

INVESTMENT COMPASS

IV TRIMESTRE 2022

RICERCA IN MATERIA DI INVESTIMENTI DELLA SPARKASSE



SPARKASSE
CASSA DI RISPARMIO



AAA cercasi pazienza

Il 2022 si sta rivelando sempre più uno degli anni più difficili degli ultimi decenni per gli investimenti. Infatti, quasi tutte le asset class tipicamente presenti nei portafogli degli investitori, sia quelle ritenute più "sicure" come i titoli di Stato di paesi di primissima qualità (si pensi ad esempio alla Germania oppure agli Stati Uniti), sia quelle più rischiose come le obbligazioni high yield (ovvero a bassissimo merito di credito)

e le azioni, subiscono perdite sensibili, con flessioni per lo più a due cifre. Stavolta, infatti, a differenza del passato, l'andamento negativo delle Borse non viene parzialmente compensato dalla componente obbligazionaria che a sua volta subisce indistintamente importanti ridimensionamenti.

A cosa si deve l'andamento negativo di quasi tutte le asset class quest'anno?

Dopo almeno un decennio caratterizzato da un'inflazione molto bassa e per lo più inferiore all'obiettivo delle Banche centrali posto al 2%, dalla seconda metà dello scorso anno stiamo assistendo a una forte accelerazione delle pressioni sui prezzi al consumo. Infatti, in base alla stima flash dell'Eurostat a settembre l'inflazione ha raggiunto quota 10% nell'Eurozona. Si tratta del livello più elevato della serie storica, ovvero da almeno il 1997. Un'inflazione a doppia cifra l'Italia l'ha vista per l'ultima volta a metà degli anni '80. L'impennata dell'inflazione è dovuta a una pluralità di fattori, tra cui la forte ripresa della domanda post lockdown, le strozzature dal lato dell'offerta e il rincaro dell'energia, esacerbato dall'invasione russa dell'Ucraina che ha inoltre spinto al rialzo anche i prezzi dei beni alimentari. Le Banche centrali cercano adesso di contrastare un'in-

flazione di gran lungo troppo elevata con aggressivi rialzi dei tassi, correndo il rischio di causare una recessione. I mercati ovviamente ne risentono. Il restringimento della politica monetaria spinge al rialzo i rendimenti delle obbligazioni, sia dei titoli di Stato sia dei bond high yield, e pertanto al ribasso le loro quotazioni. Il calo dei prezzi è particolarmente marcato per le scadenze ultra lunghe. Il prezzo del titolo di Stato dell'Austria con scadenza nel 2120 si è ad esempio dimezzato da inizio anno.

L'impennata dei rendimenti obbligazionari e la forte incertezza delle prospettive di crescita si stanno poi facendo sentire sulle Borse. Oltre al fatto che rendimenti obbligazionari nuovamente decenti minano l'attrattività relativa di un investimento azionario, questi richiedono anche un ridimensionamento delle valutazioni azionarie, in gran parte comunque già avvenuto. Per vedere un'inversione del trend ribassista delle Borse bisognerà tuttavia molto probabilmente aspettare maggiori certezze per quanto riguarda il livello a cui le principali Banche centrali porteranno i loro tassi di riferimento, oltre che segnali convincenti per quanto riguarda l'atteso calo dell'inflazione. Tuttavia, i mercati finanziari sono sempre pronti a cogliere l'attimo di inversione di tendenza e generalmente l'inizio di una nuova fase rialzista è connotata da significativi recuperi di valore. La primavera è ancora lontana, ma sappiamo che arriverà. Nonostante tutto.

Armin Weißenegger,

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

QUADRO MACROECONOMICO

ECONOMIA MONDIALE

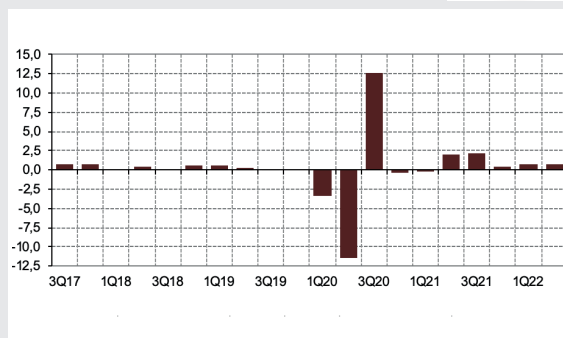
- La congiuntura si sta indebolendo. Nel secondo trimestre del 2022 il Prodotto interno lordo (PIL) è diminuito dello 0,4% rispetto al periodo precedente nelle economie del G20, ossia nei più importanti paesi industrializzati ed emergenti, dopo essere ancora salito dello 0,5% nei primi tre mesi dell'anno. I rischi per le prospettive di crescita restano inoltre orientati al ribasso e legati, tra l'altro, agli aggressivi rialzi dei tassi da parte delle principali Banche centrali, all'elevata inflazione e alle perduranti strozzature all'offerta.
- Infatti, le più recenti indagini congiunturali segnalano un'ulteriore moderazione dell'attività economica. Nella media del terzo trimestre l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (PMI) è sceso di 2,1 punti a 49,9 punti, portandosi pertanto sotto la soglia chiave dei 50 punti, spartiacque che separa l'espansione dalla contrazione dell'attività economica.
- L'inflazione resta estremamente elevata, principalmente a causa dell'impennata dei prezzi dei beni energetici e alimentari.



EUROZONA

- Nel secondo trimestre il PIL è salito dello 0,8% rispetto al periodo precedente, dopo essere già aumentato dello 0,7% nei primi tre mesi del 2022. Si tratta del quinto trimestre di espansione. La crescita riflette l'accelerazione di consumi privati (+1,3%), investimenti fissi lordi (+0,9%) e spesa pubblica (+0,6%), a fronte di un contributo negativo del commercio con l'estero (-0,1%). Per quanto riguarda i quattro più grandi paesi dell'area, l'attività economica è cresciuta dell'1,5% in Spagna, dell'1,1% in Italia e dello 0,5% in Francia, ma di appena lo 0,1% in Germania.
- Le più recenti indagini congiunturali segnalano adesso però una contrazione dell'economia. Infatti, nella media del terzo trimestre l'indice PMI composito è scivolato da 54,2 a 49,0 punti, riflettendo un forte deterioramento sia nei servizi (-5,7 punti a 49,9 punti) sia nel manifatturiero (-4,8 punti a 49,3 punti).
- Le condizioni nel mercato del lavoro continuano però nel complesso ancora a migliorare. Ad agosto il tasso di disoccupazione si colloca al 6,6%, minimo da almeno il 1998.
- L'inflazione è balzata a settembre dal 9,1% al 10,0%, toccando un nuovo massimo della serie storica, ovvero da almeno il 1997.

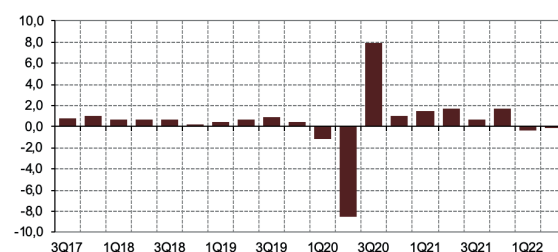
Eurozona: Prodotto interno lordo
% trimestre su trimestre



STATI UNITI

- Tra aprile e giugno il PIL è sceso dello 0,1% rispetto al periodo precedente, dopo essere già diminuito dello 0,4% nei primi tre mesi dell'anno. Il calo riflette soprattutto la debolezza degli investimenti e il contributo negativo della variazione delle scorte a fronte di un'accelerazione della crescita dei consumi privati.
- Indicazioni contrastanti arrivano intanto dai sondaggi congiunturali. Nella media del terzo trimestre l'indice dei responsabili degli acquisti per il settore manifatturiero elaborato da ISM è sceso di 2,6 punti a 52,2 punti, mentre l'indicatore relativo ai servizi è rimbalzato di 0,7 punti a 56,8 punti.
- La dinamica occupazionale rimane intanto ancora molto sostenuta. Nel terzo trimestre il numero degli occupati è infatti salito di 1,115 milioni, dopo essere già aumentato di 1,047 milioni nel secondo trimestre. Il tasso di disoccupazione si attesta invece a settembre al 3,5%, il livello più basso da febbraio 2020.
- L'inflazione è scesa ad agosto di due decimi all'8,3%, dopo aver toccato a giugno, al 9,1%, un massimo di 41 anni e mezzo.

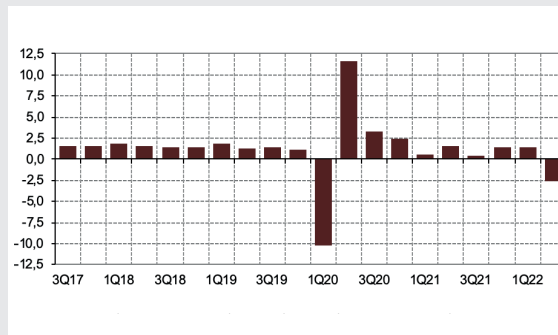
USA: Prodotto interno lordo
% trimestre su trimestre



CINA

- Nel secondo trimestre il PIL è diminuito del 2,6% rispetto al periodo precedente, dopo essere aumentato dell'1,4% nei primi tre mesi del 2022. L'attività economica ha risentito delle rigide misure di contenimento attuate nell'ambito della strategia zero-COVID in risposta ai focolai emersi nelle maggiori province.
- L'economia dovrebbe tornare a crescere nella seconda metà di quest'anno grazie anche a un maggiore sostegno delle politiche, come peraltro testimoniato dalle indagini congiunturali. Nella media del terzo trimestre l'indice PMI ufficiale per il settore dei servizi è balzato di ben 4,1 punti a 51,2 punti, ma l'indice relativo al settore manifatturiero è salito soltanto di quattro decimi a 49,5 punti. Quest'anno la crescita rimarrà comunque significativamente al di sotto dell'obiettivo ufficiale del 5,5%.
- L'inflazione è scesa ad agosto di due decimi al 2,5%, dopo aver toccato a luglio, al 2,7%, un massimo degli ultimi due anni.

Cina: Prodotto interno lordo
% trimestre su trimestre



MERCATI FINANZIARI



MERCATI GLOBALI

- Prosegue la fase negativa dei principali listini azionari. Tra luglio e settembre l'indice MSCI World è sceso del 4,8% in valuta locale, terminando il terzo trimestre consecutivo in calo, la serie negativa più lunga degli ultimi 13 anni. Da inizio anno (YTD) invece il ribasso ammonta addirittura al 22,9%. Le quotazioni hanno risentito soprattutto di crescenti timori di recessione anche alla luce degli aggressivi rialzi dei tassi da parte delle principali Banche centrali. I risultati trimestrali delle società statunitensi ed europee hanno nel complesso però ancora superato le attese degli analisti.
- Nel periodo in esame i rendimenti sia dei titoli di Stato dei paesi dell'Eurozona sia dei Treasuries USA hanno continuato a salire in misura significativa, rispecchiando l'inasprimento della politica monetaria in atto nelle economie avanzate per contrastare un'inflazione di gran lunga troppo elevata. Ha probabilmente però anche pesato la fine degli acquisti netti di titoli nell'ambito dell'APP (Asset Purchase Programme) da parte della Banca centrale europea (BCE).

AZIONARIO

- L'indice paneuropeo STOXX Europe 600 ha terminato il periodo in esame in ribasso del 4,8%, aggiornando i minimi da novembre 2020 (YTD -20,5%). La peggiore performance a livello settoriale è stata registrata dal comparto immobiliare (-17,5%), seguito da quello telecom (-16,3%) e da quello delle vendite al dettaglio (-11,8%), a fronte di cali più contenuti per il settore energetico (-0,8%), per quello dei viaggi e del tempo libero (-1,4%) e per quello delle risorse di base (-1,7%). Tra le più importanti piazze europee viceversa, male Madrid (-9,0%), Francoforte (-5,2%) e Zurigo (-4,4%), mentre hanno tenuto meglio Parigi (-2,7%) e Amsterdam (-2,8%).
- In calo comunque anche Wall Street: l'S&P 500 è sceso del 5,3% al livello più basso da novembre 2020 (YTD -24,8%).
- L'indice MSCI EM, barometro che misura l'andamento del variegato universo delle Borse dei paesi emergenti, è infine scivolato addirittura del 9,1% in valuta locale (YTD -22,7%).

Europa: STOXX Europe 600



TASSI E REDDITO FISSO

- Nella riunione dell'8 settembre il Consiglio direttivo della BCE ha alzato i tassi di 75 punti base, dopo averli già aumentati di 50 punti base a luglio, prospettando inoltre ulteriori strette monetarie per i prossimi mesi. A luglio è stato intanto presentato il Transmission Protection Instrument (TPI), il nuovo strumento di contrasto alla frammentazione.
- Il rendimento del titolo di Stato italiano a 10 anni ha terminato il periodo in esame in rialzo di ben 126 punti base al 4,52%, dopo essersi però spinto brevemente addirittura fino al 4,93%, massimo dal giugno 2013. Il rendimento del Bund, il titolo decennale tedesco, si attesta invece a fine settembre al 2,11% (+77 punti base). Lo spread tra Italia e Germania si è pertanto allargato di 49 punti base a 241 punti base.

Italia: Rendimenti BTp a 2 e 10 anni



CAMBI E MATERIE PRIME

- L'euro si è indebolito nei confronti delle principali valute, come testimoniato dal cambio effettivo nominale, sceso brevemente al livello più basso da febbraio 2017. La moneta unica si è deprezzata soprattutto contro il dollaro, scivolando temporaneamente fino a 0,9536 dollari, minimo da giugno 2002, per poi però terminare il periodo in esame a 0,9802 dollari (-6,5%). Il biglietto verde ha continuato a beneficiare sia di un clima di maggiore avversione al rischio, sia degli aggressivi rialzi dei tassi da parte della Federal Reserve.
- Si è arrestato il rincaro del petrolio. Le quotazioni del greggio di qualità Brent sono crollate del 23,4% a 87,96 dollari al barile. Hanno pesato soprattutto timori per la domanda di petrolio, riconducibili al peggioramento delle prospettive per l'economia mondiale. Il prezzo dell'oro è invece sceso brevemente fino a 1.615 dollari l'oncia, minimo da aprile 2020, per poi però terminare il periodo in esame a 1.661 dollari l'oncia (-8,1%). Hanno ancora pesato il restringimento della politica monetaria e la forza del dollaro.

EUR/USD



ATTESE



- A fine settembre l'OCSE ha confermato la proiezione di crescita per l'economia globale per il 2022, rivedendo però sensibilmente verso il basso quella per il 2023. In base a tali stime il PIL mondiale dovrebbe aumentare quest'anno ancora del 3,0%, dopo il +5,8% del 2021, per poi però rallentare al 2,2% il prossimo anno (anziché al 2,8% indicato a giugno).
- Anche le proiezioni della BCE di settembre con riferimento all'Eurozona hanno registrato una revisione verso il basso per il 2023. Lo scenario di base indica una crescita del 3,1% nel 2022 (anziché del 2,8%) ma di appena lo 0,9% nel 2023 (2,1%).
- Il restringimento della politica monetaria proseguirà anche nei prossimi mesi, sia negli Stati Uniti sia nell'Eurozona. Il Federal Open Market Committee, il braccio operativo della Federal Reserve (Fed), prospetta ancora rialzi dei tassi per 125 punti base entro fine anno, a cui dovrebbe seguire l'anno prossimo un'ultima stretta da 25 punti base, portando pertanto il tasso sui fed funds tra il 4,5% e il 4,75%. La BCE invece dovrebbe alzare i tassi ancora di almeno 100 punti base entro fine anno.

TREND IN ATTO *)

3 mesi 9 mesi

COMMENTO

REDDITO FISSO

Governativo Eurozona	Bloomberg Euro-Aggregate Treasury Index	↗	↗	Nonostante l'impennata da inizio anno, i rendimenti dei titoli di Stato dei Paesi dell'Eurozona potrebbero ancora salire, riflettendo la normalizzazione della politica monetaria e un'inflazione che resterà più a lungo su livelli troppo elevati. I corporate bond IG invece, così come i bond high yield, pur avendo raggiunto rendimenti già interessanti, potrebbero essere ancora penalizzati dal crescente rischio di recessione. Molto interessanti appaiono nel medio periodo ancora le obbligazioni dei Paesi emergenti in valuta forte. Il recupero delle pesanti perdite subite da inizio anno potrebbe tuttavia impiegare ancora diverso tempo, soprattutto nel caso di un 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

Europa	STOXX Europe 600	↗	↗	Le Borse restano in balia della politica monetaria che cerca di contrastare un'inflazione di gran lungo troppo elevata con aggressivi rialzi dei tassi anche a costo di causare una recessione. Oltre alla prospettiva che i tassi si attesteranno su livelli più elevati per un periodo più lungo, continuano comunque a preoccupare anche la crisi energetica e del gas in Europa in vista dell'inverno, la strategia zero Covid in Cina e i periodici lockdown che ciò comporta (con pesanti ripercussioni sulle catene di approvvigionamento globali), nonché il rischio di ulteriore escalation della guerra in Ucraina. Benché nei prossimi mesi non si possa pertanto escludere un ulteriore calo delle Borse, nel medio periodo i listini azionari dovrebbero però essere supportati dai più contenuti multipli.
Stati Uniti	S&P 500	↗	↗	
Giappone	Nikkei 225	↗	↗	
Mercati Emergenti	MSCI EM (in €)	↗	↗	

CAMBI E MATERIE PRIME

EUR/USD	↗	↗	La politica monetaria dovrebbe condizionare anche nei prossimi mesi il mercato dei cambi. Il dollaro in particolare potrebbe ancora essere sostenuto dagli aggressivi rialzi dei tassi da parte della Federal Reserve, oltre che da un clima di forte avversione al rischio. Il rialzo dei tassi soprattutto negli Stati Uniti e la forza del dollaro dovrebbero ancora condizionare l'andamento dell'oro che al momento non riesce ad approfittare né di un clima di forte avversione al rischio né delle tensioni geopolitiche. Il petrolio invece potrebbe ancora risentire di timori sulla tenuta della domanda alla luce del deterioramento delle prospettive di crescita mondiale. Permangono però anche problemi dal lato dell'offerta, legati alla riduzione dell'estrazione di greggio da parte dell'OPEC+.
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: 7 ottobre 2022; prossima pubblicazione inizio/metà gennaio 2023

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..