



**Dr. Sandro Merino**  
Chief Investment Officer  
Banca Cler

- **Volatilità in vista di un dicembre «caldo»**
- **Crescita globale: scenario di base per il 2019**
- **Obbligazioni: vendere le high yield statunitensi**

### Volatilità in vista di un dicembre «caldo»

Anche a novembre e nella prima settimana di dicembre è proseguito il trend altalenante che ha caratterizzato i mercati azionari per tutto il 2018. Il timore di un rallentamento della crescita economica globale, che si rispecchia in una curva dei rendimenti statunitense sempre più piatta, sta opprimendo le borse.

La volatilità sarà il tratto distintivo anche per le ultime settimane dell'anno. E non potrebbe essere diversamente, visto il calendario degli eventi in programma. Anzitutto, la Brexit: la Camera dei comuni potrebbe finalmente approdare a una decisione, di portata storica, in merito all'accordo sull'uscita dall'UE. Tutti gli scenari sono possibili: dall'accettazione dell'accordo a elezioni anticipate fino a un nuovo referendum che annulli la stessa Brexit.

Più prevedibili sono invece le imminenti decisioni sui tassi da parte della Banca centrale europea (BCE) e di quella statunitense (Fed). Il 13 dicembre la BCE lascerà i tassi di riferimento invariati, a quota zero, e probabilmente annuncerà la fine del quantitative easing. Il 19 dicembre la Fed, sull'onda dei dati relativi al mercato del lavoro di novembre rivelatisi ancora una volta positivi, alzerà i propri tassi di un altro quarto di punto, portandoli al 2,5%.

Prevediamo ulteriori giri di vite negli USA nel corso del 2019. Già a dicembre, tuttavia, la Fed potrebbe rendere nota l'intenzione di allentare il ritmo di tali interventi, finora trimestrali, in funzione dei dati economici. L'incertezza circa la futura evoluzione del ciclo congiunturale è decisamente alta al momento.

### Crescita globale: scenario di base per il 2019

A cosa sono state dovute le recessioni che in passato hanno colpito la Svizzera? Quella di metà degli anni Settanta, scatenata dallo shock petrolifero in un contesto di inflazione in aumento, è stata indimenticabile: le «domeniche senza auto» dovute all'austerity fanno parte della nostra memoria collettiva; in quel periodo, l'inflazione arrivava all'8–10%. Un'altra ondata recessiva ha colpito il nostro Paese nei primi anni Ottanta, quando il prezzo del greggio è raddoppiato in un contesto di forte inflazione. All'inizio degli anni Novanta la guerra del Golfo, una crisi bancaria negli USA e una immobiliare in Svizzera hanno fatto schizzare l'inflazione al 6%, mentre i tassi di riferimento hanno toccato il livello – oggi impensabile – dell'8%. Da allora l'inflazione sembra caduta in letargo; i tassi di riferimento non hanno più superato il 3,5% e nel 2015 sono addirittura diventati negativi. L'ultima recessione, innescata dalla crisi bancaria del 2008/2009, risale ormai a dieci anni fa. È stata seguita da una lunga fase di espansione economica, e ora a molti investitori viene quasi spontaneo aspettarsi una nuova crisi.

Nel 3º trimestre, contro ogni aspettativa, l'economia elvetica ha accusato un calo dello 0,2% rispetto ai tre mesi precedenti. Non riteniamo che tale dato sia l'avvisaglia di una recessione nel nostro Paese, ma è innegabile che getta un'ombra sulle aspettative per il 2019.

Per il prossimo anno ci aspettiamo un rallentamento tangibile della crescita globale, ma nessun trend recessivo nelle principali aree economiche. Consigliamo agli investitori di riesaminare la propria strategia d'investimento per il 2019 e i relativi rischi, assicurandosi in particolare che i rischi di credito legati a titoli di Stato e corporate bond siano contenuti e ben differenziati.

### Obbligazioni: vendere le high yield statunitensi

Il contesto generale è meno favorevole per le obbligazioni high yield targate USA. Il rallentamento globale della crescita previsto dal nostro scenario di base e l'aumento dei tassi statunitensi, infatti, rendono più oneroso il reperimento di capitali, in particolare per le imprese con scarsa solvibilità, che contraendo debiti perlopiù a breve termine devono rifinanziarsi spesso. Nell'ambito del nostro tema d'investimento «Interessi globali» (dal 28.4.15 al 5.12.18), il fondo «Axa WF US High Yield Bonds» da noi raccomandato ha conseguito cumulativamente una performance del 15,3% in CHF.

Consigliamo di vendere, in toto o almeno in parte, tutti i fondi incentrati su high yield statunitensi e rimaniamo a disposizione per proporre investimenti al momento più interessanti.

## USA: sempre con il vento in poppa

I dati economici pubblicati recentemente confermano l'andamento degli ultimi mesi: la congiuntura statunitense rimane forte. Praticamente tutti gli indicatori sono in linea con questo trend: l'indice PMI dell'industria è ancora in rialzo e promette tassi di crescita elevati, sul mercato del lavoro regna la piena occupazione (fig. 1) e il sentimento sul fronte dei consumi permane a ottimi livelli. Eppure, le previsioni per il prossimo anno indicano un indebolimento della crescita economica. Alcuni segnali di allarme provengono dal mercato obbligazionario: la curva dei rendimenti si mantiene ancora in territorio positivo, ma di poco, per effetto della politica monetaria restrittiva della Fed. Nel frattempo, l'elevato grado di utilizzazione del fattore lavoro limita il potenziale di crescita per il prossimo anno. In sostanza, sembra che nel 2019 la più grande potenza economica del pianeta accuserà un affievolirsi della dinamica congiunturale, ma non si intravedono segnali che facciano temere uno scivolamento nella recessione.

## UE: la crescita economica arranca

Nel 3° trimestre del 2017 il PIL dell'Eurozona era salito del 2,8%; nello stesso periodo del 2018 l'aumento è stato solo dell'1,7% (YoY). Gli indicatori anticipatori hanno segnalato l'indebolimento della crescita già alcuni mesi fa (fig. 2). Il PIL è addirittura calato in Germania, per gli effetti straordinari legati ai nuovi standard sulle emissioni di CO<sub>2</sub> per le auto, e in Italia, a causa di problemi più profondi: i consumi privati e gli investimenti hanno fatto marcia indietro, la spesa pubblica ristagna. Per il 4° trimestre prevediamo un contributo alla crescita di nuovo positivo da parte della Germania, mentre le prospettive per l'Italia rimangono cupe, anche a causa dello scontro fiscale con la Commissione UE.

## Svizzera: gli industriali si mantengono ottimisti

Negli ultimi mesi l'indice PMI dell'industria elvetica aveva subito una certa pressione, ma è tornato netta-mente espansivo con 57,7 punti e fa sperare in una crescita dell'economia per i prossimi 3–6 mesi (fig. 3). Le conseguenze saranno positive anche sul fronte dell'occupazione: le imprese svizzere hanno in programma nuove assunzioni. Ciò nonostante, anche in Svizzera nel 2019 si dovranno fare i conti con un rallentamento della dinamica di crescita. Le previsioni per il prossimo anno oscillano fra l'1,4 e il 2,2%, quindi prevalentemen-te al di sotto della media a lungo termine.

## Fig. 1: USA – Tasso di disoccupazione

12

10

8

6

4

2

0

01/1998 01/2002 01/2006 01/2010 01/2014 01/2018

■ Tasso di disoccupazione USA in %

Fonte: BKB (Bloomberg)

## Fig. 2: Eurozona – Indicatori di sentimento

10

5

0

-5

-10

-15

-20

-25

-30

-35

-40

03/01 03/03 03/05 03/07 03/09 03/11 03/13 03/15 03/17

■ Fiducia dell'industria

■ Fiducia dei consumatori

Fonte: BKB (Bloomberg)

## Fig. 3: Indicatore anticipatore svizzero

90

8

80

6

70

4

60

2

50

0

40

-2

30

-4

■ Indice PMI Industria

■ PIL (YoY, in %, scala destra)

Fonte: BKB (Bloomberg)

## La Fed sembra voler rallentare il ritmo

Nella loro ultima riunione di inizio novembre, i membri del Comitato di politica monetaria della Fed non hanno smentito le attese, lasciando invariato il margine di oscillazione del tasso di riferimento USA. Hanno sorpreso invece le dichiarazioni di Jerome Powell, presidente della banca centrale statunitense, secondo le quali tale tasso sarebbe solo di poco inferiore al livello neutro in cui non stimola né frena la crescita economica. Solo a ottobre Powell aveva affermato che mancava ancora molto per raggiungere il punto di neutralità. La sua nuova presa di posizione induce a pensare che presto i progressivi giri di vite sul tasso di riferimento cesseranno. Powell ha inoltre sottolineato che la politica monetaria statunitense non segue un percorso predefinito. Nel contempo, la Fed ha lasciato intendere chiaramente che a dicembre alzerà nuovamente i tassi: come emerge dal verbale pubblicato, quasi tutti i membri del Comitato ritengono appropriato un imminente intervento in questo senso. La prossima riunione della Fed si svolgerà il 19 dicembre; in tale sede verranno aggiornate anche le previsioni sui tassi.

## Prospettive

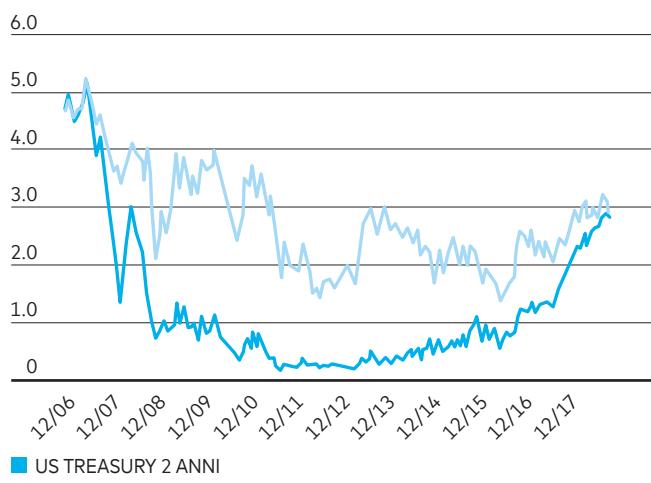
Le preoccupazioni per la congiuntura e i dubbi circa la tenuta del recente accordo commerciale con la Cina hanno fatto lievitare nuovamente la domanda di titoli di Stato dei Paesi industriali, considerati porti sicuri. Di conseguenza i rendimenti dei decennali svizzeri, tedeschi e statunitensi sono finiti sotto pressione. Quelli dei Treasury, in particolare, sono tornati per la prima volta da tre mesi sotto la soglia del 3,0%. Il differenziale fra titoli di Stato USA a 2 e a 10 anni, ritenuto particolarmente significativo, è ancora positivo, ma di poco (fig. 1). In passato l'inversione della curva dei rendimenti, che si verifica quando i tassi a breve termine sono più alti di quelli a lungo termine, è stata spesso il segnale di una recessione imminente. Prevediamo che nel 2019 i rendimenti dei titoli di Stato decennali guadagneranno al massimo uno 0,25–0,5%. In ottica fondamentale sarebbero giustificati livelli ben più alti, ma la politica monetaria delle banche centrali (Svizzera ed Eurozona) e le aspettative di inflazione globali remano contro.

## Mercato immobiliare svizzero

A novembre il valore degli investimenti immobiliari non ha registrato grandi variazioni: leggero rialzo nel comparto azionario, lieve calo per i fondi. Considerando l'andamento da inizio anno al 30 novembre, sia i fondi che le azioni evidenziano una performance negativa, molto marcata per i primi e appena accennata per le seconde. Il rischio di una bolla immobiliare in Svizzera è ulteriormente diminuito; lo dimostra lo Swiss Real Estate Bubble Index, che nel 3º trimestre è ancora calato uscendo, per la prima volta da metà 2012, dalla zona di rischio. Permane, invece, il rischio di variazione dei tassi d'interesse: un innalzamento dei tassi accrescerebbe la probabilità di perdite di valore su immobili e investimenti immobiliari. Non si può affermare che il mercato immobiliare si sia rasserenato, benché determinate incognite siano venute meno. Il numero di pigioni annuali necessarie per acquistare un'abitazione di proprietà equivalente ha raggiunto un nuovo massimo: ora ne servono 31. Per molte famiglie, gli attuali prezzi delle case e i requisiti normativi rimangono un ostacolo insormontabile.

Manteniamo una ponderazione neutra negli investimenti immobiliari indiretti, con una quota del 5% circa, non da ultimo per via dei proventi distribuiti, sempre allettanti se rapportati al rendimento delle obbligazioni svizzere.

**Fig. 1: Confronto fra i rendimenti dei Treasury**



Fonte: BKB, Bloomberg

## Performance azionarie eterogenee a novembre

A novembre i mercati azionari globali hanno evidenziato un andamento barcollante e performance molto diverse tra loro. Negli USA, dopo i prevedibili risultati delle elezioni di midterm, è proseguito il trend di correzione, finché le dichiarazioni tranquillizzanti di Powell circa i futuri ritocchi ai tassi di riferimento hanno dato slancio ai mercati riportandoli in territorio positivo a fine mese (+0,8% in CHF). Gli ottimi risultati conseguiti nel 3° trimestre sono rimasti in secondo piano. Dopo il consolidamento della riforma fiscale, per il prossimo anno gli analisti si aspettano una crescita degli utili inferiore al 10% (fig. 1). Le azioni dell'Eurozona hanno registrato un altro mese in perdita, con un -1,9% in CHF, e anche i titoli elvetici si sono mossi in territorio negativo, con un -0,4% secondo i dati MSCI. Per contro, dopo l'ondata di svendite degli ultimi mesi, i titoli dei Paesi emergenti si sono stabilizzati, soprattutto in Asia, attestandosi a fine novembre al +3% in CHF.

## Incetta di azioni difensive, perdite per i titoli energetici e tecnologici

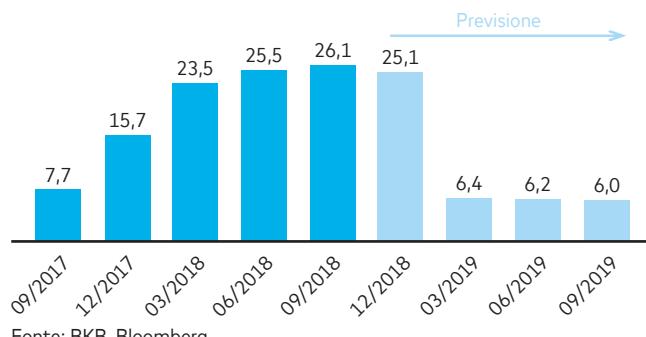
A novembre le azioni di settori difensivi quali sanità, utilities e telecomunicazioni hanno messo a segno rendimenti decisamente migliori rispetto al resto del mercato. Gli energetici, invece, hanno risentito del forte calo dei prezzi del greggio (fig. 2). Gli USA hanno concesso più deroghe alle sanzioni contro l'Iran di quanto previsto. Sul versante dell'offerta hanno sorpreso anche l'ulteriore incremento della produzione e delle scorte di petrolio statunitense nonché l'aumento della quota di estrazione russa. Per contro, tuttavia, le prospettive congiunturali non esaltanti inducono a ipotizzare una crescita più contenuta della domanda. Anche il settore IT ha risentito delle previsioni circa l'indebolimento della crescita: su un colosso come Apple, ad esempio, il timore di un calo delle vendite natalizie ha determinato perdite di corso pari a oltre il 18%.

## Strategia d'investimento

Dopo l'aumento della quota di azioni svizzere disposto un mese fa, a metà novembre abbiamo optato per le prese di beneficio, riducendo la percentuale di titoli elvetici in portafoglio a un livello neutro e adottando una leggera sottoponderazione azionaria nei nostri mandati. Ci tuteliamo così contro i rischi politici, che rimangono elevati: oltre alla Brexit, alla situazione

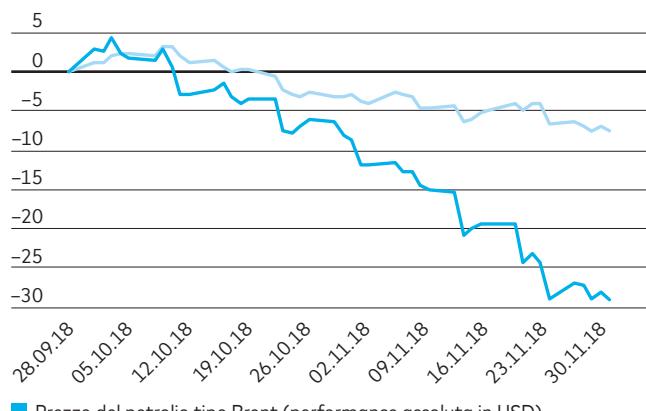
italiana e all'«America First», ora si aggiunge ai fattori di turbolenza anche l'indebolimento della posizione di Trump. Non riteniamo opportuno, al momento, accentuare ulteriormente la sottoponderazione dato che per il 2019 prevediamo sì un rallentamento della crescita, ma non una recessione.

**Fig. 1: Crescita degli utili nello S&P 500 rispetto all'anno scorso, in %**



Fonte: BKB, Bloomberg

**Fig. 2: Prezzo del petrolio e titoli energetici a novembre, in %**



■ Prezzo del petrolio tipo Brent (performance assoluta in USD)

■ Titoli energetici rispetto al mercato complessivo (performance relativa)

Fonte: BKB, Bloomberg (MSCI)