

prospettive

Mercati finanziari e congiuntura

USA contro Cina:
scontro fra titani



«Dopo anni di crescita economica travolgente, oggi la Cina deve affrontare diverse sfide. Sembra sempre più difficile colmare il divario che la separa dagli USA.»

Dr. Sandro Merino, Chief Investment Officer

USA contro Cina: scontro fra titani



Dr. Sandro Merino
Chief Investment Officer

Care lettrici, cari lettori,

per un trentennio la Cina ha messo a segno una crescita travolgente, convincendo il mondo che ben presto avrebbe agganciato gli USA ai vertici dell'economia mondiale. Oggi Pechino genera circa il 18% della performance economica globale, tallonando da vicino il suo avversario diretto.

Questa evoluzione, tuttavia, è stata così repentina da determinare non solo grandi conquiste, ma anche una non oculata allocazione dei capitali. Ne è un esempio la crisi immobiliare, che peserà notevolmente sul futuro sviluppo dell'Impero di Mezzo.

Anche politicamente la Cina ha acquisito enorme importanza e ora sfida gli Stati Uniti su tutti i fronti. Questa rivalità con gli USA, la posizione nei confronti di Taiwan, l'influenza esercitata sulle imprese private, la politica di export sempre più restrittiva riguardo a materie prime strategiche e vari altri aspetti stanno però inquietando l'Occidente. L'interruzione delle catene di fornitura globali durante la pandemia, inoltre, ha evidenziato quanto siano forti le interdipendenze reciproche.

Considerata la situazione, molti paesi hanno iniziato a rivalutare i loro rapporti con la Cina. «De-risking», ossia la riduzione della dipendenza dal colosso orientale, sembra l'imperativo del momento. Nel contempo, vista l'attuale politica economica americana, difficilmente gli USA perderanno il primato di maggiore potenza economica mondiale. Molti dei provvedimenti varati dall'amministrazione Biden, infatti, mirano proprio a salvaguardare il ruolo di leadership degli Stati Uniti.

Lo scontro fra i due titani scuote anche il mondo degli investimenti. A nostro avviso, l'appetibilità dei mercati emergenti, e in particolare della Cina, è diminuita. Questo nuovo numero della rivista «Prospettive» intende offrirvi un orientamento su questo tema. I nostri consulenti alla clientela sono a vostra disposizione per chiarire qualsiasi dubbio o perplessità.

Cordialmente

A handwritten signature in black ink that reads "Sandro Merino". The script is fluid and cursive, with the first name and last name clearly distinguishable.

In questo numero



6

Il primato economico sarà ancora statunitense nel prossimo futuro



14

Gli investimenti in Cina hanno perso attrattiva



20

Azioni: contesto positivo grazie all'inflazione in calo negli USA

3

Editoriale

6

Il primato economico sarà ancora statunitense nel prossimo futuro

Recentemente è tornata a crescere la probabilità che l'economia USA rimanga la prima al mondo più a lungo di quanto si credesse. Un ruolo non secondario è svolto in tale contesto dall'evolvere della situazione americana e dallo status rivestito da Washington a livello globale.

10

Cina: grippaggio del motore della crescita

Nonostante i tassi di crescita elevati, finora l'Impero di Mezzo non ha saputo colmare il divario che lo separa dai paesi industrializzati. E la rincorsa potrebbe protrarsi più del previsto, a causa di differenze strutturali e altri ostacoli di varia natura.

14

Gli investimenti in Cina hanno perso attrattiva

Solo pochi anni fa, molti istituti finanziari pubblicizzavano gli investimenti in azioni cinesi come imprescindibili e lungimiranti. Oggi come oggi, invece, questa proposta ha perso appetibilità.

20

Azioni: contesto positivo grazie all'inflazione in calo negli USA

Uno sguardo al passato ci mostra che gli indici azionari degli USA – ma anche della Svizzera – in contesti di inflazione in calo hanno registrato un andamento positivo nella maggior parte dei casi osservabili.

24

Obbligazioni: il livello dei tassi schiude opportunità agli investitori



28

Selezione dei fondi: come un ago in un pagliaio

24

Obbligazioni: il livello dei tassi schiude opportunità agli investitori

I tassi di riferimento hanno di fatto raggiunto il picco nel ciclo attuale. A nostro avviso, è il momento buono per integrare corporate bond nel portafoglio.

28

Selezione dei fondi: come un ago in un pagliaio

In caso di investimenti diversificati a livello globale, vanno considerate le specificità regionali: se in mercati finanziari efficienti come gli USA convengono gli investimenti passivi, in situazioni di minore efficienza può essere preferibile la gestione attiva.

34

Prospettive per i mercati finanziari

Prevediamo anche per il 2024 una dinamica congiunturale debole, anche se leggermente positiva, e un anno d'investimento mediamente buono. Consigliamo una strategia d'investimento ampiamente diversificata.



Il primato economico sarà ancora statunitense nel prossimo futuro

Negli ultimi 30 anni l'economia cinese è cresciuta enormemente, ma (in termini nominali) gli Stati Uniti mantengono ancora il titolo di prima potenza mondiale. E la probabilità che vengano scalzati a breve dal primato è di recente tornata ad affievolirsi. Ciò non dipende solo dagli attuali problemi interni di Pechino e dal dispendio di energie legato ai crescenti attriti geopolitici tra l'Impero di Mezzo e i paesi industrializzati. Anche l'evolvere della situazione americana e lo status rivestito da Washington a livello globale giocano un ruolo non secondario.

Il ruolo del dollaro USA come valuta internazionale di riferimento ha radici lontane, nella funzione di «ancora» che ha rivestito all'indomani della Seconda guerra mondiale, nel regime valutario di Bretton Woods. Oggi negli scambi mondiali di beni e servizi non si può fare a meno del «greenback» e negli ultimi due anni la sua importanza come mezzo di pagamento internazionale è perfino aumentata (a scapito dell'euro): tra luglio 2021 e luglio 2023, la quota delle transazioni in dollari in ambito SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) è cresciuta da poco meno del 40% a oltre il 46%, mentre quella in euro, nello stesso periodo, è scesa da oltre il 38% a poco più del 24%. Il rovescio di fortuna della moneta europea potrebbe dipendere dalla guerra in Ucraina e dalle sanzioni varate contro la Russia e le sue forniture di energia e materie prime. Al di là delle cause, è interessante notare l'incapacità del renminbi di trarre reale vantaggio da questa situazione, da cui si desume che la moneta cinese non rappresenta un'alternativa al dollaro USA: nel circuito SWIFT, i pagamenti internazionali in renminbi sono passati da un 2% abbondante a poco più del 3% (fig. 1). Il dollaro detiene tuttora la leadership anche sul fronte delle riserve valutarie globali, in USD per quasi il 60% (fig. 2).

In quest'ottica, la fiducia nella valuta è fondamentale. E la fiducia si fonda, tra le altre cose, sulle condizioni quadro della rispettiva area monetaria a livello politico e giuridico, su una convertibilità illimitata delle valute, sulla libera circolazione di capitali, sulla garanzia dei diritti di proprietà,

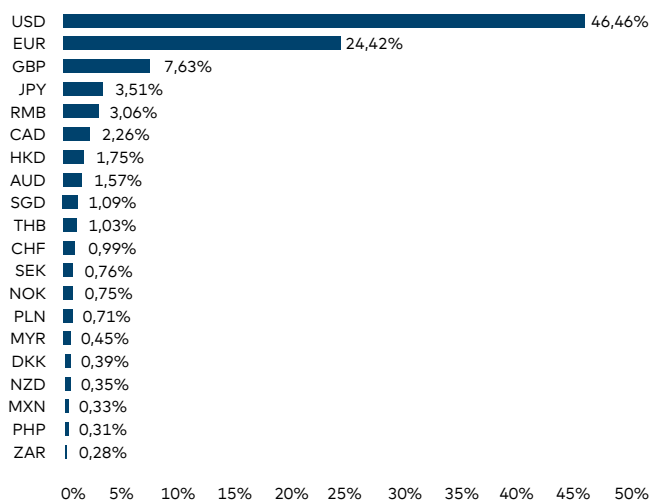
ecc. Sono queste le carte vincenti su cui può puntare il dollaro americano, soprattutto rispetto alla moneta cinese. Questa posizione di forza regala agli Stati Uniti vantaggi geostrategici ed economici.

Grande rilevanza dell'economia interna statunitense

Sotto certi aspetti, la struttura economica degli Stati Uniti è decisamente peculiare. Pensiamo alla quota elevata dei consumi privati in rapporto al PIL, che negli USA si aggira costantemente intorno al 70%, mentre nei restanti paesi industrializzati supera appena il 50% o in casi sporadici il 60%. Di conseguenza, la situazione sul mercato del lavoro e il parallelo andamento dei consumi privati rivestono un ruolo centrale per l'economia a stelle e strisce: finora, nell'anno, hanno rappresentato un importante fattore di sostegno per il prodotto interno lordo, concorrendo ad allontanare dagli Stati Uniti lo spettro della recessione.

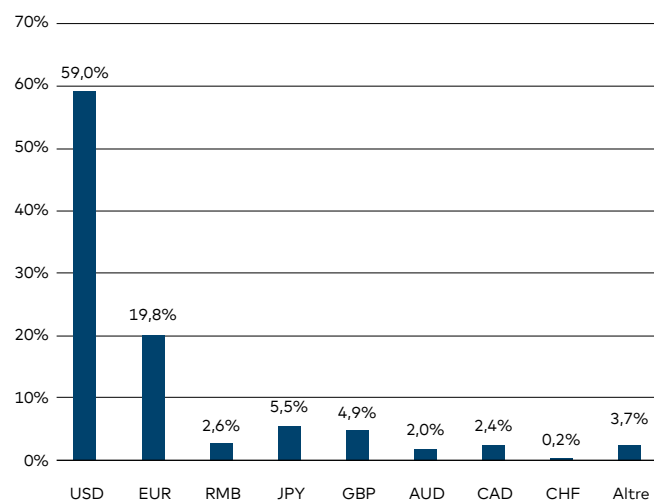
La quota degli investimenti, invece, è relativamente bassa: nel 2021 non è andata oltre il 20% della performance economica complessiva, mentre in Cina, come previsto dal modello economico vigente, è stata pari ad almeno il 40%. Gli USA devono fare i conti con infrastrutture in pessimo stato e in parte obsolete, e si stanno quindi muovendo per far sì che queste ultime – e l'intera economia nazionale – siano pronte ad affrontare le sfide a venire, tanto nella concorrenza tra sistemi che nella lotta agli incalzanti cambiamenti climatici.

Fig. 1: Aumentata la quota del dollaro USA nel traffico dei pagamenti (luglio 2023)



Fonte: SWIFT, RMB Tracker, agosto 2023, Banca Cler, in base al valore, in %

Fig. 2: Nelle riserve valutarie ufficiali mondiali il dollaro USA fa sempre la parte del leone



Fonte: Banca Cler, FMI, in %, T1/23

Stati Uniti: cospicui investimenti nelle infrastrutture

Finora l'amministrazione Biden si è messa in luce per l'entità dei programmi d'investimento infrastrutturale varati. Questo approccio espansivo in politica economica va ormai sotto il nome di «Bidenomics». Il termine, a quanto pare diffusosi inizialmente tra i repubblicani con accezione negativa, è ora ripreso dallo stesso presidente per ribadire la sua volontà di rafforzare l'industria nazionale e di sostenere «gli americani esclusi, dimenticati». Mentre il precedente governo repubblicano cercava più che altro di stimolare gli investimenti, e quindi la produttività, tagliando le imposte sulle imprese, l'attuale amministrazione punta all'incentivazione diretta tramite fondi pubblici.

Tra gli importanti programmi varati figurano l'Infrastructure Investment and Jobs Act, il Chips and Science Act e l'Inflation Reduction Act. In alcuni casi, basta il nome stesso a chiarire le finalità dell'intervento legislativo: l'Infrastructure Investment and Jobs Act, ad esempio, stanZIA circa 1200 miliardi di dollari nell'arco di dieci anni per l'ammodernamento dell'infrastruttura nazionale, con voci di spesa già definite da destinare al rinnovo di strade e ponti (110 mia. di USD), delle ferrovie (66 mia. di USD), delle infrastrutture di approvvigionamento energetico (65 mia. di USD), della rete a banda larga (65 mia. di USD) e di quella idrica (55 mia. di USD), oltre che ad altri progetti minori. Gli Stati Uniti erano ormai da lungo tempo inadempienti rispetto al proprio dovere di mantenere efficienti le infrastrutture fisiche e ora tentano di compensare il ritardo accumulato negli ultimi anni rispetto ad altri paesi. Anche l'impatto eser-

citato da simili programmi d'investimento ha concorso, insieme alla stabilità dei consumi privati, a determinare il solido andamento del PIL degli scorsi trimestri.

Non è un caso che i mercati azionari e obbligazionari degli USA dominino gli indici globali.

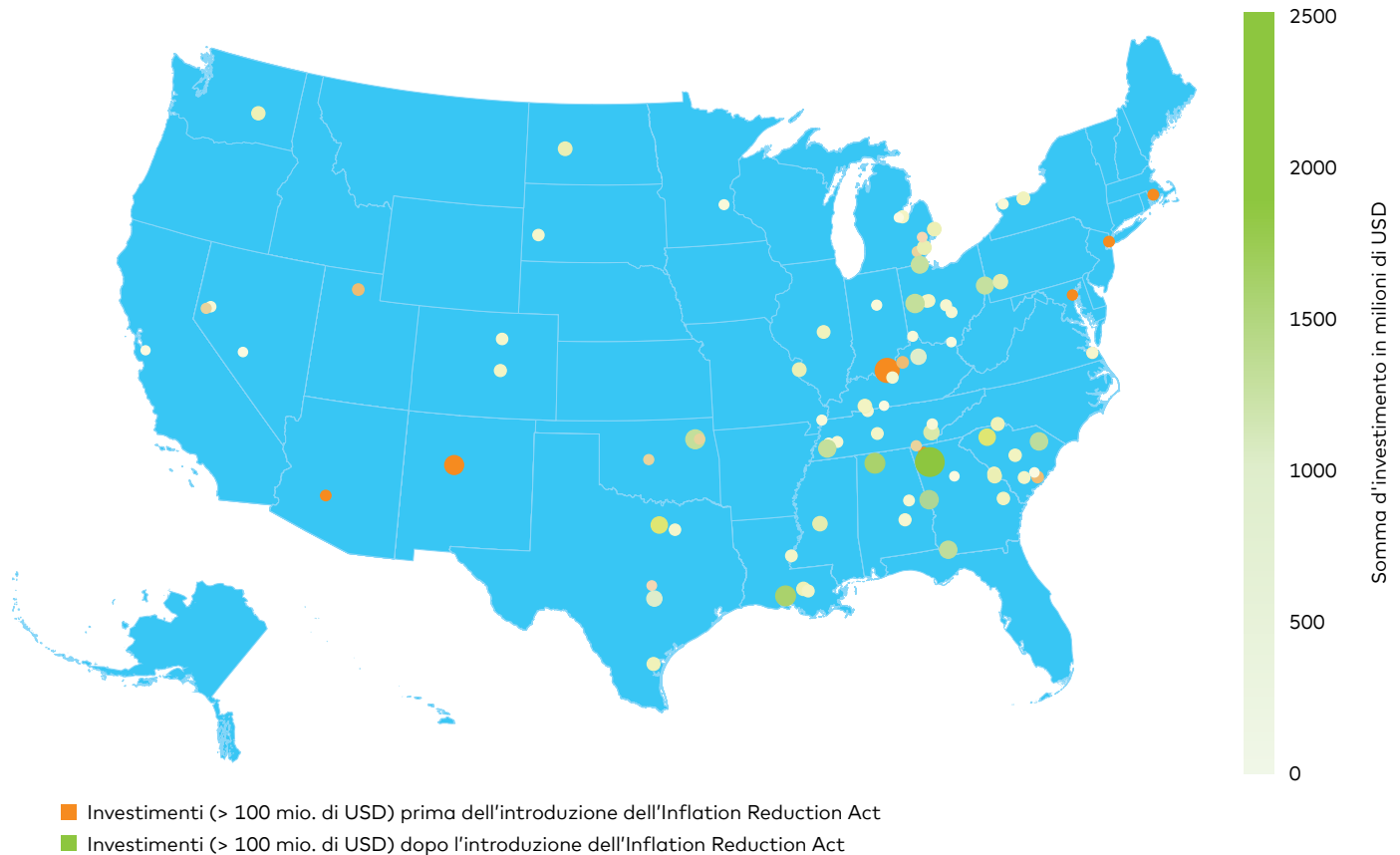
A dispetto del suo nome, invece, l'Inflation Reduction Act non mira a contrastare l'inflazione, bensì a promuovere gli investimenti nelle energie rinnovabili. La speranza è che la spesa pubblica, le sovvenzioni e i vantaggi fiscali generino un «effetto di crowding-in», dando impulso a ulteriori investimenti privati. L'attenzione del governo è rivolta principalmente a quei settori che, senza un intervento pubblico, vedrebbero una presenza di attori privati meno consistente di quanto sarebbe auspicabile nel lungo periodo per l'economia statunitense. Secondo il governo USA, dall'avvio del programma nell'agosto 2022 sono stati annunciati progetti del settore privato per oltre 110 mia. di USD. Buona parte di questi investimenti riguarderebbe tecnologie legate alle batterie, all'energia solare, ai parchi eolici e ai veicoli elettrici (per un totale di 46 mia. di USD). L'impatto dell'Inflation Reduction Act è ben illustrato dalla figura 3: si nota che nei settori menzionati il numero degli investimenti di una certa entità da parte dell'economia privata è aumentato considerevolmente nell'arco di un anno dall'avvio del programma.



Con il piano congiunturale portato avanti dal presidente Joe Biden si è affermato il termine «Bidenomics». Il rilancio dell'economia nazionale potrebbe dare un impulso ai titoli statunitensi.



Fig. 3: L’Inflation Reduction Act favorisce investimenti più cospicui nelle energie sostenibili



Fonte: Banca Cler, US Department of Energy

Sempre nell'agosto del 2022 è stato approvato anche il Chips and Science Act, che mette in campo incentivi agli investimenti e di natura fiscale con obiettivi simili a quelli dell'Inflation Reduction Act, ma con l'intento primario di sviluppare l'industria nazionale dei semiconduttori.

Gli investitori non possono prescindere dai titoli statunitensi

Non è un caso che i mercati azionari e obbligazionari degli USA dominino gli indici globali. È molto probabile che l'iniezione di fondi voluta dall'amministrazione Biden per incoraggiare gli investimenti privati, modernizzare l'infrastruttura e rafforzare l'economia nazionale permetterà agli Stati Uniti di mantenere la supremazia economica ancora per parecchio tempo. Di conseguenza, per allestire un portafoglio ampiamente diversificato, non è possibile prescindere dai titoli statunitensi. ■



Consiglio

L'elevata trasparenza ed efficienza del mercato finanziario americano rendono difficile per i gestori di fondi attivi sovraperformare nel medio e lungo termine rispetto agli indici di mercato complessivi. Per questo motivo, nella gestione patrimoniale copriamo il comparto azionario USA con fondi indicizzati ed ETF. Esempi in tal senso sono il prodotto sostenibile UBS ETF plc – MSCI USA Socially Responsible UCITS ETF (IE00BJXT3C94) e, sul fronte convenzionale, l'iShares MSCI North America UCITS ETF (IE00B14X4M10).



Cina: grippaggio del motore della crescita

Per oltre 30 anni la Cina ha vantato tassi di crescita elevati, senza però riuscire a colmare il divario che tuttora la separa dai paesi industrializzati. E la rincorsa potrebbe ulteriormente protrarsi, a causa di differenze strutturali e altri ostacoli di varia natura. Le sfide interne e la mutata percezione della Cina da parte dei paesi occidentali – il cosiddetto «de-risking» – potrebbero agire da freno.

L'ascesa economica della Cina è da togliere il fiato. Nel 1990 il paese apportava l'1,6% della performance economica globale ed era undicesimo in classifica. Oggi questa quota è più che decuplicata (18%) e l'Impero di Mezzo è ormai secondo solo agli Stati Uniti, rivendicando sempre più il ruolo di locomotiva della crescita mondiale. Negli ultimi 15 anni, in generale, oltre un terzo della crescita annua reale della performance economica globale è stato realizzato a Pechino.

Ancora fuori dal «club» delle nazioni industrializzate

Malgrado questo travolgente sviluppo, l'economia cinese presenta ancora notevoli differenze strutturali rispetto agli USA e ad altri importanti paesi industrializzati: la quota di creazione di valore imputabile ai servizi, pari al 53%, è nettamente inferiore al suo pendant americano, mentre industria e agricoltura hanno più peso di quanto non accada normalmente nelle economie sviluppate. La popolazione urbana, pari al 18% negli anni Settanta, è salita recentemente al 64%, ma resta comunque inferiore a quella degli Stati Uniti (83%) e di altre nazioni industrializzate. Il PIL pro capite della Cina – pari a 12 720 USD nel 2022 (valore nominale, Banca mondiale) – è all'incirca allineato con la media globale, ma lontanissimo da quello degli USA (76 399 USD). La propensione al risparmio del popolo cinese è straordinaria: di recente ha raggiunto un elevatissimo 35%, il che si riflette in una quota più ridotta

di consumi e in una più elevata di investimenti. Meno del 40% del PIL cinese confluisce nei consumi privati, rispetto a quasi il 70% negli Stati Uniti; viceversa, la quota degli investimenti in Cina è il doppio (oltre il 40%), per quanto, a lungo andare, questo livello risulterà difficile da mantenere. Già oggi, la redditività degli investimenti è scarsa, che si tratti di giganteschi piani immobiliari (cfr. box a parte) o di progetti per la Nuova Via della Seta. Il governo cinese, quindi, punta dichiaratamente a stimolare i consumi privati nel tentativo di recuperare il gap con i paesi industrializzati.

Ostacoli interni all'ulteriore sviluppo

Una grande sfida per la crescita cinese è rappresentata dal calo e dall'invecchiamento della popolazione. A ciò si aggiunge il problema di una tuttora spiccata prevalenza di maschi tra i nuovi nati (secondo gli ultimi dati 111,8 a 100). La percentuale della popolazione in età lavorativa (20–64 anni) scenderà presumibilmente dall'attuale 64% al 55% entro il 2050 e addirittura al 46% da qui al 2100, una previsione peggiore di quella formulata per gli Stati Uniti. A differenza di questi ultimi, la Cina non è meta di immigrazione, il suo saldo migratorio è negativo da decenni. Nonostante l'invecchiamento demografico, a metà del 2023 la disoccupazione giovanile superava il 20%, configurandosi come potenziale freno alla produttività.

Ma vi sono anche altri fattori dirompenti oltre a quelli demografici, come ad esempio le disparità economiche e sociali. Le aree abitate da minoranze etniche scarsamente integrate sotto il profilo culturale, come gli uiguri o i tibetani, sono in grave ritardo rispetto al livello di sviluppo nazionale. Le proteste vengono soffocate, il controllo e la sicurezza dello Stato sembrano avere priorità sulla crescita economica e sul benessere.

Mutata percezione della Cina da parte dei paesi occidentali

Le crescenti tensioni commerciali e geopolitiche tra Cina e Stati Uniti spingono anche gli altri paesi filo-occidentali a riconsiderare la propria spiccata interdipendenza economica con l'Impero di Mezzo, interpretandola come fattore di rischio. Per questo, in particolare le imprese di varie nazioni industrializzate dell'Occidente stanno verificando la stabilità delle proprie catene di fornitura.

La cronaca lascia intravedere una ricerca di alternative alla Cina e le rilevazioni evidenziano una minore propensione a investire nel paese asiatico. Sempre più imprese dell'UE, del Regno Unito, degli USA e del Giappone hanno in programma per i prossimi anni un totale disimpegno dalla Cina, come conferma il recente andamento degli investimenti diretti esteri (IDE) nel paese. Secondo le cifre diffuse dall'agenzia statale responsabile della gestione dei movimenti in valuta estera, nel secondo trimestre 2023 gli IDE sono stati pari a 4,9 mia. di USD, ben l'87% in meno rispetto all'anno precedente. È il calo più marcato da un quarto di secolo a questa parte.

La cronaca lascia intravedere una ricerca di alternative alla Cina.

Dell, terzo produttore di computer al mondo, non pone tempo in mezzo: entro il 2024 vuole rinunciare completamente ai chip prodotti in Cina e ha annunciato ai suoi fornitori di voler estendere il veto in futuro anche ai componenti di prevalente fabbricazione cinese. Non sorprende che questo fenomeno sia più evidente nei settori sensibili dal punto di vista geopolitico. Gli investimenti annui in Cina delle società statunitensi attive nelle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (ICT) sono scesi da oltre 4 mia. di USD nel 2016 a poco più di 2 mia. nel 2019 e a poche centinaia di milioni nel 2020. Nel comparto dei semiconduttori, la quota cinese degli IDE globali è scesa dal 48% nel 2018 all'1% nel 2022. Nello stesso periodo la quota degli Stati Uniti è passata dallo 0 al 37% e quella congiunta di India, Singapore e Malaysia dal 10 al 38%.



Città fantasma in Cina. Già nel 2017, il numero di unità abitative non occupate ammontava a 65 milioni.

Dopo che per anni – e in particolare dal suo ingresso nell'Organizzazione Mondiale del Commercio (OMC/WTO) nel 2001 – la Cina ha rivestito i panni di «officina del mondo», ora si profila un'inversione di rotta. Secondo vari esperti, tuttavia, questa presa di distanza non è facile, a causa delle interdipendenze economiche esistenti. I cambiamenti, pertanto, non avverranno nel breve e medio

termine, ma saranno più che altro notabili nel lungo periodo. Uno stato di cose che ha richiesto anche un aggiustamento terminologico: se all'inizio nei paesi occidentali si parlava di «decoupling», oggi si è passati al più blando «de-risking», nell'ottica appunto della diversificazione. ■



Mercato immobiliare cinese: tra città fantasma e prezzi gonfiati

La Cina conta attualmente 125 città con più di un milione di abitanti. Le più grandi e note sono Shanghai, Pechino, Shenzhen, Guangzhou, Chengdu, Tianjin e Wuhan, ma ce ne sono anche altre che, pur superando per dimensioni molte metropoli europee, ci risultano del tutto sconosciute, come Qingdao, Shantou e Jining. Il loro marchio distintivo è una foresta di grattacieli, spuntati come funghi a ostentare il raggiunto benessere. Ma la facciata si sta sgretolando, letteralmente. Oggi, a causa di meccanismi di incentivazione non virtuosi e di pianificazioni errate, in Cina molte città sono di fatto disabitate. Già nel 2017, 65 mio. di unità abitative risultavano non occupate.

La forte domanda ha provocato un'impennata dei prezzi

Da quando il governo ha ammesso la proprietà privata, in Cina possedere un'abitazione è divenuto sinonimo di ascesa sociale. Al contempo, gli immobili sono diventati oggetti speculativi. La domanda, associata a programmi governativi di stimolo, ha portato i prezzi alle stelle. Rispetto a inizio millennio, un appartamento di 60 m² a Pechino costa 32 volte di più (800 000 CHF contro i precedenti 25 000 CHF). Ora, però, il settore

delle nuove costruzioni ristagna e molti sviluppatori immobiliari sono in bancarotta o in grave crisi per aver attinto in modo sproporzionato a capitale di terzi e spesso costruito senza tener conto del reale fabbisogno. A metà 2023, due dei maggiori sviluppatori del paese (Evergrande e Country Garden) avevano accumulato insieme un incredibile debito – trasposto in CHF – di 450 miliardi circa.

La bolla immobiliare potrebbe frenare la crescita della Cina

Le autorità cinesi hanno cercato di porre un freno a questa situazione, varando misure volte a risanare i bilanci delle società immobiliari in difficoltà. In seguito, non solo i grandi gruppi Evergrande e Country Garden sono caduti in insolvenza, ma hanno iniziato a traballare anche parecchie altre società meno conosciute del comparto. Un problema non trascurabile per Pechino, dato che il settore edilizio e immobiliare rappresenta poco meno di un quarto del prodotto nazionale cinese. L'incertezza potrebbe rendere più cauti consumatori e imprese, con possibili conseguenze per la crescita non solo del gigante asiatico – che verrebbe del tutto affossata – ma del mondo intero.

Gli investimenti in Cina hanno perso attrattiva

Dopo anni di crescita, il gigante comunista deve far fronte a diversi problemi. Tra gli altri, la sempre maggiore intransigenza con cui l'Occidente giudica la politica aggressiva di Pechino verso Hong Kong e Taiwan. Inoltre, sia la pandemia da coronavirus che l'attacco russo all'Ucraina hanno messo a nudo la dipendenza economica dell'Europa dal paese asiatico. Tutto ciò non è esente da conseguenze: solo pochi anni fa, molti istituti finanziari pubblicizzavano gli investimenti in azioni cinesi come imprescindibili e lungimiranti. Oggi come oggi, invece, questa proposta ha perso appetibilità. Gli investitori, quindi, sono alla ricerca di nuovi sbocchi sui mercati emergenti.





Dal 1990 l'economia cinese è stata un esempio emblematico della travolgente crescita dei paesi emergenti nonché dei vantaggi reciproci di commercio e globalizzazione. Ci si aspettava che una maggiore prosperità determinasse l'apertura, o comunque la liberalizzazione, del regime autoritario a partito unico, ma così non è stato. Si sperava in un «Wandel durch Handel» (cambiamento attraverso il commercio), ma in realtà a cambiare è stato più che altro l'Occidente, che si è adattato ad accettare posizioni politiche autoritarie e leader antidemocratici. Il Partito Comunista Cinese, con le sue rivendicazioni di potere assoluto, non è mai stato messo in discussione. Se nella prima Guerra fredda tra Stati Uniti e URSS incombeva la minaccia della distruzione nucleare reciproca, nell'eventuale escalation di un secondo conflitto non dichiarato, fra USA e Cina, il rischio sarebbe quello di un mutuo affossamento finanziario.

Crescita in Cina: netto rallentamento dai tempi della crisi finanziaria, nonostante la Nuova Via della Seta

Il quadro temporale è chiaro: è dalla crisi bancaria globale del 2008/2009 che la Cina non evolve più ai ritmi travolgenti del passato. E questo mette in discussione il suo modello di crescita, basato su investimenti in immobili e infrastrutture e sull'aumento dell'export. Neppure la Nuova Via della Seta – in Cina anche denominata ufficialmente «Una cintura, una via» – riesce a invertire la rotta. Questo programma, ispirato alla storica Via della Seta, raccoglie vari progetti volti a creare e ampliare reti commerciali e infrastrutturali di portata intercontinentale tra la RPC e moltissimi paesi di Africa, Asia, America Latina ed Europa. Per finanziarli la Cina utilizza anche, per vie traverse, le riserve valutarie della sua banca centrale, convogliate in fondi d'investimento statali con il ruolo di «banche ombra». La portata e l'impatto di questo potenziale d'investimento pubblico vengono ulteriormente amplificati tramite l'iniezione diretta di capitale di terzi e investimenti nel capitale proprio di imprese. Con asset amministrati per oltre 1300 mia. di USD, la China Investment Corporation è il principale fondo statale cinese. Esso compartecipa in altri fondi d'investimento statali minori, come il Silk Road Fund, il cui patrimonio di circa 40 miliardi di dollari è vincolato alla realizzazione di progetti relativi alla Nuova Via della Seta.

A rivelarsi problematica è la mancanza di trasparenza con cui la Cina concede crediti, spesso proprio nel contesto della suddetta iniziativa, soprattutto in Africa. Quando il Fondo monetario internazionale (FMI) abbuona debiti o concede agevolazioni di pagamento a paesi come Zambia o Kenya, sovente la Cina non è toccata dalle concessioni offerte. E se verso quest'ultima sussistono, nell'ombra, impegni di pagamento che i suddetti paesi continuano a onorare in via prioritaria, di fatto i crediti dell'FMI vanno indirettamente a finanziare il rimborso dei crediti cinesi, mentre i paesi occidentali rinunciano a parte delle proprie pretese. Organizzazioni di creditori come il Club di Parigi si propongono come istanze di coordinamento al fine di evitare che singoli paesi si avvantaggino unilateralmente. L'influenza esercitata dalla Cina attraverso la concessione non trasparente di crediti su paesi ricchi di risorse o situati lungo rotte commerciali strategiche rischia di generare, per quegli stessi paesi, situazioni di eccessivo indebitamento a cui fanno seguito crisi economiche.

Con asset amministrati per oltre 1300 mia. di USD, la China Investment Corporation è il principale fondo statale cinese.

Gli enormi ammortamenti minacciano la stabilità finanziaria della Cina

Ma anche i rischi per la stabilità finanziaria della Cina aumentano, e per capirlo basta considerare quanto sia enorme il supposto volume dei crediti concessi nel contesto della Nuova Via della Seta. Secondo un articolo della rivista «Foreign Affairs»¹, si tratterebbe di 1000 mia. di USD, con circa 100 paesi coinvolti. A quanto pare, però, non tutti gli investimenti conseguono la redditività preventivata e si rischia che per molti finanziamenti gli ammortamenti risultino rovinosi. L'esempio del porto di Hambantota in Sri Lanka illustra le possibili conseguenze per i debitori: nel 2017, in ritardo con i pagamenti alla Cina, lo Sri Lanka è stato costretto a stipulare un contratto d'affitto riguardante l'impianto portuale per 99 anni a garanzia del prestito. La cosiddetta «diplomazia del libretto degli assegni» praticata da Pechino garantisce all'Impero di Mezzo un influsso su infrastrutture critiche e tecnologie occidentali.



La Nuova Via della Seta, conosciuta anche come «Una cintura, una via», è un gigantesco progetto infrastrutturale avviato dalla Cina. Attraverso rotte commerciali, il progetto mira a collegare la Cina a Europa, Medio Oriente, Africa e ad altre parti del mondo. La Mongolia svolge un ruolo importante come paese di transito, grazie alla sua posizione geografica privilegiata tra Cina e Russia, che consente il trasporto via terra di merci e materie prime verso l'Europa.



Lo sviluppo economico nei sistemi politici autoritari

Come spiega Adam S. Posen, presidente del prestigioso Peterson Institute for International Economics, nella rivista specializzata «Foreign Affairs»², nei sistemi politici autoritari lo sviluppo economico sembra seguire un modello prevedibile. Dopo una fase iniziale di espansione alimentata dalla spesa pubblica e da investimenti esteri, prende forma un'economia in forte crescita, sostenuta da imprese che si tengono lontane dai conflitti politici: «niente politica, niente problemi» è il motto. Una volta che questo successo economico ha fruttato alla perlopiù ristretta cerchia degli autocrati un sufficiente consenso politico popolare, cominciano a moltiplicarsi da parte di questi ultimi gli interventi arbitrari sull'economia finalizzati a imporre i propri interessi

politici e, in misura crescente, anche finanziari. Se le ingerenze oltrepassano un certo limite, famiglie e imprese precipitano nell'incertezza e cominciano a privilegiare i beni patrimoniali liquidi rispetto ai nuovi investimenti illiquidi che le mettono alla mercé dell'arbitrio governativo. Le conseguenze: la crescita economica rallenta e sempre più capitali prendono la via dell'estero. L'elenco delle aziende «neutralizzate» mediante accuse di corruzione o altri pretesti è lungo. Una visione politica differente o anche una semplice critica all'apparato statale può già avere conseguenze fatali. La vittima più illustre di questi meccanismi tra gli imprenditori cinesi è molto probabilmente Jack Ma, il fondatore di Alibaba.

¹ M. Bennon, F. Fukuyama, «China's road to ruin», Foreign Affairs, sett./ott. 2023

² A.S. Posen, «The end of China's economic miracle», Foreign Affairs, sett./ott. 2023

I dazi punitivi degli USA e la guerra in Ucraina come fattori di tensione per le relazioni con l'Occidente

La Cina ha risposto colpo su colpo ai dazi punitivi introdotti nel 2018 dall'allora presidente americano Trump. Tuttavia, questa guerra doganale ha innescato un deterioramento delle relazioni politiche ed economiche del paese asiatico con il mondo industrializzato occidentale. I dazi commerciali di Trump sono stati mantenuti dall'amministrazione Biden, e nel frattempo l'opinione pubblica americana ha iniziato a vedere la Cina come un avversario, se non addirittura un nemico. Inoltre, la pandemia e le perturbazioni di catene di approvvigionamento cruciali a livello mondiale hanno messo sotto i riflettori la dipendenza economica degli Stati Uniti dalla Cina.

La rivalità fra Stati Uniti e Cina emerge in modo lampante dai nodi irrisolti dell'indipendenza di Taiwan e delle rivendicazioni di Pechino nel Mar Cinese Meridionale (fig. 4). Il dominio degli USA nel Pacifico, conquistato con la Seconda guerra mondiale, viene messo in discussione. Ma la dottrina americana espressa nel giugno 1954 dal proclama del presidente Eisenhower «We have got to keep the Pacific as an American lake» vale, con solo qualche piccola rettifica, ancora oggi. Nel quadrante del Pacifico a sud della Cina, quindi, Pechino e Washington sono in rotta di collisione sotto il profilo strategico.

Fig. 4: Le contestate rivendicazioni territoriali della Cina nel Mar Cinese Meridionale (linea dei nove tratti)

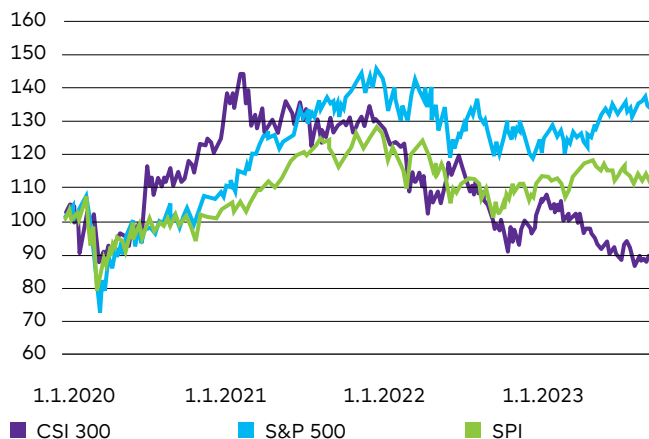


Fonte: https://www.un.org/depts/los/clcs_new/submissions_files/mysvnm33_09/chn_2009re_mys_vnm_e.pdf



Durante il suo mandato, l'ex presidente Donald Trump ha imposto una serie di dazi punitivi contro la Cina, che facevano parte del conflitto commerciale in corso tra gli Stati Uniti e l'Impero di Mezzo.

Fig. 5: Le azioni cinesi arrancano



Fonte: Banca Cler, Bloomberg, indici Total Return in CHF, 1.1.2020 = 100

Il mondo è sull'orlo di una nuova Guerra fredda?

Non sappiamo fino a che punto questa rivalità geostrategica pregiudicherà anche la cooperazione economica degenerando eventualmente in una nuova Guerra fredda. Ma il barometro segna tempesta. Durante la prima Guerra fredda – quella che ha contrapposto USA e Unione Sovietica tra il 1949 (anno del primo test atomico conosciuto da parte dell'URSS) e la caduta del Muro di Berlino nel 1989 – la minaccia incombente era la distruzione nucleare reciproca. Lo spauracchio dell'apocalisse atomica ha effettivamente agito da deterrente o l'umanità è sfuggita all'annientamento per semplice fortuna? Gli storici non hanno ancora raggiunto un parere unanime al riguardo. L'escalation verso una seconda Guerra fredda, questa volta tra USA e Cina, potrebbe dare origine a contraccolpi economici pesantissimi per entrambe.

A gravare sulle relazioni economiche è anche la pretesa della Cina di sottomettere Taiwan al controllo del Partito Comunista. Per raggiungere l'obiettivo, i vertici cinesi non escludono nemmeno il ricorso alle armi. Deleterio per i rapporti con l'Occidente è stato anche il fatto che Putin si sia recato a Pechino solo pochi giorni prima di invadere l'Ucraina e che, in occasione di questa visita di Stato, entrambi i paesi abbiano messo l'accento sulla propria «amicizia senza confini». Certo, la Cina non si aspettava che l'«operazione militare speciale» della Russia sarebbe clamorosamente fallita sfociando in un conflitto così prolungato.

Tutti questi elementi mettono a dura prova le relazioni politiche ed economiche tra Stati Uniti ed Europa da un lato e Cina dall'altro. L'UE è consapevole di trovarsi in condizioni di dipendenza e tenta la via della conciliazione degli interessi puntando, al contempo, a una maggiore diversificazione nelle proprie relazioni commerciali. L'esperienza con la Russia dimostra ancora una volta come l'appeasement e la propensione al compromesso, pur con tutte le buone intenzioni, possano spianare la strada alla rovina economica.

Cosa implicano per gli investitori le tensioni nei rapporti con la Cina?

Gli sviluppi descritti in precedenza si rispecchiano anche nell'evoluzione del mercato azionario cinese. Da inizio 2020 al 30 settembre 2023, l'indice azionario cinese CSI 300 – che comprende le 300 principali società quotate alle borse di Shenzhen o Shanghai – ha registrato un andamento diverso da quello dei mercati azionari statunitense e svizzero (fig. 5). Naturalmente, le differenze tra mercati azionari regionali solo di rado sono riconducibili a singoli fattori, ma è indubbio che, dal 2020, l'atteggiamento più ideologico assunto dalla leadership cinese abbia maggiore impatto sulle sorti dei mercati finanziari nazionali.

Ma restringiamo ora la prospettiva alla scelta di una strategia d'investimento. Se proteggersi dagli scenari negativi che si profilavano durante la prima Guerra fredda era sostanzialmente impossibile, è altrettanto difficile mettersi al riparo da un'eventuale brusca inversione della globalizzazione con intenti ostili. Le quote di mercato e gli investimenti delle imprese occidentali sulla piazza cinese nonché le loro infrastrutture di produzione in loco sono semplicemente eccessivi.

Il punto è però se ulteriori investimenti diretti in Cina e in altre economie emergenti non incrementino inutilmente un rischio che di certo esiste. Per quanto un'ampia diversificazione tra i mercati azionari e obbligazionari di tutto il mondo sia teoricamente opportuna, così facendo si accumula in portafoglio anche il rischio, comunque notevole, di un'escalation delle tensioni geostrategiche.

Queste considerazioni sono alla base della nostra allocazione prudente nelle azioni e obbligazioni dei paesi emergenti, comparto nel quale buona parte dei capitali, in virtù della consueta ponderazione in base alla capitalizzazione di mercato, va a confluire in Cina, Corea del Sud e Taiwan, ovvero il centro geografico di quella che si teme sarà una conflagrazione economica, e nel peggiore dei casi, anche militare. ■



Azioni: contesto positivo grazie all'inflazione in calo negli USA

Poco più di un anno fa, l'aumento dell'inflazione monopolizzava l'attenzione dei media. Il rincaro era dipinto come una sorta di belva feroce e indomabile. Oggi sappiamo che molti timori erano esagerati. Uno sguardo al passato ci mostra che gli indici azionari degli USA – ma anche della Svizzera – in contesti di inflazione in calo hanno registrato un andamento positivo nella maggior parte dei casi osservabili.

Oggi possiamo affermare che il picco dell'attuale ciclo inflazionistico è ormai alle nostre spalle. Anche se non vi sono ancora segnali di una completa distensione sul fronte dei prezzi, il trend è al ribasso. Questo nuovo contesto macroeconomico va tenuto in considerazione anche nell'ambito degli investimenti in azioni. Gli studi che abbiamo condotto nel 2022 dimostrano che gli indici azionari registrano performance positive quando i tassi d'inflazione sono stabili. Alcune analisi di lungo periodo sui mercati azionari svizzero e statunitense hanno confermato che un rincaro intorno al 2% rappresenta un contesto ideale per le azioni. Abbiamo poi osservato come si evolvono i corsi azionari dopo periodi di inflazione elevata, cercando di scoprire quali rendimenti sia lecito

attendersi una volta superato il picco. La figura 6 mostra i risultati relativi agli USA, non dissimili da quelli ottenuti per il mercato azionario svizzero. Il periodo in esame inizia il 31 gennaio 1972 e abbraccia un arco di circa 50 anni.

Il grafico rappresenta i diversi regimi inflazionistici sullo sfondo dell'andamento dei prezzi al consumo negli Stati Uniti (linea blu). Le linee verticali verdi indicano i picchi dell'inflazione, mentre le linee arancioni indicano i minimi raggiunti nei vari cicli. I valori in alto rappresentano la performance relativa al periodo successivo al picco inflazionistico (ad es. +23% a metà degli anni Settanta), i valori in basso la performance dopo il minimo (ad es. -5% a partire dal 31 gennaio 1972).

USA: mercato azionario perlopiù positivo dopo il superamento del picco inflazionistico

Dopo i picchi dell'inflazione nei cicli esaminati, il mercato azionario statunitense ha sempre registrato un andamento positivo, con due eccezioni: lo scoppio della bolla tecnologica tra il 2000 e il 2003 e la crisi finanziaria globale del 2008/2009. Entrambi gli eventi non sono riconducibili a cicli congiunturali e trend economici «normali». La bolla tecnologica è stata il frutto di un'enorme esagerazione nelle valutazioni; il «cash burn rate», ossia la velocità di consumo della liquidità, all'epoca rappresentava il sigillo di qualità delle azioni, mentre il rapporto corso/utile o corso/valore contabile sembravano diventati parametri obsoleti. Durante la crisi finanziaria, il sistema economico si è trovato sull'orlo di un collasso che avrebbe avuto conseguenze incalcolabili per le economie nazionali e i mercati finanziari.

I risultati positivi della nostra indagine per gli altri periodi non sono propriamente sorprendenti. Le fasi di inflazione alle stelle creano un'enorme incertezza per le imprese e i consumatori. In tali contesti, i prezzi perdono la propria funzione fondamentale di segnale della scarsità di risorse. Sia le decisioni d'investimento che quelle relative ai consumi vengono prese in un clima di grande precarietà. Il pericolo che i mezzi disponibili non vengano più utilizzati in modo efficace ed efficiente è molto alto. Mantenere stabile il valore del denaro rappresenta pertanto il compito principale delle banche centrali; non a caso la BNS, la Fed, la BCE e molte altre mirano spesso a tassi d'inflazione pari o inferiori al 2%.



Il calo dell'inflazione si ripercuote non solo sul potere d'acquisto delle economie domestiche, ma anche sull'andamento perlopiù positivo dei corsi azionari, come ad esempio negli Stati Uniti.



Fig. 6: Cicli inflazionistici USA e performance dell'MSCI USA (p.a.) fino all'inizio del ciclo successivo



Fonte: Banca Cler, Bloomberg

Perché di norma un'inflazione in ribasso è positiva per gli investitori?

Il fatto che il rincaro abbia iniziato a calare dopo una forte fase di crescita è una buona notizia non solo per le imprese e le economie domestiche, ma anche per gli investitori. Oltre a rendere possibile un'allocatione ottimale – almeno a livello teorico – dei capitali, di norma la stabilità dei prezzi si traduce anche in condizioni di finanziamento favorevoli. Ciò riguarda i crediti per investimenti,

i crediti al consumo e le ipoteche e quindi, in ultima analisi, la domanda privata e le prospettive congiunturali.

Il calo dell'inflazione non impedirà che anche in futuro vi siano fasi di fortissime fluttuazioni dei corsi sui mercati azionari. Nel medio e lungo termine, tuttavia, tassi di rincaro compresi tra l'1 e il 3% rappresentano un terreno fertile per gli investimenti in azioni. ■



La Banca nazionale svizzera (BNS) è responsabile della stabilità dei prezzi nel nostro paese.

Obbligazioni: il livello dei tassi schiude opportunità agli investitori

Negli ultimi due anni, le banche centrali si sono concentrate perlopiù sulla lotta all'inflazione. Ora i tassi di riferimento hanno raggiunto il picco nel ciclo attuale. A nostro avviso, è il momento buono per integrare corporate bond nel portafoglio.

Dopo la crisi finanziaria, in molti paesi i tassi di riferimento erano ai minimi storici, per effetto dei tagli operati da importanti banche centrali e dei loro massicci programmi di acquisto di titoli di Stato e societari. Secondo la teoria monetarista, il forte aumento della massa monetaria avrebbe dovuto determinare un rialzo dell'inflazione; in un primo momento, tuttavia, ciò non è avvenuto. La minore velocità di circolazione del denaro ha messo parzialmente fuori gioco il semplice nesso causale alla base dell'equazione quantitativa. Solo dopo l'esplosione della pandemia di coronavirus, l'inflazione ha iniziato a lievitare in tutto il mondo e, con la guerra tra Russia e Ucraina, fra la metà e la fine del 2022 ha raggiunto il picco negli Stati Uniti, nell'eurozona e in Svizzera. Come reazione, in poco tempo le più importanti banche centrali hanno alzato drasticamente i tassi di riferimento.

Svizzera: variazioni dei prezzi a effetto ritardato

L'aumento dei tassi di riferimento è servito: dopo aver raggiunto l'apice, l'inflazione si è decisamente ridotta. Nel nostro paese, a settembre 2023, era pari all'1,7%, al di sotto della soglia del 2% definita come obiettivo di politica monetaria dalla Banca nazionale svizzera (BNS). Dal punto di vista dei consumatori elvetici, il calo è da ricondurre principalmente al minore rincaro sui beni e servizi importati. Inoltre, va tenuto presente che il paniere

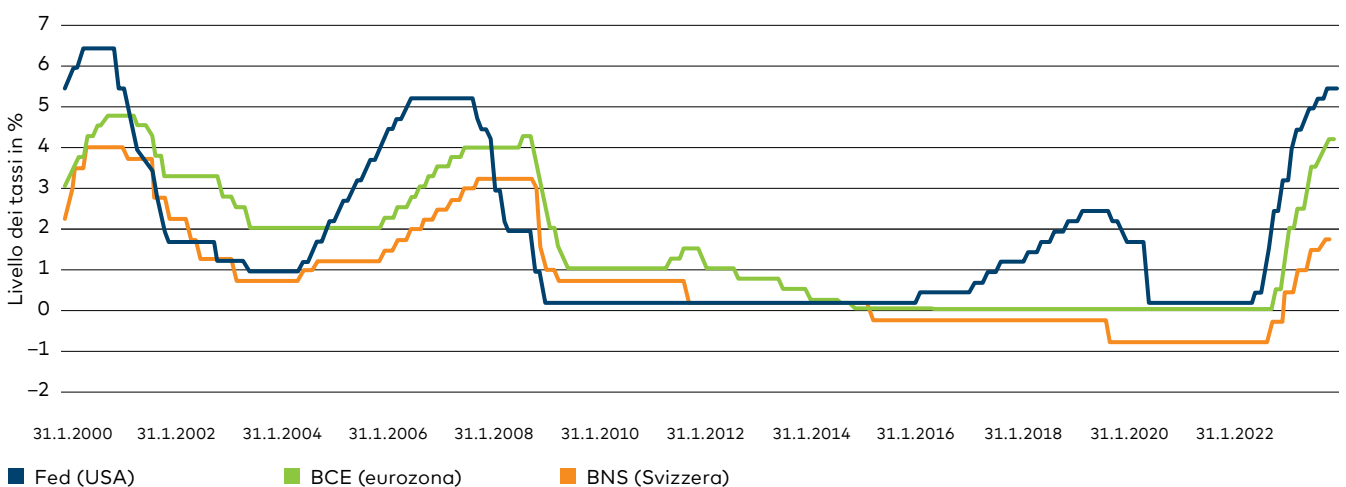
svizzero contiene prodotti e servizi i cui prezzi sono amministrati: di conseguenza, esso risente dell'inflazione a effetto ritardato e i consumatori percepiscono la dinamica dei prezzi in maniera distorta.

**Dopo aver raggiunto l'apice,
l'inflazione si è decisamente
ridotta.**

Sempre a settembre 2023, negli USA e nell'eurozona l'inflazione era ancora ben oltre gli obiettivi fissati dalle rispettive banche centrali. Non sorprende quindi che il tasso di riferimento della BNS sia attualmente più basso di quello della BCE e della Fed (cfr. fig. 7).

Riteniamo che questo ciclo di drastici rialzi dei tassi sia ormai giunto al termine. È presumibile che, per il momento, le banche centrali si limiteranno a osservare gli effetti dei giri di vite operati sull'economia; ulteriori interventi rischierebbero di soffocare una dinamica congiunturale già debole. D'altro canto, però, gli istituti centrali hanno comunque il compito di contrastare, se necessario, eventuali nuove fiammate inflazionistiche.

Fig. 7: I repentini e consistenti rialzi dei tassi di riferimento operati dalle banche centrali



Fonte: Banca Cler, Bloomberg

Ulteriori strumenti con cui la BNS può contrastare l'inflazione

Al momento la BNS ha la possibilità di combattere l'inflazione importata anche attraverso interventi sul mercato delle divise. Ad esempio, può tentare di vendere dollari USA o euro per impedire la svalutazione del franco svizzero. Un franco forte fa sì che i beni provenienti dall'estero non diventino troppo costosi. Negli ultimi due anni questo meccanismo ha contribuito a rendere lo spettro dell'inflazione molto meno temibile in Svizzera che non negli Stati Uniti o in Europa. Tuttavia, esso va utilizzato con misura. Infatti, a seconda del contesto politico-economico negli USA o nell'eurozona, potrebbe essere tollerato o interpretato come «guerra valutaria» e quindi contrastato.

Riteniamo che la tendenza a un ridimensionamento dell'inflazione perdurerà. Non escludiamo, tuttavia, che in Svizzera essa possa salire per un breve periodo oltre il 2% nei prossimi mesi. L'aumento del tasso ipotecario di riferimento, ad esempio, consente ai locatori di innalzare leggermente le pigioni. Poiché queste ultime rappresentano circa un quarto del paniere svizzero, un loro rialzo incide in modo significativo sul tasso d'inflazione.

Rendimenti obbligazionari prossimi al picco

Grazie alla stabilità dei prezzi attesa per il 2024, in Svizzera i rendimenti dei titoli di Stato decennali si attestano attualmente su un livello equo. Potrebbero tuttavia tornare a salire leggermente, a causa delle previsioni sull'inflazione incorporate. Il tasso di riferimento della BNS, invece, dovrebbe a nostro avviso rimanere al livello attuale.

Anche sull'altra sponda dell'Atlantico sembra che i giri di vite sui tassi siano giunti al capolinea. Negli USA, la dinamica dei prezzi è andata costantemente indebolendosi senza che la congiuntura perdesse particolare slancio.

Nel complesso, le prospettive per gli investimenti in obbligazioni americane sono positive. L'inflazione più contenuta e una crescita economica debole ma stabile inducono a ritenere che i tassi d'interesse rimarranno invariati o addirittura scenderanno leggermente. Per quanto riguarda gli investimenti, tuttavia, occorre prestare attenzione al settore in cui si intende operare.

Negli USA, la dinamica dei prezzi è andata costantemente indebolendosi senza che la congiuntura perdesse particolare slancio.

Corporate bond con buona solvibilità come integrazione strategica

Mentre le imprese del segmento high yield (ad alto rendimento) iniziano a risentire degli aumenti dei costi di rifinanziamento, quelle con buona solvibilità (titoli investment grade) rimangono sostanzialmente impassibili agli aumenti dei tassi. Queste ultime hanno approfittato degli interessi bassi degli scorsi anni per finanziarsi a lungo termine con poca spesa. Alcune dispongono di riserve di liquidità che, al netto, ne fanno addirittura dei percettori di interessi e ora traggono vantaggio dall'aumento dei tassi. La loro resistenza, dunque, è decisamente superiore, e ciò emergerebbe chiaramente in caso di peggioramento della congiuntura statunitense. Nell'eventualità di un indebolimento dell'economia, occorre tenere presente che i giri di vite operati negli ultimi due anni garantiscono un margine di manovra sufficiente per tagliare i tassi di riferimento. E poiché ciò inciderebbe positivamente sui prezzi delle obbligazioni, le prospettive di rendimento a medio termine sul mercato dei bond sono buone. ■



Sì all'aggiunta di corporate bond, no alle obbligazioni cinesi

Consigliamo di arricchire i portafogli obbligazionari con corporate bond contraddistinti da una buona solvibilità. Nei nostri mandati di gestione patrimoniale e nelle nostre Soluzioni d'investimento, ricorriamo al fondo BKB Sustainable Global Corporate Bonds, che investe in obbligazioni societarie globali di emittenti con elevata solvibilità (investment grade), con una spiccata predilezione per il mercato statunitense: circa

il 60% del patrimonio del fondo è impegnato in titoli in USD. Al momento evitiamo invece gli investimenti in obbligazioni cinesi, non solo in considerazione delle prospettive economiche, attualmente non incoraggianti, ma soprattutto per ragioni di «good governance», fra le quali una tutela relativamente debole dei creditori e requisiti poco rigorosi per quanto riguarda gli obblighi di comunicazione da parte degli emittenti.



L'annuncio delle decisioni sui tassi d'interesse da parte del Dr. Thomas Jordan, presidente della BNS, ha spesso grande impatto su economia e mercato finanziario.





Selezione dei fondi: come un ago in un pagliaio

Una delle prime e più importanti fasi del processo d'investimento è la definizione della strategia: da essa dipenderà in buona parte il risultato a lungo termine. La selezione dei titoli o dei fondi viene dopo, ma è comunque importante, perché trasforma la strategia in un agire concreto. In caso di investimenti diversificati a livello globale, vanno considerate le specificità regionali: se in mercati finanziari efficienti come gli USA convergono gli investimenti passivi, in situazioni di minore efficienza può essere preferibile la gestione attiva.

Più oculata è la selezione dei fondi, più è facile raggiungere – o addirittura superare – l'obiettivo fissato nella strategia d'investimento. Gli errori si pagano soprattutto sul lungo periodo: se abbiamo investito 100 000 CHF in fondi e a causa di scelte un po' infelici otteniamo un rendimento annuo del 4,5% anziché del 5%, nel breve termine ne risentiamo poco (portiamo a casa circa 500 CHF in meno in un anno), ma su un orizzonte di 20 anni, per effetto dell'interesse composto, il minore introito assume proporzioni ben maggiori (ca. 25 000 CHF).

**La selezione dei fondi
costituisce un elemento
importante del processo
d'investimento.**

Impossibile trovare fondi «passe-partout»

Secondo Morningstar, a settembre 2023 nella sola Europa si contavano circa 36 200 fondi con oltre 163 000 classi di quote e relative caratteristiche (cfr. box). Tanto ricca

è l'offerta di fondi e strategie, tanto diverse sono le esigenze degli investitori. I privati tendono ad avere un orizzonte temporale più breve rispetto ai clienti istituzionali, quindi pongono requisiti di liquidità più stringenti e hanno una minore propensione al rischio. Inoltre, i loro portafogli sono più esigui, il che ostacola l'accesso a determinate categorie di investimenti, come quelli sui mercati privati. Anche i privati, comunque, possono avere preferenze specifiche, ad esempio nei confronti di investimenti in chiave sostenibile. Individuare il prodotto giusto nello sconfinato universo dei fondi rappresenta quindi una vera sfida. Non esistono infatti soluzioni «passe-partout» che soddisfino in un sol colpo tutti i desideri. Non si può quindi prescindere da un'accurata analisi delle esigenze e da una ricerca meticolosa dei prodotti più idonei.

La qualità di un fondo ne determina il successo a lungo termine

La continua evoluzione del settore dei fondi rende sempre più difficile scovare il prodotto ideale. Peraltro, non si tratta di reperire il fondo che in passato ha messo a segno la performance migliore: bisogna piuttosto cercare il prodotto più adatto per l'uso che se ne deve fare e che nel lungo periodo offra risultati superiori alla media della concorrenza. Non basta esaminare i rendimenti passati,

occorre adottare un processo di valutazione sistematico che si articola essenzialmente in due fasi: un'analisi quantitativa e una qualitativa. Anzitutto, si effettua una preselezione sulla base di una valutazione delle performance storiche (analisi quantitativa), in modo da

identificare le caratteristiche di rendimento e di rischio del fondo; inoltre, ci si assicura che il volume del fondo sia sufficiente per ridurre al minimo il rischio di liquidazione. Si procede poi a esaminare le caratteristiche qualitative, tenendo conto, tra l'altro, dei seguenti criteri:

Persone

La qualità del processo d'investimento dipende dalle persone che lo sviluppano e lo attuano. Al riguardo vi sono molti aspetti rilevanti da considerare. Ad esempio: il team d'investimento dispone di conoscenze tecniche, esperienza e competenza sufficienti per realizzare efficacemente il processo d'investimento? Oppure la strategia dipende in maniera eccessiva dalla capacità di giudizio di una singola persona?

Filosofia

La filosofia d'investimento descrive i fattori determinanti per la performance e le convinzioni del gestore circa la propria capacità di sfruttare con profitto tali fonti di rendimento. La filosofia dovrebbe essere coerente e costante.

Processo

Si esamina come vengono prese le decisioni d'investimento. Due aspetti importanti sono la ripetibilità del processo e la sua coerenza con la filosofia d'investimento.

Portafoglio

La struttura del portafoglio è data dalla modalità in cui vengono attuate le posizioni d'investimento nel portafoglio. Il processo di allocazione dovrebbe essere definito in modo chiaro e applicato con coerenza. Occorre valutare quali strumenti vengono impiegati (azioni, obbligazioni, opzioni, futures, ecc.) e se il gestore è sufficientemente competente ed esperto nell'utilizzarli.

Valutare la qualità dell'approccio d'investimento aiuta a comprendere come si producono i risultati e in che misura le performance passate consentono di formulare ipotesi sui risultati futuri. Vi sono poi molte altre caratteristiche dei fondi, a prima vista poco significative, che possono condizionare sia in positivo che in negativo il successo degli investimenti nel lungo termine.



Il variegato mondo dei fondi d'investimento

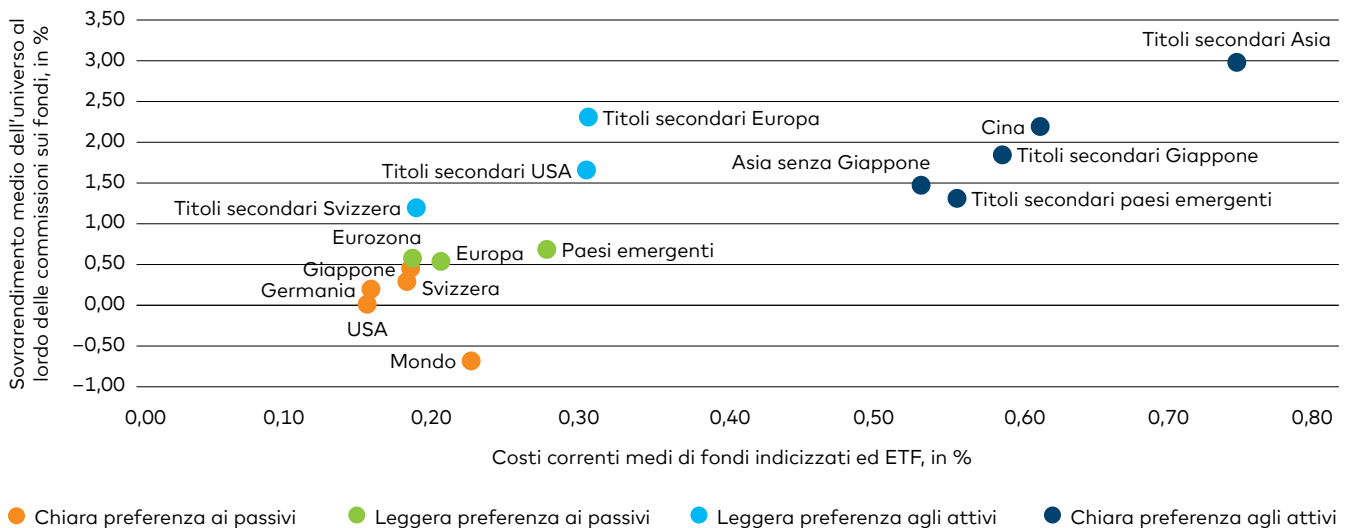
- Fondi in diverse categorie (azioni, obbligazioni, ecc.) e sottocategorie (settori, qualità del credito, ecc.) d'investimento
- Stile d'investimento attivo, replica passiva di un indice o forma intermedia
- Selezione discrezionale dei titoli o approccio quantitativo sulla base di regole
- Fondi a struttura tradizionale (compresi i fondi indicizzati) o fondi quotati in borsa (ETF)
- Nessuna considerazione di aspetti legati alla sostenibilità, rigoroso rispetto di criteri ESG o forme intermedie
- Fondi regionali, fondi paese o fondi tematici
- Fondi a distribuzione o a capitalizzazione
- Domicilio del fondo in Svizzera, Lussemburgo o Irlanda



Esistono innumerevoli fondi in tutto il mondo, per cui un'oculata selezione è di importanza capitale. Poiché la qualità di un fondo e la composizione del portafoglio individuale determinano il successo a lungo termine dell'investimento.



Fig. 8: Appetibilità relativa dei fondi azionari attivi rispetto a prodotti concorrenti comparabili di taglio passivo



Viene mostrato il sovrarendimento medio annuo (dieci anni, al lordo dei costi correnti) rispetto al benchmark dei fondi disponibili sul mercato europeo per i titoli dei paesi e delle regioni principali. Sono rappresentati anche i costi medi dei fondi passivi (fondi indicizzati ed ETF). Più un punto è situato in alto e a destra, più è opportuno optare per strategie attive.

Fonte: Banca Cler, MorningstarDirect™



Fondi che investono in mercati emergenti e Cina: la gestione attiva conviene

Rispetto ai mercati azionari delle nazioni industrializzate, quelli dei paesi emergenti sono di norma meno efficienti. Ciò vale anche per la Cina. Uno dei motivi è la struttura eterogenea del mercato. Un gestore attivo ha quindi maggiori possibilità di sfruttare le inefficienze. Non stupisce dunque che negli ultimi anni la maggioranza dei fondi a gestione attiva in questi paesi abbia conseguito rendimenti superiori rispetto al benchmark.

I dettagli che fanno la differenza

Partiamo dalla capitalizzazione: se non è automatica, nel lungo termine i proventi si rivelano decisamente inferiori, in quanto l'effetto dell'interesse composto non dispiega tutto il proprio potenziale. Passiamo poi al domicilio del fondo: da esso dipende l'entità dell'imposta alla fonte che grava sui proventi del fondo, decurtando in misura anche rilevante il rendimento finale. Inoltre, insieme alla struttura e alla valuta del fondo, il domicilio può influire anche sull'ammontare delle tasse e dei costi di transazione. In linea di principio, infine, passare troppo spesso da un fondo a un altro può comportare spese superflue.

Lo stile d'investimento giusto? Una questione spinosa

Nel 1976, negli USA, è stato lanciato il primo fondo indicizzato aperto al pubblico, il Vanguard 500 Index Fund. Si è così aperta la strada alla diffusione di prodotti d'investimento passivi e a basso costo e ha preso il via un dibattito ormai più che quarantennale su vantaggi e svantaggi della gestione attiva o passiva del capitale. Nel 2019, il Financial Analyst Journal ha proposto una panoramica sugli articoli pubblicati al riguardo negli scorsi decenni: mentre gli studi più datati si schieravano nettamente a favore dei fondi indicizzati, quelli più recenti descrivono un quadro meno univoco. Anche noi crediamo che sia opportuno distinguere vari casi. A volte, infatti, a seconda della strategia d'investimento non è possibile effettuare un benchmarking equo, altre volte la struttura del mercato e dell'offerta di prodotti non consentono di esprimere una preferenza univoca.

Un'ottica differenziata sull'esempio dei fondi azionari

Regola generale: più eterogeneo e meno efficiente è un mercato, e più ristretta è la nicchia in cui ci muoviamo, minori sono i vantaggi offerti dai prodotti indicizzati. La figura 8 evidenzia che, per molti mercati azionari del mondo industrializzato, un fondo attivo medio che investe in titoli standard consegue rendimenti inferiori a quelli di un fondo comparabile che investe in titoli secondari. Nel contempo, sono disponibili fondi indicizzati ed ETF molto convenienti. Ciò non significa che non si debbano prendere in considerazione strategie attive. I dati evidenziano tuttavia che nel caso dei titoli standard i fondi passivi sono più vantaggiosi. La situazione è diversa per i fondi che investono in titoli secondari o in mercati più eterogenei (ad es. Asia o paesi emergenti), in cui vi sono maggiori possibilità di sfruttare le inefficienze di mercato. Poiché i prodotti passivi in questi segmenti presentano in media costi più elevati, il loro vantaggio è fortemente ridotto. ■



La selezione dei fondi presso la Banca Cler

Nelle nostre soluzioni con delega (mandati di gestione patrimoniale e Soluzioni d'investimento) e nei colloqui di consulenza cerchiamo di adottare un punto di vista differenziato. Le nostre riflessioni vanno sempre viste nel contesto degli obiettivi d'investimento del cliente e dell'uso che intende fare dei fondi.

Volete scoprire se il vostro portafoglio necessita di aggiustamenti per quanto riguarda la selezione dei fondi?

Il vostro consulente di fiducia è a vostra disposizione.

cler.ch/richiedere-consulenza





Prospettive per i mercati finanziari

Anche se all'inizio del 2023 le borse hanno respirato un clima di grande incertezza, finora nell'anno ha trovato conferma la nostra valutazione moderatamente ottimistica sull'andamento economico. È comunque presto per dichiarare il cessato allarme e dipingere un quadro roseo per il prossimo anno: le sfide globali e le questioni aperte sono ancora troppe. Prevediamo anche per il 2024 una dinamica congiunturale debole, pur se leggermente positiva, e un anno d'investimento mediamente buono.

Oggi come oggi non è possibile formulare una valutazione sull'andamento congiunturale globale senza considerare, accanto a USA e UE, la Cina. Se vacilla la crescita di questo paese, che contribuisce per il 18% al prodotto interno lordo (PIL) nominale mondiale ed è fortemente interconnesso con le reti commerciali internazionali, anche il resto del pianeta ne risente. Fra il 2000 e il 2022 la Cina ha registrato una crescita media annua superiore all'8%, ma per il futuro si ipotizza che la crescita reale sarà inferiore al 5%. E le cose potrebbero andare anche peggio, dati i rischi legati all'invecchiamento della popolazione e a un modello economico che, malgrado i propositi di riorientamento, resta ancora fortemente dipendente dagli investimenti. Date queste premesse, e considerando in aggiunta la guerra tra Russia e Ucraina che si protrae ormai da quasi due anni, non sorprende che anche per il 2024 vi siano previsioni discordanti sia sull'economia globale che su quella delle singole regioni.

Per farcene un'idea, abbiamo valutato le previsioni su crescita economica e tassi d'inflazione pubblicate da Bloomberg. I risultati (stato: fine ottobre 2023) confermano le nostre ipotesi di una dinamica congiunturale debole ma comunque leggermente positiva per il 2024.

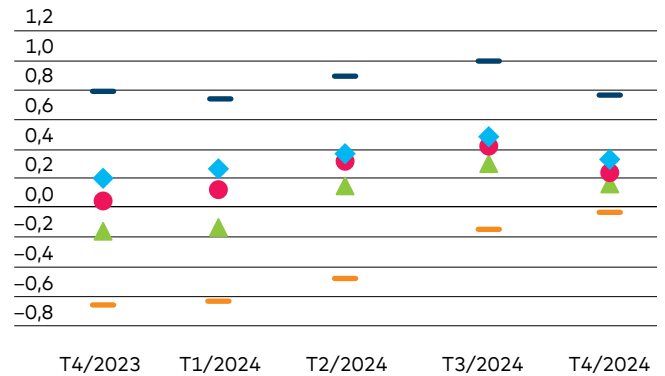
Prendendo come scenario di base la mediana delle previsioni (sulla base dei dati disponibili a fine ottobre 2023), la mediana della previsione di consenso sul tasso di crescita del PIL reale (YoY, in %) è pari a:

- +1,0% per gli USA (forbice: dal -0,1 al +3,1%),
- +0,8% per l'eurozona (forbice: dal -0,7 al +1,5%) e
- +1,1% per la Svizzera (forbice: dal +0,6% al +2,1%).

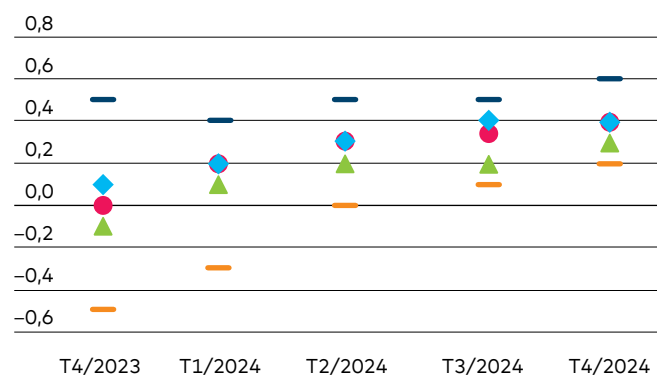
L'attenzione dei mercati finanziari è sicuramente puntata sull'andamento del PIL statunitense nel primo trimestre del 2024. Le aspettative sulla performance economica per questo periodo sono molto modeste, e non si può escludere un tasso di crescita negativo rispetto al quarto trimestre del 2023, che determinerebbe una recessione tecnica (due trimestri consecutivi con tassi di crescita negativi) per l'economia a stelle e strisce (cfr. fig. 9).

Fig. 9: Previsioni di crescita per USA, eurozona e Svizzera

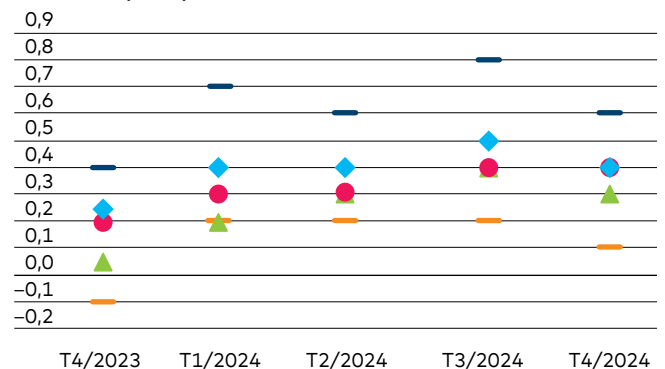
PIL USA, QoQ, in %



PIL eurozona, QoQ, in %



PIL Svizzera, QoQ, in %



■ Min. ■ Primo quartile ■ Mediana ■ Terzo quartile ■ Max.

Fonte: Banca Cler, Bloomberg (rispetto al trimestre precedente, dati non annualizzati)

Per quanto riguarda l'inflazione, le previsioni ipotizzano un'ulteriore distensione nel corso dell'anno: il trend verso tassi più bassi dovrebbe continuare (fig. 10). In media, per il 2024 si stima un rincaro inferiore al 3% in USA ed eurozona e al di sotto del 2% in Svizzera – valori non ancora pienamente in linea con gli obiettivi della Fed e della BCE, ma è probabile che verso fine anno si avvicinino ulteriormente all'agognato 2%. Rimangono comunque vari fattori di incertezza, ad esempio per quanto riguarda l'andamento dei prezzi dell'energia.

Azioni

I mercati finanziari promettono anche per il 2024 un anno quantomeno mediamente favorevole per le azioni. Le quotazioni dovrebbero recuperare all'incirca un 7%. Invitano all'ottimismo l'accresciuta probabilità di un «atterraggio morbido» dell'economia statunitense, l'andamento positivo – per quanto ancora debole – della congiuntura globale, l'ulteriore calo dell'inflazione e la fine del ciclo di rialzi dei tassi da parte delle banche centrali. Per contro, le tensioni geopolitiche e gli aumenti delle valutazioni inducono alla cautela. È su questo fronte che si deciderà se le aspettative ottimistiche riguardo ai rendimenti delle azioni saranno realizzate. Ci manteniamo fedeli ai temi d'investimento orientati al lungo termine (cfr. fondi «best-in-class» del nostro elenco di raccomandazioni e i nostri fondi propri).

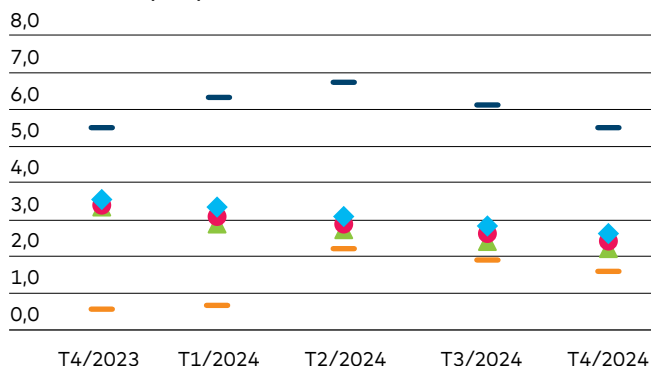
Obbligazioni

Con ogni probabilità, i tassi di riferimento hanno raggiunto il picco; poco importa che l'una o l'altra banca centrale si veda nuovamente costretta a un ulteriore giro di vite. Di conseguenza, è lecito attendersi un leggero aumento dei rendimenti obbligazionari. Conviene quindi, dato il contesto, integrare il portafoglio obbligazionario, ad esempio, con corporate bond, ricorrendo a un fondo.

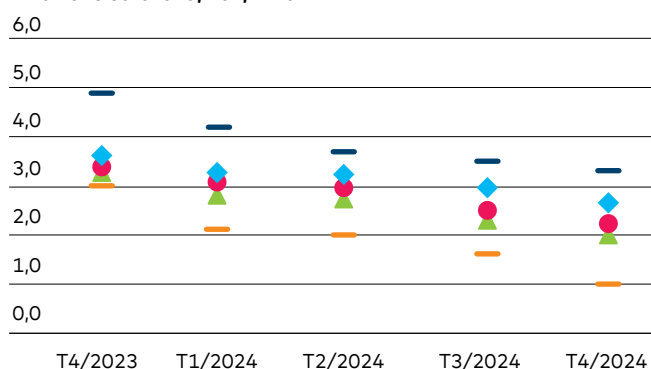
Consigliamo una strategia d'investimento ampiamente diversificata. I fondi azionari rimarranno anche nel 2024 una componente importante nella costruzione del portafoglio: si sono sempre rivelati i prodotti più redditizi nonostante le tante crisi attraversate in passato, e nemmeno i cali talvolta molto marcati delle quotazioni possono scalfire questa certezza. Anche nei prossimi anni le azioni dovrebbero dimostrarsi all'altezza della propria fama di «fonti di guadagno». ■

Fig. 10: Previsioni inflazionistiche per USA, eurozona e Svizzera

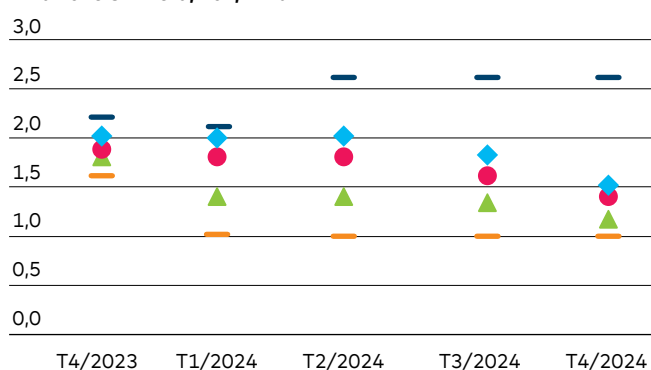
Inflazione USA, YoY, in %



Inflazione eurozona, YoY, in %



Inflazione Svizzera, YoY, in %



■ Min. ■ Primo quartile ■ Mediana ■ Terzo quartile ■ Max.

Fonte: Banca Cler, Bloomberg

Progresso tecnico e digitalizzazione



La nostra vita quotidiana non può più prescindere da digitalizzazione e intelligenza artificiale.

Investite nel progresso tecnologico con un ETF sul NASDAQ-100 (IE00B53SZB19) o con il fondo a gestione attiva Global Technology di Fidelity (LU1560650563).

Fondi «best-in-class» e prodotti propri: una selezione

Cambiamento demografico



Il cambiamento demografico rappresenta una sfida per tutti noi, ma offre terreno fertile per opportunità d'investimento in settori come quello sanitario, farmaceutico e la cosiddetta «silver economy».

Investite nei fondi World Healthscience di BlackRock (LU0329593007), Bellevue Sustainable Healthcare (LU1819585370) e Sustainable Demographics di Fidelity (LU0528228231).

Sviluppo sostenibile



Siamo convinti che gli investimenti in chiave sostenibile, nel medio e lungo termine, producano risultati analoghi a quelli degli investimenti convenzionali. Per questo, negli scorsi anni abbiamo lanciato alcuni fondi propri che concretizzano al 100% il nostro approccio sostenibile.

Investite nelle nostre Soluzioni d'investimento «Sviluppo sostenibile», improntate a un'ampia e attenta diversificazione, oppure nel fondo azionario svizzero BKB Sustainable – Equities Switzerland (CH0496872323).

Il fondo BKB Physical Gold Fairtrade Max Havelaar (CH1185050486) rappresenta a nostro avviso un'utile integrazione anche in un portafoglio orientato alla sostenibilità.

«Quando si investe non si può non tenere conto degli sviluppi geopolitici. Consigliamo di ridurre la quota di investimenti in fondi azionari e obbligazionari dei paesi emergenti, soppesando attentamente ogni decisione al riguardo.»

Dr. Sandro Merino, Chief Investment Officer



Disclaimer

Aspetti generali

La Banca Cler SA, in conformità alle leggi e alle normative vigenti in materia di sorveglianza (risp. alle «Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria» pubblicate dall'Associazione svizzera dei banchieri), ha introdotto a livello interno una serie di provvedimenti organizzativi e regolatori atti a evitare o a gestire in modo adeguato eventuali conflitti di interesse nell'ambito della stesura e trasmissione di analisi finanziarie. In questo contesto, in particolare, la Banca Cler SA adotta le opportune misure volte a garantire l'indipendenza e l'obiettività dei collaboratori coinvolti nella stesura di analisi finanziarie o le cui mansioni prescritte per regolamento o i cui interessi economici possano entrare in conflitto con gli interessi dei probabili destinatari di dette analisi.

Divieto per determinate operazioni dei collaboratori

La Banca Cler SA garantisce che i propri analisti nonché i collaboratori coinvolti nella stesura di analisi finanziarie non effettueranno operazioni con strumenti finanziari menzionati nelle suddette analisi o con strumenti ad esse collegati prima che i destinatari delle analisi o delle raccomandazioni d'investimento abbiano avuto essi stessi l'opportunità di reagire.

Nota sui criteri e i metodi di valutazione – reattività dei parametri di valutazione

Le analisi condotte dall'Investment Research della Banca Cler SA nell'ambito della ricerca secondaria si basano su criteri e metodi di valutazione universalmente riconosciuti a livello qualitativo e quantitativo. Per la valutazione di azioni e aziende si impiegano metodi come, ad esempio, le analisi del Discounted Cash Flow, del rapporto prezzo-utile e del peer group. Le aspettative sul futuro andamento del valore di uno strumento finanziario sono il risultato dell'analisi di uno stato di fatto in un determinato momento del tempo e possono quindi cambiare. La stima dei parametri di base viene effettuata con la massima scrupolosità. Tuttavia, il risultato dell'analisi descrive sempre e soltanto uno dei molti possibili sviluppi futuri. Si tratta dell'andamento a cui l'Investment Research della Banca Cler SA, al momento dell'analisi, attribuisce la maggiore probabilità di concretizzarsi.

Nota sulla raccomandazione

Le previsioni, le stime o gli obiettivi di corso contenuti nelle raccomandazioni dell'Investment Research della Banca Cler SA rappresentano, salvo diversamente indicato, l'opinione del loro autore. I dati di quotazione utilizzati si riferiscono al momento della pubblicazione, salvo diversamente indicato.

Nota sull'affidabilità delle informazioni e sulla pubblicazione

La presente pubblicazione esprime unicamente un parere non vincolante circa la situazione del mercato e gli strumenti d'investimento interessati al momento della pubblicazione. Tutti i dati provengono da fonti accessibili pubblicamente e reputate affidabili dalla Banca Cler SA, la quale, tuttavia, non ha verificato direttamente tutte le informazioni. Pertanto, la Banca Cler SA nonché le aziende ad essa collegate declinano ogni responsabilità in merito alla loro correttezza o completezza. La pubblicazione è effettuata esclusivamente a scopo di informazione generale, e non costituisce né una consulenza d'investimento, né un'offerta o un invito ad acquistare o a cedere strumenti finanziari. Essa non sostituisce in alcun caso la consulenza personale da parte dei nostri consulenti prima di un investimento o di altre decisioni. Sono escluse pretese di responsabilità derivanti dall'impiego delle informazioni offerte, in particolare per le perdite, inclusi i danni consequenziali, causati dall'utilizzo della presente pubblicazione o del suo contenuto. La riproduzione o l'utilizzo di grafici e testi in altri supporti elettronici non sono consentiti senza l'autorizzazione espressa della Banca Cler SA. È permesso il riutilizzo dei contenuti solo previa citazione delle fonti; in tal caso, tuttavia, si chiede l'invio preventivo di una copia d'obbligo.

MSCI ESG Research – avviso e disclaimer

Gli emittenti menzionati o inclusi nel materiale di MSCI ESG Research LLC possono includere MSCI Inc., clienti di MSCI o fornitori di MSCI e possono anche acquistare ricerche o altri prodotti/servizi di MSCI ESG Research. Il materiale di MSCI ESG Research, compreso quello utilizzato negli indici MSCI ESG o in altri prodotti, non è stato presentato né alla United States Securities and Exchange Commission (Commissione per i Titoli e gli Scambi degli Stati Uniti) né a qualsiasi altro organo di sorveglianza, né ha ricevuto la relativa approvazione. MSCI ESG Research LLC, i suoi affiliati e i fornitori di informazioni non forniscono alcuna garanzia in merito a tale materiale ESG. Il materiale ESG qui contenuto viene utilizzato su licenza e non può essere utilizzato ulteriormente, distribuito o diffuso senza l'esplicito consenso scritto di MSCI ESG Research LLC.

Sorveglianza

La Banca Cler SA è sottoposta alla sorveglianza dell'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA), Laupenstrasse 27, 3003 Berna.

Banca Cler SA, casella postale, 4002 Basilea,
telefono 0800 88 99 66, cler.ch/contatto

Le presenti informazioni hanno esclusivamente scopi pubblicitari. La Banca Cler SA non può garantirne l'esattezza, l'aggiornamento e la completezza. I suddetti contenuti non rappresentano né un'offerta né una raccomandazione e non vanno intesi come un invito a presentare un'offerta. Prima di prendere decisioni è opportuno avvalersi di una consulenza professionale. La Banca Cler SA si riserva di adeguare i prezzi e di modificare le offerte o i servizi in qualunque momento. Alcuni prodotti o servizi sono soggetti a restrizioni legali e per questo, in determinate circostanze, non sono disponibili per tutti i clienti o tutte le persone interessate. L'utilizzo dei contenuti del presente opuscolo da parte di terzi, in particolare in proprie pubblicazioni, non è consentito senza aver prima ottenuto un consenso scritto dalla Banca Cler SA.

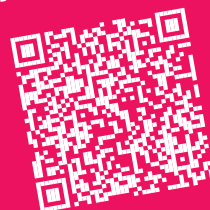
967710.03 Chiusura di redazione: venerdì 27 ottobre 2023. Con riserva di modifiche in qualsiasi momento.
Realizzazione grafica e scelta delle immagini: Glutz Kommunikation AG, Basilea. Stampato su carta riciclata al 100%.

Diversificate la vostra opinione. Ogni lunedì.

Affidatevi alle nostre attente analisi per farvi una vostra opinione. Ogni settimana il nostro Chief Investment Officer Sandro Merino presenta esclusivi approfondimenti e commenti relativi agli avvenimenti sui mercati finanziari.

Abbonatevi alla nostra newsletter e riceverete preziosi spunti per migliorare in modo mirato il vostro portafoglio: cler.ch/newsletter

Abbonatevi
alla newsletter.



Bank
Banque
Banca

CLER