INVESTMENT COMPASS

IV TRIMESTRE 2020

RICERCA IN MATERIA DI INVESTIMENTI DELLA SPARKASSE

SPARKASSE
CASSA DI RISPARMIO

Mai più tassi più alti?

I tassi dovrebbero restare ancora a lungo sugli attuali bassissimi livelli, poco sopra lo zero negli Stati Uniti e in terreno leggermente negativo nell'Eurozona oltre che in alcuni paesi europei che non fanno parte dell'area dell'euro come la Svizzera.

Questo scenario è stato di recente ulteriormente rafforzato dalla revisione della strategia della politica monetaria da parte della Federal Reserve. Mentre finora l'obiettivo della banca centrale statunitense era quello di raggiungere la piena occupazione con un'inflazione puntuale del 2%, d'ora in avanti si cercherà invece di raggiungere un'inflazione media del 2%. Sebbene la differenza nell'obiettivo di inflazione possa sembrare minima, essa avrà però molto probabilmente implicazioni profonde sulla futura politica monetaria. Infatti, mirare nel medio periodo a un'inflazione media del 2% significa che periodi con un'inflazione inferiore a tale livello verranno compensati da periodi con un'inflazione superiore al 2% senza che ciò comporti, a differenza del passato, un immediato restringimento della politica monetaria e pertanto un aumento dei tassi. Anche la Banca centrale europea (BCE) ha avviato un'ampia revisione della sua politica monetaria. Dagli ultimi commenti della presidente Christine Lagarde si evince che la BCE potrebbe seguire l'esempio della Federal Reserve, consentendo pertanto all'inflazione di superare per un certo periodo il 2%, al fine di compensare i periodi con un'inflazione inferiore a tale soglia, prima che ciò porti a un aumento dei tassi. Se così fosse, e alla luce del fatto che negli ultimi dieci anni l'inflazione dell'Eurozona si attestava in media all'1,3%, è lecito aspettarsi che la BCE confermerà ancora a lungo i tassi sugli attuali livelli, pari al -0,5% per il tasso sui depositi.

Quali sono le implicazioni per i mercati finanziari?

La prospettiva di tassi bassi per un periodo ancora più lungo comprimerà da un lato i rendimenti delle obbligazioni di migliore qualità sul tratto breve e medio della curva. Dall'altro lato le attese di un aumento dell'inflazione dovrebbero però anche portare a una curva dei rendimenti più ripida, ossia a un graduale aumento dei rendimenti sulle lunghe scadenze, causando pertanto un calo delle quotazioni obbligazionarie. Inoltre, se l'inflazione dovesse effettivamente salire oltre la soglia del 2% e rimanervi per un periodo prolungato (per compensare i periodi di inflazione sotto il 2%), ciò comporterà una non indifferente perdita del potere d'acquisto. In questo contesto un concetto già più volte sottolineato su queste colonne assume ancora maggiore importanza, ossia cercare la massima diversificazione tra asset class e aree geografiche, non dimenticandosi anche di coprirsi dal rischio inflazione. Infatti, alla luce di tassi che resteranno ancora per molti anni estremamente bassi, rispetto al passato gran parte della performance del portafoglio dovrà arrivare dalle attività più rischiose e in particolare dalla componente azionaria. A causa dell'elevata incertezza che tuttora circonda le prospettive di crescita, legata principalmente all'evoluzione della pandemia e alla disponibilità di un vaccino efficace e sicure, rimane comunque ancora valido il consiglio di aumentare gradualmente l'esposizione alle azioni, tramite investimenti dilazionati nel tempo come i PAC (piano di accumulo). Anche con il peggior market timing, investendo 1.000 euro in azioni globali ai massimi storici toccati a fine ottobre 2007, ossia prima della Grande Crisi Finanziaria causata dall'esplosione della bolla subprime e del seguente tracollo delle borse con perdite fino al 60%, a fine settembre l'investitore si sarebbe ritrovato, con il reinvestimento dei dividendi, con ben 2.434 euro.

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

QUADRO MACROECONOMICO

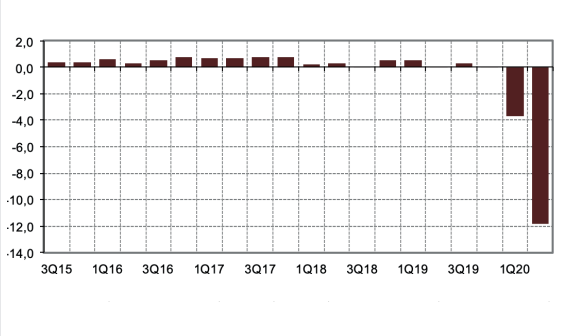
ECONOMIA MONDIALE

- A causa della pandemia di coronavirus nel primo semestre del 2020 l'economia mondiale è entrata in una fase di profonda recessione. Nel secondo trimestre il Prodotto interno lordo (PIL) è diminuito del 6,9% rispetto al periodo precedente nelle economie del G20, ossia nei più importanti paesi industrializzati ed emergenti, dopo essersi contratto del 3,5% nei primi tre mesi dell'anno.
- In concomitanza con la graduale revoca delle misure di contenimento per limitare la diffusione del virus, l'attività economica mondiale ha ripreso a crescere. Infatti, nella media del terzo trimestre l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers Index, PMI) è rimbalzato a 51,9 punti, dai 36,8 punti del secondo trimestre, riportandosi pertanto nuovamente sopra la soglia chiave dei 50 punti, spartiacque che separa l'espansione dalla contrazione dell'attività economica.
- Le pressioni sui prezzi al consumo rimangono molto contenute a livello globale in un contesto di significativa capacità inutilizzata.

EUROZONA

- Tra aprile e giugno il PIL si è contratto dell'11,8% sul periodo precedente, registrando il calo più marcato della serie storica, dopo essere già sceso del 3,7% nei primi tre mesi dell'anno. Questa brusca contrazione è stata determinata soprattutto dal crollo degli investimenti fissi lordi (-17,0%) e dei consumi privati (-12,4%). Ha però pesato in negativo anche il commercio con l'estero (-1,0%). Per quanto riguarda i quattro paesi più grandi dell'area, il PIL è sceso del 17,8% in Spagna, del 13,8% in Francia e del 12,8% in Italia, ma soltanto del 9,7% in Germania.
- I risultati delle indagini congiunturali sono coerenti con il ritorno alla crescita nei mesi estivi. Infatti, nella media del terzo trimestre l'indice PMI composito è lievitato da 31,3 a 52,4 punti. Una ripresa duratura dipende però in larga misura dall'evoluzione della pandemia e dal buon esito delle politiche di contenimento.
- Continuano intanto a peggiorare le condizioni nel mercato del lavoro nonostante l'adozione di politiche volte a sostenere l'occupazione e prevenire il licenziamento. Ad agosto il tasso di disoccupazione è salito all'8,1%, massimo dal luglio 2018.
- L'inflazione è scesa di un decimo a -0,3% a settembre.

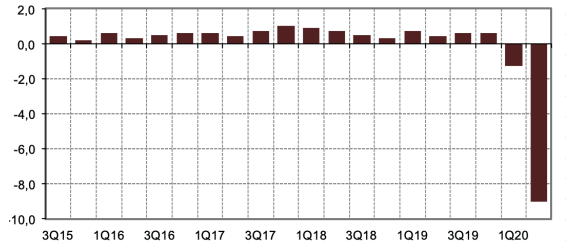
Eurozona: Prodotto interno lordo
% trimestre su trimestre



STATI UNITI

- Nel secondo trimestre il PIL è diminuito del 9,0% sul periodo precedente, dopo essere già calato dell'1,3% nei primi tre mesi dell'anno. Tale andamento è causato soprattutto dalle misure di contenimento in vigore nel paese. Da fine aprile alcuni stati hanno però iniziato ad allentare gradualmente queste misure.
- Segnali di forte ripresa arrivano dai sondaggi congiunturali. L'indice dei responsabili degli acquisti per il settore manifatturiero a cura di ISM è salito di 9,5 punti a 55,2 punti nella media del terzo trimestre, mentre l'indicatore relativo al settore dei servizi si è portato addirittura a 57,6 punti, dai 45,7 del secondo trimestre.
- Le condizioni nel mercato del lavoro mostrano un deciso miglioramento. Tra luglio e settembre il numero degli occupati è salito di 3,9 milioni, dopo essere però crollato di 13,3 milioni nel secondo trimestre. Il tasso di disoccupazione si attesta invece al 7,9% a settembre, in deciso calo rispetto all'11,1% di giugno.
- L'inflazione è salita all'1,3% ad agosto, massimo da marzo.

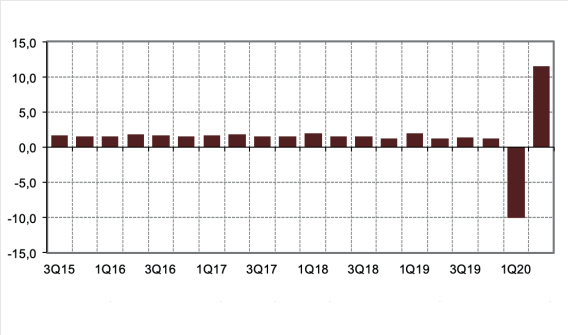
USA: Prodotto interno lordo
% trimestre su trimestre



CINA

- Tra aprile e giugno il PIL è rimbalzato dell'11,5% sul periodo precedente, dopo essere però diminuito del 10,0% nei primi tre mesi dell'anno, tornando su livelli superiori a quelli di fine 2019.
- I risultati delle ultime indagini congiunturali sono coerenti con una prosecuzione della ripresa dell'attività economica. L'indice PMI ufficiale per il settore manifatturiero è salito di quattro decimi a 51,2 punti nella media del terzo trimestre, attestandosi per il secondo trimestre consecutivo in terreno espansivo, mentre l'indicatore relativo al settore non manifatturiero si è addirittura portato a 55,1 punti, dai 53,7 punti del secondo trimestre.
- Una serie di misure di politica economica sono state messe in atto dall'inizio della pandemia, fra cui, tra l'altro, una politica monetaria più accomodante e un aumento della spesa pubblica. Queste misure contribuiranno a sostenere l'attività economica.
- L'inflazione è diminuita di tre decimi al 2,4% a settembre.

Cina: Prodotto interno lordo
% trimestre su trimestre



MERCATI FINANZIARI

MERCATI GLOBALI

- Nel terzo trimestre è nel complesso proseguito il recupero dei principali listini internazionali, dopo le forti perdite registrate tra fine febbraio e fine marzo in seguito alla diffusione del coronavirus in tutto il mondo. L'indice MSCI World è salito del 6,3% in valuta locale, ma da inizio anno (YTD) il bilancio è ancora leggermente negativo (-0,3%). Le quotazioni sono state sostenute in particolare da un maggiore ottimismo riguardo alle prospettive economiche a livello mondiale, ma anche riguardo alla disponibilità a breve di un efficace e sicuro vaccino contro il coronavirus.
- Nel periodo in esame i rendimenti dei titoli di Stato dei paesi dell'Eurozona sono ulteriormente diminuiti. Il movimento è stato particolarmente marcato per i titoli governativi dei paesi periferici che hanno continuato a beneficiare dell'accordo europeo sul Recovery Fund da 750 miliardi di euro. I titoli di Stato italiani sono stati inoltre premiati dall'esito del referendum sulla riduzione del numero dei parlamentari, interpretato nel senso di un rafforzamento del governo.

AZIONARIO

- L'indice paneuropeo STOXX Europe 600 è salito soltanto dello 0,2% nel terzo trimestre (YTD -13,2%). La migliore performance a livello settoriale è stata registrata dal comparto automobilistico (+9,5%), seguito da quello delle vendite al dettaglio (+8,6%) e da quello chimico (+8,2%); particolarmente colpite dalle vendite invece i settori bancario (-12,1%), energetico (-11,2%), delle telecomunicazioni (-8,7%) e assicurativo (-6,0%). Tra le più importanti piazze europee viceversa, in rialzo Francoforte (+3,7%) e Zurigo (+1,4%), mentre i ribassi più marcati sono stati registrati da Madrid (-7,1%), Londra (-4,9%) e Parigi (-2,7%).
- Decisamente meglio si è comportata la borsa di New York, con l'indice S&P 500 in rialzo dell'8,5% (YTD +4,1%).
- L'indice MSCI EM, il barometro che rappresenta l'andamento del variegato universo delle borse dei paesi emergenti, ha infine guadagnato il 7,8% in valuta locale (YTD +0,8%).

Europa: STOXX Europe 600

TASSI E REDDITO FISSO

- Il 10 settembre la BCE ha confermato l'orientamento ultra accomodante della politica monetaria. Gli acquisti di titoli sui mercati nell'ambito del Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) proseguiranno almeno fino a fine giugno 2021, per un importo complessivo di 1.350 miliardi. È stato inoltre riaffermato che i tassi resteranno su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché l'inflazione non convergerà saldamente su un livello prossimo ma inferiore al 2%.
- Il rendimento del titolo di Stato italiano a 10 anni ha terminato il periodo in esame in calo di ben 39 punti base allo 0,87%, aggiornando i minimi dallo scorso ottobre. Il rendimento del Bund, il titolo decennale tedesco, si attesta invece a fine settembre a -0,52% (-7 punti base). Lo spread tra Italia e Germania si è pertanto ristretto di 32 punti base a 139 punti base. Si tratta del livello più basso dallo scorso febbraio.

Italia: Rendimenti BTp a 2 e 10 anni

CAMBI E MATERIE PRIME

- Il cambio effettivo nominale dell'euro ha continuato a rafforzarsi nel terzo trimestre (+1,8%) grazie a un clima di maggiore propensione al rischio, aggiornando i massimi dal luglio 2014. L'apprezzamento della moneta unica è stato particolarmente marcato contro il biglietto verde (+4,3%), con il cambio salito brevemente oltre quota 1,20 dollari, massimo dal maggio 2018. L'euro si è pero anche rafforzato contro lo yen (+2,0%) e il franco svizzero (+1,4%).
- Le quotazioni del petrolio di qualità Brent sono diminuite dello 0,5% a 40,95 dollari al barile, risentendo in particolare di rinnovati timori sulla domanda di greggio. Da agosto i paesi dell'OPEC+ hanno inoltre ridimensionato i tagli alla produzione, da 9,7 a 7,7 milioni di barili al giorno. Il prezzo dell'oro ha invece terminato il periodo in esame in rialzo del 5,9% a 1.886 dollari l'oncia, dopo essersi però spinto ad agosto fino al nuovo massimo storico di 2.075 dollari l'oncia.

EUR/USD

ATTESE

- L'OCSE ha rivisto verso l'alto le proiezioni di crescita per l'economia globale per quest'anno, ma al ribasso quelle per il 2021. In base a tali stime, pubblicate a metà settembre, il PIL mondiale diminuirà quest'anno "soltanto" del 4,5%, rispetto al -6,0% ancora indicato a giugno, a cui dovrebbe però seguire l'anno prossimo soltanto un rimbalzo del 5,0% e non del 5,2%.
- Con riferimento all'Eurozona invece, le ultime proiezioni della BCE di settembre indicano, nello scenario di base, un calo del PIL dell'8,0% nel 2020 e una crescita del 5,0% nel 2021. I rischi per queste proiezioni restano però orientati al ribasso.
- La politica monetaria dovrebbe rimanere ancora a lungo straordinariamente accomodante nelle principali economie avanzate, e in particolare nell'Eurozona e negli Stati Uniti. Infatti, a settembre la BCE ha reiterato che i tassi resteranno su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché le prospettive di inflazione non convergeranno saldamente verso il 2%. La Federal Reserve invece ha prospettato tassi stabili in un intervallo compreso tra zero e 0,25% almeno fino a fine 2023.

TREND IN ATTO *)		3 mesi	9 mesi	COMMENTO
REDDITO FISSO (RENDIMENTO)				
Germania	Bloomberg Barclays Government Index	→	→	I rendimenti dei titoli di Stato dei paesi dell'Eurozona si attestano tuttora su livelli compressi, se non addirittura in terreno negativo, anche per scadenze molto lunghe. Questa situazione non cambierà a breve. Infatti, nonostante il forte aumento delle emissioni da parte dei vari paesi per finanziare gli ingenti programmi di stimolo fiscale, la "forward guidance" e gli acquisti della BCE, ma anche l'assenza di pressioni inflazionistiche, dovrebbero porre un limite a un eventuale aumento dei rendimenti. Interessanti appaiono in questo contesto ancora le obbligazioni dei paesi emergenti denominate in valuta forte. Attenzione però alla volatilità e al rischio illiquidità.
Italia	Bloomberg Barclays Government Index	↗	↗	
Stati Uniti	Bloomberg Barclays Government Index	→	→	
Mercati Emergenti	Bloomberg Barclays EM Sovereign Index	↘	↗	
AZIONARIO				
Europa	STOXX Europe 600	→	→	I multipli delle azioni hanno raggiunto livelli estremamente elevati rispetto alla mediana degli ultimi 15 anni, soprattutto a Wall Street. Le attuali quotazioni sembrano pertanto già scontare un ritorno degli utili sui livelli pre-coronavirus nel corso del prossimo anno, anticipando la disponibilità di un vaccino efficiente e sicuro. Noi non condividiamo questo scenario ottimistico. Le prospettive economiche sono tuttora circondate da un livello di incertezza eccezionalmente elevato. Sullo sfondo restano inoltre le elezioni presidenziali negli Stati Uniti, le perduranti tensioni tra Washington e Pechino e il rischio di un'uscita del Regno Unito dal mercato unico europeo a fine anno senza accordo commerciale. Nel medio-lungo periodo ci sono però poche alternative all'investimento azionario.
Stati Uniti	S&P 500	→	↗	
Giappone	Nikkei 225	↗	↗	
Mercati Emergenti	MSCI EM (in €)	→	→	
CAMBI E MATERIE PRIME				
EUR/USD		→	↗	L'euro mostrerà probabilmente anche nei prossimi mesi forti oscillazioni, soprattutto contro il dollaro che tendenzialmente dovrebbe comunque continuare a deprezzarsi a condizione però di una prosecuzione della ripresa economica globale. La politica monetaria ultra accomodante della BCE dovrebbe comunque porre un certo freno a un eccessivo apprezzamento della moneta unica. L'atteggiamento estremamente accomodante delle principali banche centrali, i rendimenti tuttora compressi e l'incertezza molto elevata che circonda le prospettive economiche dovrebbero continuare a sostenere le quotazioni dell'oro. Il petrolio invece sarà ancora condizionato dai timori sulle prospettive della domanda da un lato e dai tagli alla produzione da parte dell'OPEC+ dall'altro.
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: 6 ottobre 2020; prossima pubblicazione inizio/metà gennaio 2021

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..