



Dr. Sandro Merino
Chief Investment Officer
Banca Cler

- **Fino a dove si spingeranno Fed e BCE?**
- **La BNS seguirà la BCE?**
- **Boris Johnson: la volpe nel pollaio?**

Fino a dove si spingeranno Fed e BCE?

A settembre, le banche centrali statunitense ed europea prenderanno decisioni di peso che potrebbero influire in misura determinante anche sul cambio euro-franco e sull'andamento dei tassi in Svizzera. Esordirà la BCE, con la decisione sui tassi prevista per il 12 del mese: è probabile che ritocchi ulteriormente al ribasso il tasso – già negativo al -0,4% – applicato sulla liquidità in eccesso delle banche giacente nei propri depositi. Si attende anche con trepidazione di sapere se la BCE amplierà ancora il programma di acquisti di titoli e se adeguerà alla situazione reale il target di inflazione («al di sotto ma vicina al 2%»). Stando a quanto dichiarato da suoi rappresentanti, è legittimo supporre che verranno varate misure di politica monetaria a sostegno dell'economia nell'Eurozona.

Il 18 settembre toccherà alla Fed, che probabilmente opererà un ulteriore taglio di un quarto di punto, facendo così scivolare il tasso di riferimento effettivo al di sotto del 2%. Ancora non è chiaro a quante altre sforbicate assisteremo nei prossimi trimestri. Il mercato USA degli investimenti fruttiferi prevede uno o due interventi di riduzione dell'entità di 25 punti base ciascuno. È vero che l'economia USA non mostra attualmente sintomi acuti di un'imminente recessione. In agosto, tuttavia, per la prima volta dopo lungo tempo la curva dei rendimenti dei Treasury statunitensi si è invertita (vale a dire che i titoli a 10 anni rendono meno di quelli a 2 anni): un cattivo presagio per la congiuntura e i mercati azionari. Le attese circa gli interventi delle banche centrali hanno «schiaffiato» le curve dei rendimenti in tutto il mondo. Nel frattempo la curva tedesca e quella svizzera sono al di sotto di quella giapponese, mentre l'indebitatissimo Stato italiano percepisce addirittura interessi per l'assunzione di credito con durate inferiori a 2 anni. In una situazione percepita da molti come «un mondo alla rovescia», parecchi sposano la tesi secondo cui in questo decennio si sarebbe gonfiata una bolla obbligazionaria di proporzioni ancora più

ingenti rispetto a quella azionaria degli anni Novanta e alla bolla immobiliare USA degli anni 2000.

Di fatto, i titoli di Stato statunitensi sono sui livelli più bassi mai registrati dalla Seconda guerra mondiale. Poiché, tuttavia, non si osserva alcun risveglio dell'inflazione, la situazione attuale potrebbe perdurare a lungo. Ad essa si accompagnano stimoli ed effetti di ridistribuzione che si riflettono già oggi sui mercati immobiliari e sulle pigioni, nelle valutazioni desolatamente basse delle azioni delle grandi banche europee e nella difficoltà di stabilizzare in modo durevole i sistemi pensionistici. Il dolce veleno del denaro a poco prezzo prescritto dalle banche centrali presenta, a lungo termine, anche effetti collaterali indesiderati.

La BNS seguirà la BCE?

Le decisioni di Fed e BCE potrebbero generare una nuova pressione al rialzo sul franco. Se la Banca nazionale svizzera ritoccherà ulteriormente in negativo i tassi già il 19 settembre – data prevista per la sua decisione ufficiale in materia – o solo nelle settimane successive dipenderà in larga misura dalla reazione dei mercati finanziari agli interventi di Francoforte e Washington. In ogni caso non è inverosimile che il tasso di riferimento svizzero venga portato al -1%.

Boris Johnson: la volpe nel pollaio?

Nei piani del nuovo premier britannico, tra meno di due mesi il Regno Unito non farà più parte dell'UE. Può stupire, in un certo qual modo, che la regina autorizzi Boris Johnson a imporre una sospensione dei lavori parlamentari fino alla metà di ottobre. Sarebbe quindi questa l'alternativa al famoso deficit di democrazia di cui soffrirebbe l'UE? Tutti gli scenari restano aperti: rinvio, hard Brexit, ritorno alle urne, nuove trattative con Bruxelles. O forse l'istrione Boris Johnson ha pronto qualche nuovo coup de théâtre? Nemmeno le analisi di scenario risultano utili: sarebbe come tentare di preparare in modo sistematico le galline del pollaio al possibile attacco notturno della volpe.

Strategia d'investimento: linea sempre prudente

Considerata la maggiore incertezza sul trend congiunturale, in agosto abbiamo di nuovo ridotto leggermente la quota azionaria. Finora, di per sé, non abbiamo assistito a grosse correzioni sui mercati azionari, e a inizio settembre i relativi indici sono ancora vicini ai massimi storici. Le quotazioni, però, sembrano già scontare il previsto allentamento monetario. Pertanto, alla luce dell'attuale assenza di impulsi che rendano probabili altri rapidi guadagni di corso sulle azioni, il nostro posizionamento prudente appare giustificato.

USA: il conflitto commerciale non spaventa i consumatori

Il sentimento dei consumatori americani resta molto positivo: malgrado il lieve calo, infatti, è tuttora su livelli elevatissimi se raffrontato con gli ultimi 20 anni (fig. 1). I consumi privati rimangono un importante stabilizzatore per la congiuntura statunitense, come dimostra anche la seconda stima del PIL del secondo trimestre, da cui risulta che essi sono aumentati del 4,7% rispetto ai primi tre mesi dell'anno. Sembra che la fiducia dei consumatori sfidi tutte le insicurezze legate al conflitto commerciale tra USA e Cina, o perlomeno così è stato finora. Che tuttavia il dissidio tra Washington e Pechino non sia privo di conseguenze per la congiuntura americana, lo si evince dall'indice PMI dell'industria, ancora in calo e, con i suoi 49,1 punti, al di sotto della soglia critica di 50. Il rischio di recessione, quindi, aumenta. Lo evidenzia anche l'inversione della curva dei rendimenti (differenziale d'interesse tra titoli di Stato USA a 10 e a 2 anni), in passato un indicatore di recessione affidabile nel medio termine.

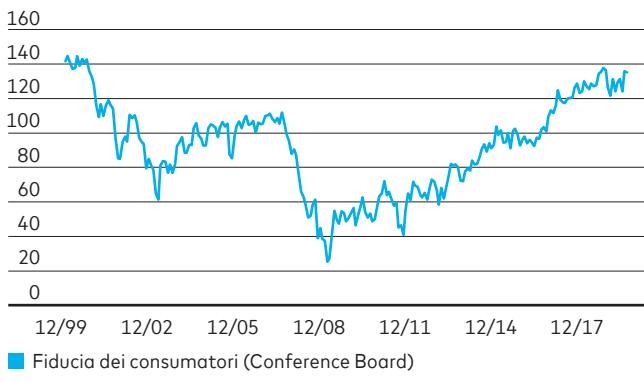
UE: politica, politica e ancora politica

Di recente nell'Eurozona c'è stato qualche segnale di ottimismo sul fronte degli indicatori anticipatori. Gli indici PMI dell'industria sono leggermente saliti e quelli relativi ai servizi prospettano tassi di crescita positivi (fig. 2); in alcuni casi sono nettamente in area espansiva. A rompere le uova nel panierino è ancora una volta la politica. Sui destini europei pende tuttora la spada di Damocle della Brexit, con ancora tutti gli scenari aperti. Un altro rischio, invece, sembra essere sfumato: in Italia si prospetta un nuovo governo senza i populisti di destra di Matteo Salvini, il che fa presupporre un rasserenamento nei rapporti tra Roma e Bruxelles.

Svizzera: lieve miglioramento del sentimento

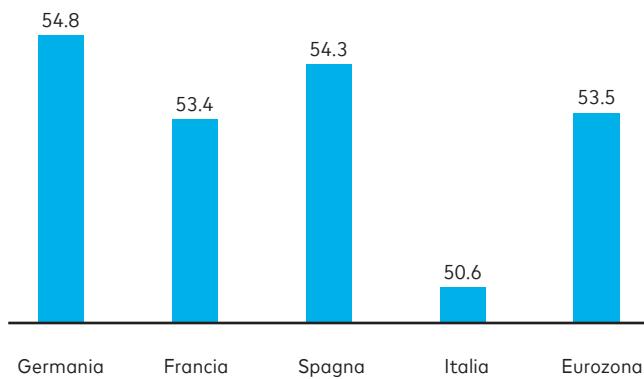
Cieli leggermente più sereni in agosto per l'industria elvetica, che ha visto aumentare l'indice PMI seppure sempre al di sotto della soglia critica dei 50 punti (fig. 3); quest'ultimo elemento, però, segnala una probabile contrazione del settore nei prossimi 3-6 mesi. Per la prima volta da luglio 2016 anche il sottoindice impiego è scivolato sotto la soglia di crescita. Aumenta quindi il rischio che i posti di lavoro dell'industria non superino indenni il conflitto commerciale globale e le discussioni sulla Brexit. Positiva, invece, la situazione per il settore dei servizi, con l'indice tornato nettamente in area espansiva.

Fig. 1: USA – Fiducia dei consumatori



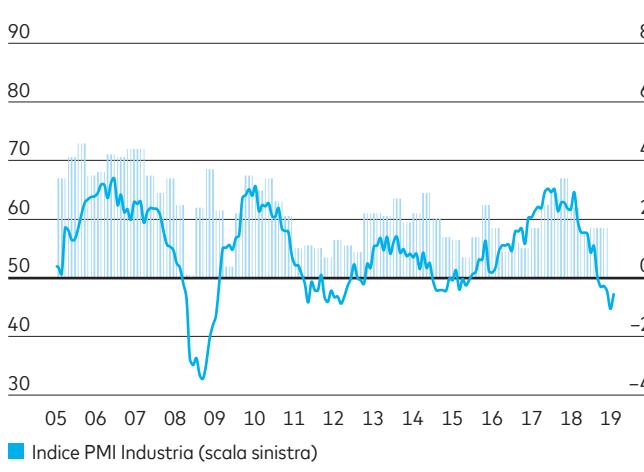
Fonte: BKB, Bloomberg

Fig. 2: Eurozona – Indicatori anticipatori



Fonte: BKB, Bloomberg

Fig. 3: Svizzera – Indicatore anticipatore e PIL



Fonte: BKB, Bloomberg

Settembre: politica monetaria sotto i riflettori

Dopo il dietrofront della Fed sulla politica monetaria, operatori di mercato ed economisti attendono con trepidazione le ormai prossime riunioni delle banche centrali. Esordirà, come detto, la BCE con la riunione del 12 settembre, presieduta per l'ultima volta da Mario Draghi. Tutti danno per scontato che, prima di cedere il timone, Draghi plamerà in senso ancora più espansivo la politica monetaria dell'Unione. Anche da parte della Fed, che si riunirà il 18 settembre, è atteso un taglio dei tassi. Il mercato incorpora attualmente una riduzione di 25 punti base. Ultima del gruppo sarà la Banca nazionale svizzera. Anche qui è ipotizzabile una riduzione del tasso di riferimento al -1%, ma la portata dell'intervento dovrebbe dipendere dalle mosse della BCE da un lato e dalle reazioni osservate sui mercati dall'altro. Se il franco reggerà alla potenziale pressione al rialzo, la BNS potrebbe procedere con calma alla riduzione dei tassi. Un effetto positivo potrebbe venire dalla situazione italiana, ora più stabile. È verosimile che un nuovo governo Conte sostenuto dalla coalizione Cinque Stelle-PD si troverà in rapporti decisamente meno conflittuali con la Commissione UE. E dovrebbero per il momento spegnersi anche le sempre riaffioranti discussioni circa il futuro dell'euro.

Nuovi minimi per i rendimenti dei titoli di Stato

A causa degli aumentati rischi di recessione e delle incertezze politiche (conflitto commerciale, Brexit, ecc.), i rendimenti obbligazionari restano sotto pressione. Tuttora nettamente negativi i titoli di Stato tedeschi e svizzeri. Oltre alla politica monetaria espansiva e ai timori per la congiuntura, remano contro un aumento dei tassi anche le basse aspettative di inflazione. Persiste quindi una forte stabilità dei prezzi. Perfino i rendimenti dei titoli di Stato italiani e greci sono sensibilmente calati negli ultimi mesi (fig. 1). Ad allentare notevolmente la tensione in Italia ha contribuito a sua volta, nelle ultime settimane, la prospettiva di un nuovo governo. Il futuro andamento del cambio euro-franco sarà fortemente segnato dalle imminenti decisioni di politica monetaria. È però verosimile che la BNS cercherà di opporsi con forza a un ulteriore apprezzamento della moneta elvetica, all'occorrenza anche tagliando ulteriormente il tasso di riferimento.

Mercato immobiliare svizzero

Gli investimenti immobiliari svizzeri quotati presentano dall'inizio dell'anno un andamento del valore molto positivo. In grande spolvero le azioni del comparto, che a fine agosto hanno surclassato gli stessi fondi immobiliari, registrando al 30 del mese un +28% circa contro il – comunque più che rispettabile – +14% sfiorato da questi ultimi. Le turbolenze sui mercati azionari a inizio agosto non hanno sortito praticamente alcun effetto negativo: i fondi immobiliari sono calati solo di poco, mentre le azioni del settore si sono addirittura messe in luce in positivo. Gli aggi dei fondi hanno ripreso a salire. I rialzi di corso messi a segno dai fondi immobiliari residenziali restano superiori a quelli dei fondi immobiliari commerciali. Gli investimenti immobiliari continuano ad essere supportati dai tassi ai minimi storici. A dirottare gli investitori verso azioni e fondi di questo settore è anche lo «stato di emergenza» in cui versa il comparto obbligazionario. Rispetto ai titoli di Stato svizzeri a 10 anni, dai rendimenti nettamente negativi, i proventi distribuiti in ambito immobiliare sono ancora allettanti. E neppure un contesto di mercato tutt'altro che semplice riesce a scoraggiare chi investe. Manteniamo la ponderazione neutra del 5% negli investimenti immobiliari indiretti.

Fig. 1: Rendimenti dei titoli di Stato decennali



Fonte: BKB, Bloomberg

Correzione in agosto per i mercati azionari globali

Giugno e luglio sono stati ancora mesi spiccatamente positivi per chi investiva in azioni. Diversi indici hanno raggiunto nuovi massimi, come lo S&P 500, che ha superato la soglia dei 3000 punti, o lo Swiss Performance Index, che ha chiuso luglio sopra quota 12 000. Ma a incupire repentinamente il sentimento ha pensato Donald Trump, che proprio a inizio agosto ha annunciato nuovi dazi sulle importazioni dalla Cina: ne è conseguita, nei primi giorni del mese, una sensibile correzione, da cui i mercati azionari, salvo poche eccezioni, non hanno saputo riprendersi fino alla fine di agosto. A patire in modo particolare sono stati i titoli dei mercati emergenti, ma anche il mercato azionario britannico – su cui incombe tuttora la spada di Damocle della Brexit – ha sofferto più della media (fig. 1).

Trend al ribasso delle stime sugli utili

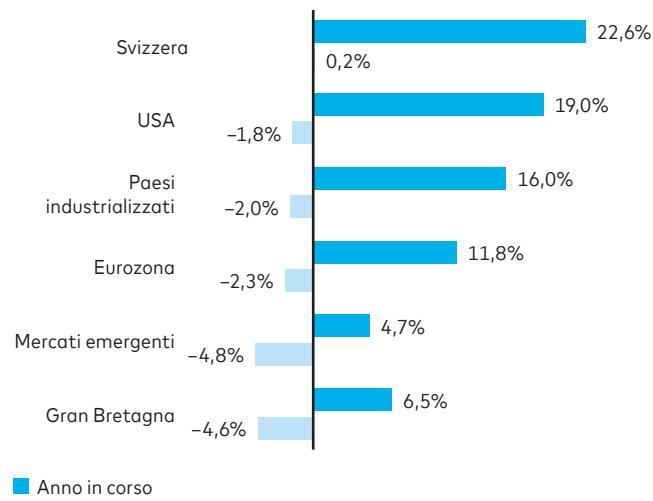
Benché, a fronte delle turbolenze politiche e di una congiuntura in progressivo affanno, la stagione dei bilanci aziendali nel secondo trimestre sia stata ancora relativamente positiva – con un'ulteriore crescita degli utili per le imprese dell'indice S&P 500 – è presumibile che nei prossimi trimestri assisteremo a un'involuzione della dinamica. Lo evidenziano, tra l'altro, anche le stime sugli utili formulate dagli analisti dei mercati azionari, da inizio anno contraddistinte da un trend al ribasso (fig. 2). L'oscillazione più evidente ha riguardato le azioni dei mercati emergenti (-13%), mentre il mercato azionario svizzero si distingue anche qui per la notevole stabilità (+/-0%).

Strategia d'investimento

In considerazione dei crescenti timori di recessione e del persistere dei rischi politici, in agosto abbiamo ridotto la nostra esposizione nei titoli dei mercati emergenti, riducendo così ulteriormente il rischio nei portafogli. La nostra quota azionaria è attualmente inferiore di circa il 4% alla quota strategica.

Fig. 1: Mercati azionari – Anno in corso e agosto

Net Total Return Index in CHF

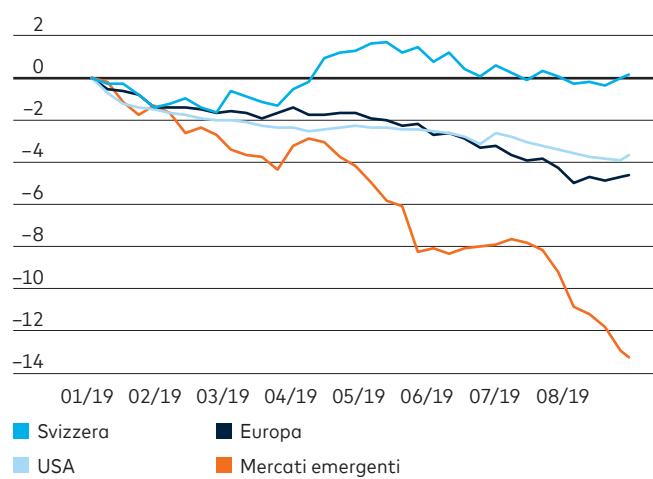


■ Anno in corso

■ 31.07.19-31.08.19

Fonte: BKB, Bloomberg/MSCI

Fig. 2: Andamento delle revisioni delle stime sugli utili per il prossimo esercizio in %



Fonte: BKB, Bloomberg