



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

- **Gli USA possono vincere il conflitto commerciale con la Cina?**
- **Debito pubblico USA: l'elefante nella stanza che nessuno vuole vedere.**
- **Mercati azionari: nuovi massimi storici negli USA, quadro misto nel resto del mondo.**

#### **Gli USA possono vincere il conflitto commerciale?**

Mentre viene redatto questo articolo sembra che si sia ormai raggiunto un nuovo livello di escalation: Trump potrebbe estendere i dazi a ulteriori importazioni dalla Cina per 200 miliardi di USD. Sicuramente l'avversaria renderà subito pan per focaccia, imponendo tasse analoghe su tutte le importazioni dagli USA ancora esenti, per un totale di circa 90 miliardi.

Il conflitto commerciale si tradurrebbe così in dazi su un totale di quasi 440 miliardi di USD di esportazioni. Una cifra altissima, ma se si considera che il valore complessivo dell'export mondiale ammonta a circa 15 000 miliardi di USD l'anno, ci si rende conto che l'attuale escalation colpisce meno del 3% del commercio globale. Di conseguenza, anche gli effetti sull'economia del pianeta sono tutto sommato limitati. Alcuni settori accoglieranno favorevolmente i dazi, sia negli USA che in Cina, ma nel complesso il conflitto è un affare in perdita per entrambi i Paesi.

È comunque più difficile riconoscere i perdenti che non i vincitori, e Trump cerca di trarre vantaggio sul piano politico da queste apparenti vittorie contro lo strapotere commerciale della Cina. In vista delle elezioni del Congresso di novembre, le argomentazioni per la campagna elettorale del tycoon hanno evidentemente la priorità sulla tutela degli interessi nazionali. In realtà, dal conflitto commerciale gli USA non hanno nulla da guadagnare; i motivi alla base dell'eccedenza delle importazioni, infatti, sono da ricercarsi entro i confini nazionali.

#### **Deficit commerciale USA: l'altra faccia dell'iperconsumo**

Con la sua aspra retorica contro la Cina, Trump ha trasmesso, volutamente, una visione alquanto parziale

della situazione: accordi commerciali non equi andrebbero a tutto svantaggio degli USA determinando un abbassamento eccessivo della domanda cinese di prodotti statunitensi. Sembra un ragionamento lampante, ma c'è un rovescio della medaglia altrettanto lampante. La bilancia commerciale di un Paese non è semplicemente la differenza tra esportazioni e importazioni, ma è anche la differenza fra produzione e consumo. In sostanza, un'economia nazionale con una bilancia commerciale in deficit consuma più di quanto produce e importa la differenza. Ciò determina, anno dopo anno, anche un aumento del debito pubblico, che diventa una sorta di prestito per finanziare l'iperconsumo.

#### **Debito pubblico USA: l'elefante nella stanza**

L'unico sistema per correggere il pesante deficit della bilancia commerciale USA è quello di porre un freno ai consumi, tanto quelli privati quanto la spesa pubblica e gli investimenti delle aziende. Con la sua guerra a colpi di dazi, Trump persegue solo apparentemente l'obiettivo di una bilancia commerciale in pareggio. Un tentativo serio di stabilizzare la situazione del Paese si tradurrebbe in una politica di tutt'altro indirizzo.

#### **Mercati azionari: nuovi massimi storici negli USA**

Al momento negli USA la fiducia dei consumatori è alle stelle, mentre la borsa fa faville e registra nuovi record storici. Anche lo Stato sprona l'economia, ma si prevede che questo suo impegno creerà di nuovo un buco nelle sue casse per il 2018, pari al 3% della performance economica. Gli USA dovrebbero approfittare della fase di alta congiuntura per sanare il bilancio. Che ciò sia possibile lo dimostrano la Germania e la Svizzera: in entrambi i Paesi, al momento, le casse dello Stato sono piene. Trump, invece, sta abbassando pesantemente le tasse per le imprese e le fasce a reddito più alto.

Se non altro, il Parlamento USA viene aggiornato costantemente sul debito pubblico da un'agenzia indipendente, il Congressional Budget Office (CBO). Le previsioni sono cupe: entro pochi anni, il debito potrebbe superare il record raggiunto al termine della Seconda guerra mondiale. Entro il 2050, secondo le stime del CBO, esso aumenterà ancora in misura pari al 50% della performance economica. Difficilmente i politici lo permetteranno. Temiamo però che Trump rimarrà il più a lungo possibile su questa strada pericolosa, lasciando che gli USA continuino a vivere al di sopra delle proprie possibilità.

Nel complesso, manteniamo la nostra quota azionaria neutra. Se però captassimo segnali di un rallentamento dell'economia statunitense, dovremmo prenderli in grande considerazione e ridurre notevolmente l'esposizione azionaria nella nostra strategia d'investimento.

## USA: la congiuntura rimane solida

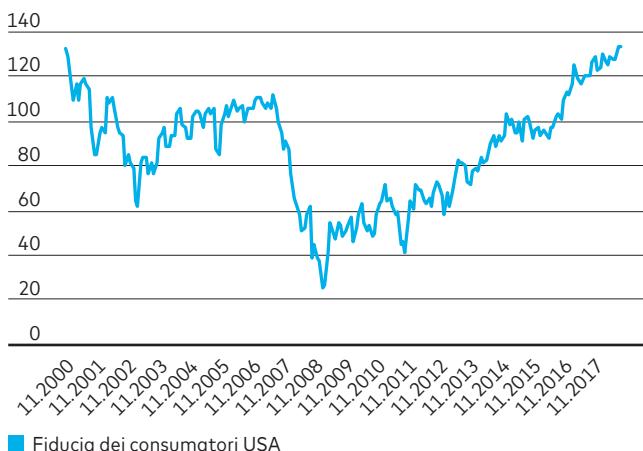
L'economia statunitense ha mantenuto il proprio trend positivo anche in agosto. La fiducia dei consumatori (Conference Board Index), stimolata dalla situazione favorevole sul mercato del lavoro, ha raggiunto un nuovo record, tornando ai livelli di novembre 2000 (fig. 1). La stima sulla crescita economica nel secondo trimestre è stata rivista al rialzo, dal 4,0% al 4,2% (dato annualizzato). A inizio settembre l'indice PMI dell'industria ha messo a segno un marcato rialzo, spiazzando gli analisti che avevano previsto un leggero raffreddamento per questo importante indicatore anticipatore.

**UE: indici sul clima degli affari nuovamente discordanti**  
 In agosto l'indice sul clima degli affari per l'Eurozona ha accusato un ulteriore calo. Peggiorate, in particolare, la valutazione di portafoglio ordini e produzione. Le aspettative riguardanti quest'ultimo criterio sono tuttavia migliorate. L'indice Ifo sul clima degli affari in Germania, invece, segnala per la prima volta da novembre 2017 un marcato miglioramento della fiducia degli imprenditori tedeschi (fig. 2), sia a livello di valutazione della situazione attuale che di aspettative. Hanno contribuito a questo dato favorevole la robusta congiuntura interna e il raffreddamento del conflitto commerciale tra USA e UE.

## Svizzera: produzione industriale inaspettatamente vivace

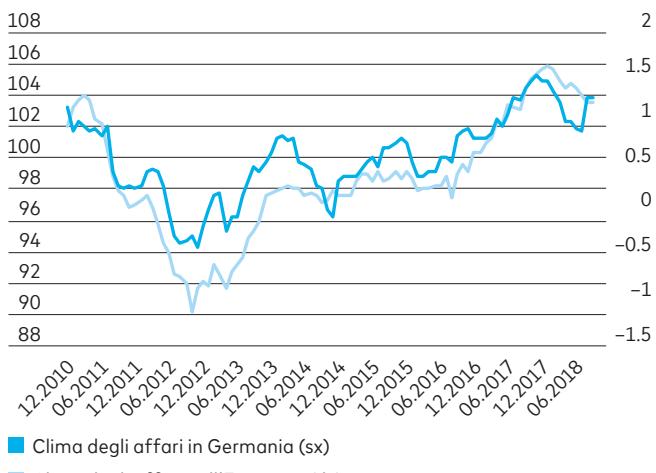
Contro tutte le previsioni, l'indice PMI svizzero ha registrato un marcato incremento in agosto, confermando il buono stato di salute dell'industria elvetica, nonostante il conflitto commerciale e il franco forte. L'aumento riguarda tanto i sottoindici relativi al portafoglio ordini quanto quelli focalizzati sulla produzione. Anche i dati pubblicati in agosto sulla crescita della produzione industriale del secondo trimestre (+8,3% rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente) hanno superato le aspettative (fig. 3). Particolarmente positivi gli incrementi in settori chiave per l'export come quello farmaceutico (+19,9%) e quello dell'elettronica e degli orologi (+11,9%).

## Fig. 1: USA: euforia dei consumatori



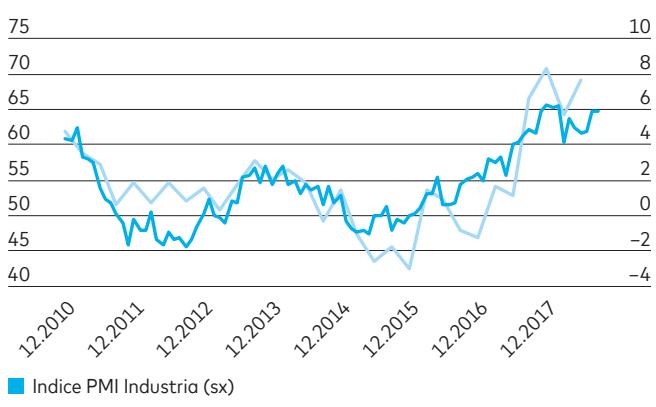
Fonte: BKB, Bloomberg (Conference Board)

## Fig. 2: Clima degli affari in Eurozona e Germania



Fonte: BKB, Bloomberg (Ifo, Commissione europea)

## Fig. 3: Indice PMI svizzero e produzione industriale



Fonte: BKB (Bloomberg)

## La FED prosegue imperterrita con la propria politica monetaria

In agosto si è svolto a Jackson Hole, Stati Uniti, il simposio annuale che vede seduti intorno a un tavolo banchieri centrali, economisti e rappresentanti di governo di tutto il mondo per un confronto sulla politica monetaria con la Federal Reserve. Nel suo discorso, atteso con grande trepidazione, il presidente della Fed Jerome Powell ha menzionato le sfide che stanno investendo con forza sempre maggiore la banca centrale statunitense, come la guerra commerciale fra USA e Cina, ma si è concentrato prevalentemente sulla legittimazione dei moderati aumenti degli interessi e sul percorso di normalizzazione intrapreso. Dal punto di vista della Fed, le prospettive per l'economia statunitense si mantengono rosee: l'inflazione è prossima al valore target del 2% mentre la disoccupazione è al minimo storico del 3,9%. La banca centrale deve però manteñersi in equilibrio rispetto a due rischi: se aumenta troppo rapidamente i tassi, corre il pericolo di soffocare inutilmente l'espansione economica, mentre se li alza troppo lentamente potrebbe verificarsi un destabilizzante surriscaldamento dell'economia statunitense. Il presidente Powell è convinto che grazie alla strategia di adeguamento moderato e graduale adottata sarà possibile contenere al meglio entrambi i rischi. Secondo gli esperti, la probabilità di un ulteriore giro di vite sugli interessi a settembre si aggira intorno al 96%. Le affermazioni critiche di Donald Trump circa l'aumento dei tassi non hanno influito in alcun modo su tale stima.

## Prospettive

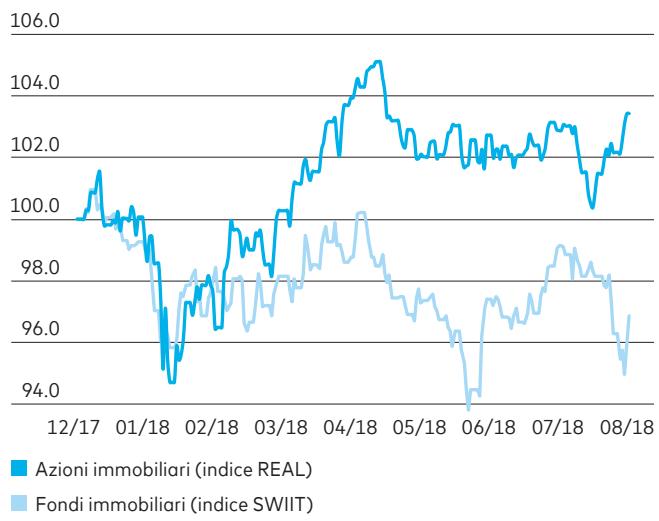
Il conflitto commerciale fra USA e Cina e la crisi valutaria in Turchia hanno generato inquietudine sui mercati finanziari. Di riflesso, è aumentata la domanda di titoli di Stato ritenuti sicuri, ossia quelli statunitensi, tedeschi e svizzeri, che in agosto hanno infatti accusato un leggero calo dei rendimenti sulle durate decennali. Se tuttavia la Fed rimane fedele al percorso di normalizzazione della politica monetaria intrapreso e continua a impegnarsi per ridurre la somma di bilancio, i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine potrebbero tornare a salire; per la fine del 2019 riteniamo probabile un aumento dello 0,5–1,0% per i titoli di Stato a 10 anni.

## Mercato immobiliare svizzero

In agosto sia i fondi che le azioni del comparto immobiliare hanno perso terreno. Nello specifico, l'indice SWIIT (fondi immobiliari) ha accusato una pressione maggiore rispetto all'indice REAL (azioni immobiliari). Da inizio anno, dunque, le azioni immobiliari mantengono una posizione di vantaggio rispetto ai fondi, tanto che a fine agosto hanno registrato comunque un 3,4% in positivo, mentre i fondi immobiliari viaggiano mediamente su un 3,1% in negativo (fig. 1). Lo Swiss Real Estate Bubble Index di UBS si trova ancora, anche se non di molto, nella zona di rischio. I redditi delle economie domestiche sono ulteriormente aumentati, mentre i prezzi delle case unifamiliari hanno registrato una leggera correzione e anche quelli delle abitazioni di proprietà sono ulteriormente calati. In sostanza, quindi, il rapporto fra reddito ed esborso per acquistare una casa è leggermente migliorato, ma servono ancora 6,6 redditi annui per aggiudicarsi una casa del segmento di prezzo medio. Considerando la media a lungo termine, questo rapporto è pari solo a 5,7.

Manteniamo una ponderazione neutra negli investimenti immobiliari indiretti, con una quota del 5% circa. A favore di tale scelta depongono i proventi distribuiti, attualmente di poco inferiori al 3%.

**Fig. 1: Andamento degli investimenti immobiliari svizzeri**



Fonte: BKB, Bloomberg

## Azioni: nuovi record negli USA

In agosto le borse azionarie statunitensi hanno messo a segno nuovi record. Anzitutto, il 21 agosto il trend positivo che perdura dal 9 marzo 2009 ha tagliato il traguardo del «mercato Toro» più lungo della storia. Negli ultimi nove anni e mezzo l'indice S&P 500 non ha mai registrato cali oltre la soglia del 20%. In più, dal 24 al 29 agosto l'S&P 500 ha toccato nuovi massimi storici. L'ottimismo che pervade le borse americane si fonda sulla solida situazione degli utili delle imprese, riconfermata dalla stagione dei bilanci aziendali da poco conclusa. L'apprezzamento del franco svizzero, tuttavia, ha fatto sì che la performance mensile secondo i dati MSCI, pari al 3,2% in USD, si riducesse all'1,2% in CHF.

## Deboli i Paesi emergenti e l'Eurozona

Le azioni svizzere hanno registrato un risultato mensile negativo pari al -1,4%, ma gli investitori in titoli dei Paesi emergenti (-4,6% in CHF) e dell'Eurozona (-5,1% in CHF) hanno subito delusioni ben più cocenti (fig. 1). La fase di ascesa del ciclo dei tassi statunitense ha posto sotto pressione le valute dei mercati emergenti, e anche le controversie politiche, in particolare il conflitto commerciale fra USA e Cina, hanno esercitato un influsso negativo. Secondo l'indice MSCI Eurozona, l'Italia si è posizionata come fanalino di coda, con un triste -11,3% in CHF. I generosi programmi di spesa del governo italiano, di segno opposto rispetto ai progetti di risparmio dell'UE, hanno comunque influito negativamente anche sugli altri mercati azionari dell'Eurozona.

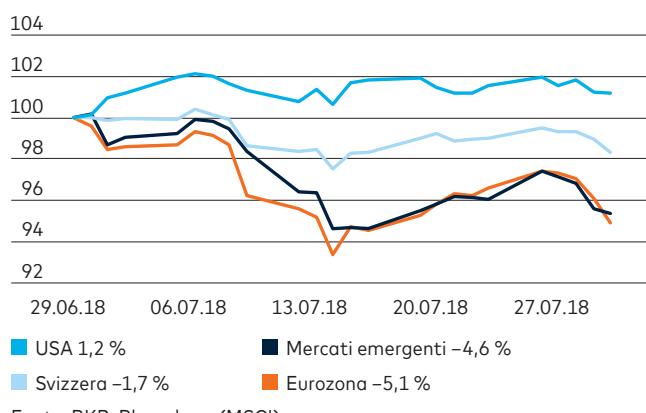
## Settori: IT ancora in vantaggio, titoli energetici in coda

In tutto il mondo il settore informatico ha messo a segno la migliore performance mensile, superando del 5,2% quella del mercato azionario globale (fig. 2). Anche titoli elvetici quali Temenos e Logitech hanno conseguito risultati soddisfacenti, con performance mensili di poco inferiori al 12% (in termini assoluti). Deludenti, invece, le azioni del comparto energetico, nonostante l'aumento del prezzo del petrolio. Gli investitori non hanno apprezzato il fatto che i maggiori utili conseguiti siano stati destinati a nuovi investimenti anziché alla distribuzione di dividendi più cospicui e a riacquisti di azioni.

## Strategia d'investimento

Manteniamo il nostro posizionamento, che è di fatto neutro in considerazione delle tensioni latenti sul piano politico.

**Fig. 1: Performance azionaria regionale in agosto**  
Net Total Return in CHF



**Fig. 2: Migliore e peggiore performance settoriale in agosto**

Performance settoriale relativa rispetto al mercato complessivo (Paesi industriali), in %

