

# INVESTMENT COMPASS

II TRIMESTRE 2021

RICERCA IN MATERIA DI INVESTIMENTI DELLA SPARKASSE



**SPARKASSE**  
CASSA DI RISPARMIO



## Non est ad astra mollis e terris via

La citazione tratta da "Hercules furens" di Seneca potrebbe essere la fonte per il ben più noto "per aspera ad astra". "Attraverso le asperità sino alle stelle" sembra essere anche il Leitmotiv dei mercati finanziari negli ultimi 14 mesi. Alla più veloce caduta dei mercati azionari nella loro storia tra fine febbraio e fine marzo dello scorso anno è seguito il più veloce recupero mai registrato ed alla fine del primo trimestre 2021 i mercati azionari statunitensi, giapponesi e dei paesi emergenti si trovano ca. 20% più alti rispetto ai massimi di febbraio 2020, mentre i mercati azionari europei hanno, invece, meramente riguadagnato il terreno perso trovandosi ora all'incirca sui massimi (o leggermente sopra) del 2000, 2007, 2015 e 2020.

I mercati azionari hanno così evidenziato un andamento assai divergente da quello dell'economia reale che si trova ancora a combattere con la pandemia e prossimamente, si spera, con i suoi postumi. Con i mercati azionari arrivati "alle stelle" è lecito parlare di una bolla e pertanto di un pericolo imminente di un tracollo dei mercati? In una recente ricerca, Goldman Sachs ha identificato nove caratteristiche comuni alle bolle, ovvero:

- 1) Aumento eccessivo dei prezzi e valutazioni estreme che non riflettono i fondamentali attuali, bensì la promessa e la speranza di crescita ed utili ad un certo punto in un futuro non prossimo;
- 2) Giustificazione dei livelli di prezzi raggiunti grazie a nuove tecniche di valutazione ("Questa volta è diverso!");
- 3) Concentrazione degli investitori su determinate tematiche o settori;

- 4) Grande afflusso di denaro da parte degli investitori;
- 5) Ampia disponibilità di credito, tassi di interesse molto bassi ed indebitamento crescente nel settore privato;
- 6) Ingenti operazioni di fusione ed acquisizione, quotazioni in borsa etc.;
- 7) Narrativa di una nuova era legata ad innovazioni o nuove tecnologie;
- 8) Ciclo economico tendenzialmente avanzato;
- 9) Emersione di scandali contabili o irregolarità.

Scorrendo l'elenco di cui sopra, difficilmente si riescono ad associare le casistiche descritte ai mercati attuali in maniera generalizzata. Indubbiamente c'è però un numero crescente di azioni che sembrano soddisfare un buon numero di caratteristiche, come per esempio nel settore tecnologico oppure nelle nuove tecnologie legate alle automobili o al cambiamento climatico, specialmente laddove le società non producano utili. Anche il mondo delle criptovalute potrebbe essere un potenziale candidato per una bolla.

L'assenza di una bolla sui mercati finanziari ampi non significa, però, che i mercati siano a buon mercato o che i mercati non possano essere temporaneamente anche volatili. In verità, i mercati esibiscono valutazioni sopra la media storica, ma non eccessive in un contesto di tassi così bassi e con stimoli fiscali e monetari così ampi. Una certa volatilità potrebbe emergere, per esempio, in caso di un aumento incontrollato dell'inflazione e di un conseguente aumento dei rendimenti dei titoli governativi, soprattutto negli USA. Ciò aiuterebbe a correggere l'attuale ottimismo, particolarmente pronunciato, sui mercati e potrebbe porre le basi per la prosecuzione del trend rialzista nel medio periodo.

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

# QUADRO MACROECONOMICO

## ECONOMIA MONDIALE

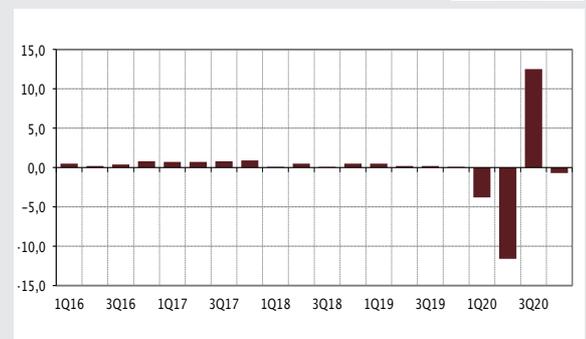
- Negli ultimi tre mesi del 2020 è proseguita la ripresa economica mondiale, dopo la forte contrazione registrata nella prima metà dell'anno a causa della pandemia di coronavirus. Tra ottobre e dicembre il Prodotto interno lordo (PIL) è salito del 2,1% rispetto al periodo precedente nelle economie del G20, attestandosi comunque ancora dello 0,5% sotto il livello di fine 2019.
- A inizio 2021 la recrudescenza dei contagi ha però indotto i governi a imporre nuovamente misure di lockdown più rigorose, in particolare nelle economie avanzate, con un impatto avverso sulla crescita. Ciononostante nella media del primo trimestre l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers Index, PMI) è salito da 53,1 a 53,4 punti, attestandosi pertanto ben sopra la soglia chiave dei 50 punti, spartiacque che separa l'espansione dalla contrazione dell'attività economica.
- L'inflazione, seppure in rialzo dai minimi toccati lo scorso anno, rimane nel complesso ancora contenuta nei paesi avanzati.



## EUROZONA

- Tra ottobre e dicembre il PIL si è contratto dello 0,7% sul periodo precedente, dopo essere rimbalzato del 12,5% nel terzo trimestre. Nonostante il forte recupero del secondo semestre, lo scorso anno il PIL è diminuito del 6,6%, attestandosi nel quarto trimestre su un livello del 4,9% inferiore a quello di fine 2019, prima della pandemia. Per quanto riguarda i quattro paesi più grandi dell'area, nel quarto trimestre del 2020 il PIL è diminuito dell'1,9% in Italia e dell'1,4% in Francia, a fronte di una stagnazione in Spagna e di una crescita dello 0,3% in Germania.
- I risultati delle indagini congiunturali continuano a segnalare un'economia a due velocità. Rispetto al manifatturiero che registra una forte ripresa, il settore dei servizi è maggiormente colpito dalle restrizioni alle interazioni sociali e alla mobilità per contenere la pandemia. Nella media del primo trimestre del 2021 l'indice PMI composito è comunque salito da 48,1 a 49,9 punti.
- Si è arrestato il miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro. A febbraio il tasso di disoccupazione è rimasto invariato all'8,3%, dopo essere sceso a dicembre all'8,2%.
- L'inflazione si attesta all'1,4% a marzo, da -0,3% di dicembre.

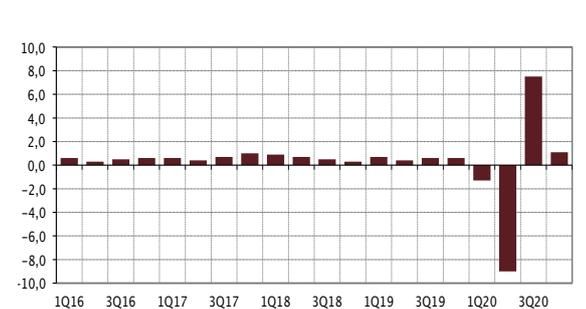
**Eurozona: Prodotto interno lordo**  
% trimestre su trimestre



## STATI UNITI

- Negli ultimi tre mesi del 2020 il PIL è salito dell'1,1% sul periodo precedente, dopo essere rimbalzato del 7,5% nel terzo trimestre.
- Segnali di forte ripresa arrivano dagli ultimi sondaggi congiunturali. L'indice dei responsabili degli acquisti per il settore manifatturiero elaborato da ISM è salito di 2,4 punti a 61,4 punti nella media del primo trimestre, toccando un massimo di oltre 37 anni. Nel contempo l'indicatore relativo al settore dei servizi si è portato a 59,2 punti (dai 56,9 punti del quarto trimestre 2020).
- La dinamica del mercato del lavoro si è sensibilmente rafforzata. Tra gennaio e marzo il numero degli occupati al di fuori del settore agricolo è salito di 1,617 milioni, dopo essere aumentato soltanto di 638 mila persone nel quarto trimestre del 2020. La perdita di posti di lavoro dal marzo 2020 ammonta comunque ancora a circa 8,4 milioni. Il tasso di disoccupazione si attesta invece al 6,0% a marzo, rispetto al 6,7% di dicembre.
- L'inflazione è salita all'1,7% a febbraio, massimo in un anno.

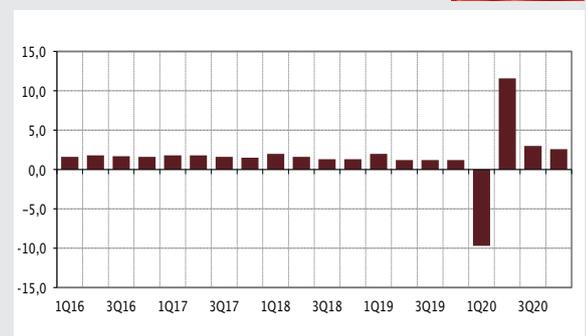
**USA: Prodotto interno lordo**  
% trimestre su trimestre



## CINA

- Tra ottobre e dicembre il PIL è aumentato del 2,6% rispetto al periodo precedente, dopo essere salito del 3,0% nel terzo trimestre del 2020. Si tratta del terzo trimestre di crescita dopo la contrazione del 9,7% registrata nei primi tre mesi dello scorso anno a causa delle severe misure di restrizione per contenere la diffusione del coronavirus. La Cina è tra i pochi paesi ad aver registrato nel 2020 una crescita, sebbene limitata al 2,3%.
- Le ultime indagini congiunturali segnalano però un rallentamento della dinamica congiunturale. L'indice PMI ufficiale per il settore manifatturiero è sceso di cinque decimi a 51,3 punti nella media del primo trimestre del 2021, mentre l'indicatore relativo al settore dei servizi si è portato a 52,4 punti, dai 55,3 punti del quarto trimestre del 2020 (massimo della serie storica).
- A febbraio l'inflazione è salita di un decimo a -0,2%, attestandosi per il terzo mese negli ultimi quattro in terreno negativo.

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



# MERCATI FINANZIARI

## MERCATI GLOBALI

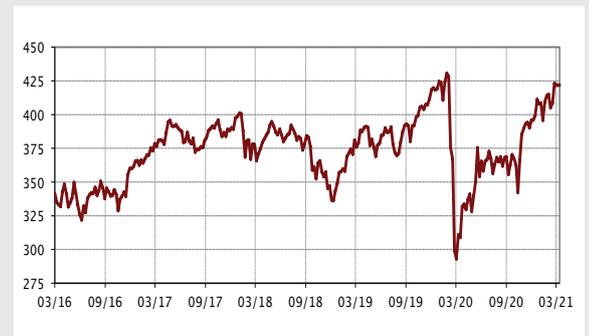


- Nel primo trimestre del 2021 è proseguita la fase positiva delle principali borse. L'indice MSCI World è salito del 5,7% in valuta locale (dell'8,7% in euro), aggiornando i massimi storici. Le quotazioni sono state sostenute in particolare da un clima di maggiore propensione al rischio grazie al miglioramento delle prospettive di crescita in scia all'approvazione di un nuovo piano di stimoli fiscali da 1.900 miliardi di dollari negli Stati Uniti e all'avanzamento delle campagne di vaccinazione nei paesi avanzati. È però in atto una rotazione settoriale dai settori difensivi a quelli ciclici.
- I rendimenti dei titoli di Stato sono aumentati negli ultimi tre mesi a livello globale. Il movimento è stato particolarmente marcato per i Treasuries USA, penalizzati dalle aspettative di un'accelerazione dell'inflazione. La prosecuzione degli acquisti da parte della BCE nell'ambito del Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) e del Public Sector Purchase Programme (PSPP) ha comunque fornito un certo sostegno ai titoli governativi dei paesi dell'Eurozona.

## AZIONARIO

- L'indice paneuropeo STOXX Europe 600 è salito del 7,7% nei primi tre mesi del 2021, al livello più elevato dal febbraio 2020. La migliore performance a livello settoriale è stata registrata dal comparto automobilistico (+23,7%), seguito dal bancario (+19,1%), da quello dei viaggi e del tempo libero (+18,7%) e da quello delle risorse di base (+13,8%). Debole invece il settore delle utilities (-0,6%) e quello della salute (+0,8%). Tra le più importanti piazze europee viceversa spiccano in particolare i progressi di Amsterdam (+11,4%), Milano (+10,9%), Francoforte (+9,4%) e Parigi (+8,4%), sottotono invece ancora Londra (+2,4%) e Zurigo (+3,2%).
- A Wall Street l'S&P 500 è invece salito soltanto del 5,8% (+10,0% in euro), aggiornando comunque il massimo storico.
- L'indice MSCI EM, il barometro che rappresenta l'andamento del variegato universo delle borse dei paesi emergenti, ha infine guadagnato il 3,6% in valuta locale (+6,1% in euro).

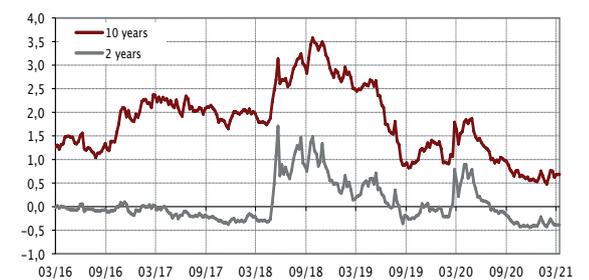
### Europa: STOXX Europe 600



## TASSI E REDDITO FISSO

- L'11 marzo la BCE ha confermato l'orientamento ultra accomodante della politica monetaria. Gli acquisti nell'ambito del PEPP proseguiranno almeno fino a fine marzo 2022, per un importo complessivo di 1.850 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 rialzo di 13 punti base allo 0,67%, dopo aver però aggiornato il minimo storico allo 0,42%. Il rendimento del Bund, il titolo decennale tedesco, si attesta invece a fine marzo a -0,29% (+28 punti base). Lo spread tra Italia e Germania si è pertanto ristretto di 15 punti base a 96 punti base. Si tratta del livello più basso dal marzo 2015.

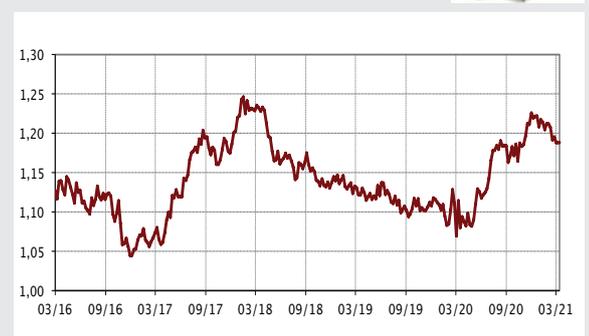
### Italia: Rendimenti BTp a 2 e 10 anni



## CAMBI E MATERIE PRIME

- Il cambio effettivo nominale dell'euro è sceso del 2,3% nei primi tre mesi dell'anno, risentendo di un deterioramento delle prospettive di crescita a breve dell'Eurozona in scia all'aumento dei contagi di coronavirus, dopo aver toccato a fine dicembre un massimo dal luglio 2014. L'indebolimento della moneta unica è stato particolarmente marcato contro la sterlina (-4,8% a 0,8511 sterline) e il dollaro (-4,0% a 1,1730 dollari), con il biglietto verde sostenuto dal forte aumento dei rendimenti dei Treasuries USA.
- Prosegue il rincaro del petrolio. Le quotazioni del Brent sono lievitato del 22,7% a 63,54 dollari al barile, beneficiando del miglioramento delle prospettive di crescita a livello globale, con effetti positivi sulla ripresa della domanda di greggio. Nel contempo i paesi dell'OPEC+ hanno prolungato i tagli alla produzione. Il prezzo dell'oro è invece sceso del 10,0% a 1.708 dollari l'oncia, minimo dal giugno 2020, risentendo dell'aumento dei rendimenti dei Treasuries USA.

### EUR/USD



# ATTESE



- A inizio marzo l'OCSE ha rivisto verso l'alto le proiezioni di crescita per l'economia globale sia per il 2021 che per il 2022. In base a tali stime il PIL mondiale dovrebbe rimbalzare quest'anno del 5,6% (anziché del 4,2% ancora indicato a dicembre), dopo aver registrato l'anno scorso una contrazione del 3,4%, per poi aumentare l'anno prossimo del 4,0% (e non del 3,7%).
- Con riferimento all'Eurozona invece, le ultime proiezioni della BCE di marzo indicano, nello scenario di base, una crescita del 4,0% nel 2021, del 4,1% nel 2022 e del 2,1% nel 2023. I rischi per queste proiezioni risultano adesso più equilibrate.
- La politica monetaria rimarrà ancora a lungo estremamente accomodante nelle principali economie avanzate, e in particolare nell'Eurozona e negli Stati Uniti. Infatti, a marzo il Consiglio direttivo della BCE ha riaffermato 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 continua a prospettare 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)

		3 mesi	9 mesi	
Germania	Bloomberg Barclays Government Index	➔	➔	Seppure in rialzo dai minimi toccati lo scorso anno, i rendimenti dei titoli di Stato dei paesi dell'Eurozona rimangono nel complesso ancora su livelli compressi, se non addirittura in terreno negativo, anche per scadenze molto lunghe ed emittenti di minore qualità. Nonostante il forte aumento delle emissioni per finanziare gli ingenti programmi di stimolo fiscale, nel breve periodo la "forward guidance" e gli acquisti della BCE dovrebbero comunque porre un limite a un eventuale ulteriore aumento dei rendimenti. Interessanti appaiono nel medio periodo ancora le obbligazioni dei paesi emergenti in valuta forte. Nel breve periodo queste potrebbero però soffrire di un ulteriore aumento dei rendimenti dei Treasuries USA.
Italia	Bloomberg Barclays Government Index	➔	➔	
Stati Uniti	Bloomberg Barclays Government Index	➔	➔	
Mercati Emergenti	Bloomberg Barclays EM Sovereign Index	➔	➔	

### AZIONARIO

Europa	STOXX Europe 600	➔	➔	Il sentiment degli investitori continua a essere sostenuto dall'attesa di un'accelerazione della crescita a livello mondiale in scia al maxi piano di stimoli fiscali negli Stati Uniti e grazie all'avanzamento delle campagne di vaccinazione nei paesi avanzati. Le attuali quotazioni scontano però già un ritorno degli utili sui livelli antecedenti la pandemia nel corso del 2021. Sebbene diversi indicatori segnalino una situazione di ipercomprato (c'è pertanto il rischio di assistere nei prossimi mesi a una correzione), restiamo anche convinti che nel medio-lungo periodo ci siano poche alternative all'investimento azionario. Nel breve periodo il potenziale rialzista potrebbe però essere frenato da un eventuale ulteriore aumento dei rendimenti dei titoli di Stato a livello globale e in particolare negli Stati Uniti.
Stati Uniti	S&P 500	➔	➔	
Giappone	Nikkei 225	➔	➔	
Mercati Emergenti	MSCI EM (in €)	➔	➔	

### CAMBI E MATERIE PRIME

EUR/USD	➔	➔	Il mercato dei cambi dovrebbe essere condizionato anche nei prossimi mesi dal differenziale di crescita tra le varie aree economiche. La recente forza del dollaro è però anche spiegata dai più alti rendimenti dei Treasuries USA che ne aumentano l'attrattività. L'euro invece risente di una campagna di vaccinazione che procede a rilento in Europa, con effetti negativi sulla crescita.
EUR/JPY	➔	➔	
Oro (\$/oncia)	➔	➔	L'oro potrebbe risentire nel breve periodo ancora di un eventuale ulteriore apprezzamento del dollaro, mentre la recente impennata dei rendimenti dei Treasuries USA rende un investimento nel metallo giallo meno interessante. Il petrolio invece potrebbe ancora trarre beneficio da una ripresa della domanda e da un aumento della produzione da parte dell'OPEC+ che sarà piuttosto graduale.
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: 8 aprile 2021; prossima pubblicazione inizio/metà luglio 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..