



Dr. Sandro Merino
Chief Investment Officer
Banca Cler

- **Contraccolpo sui mercati azionari a dicembre**
- **Inizio d'anno nel timore della recessione**
- **Utile un check-up del portafoglio per il 2019**

Contraccolpo sui mercati azionari a dicembre

A dicembre i principali mercati azionari globali hanno perso, in CHF, dal 4,5 all'11,5%. L'indice azionario svizzero SPI è calato di quasi il 7%. L'aumento dei tassi che la Fed, come avevamo previsto, ha decretato il 19 dicembre e i commenti del suo presidente Jerome Powell hanno creato grande incertezza sui mercati. Una correzione tanto marcata, però, non era prevedibile. In ogni caso, nei mesi precedenti avevamo gradualmente ricalibrato in ottica difensiva la nostra strategia d'investimento. Fin da giugno 2018 (mese in cui abbiamo operato una riduzione tattica della quota azionaria), attraverso questa Investment Letter, abbiamo reso partecipi i lettori dei nostri interventi volti ad attuare un approccio più prudente. In particolare la vendita di titoli secondari a novembre e la cessione, appena in tempo, di obbligazioni high yield statunitensi a inizio dicembre hanno contribuito a mitigare gli effetti negativi della correzione sulla nostra strategia.

Inizio d'anno nel timore della recessione

Il nuovo anno ha ereditato dal 2018 pesanti fattori di incertezza: la de-escalation nel conflitto commerciale con la Cina, l'attuazione del dopo Brexit e il blocco delle attività amministrative negli USA, il cosiddetto shutdown. A preoccupare, tuttavia, non è tanto l'effetto dei singoli fattori sull'economia e sui mercati finanziari, quanto piuttosto il trend, osservabile a livello globale, verso un peggioramento delle prospettive congiunturali. Alcuni indicatori anticipatori annunciano una crescita inferiore al 2018 per le principali economie nazionali.

Anche la Svizzera, contro ogni aspettativa, ha accusato nel 3° trimestre 2018 un calo dello 0,2% rispetto ai tre mesi precedenti. Le cifre relative al quarto trimestre saranno disponibili solo a fine febbraio, quindi è presto per dire se l'economia elvetica sarà in grado di mantenere l'elevato ritmo di crescita degli ultimi anni.

Nel frattempo le banche centrali di USA, Eurozona e Cina hanno preso atto del maggior rischio di un rallentamento della congiuntura; ciò nonostante esitano ad adeguare al nuovo scenario la loro road map per la normalizzazione della politica monetaria. Sulle prossime mosse influiranno in maniera determinante i dati dei mesi a venire riguardo ad andamento della congiuntura e utili aziendali.

Nonostante le turbolenze di dicembre, non paventiamo spiccate tendenze recessive per il 2019, tuttavia mettiamo in conto un sensibile rallentamento della crescita economica globale rispetto al 2018. Le valutazioni delle azioni, comunque, sono decisamente più moderate rispetto ai valori storici, il che riduce il rischio di ulteriori forti contraccolpi.

Utile un check-up del portafoglio per il 2019

I mercati finanziari e in particolare quelli azionari rimangono sensibili ai dati congiunturali negativi. Pur aspettandoci un netto indebolimento della crescita e non una recessione, non escludiamo la possibilità di ulteriori correzioni sui mercati azionari. Data la situazione, è più che mai importante adeguare la strategia d'investimento alla propria tolleranza al rischio e valutare in che misura eventuali perdite dovute a situazioni di mercato sfavorevoli sono sostenibili e ritenute accettabili. Nel contesto attuale non è possibile stilare previsioni precise sull'andamento dei mercati per quest'anno; può avere senso tutt'al più formulare previsioni per quel tanto che basta a delineare la tattica d'investimento più opportuna al momento. La flessibilità a livello tattico e una strategia d'investimento consapevole e improntata al lungo termine sono molto più importanti che non le ipotesi sui rendimenti a fine 2019.

Manteniamo una ponderazione azionaria tatticamente neutra, privilegiando titoli svizzeri difensivi. Preferiamo evitare obbligazioni in CHF con rendimenti negativi a favore di una maggiore quota di liquidità integrata da bond più remunerativi di Paesi emergenti in valuta locale. Il megatrend della digitalizzazione rimane strategicamente appetibile e può essere opportuno parteciparvi investendo in fondi azionari nei tecnologici USA.

USA: prospettive meno rose

Benché nei mesi scorsi gli indicatori anticipatori relativi agli USA avessero dato segnali decisamente positivi, ultimamente l'indice PMI dell'industria ha registrato un marcato indebolimento: rimane comunque in area nettamente espansiva, con 54,1 punti, ma è ben lontano dai picchi di oltre 60 punti raggiunti in precedenza (fig. 1). Anche la fiducia dei consumatori ha perso slancio, come dimostra in particolare l'indicatore relativo alle aspettative per il futuro. L'economia statunitense fatica a reperire nuovi impulsi positivi. La piena occupazione ostacola l'incremento della produzione: il rapporto sul mercato del lavoro del 4 gennaio ha evidenziato che l'elevata domanda di forza lavoro sta determinando sempre più spesso aumenti dei salari, per ora non a livello preoccupante, ma il fenomeno è un chiaro riflesso della scarsità dilagante del fattore lavoro. Per il 2019 prevediamo quindi un aumento del PIL compreso fra il 2 e il 2,5%.

UE: la politica resta un fattore di rischio

Tutto fa pensare che l'indebolimento della congiuntura nell'Eurozona proseguirà anche nel 2019: gli indicatori anticipatori sono ulteriormente peggiorati, l'indice PMI dell'industria è in leggera contrazione in Italia e ora anche in Francia, mentre si mantiene appena oltre la soglia critica dei 50 punti in Germania e Spagna. Anche il sentimento dei consumatori, recentemente, ha evidenziato qualche ombra, nonostante la situazione positiva del mercato del lavoro (fig. 2). A nostro avviso i fattori di disturbo principali sono di natura politica, e si possono identificare nel dibattito intorno alla Brexit e nelle incognite sollevate dalla strategia commerciale degli USA. Difficile prevedere gli esiti su questi due fronti.

Svizzera: indicatore KOF contro indice PMI

Ultimamente l'indice PMI dell'industria elvetica trasmette un quadro di solidità, permanendo in area nettamente espansiva e riflettendo l'ottimismo che pervade il comparto (fig. 3). L'indicatore KOF, per contro, è ulteriormente calato e al momento si attesta al di sotto della media di lungo periodo, paventando un indebolimento della dinamica congiunturale svizzera. Questi dati non sorprendono, se si considera che l'economia del nostro Paese è legata a doppio filo a quella del resto del mondo e non può non risentire del trend globale. Per il 2019 reputiamo realistico un aumento del PIL dell'ordine dell'1,5%.

Fig. 1: Indice PMI USA Industria



Fig. 2: Eurozona – Tassi di disoccupazione

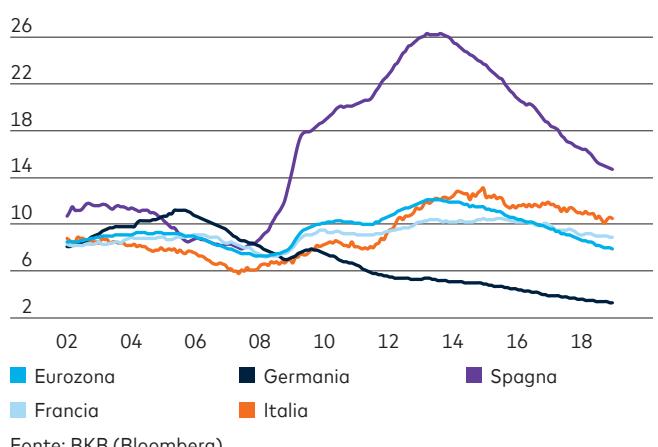
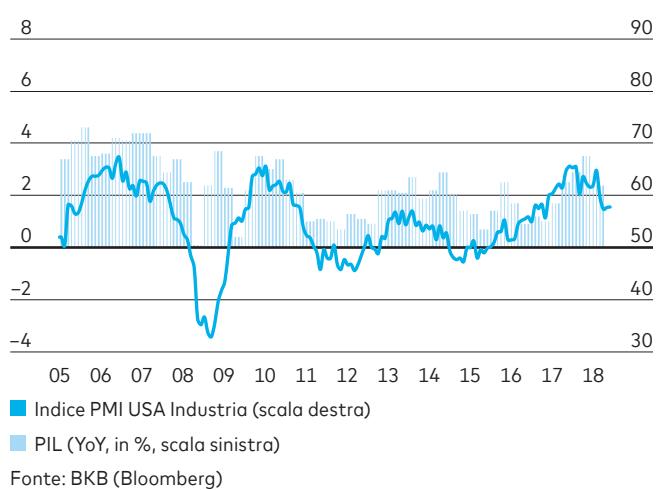


Fig. 3: Indicatore anticipatore svizzero



La Fed pronta a una politica dei tassi flessibile

Nella riunione di metà dicembre la Banca centrale statunitense (Fed) ha ulteriormente alzato (per la quarta volta nel 2018) di 0,25 punti il tasso di riferimento, portando il margine di oscillazione al 2,25–2,5%. Nonostante il recente moltiplicarsi dei segnali di raffreddamento della congiuntura, negli USA il mercato del lavoro continua a godere di ottima salute. Per il 2019 la Fed ha prospettato altri due ritocchi dei tassi, ma il suo presidente, Jerome Powell, ha sottolineato che la politica monetaria statunitense sarà duttile e flessibile: la Fed agirà con prudenza, tenendo conto dell'andamento dell'economia e mantenendosi pronta, all'occorrenza, a correggere immediatamente il tiro. Powell ha anche precisato che la Fed prende le proprie decisioni in totale autonomia rispetto alla sfera politica. Per ora i mercati finanziari non danno per scontati aumenti dei tassi nel 2019.

BCE: nessun cambio di rotta all'orizzonte

La Banca centrale europea (BCE) rimane invece espansiva. La congiuntura di per sé offrirebbe i presupposti per una conclusione del quantitative easing, ma secondo il presidente della BCE Mario Draghi i rischi sono aumentati. Il rallentamento della crescita globale, il conflitto commerciale fra USA e Cina, la Brexit e i rischi politici in Italia e Francia rendono poco opportuno un aumento dei tassi di riferimento nell'immediato. Inoltre, l'inflazione rimane ben al di sotto del livello auspicato dalla BCE. Dati i crescenti timori per la congiuntura, gli investitori prevedono che i tassi non verranno ritoccati prima del 2020.⁸

Anche la Banca nazionale svizzera (BNS) persevera nella propria politica monetaria accomodante. Nonostante la situazione economica favorevole, infatti, vi sono maggiori motivi di incertezza. Il franco, dal punto di vista della BNS, è ancora sopravvalutato e la situazione sul mercato delle divise resta delicata. A livello di parità di potere d'acquisto sulla base dei prezzi al consumo, il cambio «equo» si attesterebbe a 1.26 CHF per 1 EUR (fig. 1). Per il 2019 prevediamo solo un leggero indebolimento della nostra valuta, intorno a 1.15 CHF per 1 EUR.

Mercato immobiliare svizzero

Nel 2018 gli investimenti immobiliari svizzeri quotati non sono stati all'altezza delle aspettative: avevamo previsto un leggero incremento di valore per i fondi del comparto, tenendo conto degli utili distribuiti, e invece l'indice SWIIT (fondi immobiliari) ha messo a segno un calo del 5,32%. Sul mercato dei fondi hanno pesato in misura significativa i numerosi aumenti di capitale effettuati nel corso dell'anno, ma anche le azioni, a fine 2018, hanno registrato una perdita, con la performance dell'indice REAL (azioni immobiliari) al -2,08%, benché fino a fine agosto l'andamento del valore si fosse mantenuto ampiamente positivo. Evidentemente nella seconda parte dell'anno le azioni immobiliari non sono state risparmiate dal sentimento negativo che ha travolto le borse; le perdite, tuttavia, sono rimaste contenute, a differenza di quanto è accaduto per SMI e SPI. L'andamento negativo del valore ha posto sotto pressione gli aggi dei fondi e di conseguenza, rispetto al passato, ora i fondi immobiliari non risultano più sopravvalutati. Lo si evince anche confrontando gli aggi con i rendimenti dei titoli di Stato elvetici a 10 anni.

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 – e degli aggi tornati a un livello basso.

Fig. 1: Cambio EUR/CHF e parità di potere d'acquisto



Fonte: BKB, Bloomberg

Perdite elevate a fine anno

Anziché chiudere il 2018 con un frizzante rally, su quasi tutti i mercati azionari gli investitori hanno registrato a dicembre amare perdite. Le preoccupazioni legate alla congiuntura e i timori di una contrazione degli utili hanno travolto anche le performance annue sul mercato azionario statunitense, che fino a novembre si erano mantenute positive. Secondo i dati MSCI, la perdita mensile registrata dalle azioni USA, pari al -10,5% in CHF, è stata tutt'altro che trascurabile se raffrontata a livello internazionale: i contraccolpi accusati dai mercati azionari dell'Eurozona e dei Paesi emergenti, già flagellati nel corso dell'anno, sono stati più contenuti, con valori pari rispettivamente al -6,5% e al -4,2%. Anche l'indice MSCI Svizzera ha incassato una perdita del 6,7%.

Come già a novembre, i titoli ciclici sono stati maggiormente penalizzati rispetto a quelli difensivi. Il comparto delle utilities è quello che a livello mondiale ha sopportato meglio la «gelata» di fine anno.

Contrazione dei livelli di valutazione

L'analisi di contribuzione (fig. 1) della poco soddisfacente performance annua evidenzia che le perdite sono scaturite da una riduzione dei livelli di valutazione. Mentre gli utili aziendali, nel corso del 2018, hanno mantenuto un apprezzabile trend di crescita, è diminuita la disponibilità degli investitori a ponderare tale fattore, nel contesto della valutazione, secondo i medesimi criteri applicati in passato. Nel corso dell'anno, sui vari mercati azionari, i rapporti corso/utile hanno registrato un netto calo e ora si attestano intorno ai valori medi a lungo termine.

Le nostre previsioni per il 2019

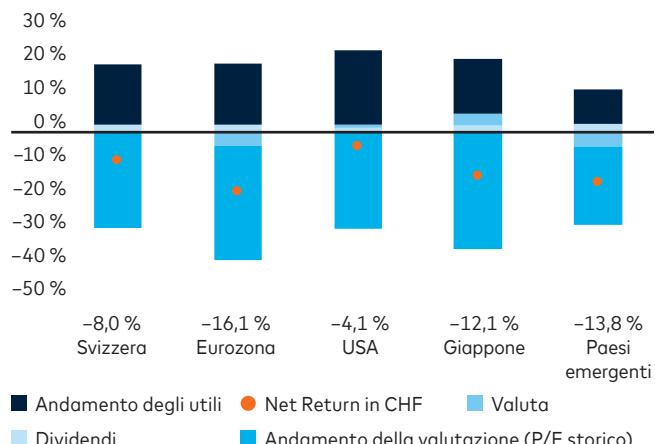
Per il 2019 prevediamo mercati azionari sottotono. L'indebolimento della crescita economica e il possibile calo dei margini di utile (fig. 2), finora attestatisi a livelli storicamente alti, lasciano presagire una contrazione della dinamica dei profitti. Di conseguenza, i rendimenti potrebbero risultare inferiori alla media, ma nel contesto del nostro scenario principale – che non prevede la recessione – ancora leggermente positivi, in una fascia di oscillazione compresa fra lo 0 e il 5%. Riteniamo che, in virtù del suo posizionamento difensivo, il mercato azionario svizzero offrirà le opportunità più appetibili.

Strategia d'investimento

A dicembre abbiamo optato per un aumento della nostra esposizione in azioni svizzere e abbiamo inaugurato il 2019 con una posizione azionaria neutra. All'interno della quota azionaria, ci manteniamo sovraponderati nelle azioni elvetiche e dei Paesi emergenti e sottoponderati rispetto ai titoli europei e americani.

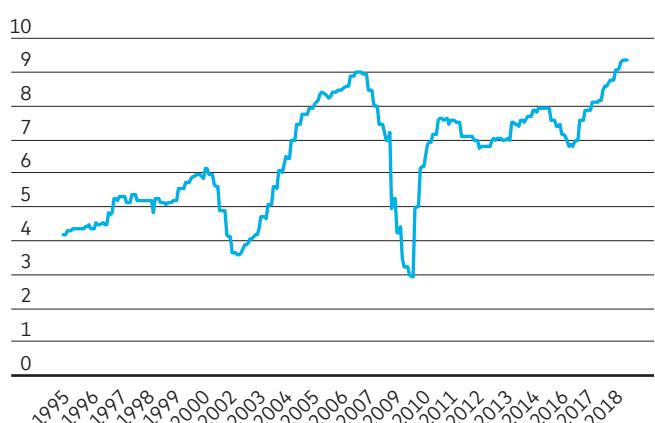
**Fig. 1: Contribuzioni alla performance azionaria in CHF
1.1-31.12.2018**

Scala del grafico con rendimenti logaritmici



Fonte: BKB (Bloomberg/MSCI)

**Fig. 2: Andamento dei margini di utile azioni Mondo
in %**



Fonte: BKB, Bloomberg