

# INVESTMENT COMPASS

III TRIMESTRE 2019

RICERCA IN MATERIA DI INVESTIMENTI DELLA SPARKASSE



**SPARKASSE**  
CASSA DI RISPARMIO



## TINA e FOMO

La Banca centrale europea (BCE) e la Federal Reserve hanno mostrato negli ultimi sei mesi un'inversione a 180 gradi. Dopo aver prospettato ancora a fine 2018 una prosecuzione del graduale processo di normalizzazione della politica monetaria, negli ultimi mesi entrambe le banche

centrali sono state costrette a rivedere le loro intenzioni, prospettando nuovamente una politica monetaria più accomodante. Le cause di ciò sono da ricercarsi nel deterioramento delle prospettive di crescita, legato soprattutto alle perduranti tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina, oltre che al netto calo dell'inflazione.

I mercati finanziari hanno prontamente reagito al mutato scenario, spingendo al rialzo le quotazioni azionarie e al ribasso i rendimenti obbligazionari. I rendimenti dei titoli di Stato di molti paesi dell'Eurozona sono adesso negativi anche per le scadenze più lunghe. Infatti, al momento i rendimenti governativi di Germania, Olanda, Austria, Finlandia, Francia e Belgio si trovano sulla scadenza decennale sotto zero. Dopo un 2018 molto difficile per quasi tutte le asset class, il primo semestre 2019 si è pertanto concluso con un forte recupero che in molti

casi ha portato a registrare nuovi massimi storici.

A questo punto, con i rendimenti degli emittenti di migliore qualità in terreno sempre più negativo, l'investitore è costretto a considerare l'inclusione di investimenti più rischiosi nel suo portafoglio, in primis le azioni, per riuscire ad ottenere nel medio periodo una performance positiva. Infatti, in questo contesto agli investimenti azionari non vi è alternativa ("there is no alternative", TINA). Le azioni sono attualmente tra le poche attività da cui nel medio periodo è ancora lecito aspettarsi un rendimento positivo. Tuttavia, non si deve rincorrere ciecamente i mercati. Infatti, trattandosi idealmente di investimenti di medio lungo periodo, non bisogna avere paura di perdere il treno ("fear of missing out", FOMO). Il modo migliore per aumentare gradualmente con disciplina e in linea con la propria propensione al rischio l'esposizione ai mercati azionari resta lo strumento del piano di accumulo del capitale (PAC) su fondi azionari. Il PAC infatti permette di approfittare anche di eventuali correzioni delle borse che sono sempre in agguato, comprando quantità maggiori a prezzi più bassi.

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

## QUADRO MACROECONOMICO

### ECONOMIA MONDIALE

- La crescita si è leggermente rafforzata nel primo trimestre del 2019. Il Prodotto interno lordo (PIL) è salito dello 0,8% sul periodo precedente nelle economie del G20, ossia nei più importanti paesi industrializzati ed emergenti, e dello 0,5% nei paesi dell'OCSE.
- I più recenti sondaggi congiunturali segnalano tuttavia un nuovo rallentamento della crescita a livello globale. Infatti, nella media del secondo trimestre del 2019 l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers Index, PMI) è sceso di un punto a 51,5 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 delle perduranti incertezze connesse a fattori geopolitici, al crescente protezionismo e alle vulnerabilità dei paesi emergenti.
- A maggio l'inflazione è leggermente diminuita nelle principali economie avanzate dopo l'aumento registrato nei due mesi precedenti.



## MERCATI FINANZIARI

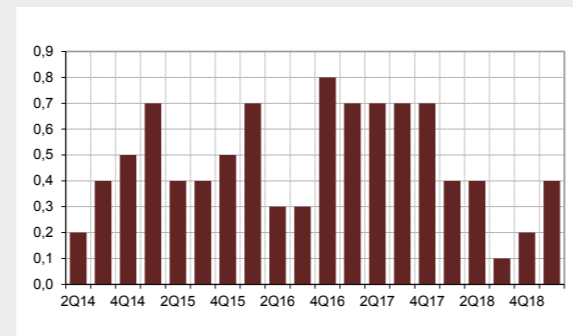
### MERCATI GLOBALI

- Sebbene i principali listini azionari abbiano evidenziato nel secondo trimestre una forte volatilità, l'indice MSCI World è salito del 3,0% in valuta locale, portando il rialzo da inizio anno (YTD) al 15,3%. A maggio le quotazioni erano sensibilmente calate risentendo soprattutto dell'ulteriore escalation delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina che rischiano di sfociare in una guerra fredda della tecnologia. Gli Stati Uniti hanno aumentato i dazi dal 10 al 25% su importazioni dalla Cina per un valore di 200 miliardi di dollari. A giugno tuttavia si è assistito a un forte recupero delle borse a fronte soprattutto di aspettative per una politica monetaria più accomodante negli Stati Uniti.
- I rendimenti dei titoli di Stato sono diminuiti sensibilmente a livello mondiale in un contesto caratterizzato da un peggioramento delle prospettive macroeconomiche, di un nuovo inasprimento delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina e delle tensioni in Medio Oriente, tutti fattori che favoriscono le attività meno rischiose come i titoli di Stato. Le quotazioni sono state però anche sostenute dall'orientamento più accomodante delle principali banche centrali.

### EUROZONA

- Nei primi tre mesi del 2019 la crescita ha ulteriormente accelerato, principalmente però per effetto di fattori temporanei. Il PIL è salito dello 0,4% sul periodo precedente, dopo l'aumento dello 0,2% nel quarto trimestre del 2018. Per quanto riguarda i paesi più grandi dell'area, l'attività economica è aumentata dello 0,7% in Spagna, dello 0,4% in Germania, dello 0,3% in Francia e dello 0,1% in Italia (dopo due trimestri di contrazione).
- I risultati delle ultime indagini congiunturali sono ancora coerenti con una prosecuzione della crescita nei mesi primaverili. Infatti, nella media del secondo trimestre del 2019 l'indice PMI composito è salito di tre decimi a 51,8 punti. Si tratta del primo aumento negli ultimi sei trimestri. I rischi per le prospettive di crescita restano comunque ancora orientati verso il basso.
- Prosegue il graduale miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione è sceso di un decimo al 7,5% a maggio. Si tratta del livello più basso dal luglio del 2008.
- L'inflazione è rimasta a giugno invariata all'1,2%, a testimonianza di una sostanziale assenza di pressioni sui prezzi al consumo.

**Eurozona: Prodotto interno lordo**  
% trimestre su trimestre



### AZIONARIO

- L'indice paneuropeo STOXX Europe 600 ha terminato il secondo trimestre in rialzo dell'1,5% (YTD +14%). La migliore performance a livello settoriale è stata registrata dal comparto tecnologico (+6,8%), seguito da quello dei servizi finanziari (+6,2%) e da quello dei beni e servizi industriali (+6,1%). Il calo più pronunciato è stato invece messo a segno dal settore immobiliare (-6,3%). Tra le più importanti piazze europee viceversa, spiccano i progressi di Francoforte (+7,6%), Zurigo (+4,4%) e Parigi (+3,5%), sotto tono invece Milano (-0,2%) e Madrid (-0,4%).
- Meglio si è comportata la borsa di New York, con l'indice S&P 500 in rialzo del 3,8% (YTD +17,3%).
- L'indice MSCI EM, il barometro che rappresenta l'andamento dell'ampio universo delle borse dei paesi emergenti, è invece sceso dello 0,7% in valuta locale (YTD +8,7%).

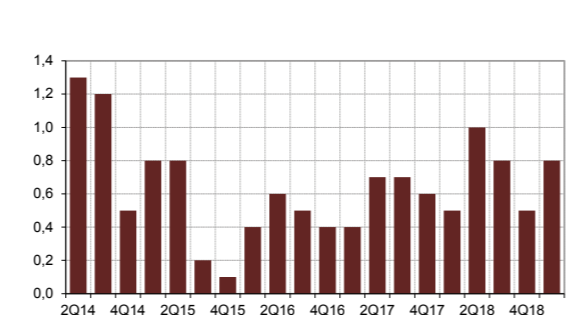
**Europa: STOXX Europe 600**



### STATI UNITI

- La dinamica congiunturale si è irrobustita nei primi tre mesi del 2019. Il PIL è salito dello 0,8% sul periodo precedente, dopo l'incremento dello 0,5% registrato nell'ultimo trimestre del 2018.
- I più recenti sondaggi congiunturali segnalano tuttavia un nuovo rallentamento della crescita tra aprile e giugno. L'indice dei responsabili degli acquisti per il settore manifatturiero a cura di ISM è sceso di 3,2 punti a 52,2 punti nella media del secondo trimestre, toccando il livello più basso dal settembre 2016, mentre l'indicatore relativo al settore non manifatturiero si è portato a 55,8 punti, dai 57,5 del primo trimestre del 2019.
- La dinamica occupazionale ha continuato a indebolirsi: ad aprile e maggio il numero degli occupati è aumentato in media soltanto di 150 mila unità (da 174 mila del primo trimestre). Il tasso di disoccupazione è però rimasto stabile al 3,6%, minimo dal 1969.
- L'inflazione è scesa di due decimi all'1,8% a maggio, dopo aver toccato ad aprile il livello più elevato dallo scorso novembre.

**USA: Prodotto interno lordo**  
% trimestre su trimestre



### TASSI E REDDITO FISSO

- Alla riunione di giugno il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha modificato la forward guidance sui tassi, annunciando che questi "rimarranno su livelli pari a quelli attuali almeno fino a metà del 2020" e non più solo fino a fine 2019. Dal simposio di Sintra il presidente Draghi ha inoltre aperto la porta a un nuovo allentamento monetario (taglio dei tassi e/o ripresa del programma di acquisto di attività).
- Il rendimento del titolo di Stato italiano a 10 anni ha terminato il periodo in esame in calo di 39 punti base al 2,10%, dopo essere però sceso brevemente al 2%, toccando un minimo dal maggio 2018. Il rendimento del Bund, il titolo decennale tedesco, si attesta invece a fine giugno a -0,33% (-26 punti base), a ridosso dei minimi storici. Lo spread tra Italia e Germania si è però ristretto soltanto di 13 punti base a 243 punti base. Pesa lo scontro con l'UE sulla politica di bilancio.

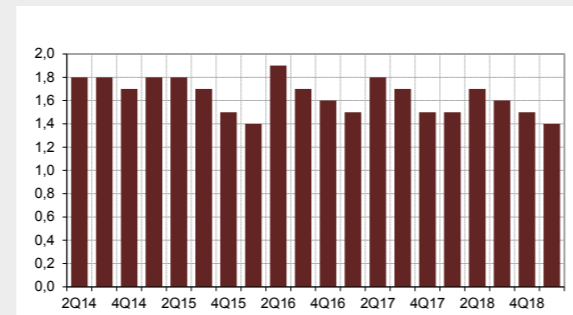
**Italia: Rendimenti BTP a 2 e 10 anni**



### CINA

- L'attività economica ha continuato a perdere slancio nei primi tre mesi del 2019. Il PIL è salito soltanto dell'1,4% sul periodo precedente, dopo l'incremento dell'1,5% nel quarto trimestre del 2018. Si tratta del minor ritmo di crescita da inizio 2016.
- Segnali di ulteriore rallentamento della dinamica congiunturale arrivano dalle ultime indagini congiunturali. L'indice PMI ufficiale per il settore manifatturiero è sceso di un decimo a 49,6 punti nella media del secondo trimestre, mentre l'indicatore relativo al settore non manifatturiero si è portato a 54,3 punti (da 54,6).
- Il recente inasprimento delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti dovrebbe gravare sul commercio, mentre il suo impatto sulla crescita dovrebbe essere contenuto dalle misure di politica economica oltre che dall'allentamento della politica monetaria.
- L'inflazione è salita per il terzo mese consecutivo a maggio, di due decimi al 2,7%, il livello più elevato dal febbraio 2018, collocandosi però ancora al di sotto dell'obiettivo della People's Bank of China (PBoC), fissato anche per il 2019 al 3%.

**Cina: Prodotto interno lordo**  
% trimestre su trimestre



### CAMBI E MATERIE PRIME

- Nel secondo trimestre si è arrestata la debolezza del cambio effettivo nominale dell'euro (+1,6%), nonostante l'ulteriore deterioramento delle prospettive di crescita nell'Eurozona e l'atteggiamento più accomodante da parte della BCE. L'euro si è apprezzato del 4,1% contro la sterlina che ha risentito in particolare dell'aumentato rischio di un'uscita del Regno Unito dall'UE senza accordo. La moneta unica si è però anche rafforzata dell'1,3% (a 1,1368) contro il dollaro statunitense.
- Le quotazioni del petrolio Brent sono scese del 2,7% a 66,55 dollari al barile, dopo essersi però spinte ad aprile fino a 75,60 dollari. Le tensioni commerciali e il loro impatto sulla domanda mondiale di greggio hanno più che compensato i fattori dal lato dell'offerta (tagli alla produzione dell'OPEC+, tensioni in Medio Oriente). Il prezzo dell'oro è invece lievitato del 9,1% a 1.409 dollari l'oncia, beneficiando soprattutto della prospettiva di una politica monetaria più accomodante.

**EUR/USD**



# ATTESE



- L'OCSE ha rivisto nuovamente leggermente verso il basso le proiezioni di crescita per l'economia globale per l'anno in corso. In base a tali stime, diffuse lo scorso 21 maggio, il PIL mondiale dovrebbe aumentare del 3,2% nel 2019 (-0,1% rispetto alle proiezioni diffuse a inizio marzo) e del 3,4% nel 2020. Nel 2018 invece l'economia mondiale era cresciuta del 3,5%.
- Con riferimento all'Eurozona invece, le ultime proiezioni della BCE di giugno, riviste leggermente al rialzo per il 2019 e al ribasso per il 2020 e il 2021, indicano un incremento del PIL dell'1,2% nel 2019 e dell'1,4% sia nel 2020 sia nel 2021.
- La politica monetaria potrebbe diventare ancora più accomodante nelle principali economie avanzate. Per quanto riguarda l'Eurozona, in assenza di una ripresa dell'inflazione la BCE potrebbe abbassare nei prossimi mesi il tasso sui depositi, attualmente pari a -0,4%, oppure posticipare ulteriormente il momento del prossimo aumento del costo del denaro. Con riferimento agli Stati Uniti invece, il FOMC potrebbe tagliare i tassi già alla prossima riunione di luglio fino a 50 punti base.

## TREND IN ATTO \*)

3 mesi 9 mesi

## COMMENTO

### REDDITO FISSO (RENDIMENTO)

		3 mesi	9 mesi	
Germania	Bloomberg Barclays Government Index	🔴	🔴	I rendimenti dei titoli di Stato dei paesi dell'Eurozona si trovano in terreno negativo anche per le scadenze più lunghe. Questa situazione non è destinata a cambiare nel breve periodo. Infatti, la prospettiva che la politica monetaria resterà più accomodante più a lungo, ma anche la sostanziale assenza di pressioni inflazionistiche e il clima di maggiore avversione al rischio 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 5,3% circa. Attenzione invece ai titoli di Stato italiani che in autunno potrebbero soffrire di tensioni tra Italia e UE per la politica di bilancio 2020.
Italia	Bloomberg Barclays Government Index	🔴	🔴	
Stati Uniti	Bloomberg Barclays Government Index	🔴	🔴	
Mercati Emergenti	Bloomberg Barclays EM Sovereign Index	🔴	🔴	

### AZIONARIO

		3 mesi	9 mesi	
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, le tensioni geopolitiche in Medio Oriente, il rischio di un'uscita del Regno Unito dall'Unione europea senza accordo e le probabili tensioni tra Roma e Bruxelles sulla politica di bilancio per il 2020. Un certo supporto alle quotazioni dovrebbe comunque ancora arrivare soprattutto dall'atteggiamento più accomodante delle principali banche centrali, oltre che dalla probabile prosecuzione della ripresa economica mondiale.
Stati Uniti	S&P 500	🟢	🟢	
Giappone	Nikkei 225	🟡	🟡	
Mercati Emergenti	MSCI EM (in €)	🟡	🟡	

### CAMBI E MATERIE PRIME

		3 mesi	9 mesi	
EUR/USD		🟡	🟡	Il dollaro potrebbe risentire nei prossimi mesi del probabile allentamento della politica monetaria da parte della Federal Reserve. Le migliori prospettive di crescita degli Stati Uniti rispetto all'Eurozona, ma anche la possibilità di un taglio dei tassi da parte della BCE e il rischio di una No-Deal-Brexit dovrebbero in ogni caso frenare il potenziale rialzista dell'euro. L'atteggiamento più accomodante delle principali banche centrali, i rendimenti molto compressi e le tensioni in Medio Oriente potrebbero favorire un ulteriore rincaro dell'oro, considerato bene rifugio. Il petrolio invece sarà ancora condizionato da un lato dai timori sulle prospettive di crescita e quindi sulla domanda di greggio, dall'altro però anche dalla prosecuzione dei tagli alla produzione da parte dell'OPEC+ almeno fino a marzo 2020.
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 luglio 2019; prossima pubblicazione inizio/metà ottobre 2019

### 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..