

INVESTMENT COMPASS

II TRIMESTRE 2022

RICERCA IN MATERIA DI INVESTIMENTI DELLA SPARKASSE



SPARKASSE
CASSA DI RISPARMIO



Inflazione sui massimi pluridecennali ma tassi ancora sui minimi storici!

L'inflazione continua a salire, non soltanto nell'Eurozona ma anche negli Stati Uniti, spingendosi sui massimi rispettivamente della serie storica (ovvero da almeno il 1997) e di oltre quaranta anni. Le cause non sono però del tutto identiche nelle due aree. Nell'Eurozona le pressioni sui prezzi al consumo sono spiegate in gran parte da

strozzature dal lato dell'offerta e in particolare dall'impennata dei prezzi energetici, legata anche alla guerra in Ucraina e ai timori di un'interruzione delle forniture soprattutto di gas da parte della Russia. Almeno per il momento nell'Eurozona non si vedono però ancora aumenti salariali diffusi, a differenza degli Stati Uniti.

Il passato insegna che pressioni inflazionistiche dovute soprattutto a strozzature dal lato dell'offerta non possono essere contrastate efficacemente da un restringimento della politica monetaria. Ciò spiega anche l'atteggiamento decisamente meno aggressivo della Banca centrale europea (BCE) che al momento si sta ancora concentrando sulla riduzione degli acquisti di titoli, il cui azzeramento è un prerequisito per poter alzare i tassi, forse verso fine anno. A marzo la Federal Reserve (Fed) ha invece già avviato la svolta dei tassi con un rialzo di 25 punti base (0,25%), prospettando inoltre altre sei strette entro fine anno. Nelle ultime settimane diversi esponenti della Federal Reserve si sono inoltre espressi a favore di aumenti dei tassi di 50 punti base a riunioni anche consecutive del Federal Open Market Committee (FOMC), il comitato di politica monetaria della banca centrale statunitense. Secondo il mercato dei futures, a fine 2022 il tasso sui fed funds, il tasso di riferimento

della Fed, potrebbe attestarsi al 2,5%, dallo 0,375% attuale. I rendimenti dei Treasuries USA sono già sensibilmente aumentati, spingendosi sulla scadenza biennale fino al 2,5% (+175 punti base circa da inizio anno). Recentemente la curva dei rendimenti si è brevemente addirittura invertita negli Stati Uniti, ovvero il rendimento sulla scadenza a 2 anni ha superato il rendimento sulla scadenza decennale. Negli ultimi 50 anni all'inversione della curva è sempre seguita una recessione, dopo un periodo però variabile tra uno o due anni.

Quali conclusioni possiamo trarre per l'impostazione dei portafogli?

Purtroppo l'elevata inflazione rende al momento molte asset class poco interessanti (in primis le obbligazioni di emittenti di primaria qualità come gli Stati e le società con rating investment grade). Anche la liquidità, se non utilizzata per un eventuale graduale aumento dell'esposizione alle attività più rischiose come l'azionario oppure, in ambito obbligazionario, le obbligazioni high yield e/o i titoli di Stato dei paesi emergenti in valuta forte, va incontro a una forte perdita di potere d'acquisto. A meno di non prevedere una stagflazione (periodo caratterizzato da una sostanziale stagnazione dell'attività economica e un'inflazione elevata) o addirittura una recessione, nel medio periodo le azioni, in quanto riferendosi ad attività reale, dovrebbero meglio conservare il potere d'acquisto in un contesto di inflazione elevata e sarebbero pertanto da privilegiare. Per attutire una volatilità che almeno nei prossimi mesi dovrebbe però rimanere ancora piuttosto elevata, consigliamo investimenti dilazionati nel tempo, ad esempio tramite i PAC, i piani di accumulo di risparmio.

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

QUADRO MACROECONOMICO

ECONOMIA MONDIALE

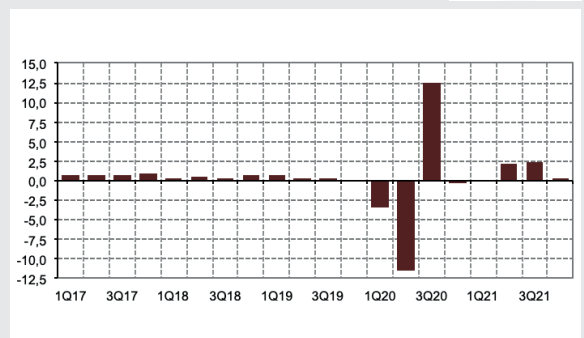
- La ripresa dell'economia mondiale si è indebolita negli ultimi tre mesi del 2021. Il Prodotto interno lordo (PIL) è aumentato soltanto dell'1,4% rispetto al periodo precedente nelle economie del G20, ossia nei più importanti paesi industrializzati ed emergenti, dopo essere salito dell'1,9% nel terzo trimestre. I rischi per le prospettive di crescita sono inoltre orientati al ribasso e legati in particolare alla guerra in Ucraina, al rincaro dell'energia, alle perduranti strozzature all'offerta e all'evoluzione della pandemia di coronavirus.
- Le più recenti indagini congiunturali segnalano un'ulteriore rallentamento della crescita. Nella media del primo trimestre del 2022 l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (PMI) è infatti sceso di 2,1 punti a 52,4 punti, mantenendosi però ancora ben sopra la soglia chiave dei 50 punti, spartiacque che separa l'espansione dalla contrazione dell'attività economica.
- L'inflazione continua intanto ad aumentare, riflettendo però non più soltanto l'impennata dei prezzi energetici.



EUROZONA

- Negli ultimi tre mesi del 2021 il PIL è salito soltanto dello 0,3% rispetto al periodo precedente, riportandosi comunque sui livelli precedenti la pandemia, dopo essere aumentato di ben il 2,3% nel terzo trimestre. Gli investimenti fissi lordi sono lievitati del 3,5% e la spesa pubblica è aumentata dello 0,5%, mentre i consumi privati sono diminuiti dello 0,6%. Per quanto riguarda i quattro più grandi paesi dell'area, l'attività economica è cresciuta del 2,2% in Spagna, dello 0,7% in Francia e dello 0,6% in Italia, a fronte però di una contrazione dello 0,3% in Germania.
- Le più recenti indagini congiunturali segnalano un'ulteriore lieve frenata dell'attività economica. Nella media del primo trimestre del 2022 l'indice PMI composito è sceso di 0,1 punti a 54,2 punti. Tale dinamica è spiegata da un deterioramento sia nel settore dei servizi (a 54,1 punti) che nel manifatturiero (a 57,8 punti).
- Le condizioni nel mercato del lavoro continuano a migliorare. A febbraio il tasso di disoccupazione si colloca al 6,8%, in calo dal 7,0% di dicembre. Si tratta di un minimo della serie storica.
- L'inflazione è lievitata a marzo dal 5,9% al 7,5%, toccando un nuovo massimo della serie storica, ovvero da almeno il 1997.

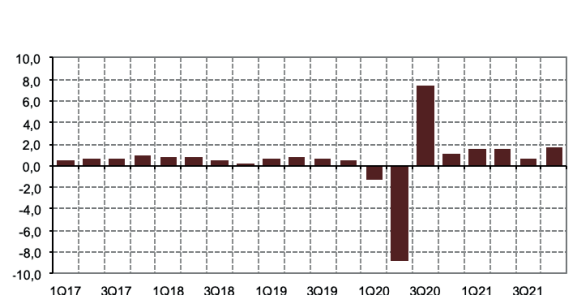
Eurozona: Prodotto interno lordo
% trimestre su trimestre



STATI UNITI

- Negli ultimi tre mesi del 2021 il PIL è salito dell'1,7% sul periodo precedente, dopo l'incremento dello 0,6% nel terzo trimestre.
- Seppure in calo, gli ultimi sondaggi congiunturali si attestano nel complesso ancora su livelli piuttosto elevati, segnalando pertanto una crescita ancora solida. Nella media del primo trimestre del 2022 l'indice dei responsabili degli acquisti per il settore manifatturiero elaborato da ISM è comunque sceso di 2,3 punti a 57,8 punti, mentre l'indicatore relativo al settore dei servizi è scivolato addirittura di 7,6 punti a 58,2 punti.
- La dinamica occupazionale rimane intanto molto sostenuta. Nei primi tre mesi del 2022 il numero degli occupati è salito di 1,685 milioni, dopo essere già aumentato di 1,912 milioni nel quarto trimestre del 2021. Il tasso di disoccupazione si attesta invece a marzo al 3,6%, il livello più basso dal febbraio 2020.
- L'inflazione è balzata a febbraio al 7,9%, massimo dal 1982.

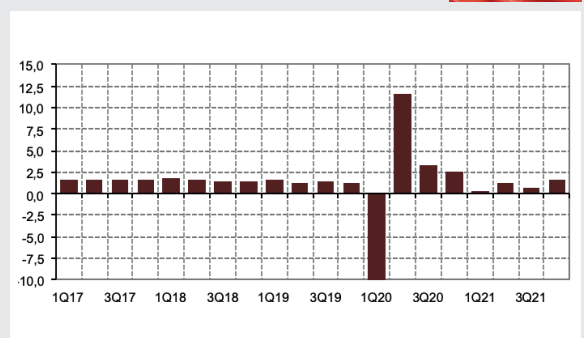
USA: Prodotto interno lordo
% trimestre su trimestre



CINA

- La dinamica congiunturale si è sensibilmente rafforzata negli ultimi mesi del 2021. Il PIL è salito dell'1,6% rispetto al periodo precedente, dopo essere aumentato soltanto dello 0,7% nel terzo trimestre. Nel 2021 invece la Cina è cresciuta dell'8,1%, mentre per quest'anno il governo ha fissato l'obiettivo di crescita al 5,5%.
- La diffusione della più contagiosa variante Omicron del coronavirus sta però ponendo rischi per la crescita nel breve periodo. Infatti, la strategia zero-Covid potrebbe portare a misure di contenimento più severe, gravando sull'attività economica.
- Segnali di debolezza arrivano intanto dalle ultime indagini congiunturali. Nella media del primo trimestre del 2022 l'indice PMI ufficiale per il settore manifatturiero è rimasto invariato a 49,9 punti, mentre l'indice relativo al settore dei servizi è sceso di 2,4 punti a 49,2 punti, portandosi pertanto in terreno recessivo.
- L'inflazione è rimasta a febbraio invariata allo 0,9%, minimo dallo scorso settembre, dopo essersi spinta a novembre fino al 2,3%, toccando il livello più elevato dall'agosto 2020.

Cina: Prodotto interno lordo
% trimestre su trimestre



MERCATI FINANZIARI

MERCATI GLOBALI

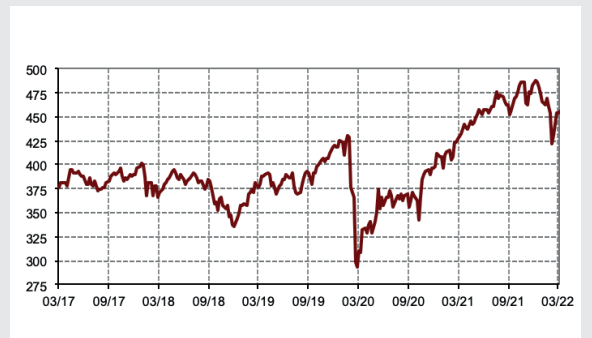


- Nei primi tre mesi del 2022 si è bruscamente interrotta la fase positiva dei principali listini azionari dopo aver però aggiornato a cavallo dell'anno i rispettivi massimi pluriennali o storici. Dopo sette trimestri consecutivi di aumento, tra gennaio e marzo l'indice MSCI World è sceso del 5,0% in valuta locale, risentendo in un primo momento soprattutto dell'impennata dei rendimenti obbligazionari a livello globale che ha penalizzato in particolare i settori "growth" e i titoli con i multipli più elevati, mentre dal 24 febbraio ha pesato l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia.
- Nel periodo in esame i rendimenti sia dei titoli di Stato dei paesi dell'Eurozona sia dei Treasuries USA hanno registrato un forte rialzo rispecchiando crescenti aspettative di un inasprimento della politica monetaria a livello globale (e in particolare negli Stati Uniti) in scia all'ulteriore accelerazione delle pressioni inflazionistiche. Ha però anche pesato la riduzione degli acquisti netti nell'ambito del PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) da parte della BCE.

AZIONARIO

- L'indice paneuropeo STOXX Europe 600 ha terminato il periodo in esame in calo del 6,5%, dopo essere però arrivato a perdere fino al 15%. La peggiore performance a livello settoriale è stata registrata dal comparto delle vendite al dettaglio (-27,8%), seguito dal tecnologico (-16,9%) e da quello dei consumi (-15,8%). In luce invece il settore delle risorse di base (+18,3%) e l'energetico (+14,1%), sostenuti dal rincaro delle materie prime. Tra le più importanti piazze europee viceversa spicca soprattutto la debolezza di Francoforte (-9,3%), seguita da Amsterdam (-9,2%), Milano (-8,5%) e Parigi (-6,9%), mentre Londra ha guadagnato l'1,8%.
- Decisamente meglio si è invece comportata Wall Street. Infatti, l'indice S&P 500 ha limitato la flessione al 4,9%.
- L'indice MSCI EM infine, il barometro che misura l'andamento dell'ampio e variegato universo delle borse dei paesi emergenti, ha lasciato sul campo il 6,5% in valuta locale.

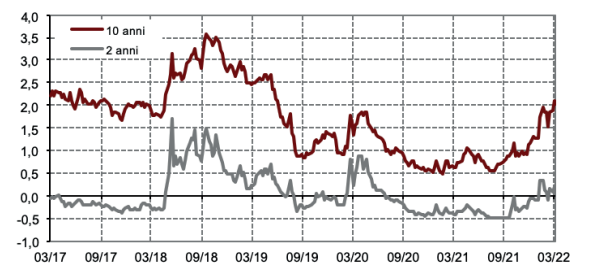
Europa: STOXX Europe 600



TASSI E REDDITO FISSO

- Alla riunione del 9 marzo il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato un'accelerazione nel processo di azzeramento degli acquisti netti di titoli nell'ambito dell'APP (Asset Purchase Programme), aprendo pertanto la porta a un rialzo dei tassi negli ultimi mesi dell'anno, dopo aver confermato l'interruzione degli acquisti nel quadro del PEPP a fine mese.
- Il rendimento del titolo di Stato italiano a 10 anni ha terminato il periodo in esame in rialzo di 87 punti base al 2,04%, dopo essersi però spinto brevemente fino al 2,26%, aggiornando il massimo dall'aprile 2020. Il rendimento del Bund, il titolo decennale tedesco, si attesta invece a fine marzo allo 0,55% (+73 punti base), riportandosi per la prima volta dal maggio 2019 in terreno positivo. Lo spread tra Italia e Germania si è pertanto allargato di 14 punti base a 149 punti base.

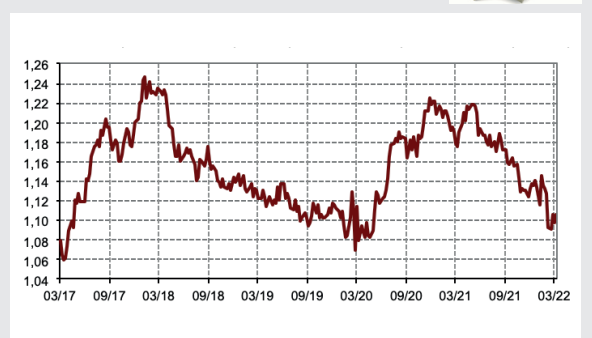
Italia: Rendimenti BTp a 2 e 10 anni



CAMBI E MATERIE PRIME

- L'euro ha continuato a perdere terreno nei confronti delle principali valute, risentendo di un clima di maggiore avversione al rischio e del deterioramento delle prospettive di crescita dell'Eurozona. La moneta unica è scesa brevemente nei pressi di quota 1,08 dollari, minimo dal maggio 2020, per poi però terminare il periodo in esame a 1,1067 dollari (-2,7%). L'euro si è comunque indebolito anche contro il renminbi cinese (-2,9%) e il franco svizzero (-1,6%) a fronte però di un deciso apprezzamento contro lo yen (+2,9%).
- Le quotazioni del petrolio di qualità Brent sono lievitate del 38,7% a 107,91 dollari al barile, dopo aver però aggiornato a inizio marzo, a 139,13 dollari al barile, il massimo dal luglio 2008. Il greggio è stato sostenuto soprattutto dai timori di un'interruzione della fornitura dalla Russia. Il prezzo dell'oro è invece balzato brevemente fino a 2.070 dollari l'oncia beneficiando di un clima di forte avversione al rischio, per poi però terminare il periodo in esame a 1.937 dollari (+5,9%).

EUR/USD



ATTESE



- Alla luce dell'elevata incertezza legata alla guerra in Ucraina, l'OCSE non ha aggiornato le stime di crescita, pur indicando che la crescita economica globale potrebbe essere quest'anno inferiore di oltre un punto percentuale (rispetto a quanto sarebbe stata altrimenti) nel caso gli shock sui mercati delle materie prime e finanziari visti nelle prime due settimane del conflitto dovessero persistere per almeno un anno. A dicembre l'OCSE aveva ancora previsto una crescita globale del 4,5%.
- Con riferimento all'Eurozona invece, le proiezioni della BCE di marzo, che tengono conto di una prima valutazione delle implicazioni della guerra in Ucraina, indicano nello scenario di base una crescita del 3,7% nel 2022 (dal 4,2% di dicembre).
- La politica monetaria diventerà nel corso di quest'anno meno accomodante nelle principali economie avanzate, e in particolare negli Stati Uniti. Dopo la svolta dei tassi a marzo, il Federal Open Market Committee, il braccio operativo della Federal Reserve, prospetta altri sei rialzi entro fine anno. La BCE invece potrebbe alzare i tassi negli ultimi mesi del 2022.

TREND IN ATTO *)

3 mesi 9 mesi

COMMENTO

REDDITO FISSO

		3 mesi	9 mesi	
Governativo Eurozona	Bloomberg Euro-Aggregate Treasury Index	🔴	🔴	Nonostante il recente forte rialzo, i rendimenti dei titoli di Stato dei paesi dell'Eurozona rimangono nel complesso ancora su livelli bassi e pertanto a rischio di un loro ulteriore aumento anche alla luce della recente accelerazione dell'inflazione e della riduzione degli acquisti da parte della BCE. I corporate bond IG invece, così come i bond HY, potrebbero risentire del deterioramento delle prospettive di crescita, oltre che dell'avvio del processo di normalizzazione della politica monetaria anche da parte della BCE. Interessanti appaiono nel medio periodo ancora le obbligazioni dei paesi emergenti in valuta forte, sebbene queste potrebbero soffrire nel breve periodo di un eventuale ulteriore aumento dei rendimenti dei Treasuries USA.
Corporate Investment Grade (IG) Euro	Bloomberg Euro-Aggregate Corporate Index	🔴	🔴	
Corporate High Yield (HY) Euro	Bloomberg Euro High Yield Index	🔴	🔴	
Mercati Emergenti	Bloomberg EM Sovereign Index	🔴	🔴	

AZIONARIO

		3 mesi	9 mesi	
Europa	STOXX Europe 600	🟡	🟡	L'attenzione degli investitori rimane al momento focalizzata sugli sviluppi in Ucraina. Sebbene nei prossimi mesi non si possa escludere un ulteriore correzione delle borse, restiamo convinti che nel medio-lungo periodo ci siano ancora poche alternative all'investimento azionario. Le azioni dovrebbero infatti essere ancora supportate dalla redditività tuttora piuttosto contenuta delle attività meno rischiose, oltre che dall'atteso ulteriore aumento degli utili. I multipli sono inoltre tornati sostanzialmente in linea con la mediana degli ultimi 15 anni, ad eccezione però di Wall Street. Pur diventando gradualmente meno espansiva, almeno nell'Eurozona e in Giappone la politica monetaria resterà ancora a lungo piuttosto accomodante.
Stati Uniti	S&P 500	🟢	🟡	
Giappone	Nikkei 225	🟡	🔴	
Mercati Emergenti	MSCI EM (in €)	🟡	🔴	

CAMBI E MATERIE PRIME

		3 mesi	9 mesi	
EUR/USD		🔴	🔴	La politica monetaria condiziona molto probabilmente anche nei prossimi mesi il mercato dei cambi. Il dollaro in particolare potrebbe ancora beneficiare del ciclo di rialzo dei tassi prospettato dalla Federal Reserve. I mercati monetari scontano comunque al momento già aumenti dei tassi di 220 punti base entro fine anno. L'aumento dei rendimenti dei Treasuries USA e il rafforzamento del dollaro potrebbero pesare sull'oro, che però al momento è ancora sostenuto dall'impennata dell'inflazione e dalla guerra in Ucraina. Il petrolio invece potrebbe ancora trarre beneficio dalla forte ripresa della domanda in un contesto di problemi dal lato dell'offerta, legati a timori di un'interruzione della fornitura da parte della Russia e a aumenti della produzione da parte dell'OPEC+ troppo bassi.
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 aprile 2022; prossima pubblicazione inizio/metà luglio 2022

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..