



Dr. Sandro Merino
Chief Investment Officer
Banca Cler

- **Elezioni di midterm negli USA: «dem» in ripresa?**
- **Crescita globale: un 2019 in salita?**
- **Azioni: realizzare i guadagni sui titoli secondari**

Elezioni di midterm negli USA: «dem» in ripresa?

Come già Barack Obama, anche Donald Trump, a soli due anni dall'inizio del mandato, potrebbe trovarsi di fronte un Congresso in maggioranza ostile. I repubblicani manterranno presumibilmente il controllo del Senato, ma potrebbero perdere il primato alla Camera dei rappresentanti, un'ipotesi la cui probabilità è valutata dai bookmaker intorno al 65%. Se dovesse uscire sconfitto dalle urne, Trump avrebbe grandi difficoltà a far approvare nuove leggi dal Parlamento. Potrebbe però governare, come già fa, mediante decreti presidenziali, soluzione adottata dallo stesso Obama durante sei dei suoi otto anni di mandato. Nel caso il suo partito perdesse la maggioranza parlamentare, il potere di Trump in politica interna sarebbe molto limitato. Difficilmente i suoi piani di ulteriori tagli fiscali otterrebbero il benestare del Congresso. E si prospetta un inasprirsi della disputa sulle finanze pubbliche USA, sempre più disastrate. Già per il 2018, il deficit di bilancio degli Stati Uniti è pari al 4% del PIL, quasi il doppio di quello che l'Italia intende fissare per il 2019 suscitando le ire della Commissione UE. E ancora non è stato pubblicato il rapporto di Robert Mueller, ex direttore dell'FBI che indaga in veste di procuratore speciale sul cosiddetto Russiagate. Nel complesso, l'insorgere di una nuova situazione di stallo in Parlamento non dovrebbe avere un impatto diretto sull'economia e sui mercati finanziari.

Rallentamento della crescita globale nel 2019?

Dall'autunno 2016 si è assistito ovunque a un'evidente accelerazione della crescita economica. Il quadro che si ottiene analizzando indicatori attualmente rilevanti, come occupazione, crescita, inflazione e utilizzo delle capacità produttive, è lontano anni luce dalla profonda crisi di un decennio fa. Anche nell'Eurozona il livello medio della disoccupazione è tornato sui livelli di inizio 1999, anno dell'introduzione dell'euro. Un decennio di politica monetaria espansiva ha contribuito a riportare abbastanza in salute l'economia. Tornano così a salire

anche i tassi di riferimento. A dicembre negli USA è previsto un ulteriore rialzo di un quarto di punto: è già il nono dall'inversione di rotta nella politica monetaria della Fed, che nello stesso mese tre anni fa aveva dato il via al processo di normalizzazione dei tassi, allora pari a zero. Non va tra l'altro dimenticato che la costituzione di un «cuscinetto» a livello dei tassi è indispensabile per poter operare tagli in caso di nuove fiammate recessive. Oggi i più pessimisti ritengono che la Fed dovrà rimettere mano alle forbici già a fine 2019, per far fronte a un crollo della crescita. Non condividiamo fino in fondo questo parere, ma reputiamo probabile un moderato raffreddamento della crescita economica mondiale. Da un lato, l'attuale boom statunitense – legato ai tagli fiscali e all'aumento del debito pubblico – non è sostenibile, dall'altro la crescita della Cina sta scendendo ormai da anni verso un livello più consono all'attuale fase di sviluppo economico del Paese, ulteriormente progredito. Anche in Europa, purtroppo, la tanto desiderata accelerazione della crescita non è destinata a realizzarsi. Al momento, né l'Italia né la Francia riescono a tradurre i nuovi impulsi politici in risultati tangibili a livello economico.

Azioni: è ora di realizzare i guadagni sui titoli secondari!

A causa del loro orientamento ciclico, i titoli delle piccole e medie imprese, anche detti titoli secondari o «small & mid cap», riescono a spuntare rendimenti migliori rispetto ai pesi massimi del mercato soprattutto nelle fasi di boom della congiuntura, mentre invece patiscono le situazioni in cui la dinamica congiunturale rallenta. Di fatto, il trend di outperformance è già venuto meno. Suggeriamo quindi una presa di beneficio sulle «small & mid cap» europee e svizzere, per poi investire il ricavato in fondi che riproducano l'orientamento del mercato complessivo, di taglio più difensivo. Chi punta sulle azioni svizzere può fare riferimento all'indice SMI, che riunisce le 20 società elvetiche con la maggiore capitalizzazione.

A nostro avviso non ci saranno crolli drammatici sui mercati azionari per il moderato rallentamento della crescita, tuttavia è bene agire per tempo e selezionare le azioni in portafoglio adottando un approccio più difensivo. La nostra gamma di fondi «best-in-class» offre strumenti d'investimento idonei allo scopo e i nostri consulenti risponderanno con competenza a ogni domanda sul tema. Nelle nostre Soluzioni d'investimento e nei mandati di gestione patrimoniale le misure sopra esposte sono già state attuate a fine ottobre.

USA: dinamica congiunturale sempre positiva

Negli USA, in base alla prima stima, il PIL del 3º trimestre è cresciuto del 3,5%, superando leggermente le aspettative degli economisti. Sul dato hanno inciso positivamente, tra le altre cose, consumi privati e spese pubbliche; battuta d'arresto, invece, per le esportazioni, mentre le importazioni sono aumentate, benché la guerra commerciale covi ancora sotto la cenere. La buona salute della congiuntura USA si riflette anche sul mercato del lavoro: a settembre il tasso di disoccupazione è calato al 3,7%, il valore più basso dal 1970, situazione che fa volare la fiducia dei consumatori, ai massimi da settembre 2000 (fig. 1). Gli impulsi positivi della riforma fiscale di inizio anno sono tuttora avvertibili. Per contro, nel corso del 2019 si dovranno mettere in conto segni di frenata. L'elevato grado di utilizzazione del fattore lavoro, il venir meno degli effetti fiscali, la normalizzazione della politica monetaria e i conflitti commerciali sono tutti indizi di un prossimo indebolimento dei tassi di crescita del PIL.

UE: indicatori di sentimento in calo

Per quanto lentamente, il momento fatidico si avvicina. Le numerose incertezze politiche che tormentano l'Europa e l'Eurozona gravano sempre più sul clima economico del continente. E il calo degli indicatori di sentimento non interessa solo i «soliti noti», come l'Italia, bensì l'Eurozona in generale. Se a dicembre 2017 l'indice PMI dell'industria viaggiava ancora su livelli record, mettendo a segno 60,6 punti, oggi, con un valore di circa 52, è appena sopra la soglia critica dei 50 punti, al di sotto della quale si profila una contrazione dell'economia. Le prospettive si sono offuscate e con ogni probabilità la crescita del PIL continuerà a rallentare, ma per il momento non si registrano ancora conseguenze sul mercato del lavoro (fig. 2).

Svizzera: tasso di disoccupazione in calo

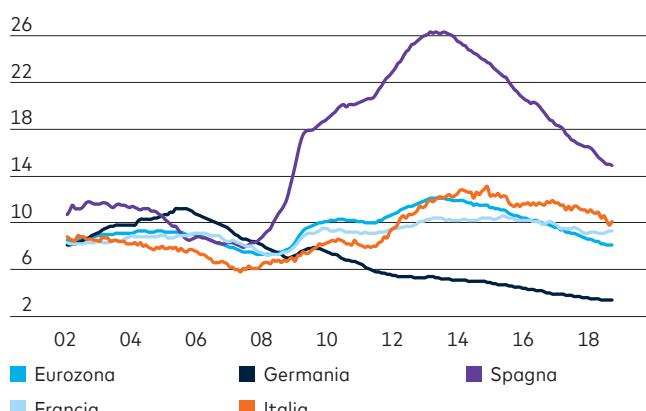
Anche la congiuntura svizzera dovrà fare i conti con tassi di crescita ridotti nel 2019. O, per lo meno, è ciò che fanno pensare le previsioni di consenso attualmente disponibili. Per quanto riguarda i tassi di crescita del PIL svizzero, le stime per il prossimo anno oscillano tra l'1,4 e il 2,2%, con un valore medio dato all'1,8%. Tuttavia, per ora non dovrebbero esserci conseguenze negative per il mercato del lavoro. Al momento il tasso di disoccupazione è basso, al 2,5% (dato destagionalizzato), e con ogni probabilità – almeno stando ai sondaggi condotti presso le aziende – continuerà a calare (fig. 3).

Fig. 1: USA – Fiducia dei consumatori



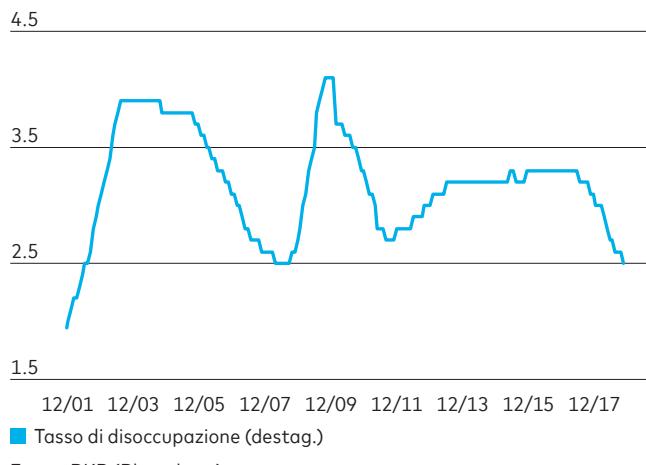
Fonte: BKB (Bloomberg)

Fig. 2: Eurozona – Tassi di disoccupazione



Fonte: BKB (Bloomberg)

Fig. 3: Tasso di disoccupazione in Svizzera



Fonte: BKB (Bloomberg)

La BCE riconferma la sua rotta

Dalla riunione di ottobre della Banca centrale europea (BCE) non è emerso nulla di nuovo. La BCE non devia dalla decisione di inasprire lentamente la propria politica monetaria espansiva. Di grande interesse la posizione assunta da Draghi rispetto agli eventi italiani. Nella terza economia nazionale dell'Eurozona, il debito pubblico tocca il 131% del PIL, contro il 60% ammesso dal Patto di stabilità. Nel suo progetto di bilancio il governo populista italiano manifesta l'intenzione di portare al 2,4% il rapporto deficit/PIL, misura necessaria per finanziare quanto promesso agli elettori. Proporzionalmente all'indebitamento, però, cresceranno anche i dubbi sui mercati circa la capacità del Paese di sostenere l'onere assunto. Ciò riduce il margine di manovra dello Stato, oltre a gravare sull'intero settore bancario italiano. Il rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato tricolori, infatti, va a svantaggio delle banche locali, che ne detengono grossi volumi. Un investimento in titoli decennali frutta ora un interesse del 3,4% circa. Se i tassi continueranno a salire sarà un problema, e non solo per l'Italia. Un'eventuale difficoltà del Paese riporterebbe al centro della scena la questione riguardante il futuro dell'Eurozona. La BCE segue attentamente gli sviluppi della situazione, afferma Draghi. Che però ha sottolineato come il rispetto del Patto di stabilità da parte dei Paesi dell'Unione sia materia di competenza della Commissione UE, e non della BCE. Draghi si è comunque detto fiducioso che la Commissione e il governo italiano sapranno trovare un accordo sul progetto di bilancio per il 2019.

Prospettive

Nelle scorse settimane, la crescente avversione al rischio fomentata dalle incertezze sul fronte politico si è concretizzata in una fuga sempre più generalizzata verso titoli di Stato ritenuti sicuri. Di conseguenza i rendimenti dei decennali americani, tedeschi e svizzeri sono finiti sotto pressione (fig. 1). Tuttavia, vista la congiuntura mondiale sempre solida, il processo di normalizzazione a livello di politiche monetarie e l'inflazione in aumento, questo calo non appare giustificato. Per la fine del 2019 riteniamo quindi tuttora probabile un aumento del rendimento dello 0,5-1,0% per i titoli di Stato a 10 anni.

Mercato immobiliare svizzero

A ottobre gli investimenti immobiliari sono finiti nuovamente sotto pressione. Mentre però, a conti fatti, la performance dei fondi immobiliari si è mantenuta sostanzialmente invariata rispetto al livello del 30.9, le azioni dello stesso comparto hanno perso terreno, sulla scia dell'intero mercato azionario (SMI). Pertanto ora la performance conseguita dagli investimenti in azioni e fondi immobiliari da inizio anno risulta essere negativa. Il segno meno fatto registrare dalle azioni immobiliari è da ricondurre a nostro avviso al contesto di mercato, che a ottobre è risultato difficile per gli investimenti azionari. Gli investimenti in fondi, invece, continuano a subire la pressione degli aumenti di capitale, tuttora frequenti, e del lancio di nuovi prodotti di questa tipologia. Mentre in passato, in occasione degli aumenti di capitale, gli investitori istituzionali dovevano spesso accontentarsi di attribuzioni parziali, oggi si verificano anche casi di piena aggiudicazione. Non si sono invece registrati manovre diversive legate all'andamento dei tassi d'interesse in Svizzera. I rendimenti permangono su livelli molto bassi.

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: Rendimenti dei titoli di Stato decennali in %



Fonte: BKB (Bloomberg)

Mercato azionario turbolento a ottobre

A ottobre i mercati azionari globali hanno subito nette perdite. A registrare corsi in ribasso sono stati tanto i Paesi industrializzati quanto quelli emergenti. Particolarmente impetuosa è stata l'onda di vendite che ha interessato i settori ciclici materiali di base, titoli industriali, IT e beni di consumo discrezionali. I settori difensivi come utilities, telecomunicazioni, beni di consumo non durevoli, immobili e sanità, invece, hanno resistito meglio al vortice dei ribassi. Una correzione, quella a cui abbiamo assistito, priva di un fattore di innesco concreto. La spiccata penalizzazione dei titoli ciclici, però, lascia pensare che gli investitori mettano in conto un rallentamento della dinamica congiunturale.

Stop al trend di outperformance delle small cap

Nel lungo termine, le aziende con capitalizzazione di mercato ridotta o di media entità, le cosiddette «small & mid cap», mostrano una performance migliore rispetto ai titoli standard a capitalizzazione più elevata. Negli scorsi anni, sul mercato azionario svizzero, questa discrepanza di rendimento risultava decisamente netta. Ora, però, il trend di outperformance si è arrestato (fig. 1). Le ragioni della sottoperformance registrata ultimamente dalle «small & mid cap» vanno ricercate nell'orientamento ciclico di questi titoli. Essi, infatti, beneficiano in misura più che proporzionale delle fasi in cui il mercato presenta una dinamica congiunturale positiva; nei momenti in cui la congiuntura perde slancio, invece, sono sottoposti a grandi pressioni (fig. 2).

Strategia d'investimento

Alla luce della congiuntura tuttora solida (malgrado la dinamica in calo), delle valutazioni accettabili e dell'evoluzione positiva degli utili aziendali, riteniamo eccessive le correzioni dei corsi verificatesi sui mercati azionari. Rimane però l'influsso negativo delle incertezze politiche (Brexit, Italia, conflitto commerciale). Pertanto abbiamo deciso di aumentare la nostra quota azionaria adottando un approccio difensivo, con l'acquisto di ulteriori titoli standard svizzeri; inoltre abbiamo ridotto la nostra sovraponderazione nelle small cap, sempre a favore dei titoli standard.

Fig. 1: Performance «small & mid cap» svizzere

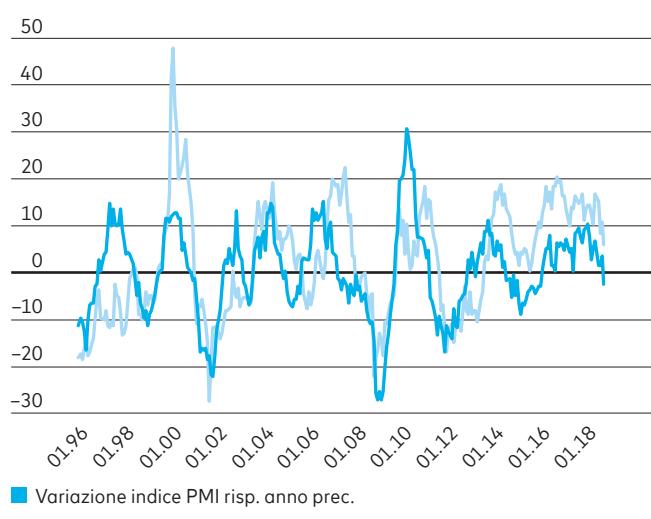
Indici Total Return, 31.3.1995=100



Fonte: BKB, Bloomberg

Fig. 2: Performance relativa «small & mid cap» svizzere e congiuntura (variazione indice PMI)

Performance relativa MSCI Small & Mid Caps vs Large Caps, dati mensili con cadenza annuale



Fonte: BKB, Bloomberg (MSCI)