 e dell'1,4% nel 2021.
- La politica monetaria dovrebbe rimanere ancora a lungo molto espansiva nelle principali economie avanzate. Nei prossimi mesi la BCE potrebbe abbassare ulteriormente il tasso sui depositi, attualmente pari a -0,5%, mentre per vedere un aumento del costo del denaro bisognerà aspettare almeno il 2021, più probabilmente però il 2022. Negli Stati Uniti invece la Federal Reserve potrebbe ridurre i tassi ancora di 25 punti base entro fine anno, dopo averli già tagliati a luglio e settembre.

TREND IN ATTO *)

3 mesi 9 mesi

COMMENTO

REDDITO FISSO (RENDIMENTO)

Paese	Indice	3 mesi	9 mesi	Commento
Germania	Bloomberg Barclays Government Index	➔	➔	I rendimenti dei titoli di Stato dei paesi dell'Eurozona continuano ad attestarsi per lo più in terreno negativo anche per scadenze molto lunghe. I rendimenti dei titoli governativi italiani invece, seppure positivi per le scadenze superiori ai quattro anni, si trovano sui minimi storici. Questa situazione non è destinata a cambiare nel breve/medio periodo. Infatti, il rallentamento della crescita, l'assenza di pressioni inflazionistiche e una politica monetaria che resterà più a lungo estremamente accomodante dovrebbero fornire un certo supporto alle quotazioni. Interessanti appaiono in questo contesto ancora le obbligazioni dei paesi emergenti denominate in valuta forte, i cui rendimenti si collocano attualmente al 5,8% circa.
Italia	Bloomberg Barclays Government Index	➔	➔	
Stati Uniti	Bloomberg Barclays Government Index	➔	➔	
Mercati Emergenti	Bloomberg Barclays EM Sovereign Index	➔	➔	

AZIONARIO

Paese	Indice	3 mesi	9 mesi	Commento
Europa	STOXX Europe 600	➔	➔	Diversi fattori di incertezza continuano a frenare il potenziale rialzista delle azioni: oltre ai timori sulle prospettive di crescita a livello globale, la minaccia di un aumento del protezionismo, le tensioni tra Stati Uniti e Cina non soltanto sul fronte commerciale, le tensioni geopolitiche in Medio Oriente e il rischio di un'uscita del Regno Unito dall'Unione europea senza accordo. Un certo supporto alle quotazioni dovrebbe comunque ancora arrivare soprattutto dall'allentamento della politica monetaria a livello globale, dalla probabile prosecuzione della ripresa economica mondiale, seppure a un ritmo più modesto rispetto agli ultimi anni, nonché dagli utili attesi in ulteriore, benché lieve, crescita nel 2019.
Stati Uniti	S&P 500	➔	➔	
Giappone	Nikkei 225	➔	➔	
Mercati Emergenti	MSCI EM (in €)	➔	➔	

CAMBI E MATERIE PRIME

Categoria	3 mesi	9 mesi	Commento
EUR/USD	➔	➔	L'euro potrebbe risentire anche nei prossimi mesi delle peggiori prospettive di crescita dell'Eurozona rispetto agli Stati Uniti, oltre che della politica monetaria ultra accomodante della BCE. Il possibile ulteriore taglio del costo del denaro da parte della Federal Reserve dovrebbe però frenare l'apprezzamento del dollaro. L'atteggiamento più accomodante delle principali banche centrali, i rendimenti molto compressi e i molteplici fattori di incertezza potrebbero favorire un ulteriore rincaro dell'oro, considerato bene rifugio. Il petrolio invece sarà probabilmente ancora condizionato soprattutto dai timori sulle prospettive di crescita e quindi sulla domanda di greggio. I tagli alla produzione da parte dell'OPEC+ dovrebbero però porre un freno alla debolezza del greggio.
EUR/JPY	➔	➔	
Oro (\$/oncia)	➔	➔	
Petrolio Brent (\$/barile)	➔	➔	

*) La View si basa prevalentemente sulle previsioni dell'analisi tecnica. Tali previsioni, tuttavia, non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri.

Cassa di Risparmio di Bolzano Spa

Servizio Treasury

Michael Erlacher

Responsabile Research

Chiusura redazione: 4 ottobre 2019; prossima pubblicazione inizio/metà gennaio 2020

DISCLAIMER:

La presente pubblicazione è stata redatta da Cassa di Risparmio di Bolzano S.p.A. Le informazioni qui contenute sono di pubblico dominio e ricavate da fonti generalmente accessibili al pubblico. Il documento è elaborato sulla base di informazioni fornite da terzi, che la Cassa di Risparmio di Bolzano considera affidabili ma di cui non si può garantire l'assoluta completezza e correttezza, in quanto la Cassa di Risparmio di Bolzano S.p.A. non ha effettuato nessuna verifica autonoma in relazione a dette informazioni. In particolare la principale fonte dei dati è costituita da Bloomberg. Le performances degli investimenti, ove citate, sono relative al passato ed i risultati passati non sono indicativi di quelli futuri. Tutte le informazioni riportate sono fornite in buona fede sulla base dei dati disponibili al momento della pubblicazione, ma sono suscettibili di variazioni anche senza preavviso in qualsiasi momento dopo la pubblicazione. Le informazioni di natura borsistica sui titoli non implicano nel modo più assoluto un giudizio sulla società oggetto della pubblicazione. La presente pubblicazione è rivolta al pubblico a fini esclusivamente informativi e non deve essere considerata come consulenza in materia di investimenti o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario, che di contro richiedono l'analisi delle specifiche esigenze finanziarie del cliente e della sua propensione al rischio. Pertanto, la decisione di effettuare qualunque operazione finanziaria è a rischio esclusivo dei destinatari della presente informativa e si declina ogni responsabilità per l'utilizzo di qualsivoglia informazione esposta in questa pubblicazione. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Cassa di Risparmio di Bolzano S.p.A..