



- **Nuovi record per gli indici azionari ad aprile**
- **Conflitto commerciale: Trump si vanta dei dazi doganali**
- **Strategia della Banca Cler: prevale la fiducia**

## **Nuovi record per gli indici azionari ad aprile**

Il trend positivo sui mercati azionari globali è proseguito anche ad aprile. Da inizio anno a fine aprile il rendimento complessivo dell'indice SMI (incl. dividendi e al lordo dell'imposta preventiva) sfiora il +19%. Le elevate perdite a una cifra dello scorso anno sono quindi ormai acqua passata. Negli ultimi dieci anni lo SMI ha conseguito un rendimento complessivo medio del 10% circa p.a., un risultato nettamente superiore rispetto al rendimento annuo medio (pari circa al 7,5%) registrato per molti decenni dalle azioni.

Lo «stato di emergenza» negli investimenti – tanto deplorato dall'inizio del decennio – si è rivelato a posteriori particolarmente favorevole per chi era disposto a correre rischi. Ancora una volta si è dimostrato che una crisi può trasformarsi in opportunità, non sorprende quindi che anche i pessimisti cronici riconoscano che gli investimenti in azioni, con un orizzonte temporale sufficientemente lungo, sono e rimangono allettanti. Chi punta sui premi di rischio deve però essere disposto a tollerare forti oscillazioni di valore. Anche il decennio successivo alla grande crisi finanziaria è stato caratterizzato da fasi turbolente e rendimenti azionari inesistenti per più anni. La quota del 10% non è stata costante, al contrario: più che simulare l'andamento di un volo di linea, il rendimento annuo delle azioni ha seguito la traiettoria tipica di un volo acrobatico, con audaci picchiate e risalite mozzafiato. Un sali e scendi vertiginoso, per un risultato comunque rassicurante. E in futuro il trend si manterrà altalenante. Nella nostra strategia d'investimento orientata al lungo termine restiamo tuttavia fedeli alle azioni, pur prevedendo un rendimento inferiore al 10% p.a. per i prossimi dieci anni.

## **Conflitto commerciale: Donald Trump si vanta dei dazi doganali**

A inizio maggio Trump, con i suoi famigerati tweet, ha mandato in profondo rosso le borse. L'accordo con la Cina, da lui descritto come già «in cassaforte», sarebbe fortemente a rischio. Trump minaccia di aumentare i dazi doganali statunitensi già in vigore e di estenderli a ulteriori beni importati dalla Cina. Alla chiusura della redazione di questa pubblicazione non è ancora chiaro se Trump stia giocando d'astuzia o se le negoziazioni potrebbero effettivamente fallire del tutto.

Troviamo ancora più interessanti i tweet in cui Trump si vanta degli elevati dazi doganali applicati alle merci cinesi dalla metà dello scorso anno: grazie al contributo finanziario obbligato della Cina, l'economia USA starebbe andando a gonfie vele, e il merito è tutto suo. In realtà, però, l'introduzione dei dazi nell'estate e nell'autunno del 2018 non ha fatto crollare le esportazioni cinesi verso gli USA, che invece continuano a crescere nonostante ciò, bensì l'export statunitense verso la Cina (circa 15 miliardi di USD in meno a trimestre). Il problema che Trump voleva risolvere non si è quindi ridotto ma si è aggravato: il deficit della bilancia commerciale USA ha toccato nuovi record. L'indebitamento americano continua a crescere per finanziare i consumi eccessivi. Ciò che preoccupa è il fatto che il merito creditizio degli USA sia ancora talmente elevato da consentire alla politica di ignorare l'aumento del debito pubblico nazionale. Entro la fine di un eventuale secondo mandato di Trump, esso potrebbe raggiungere le proporzioni di quello italiano.

In vista della campagna elettorale per la sua rielezione, Trump deve risultare vincitore nella guerra commerciale con la Cina. Con i suoi tweet tenta di far credere che i nuovi dazi siano stati una buona idea. In realtà, sta lentamente ma inesorabilmente venendo alla luce il flop della politica commerciale USA, i cui effetti non sono però ancora visibili per via della solida congiuntura americana.

## **Strategia della Banca Cler: prevale la fiducia**

Ignorando la regola «Sell in May and go away», manteniamo invariata la nostra quota azionaria attestandoci solo poco al di sotto del livello medio previsto dalla nostra strategia. Anche in borsa vale il detto: «No news is good news». Trump concluderà il suo accordo con la Cina prima o poi e probabilmente le grandi banche centrali non alzeranno i tassi per quest'anno. Le borse sembrano ben poco interessate alle importanti elezioni del Parlamento europeo di maggio. Continueremo a monitorare la situazione per voi.

## USA: inizio anno positivo

Nel primo trimestre la crescita dell'economia USA ha superato di molto le previsioni. Malgrado il colpo inferto dallo «shutdown» di gennaio, che ha comportato vacanze forzate per molti dipendenti pubblici, il PIL è salito di oltre il 3%. Solitamente questa prima lettura subisce però una correzione, talvolta marcata. Sebbene non vi siano dubbi sul segno positivo, lasciano a desiderare i fattori che avrebbero determinato la crescita del PIL. Il merito non va infatti agli elevati consumi delle economie domestiche o al forte aumento degli investimenti, ma all'incremento del contributo esterno e all'elevato accumulo delle scorte. Non si sa quindi se la dinamica congiunturale si manterrà solida; gli indici PMI segnalano infatti un rallentamento della crescita economica. Il calo del tasso di disoccupazione è sì positivo (fig. 1), ma non riesce di norma a tenere il passo con la congiuntura.

## UE: sorprende positivamente la crescita del PIL

Il previsto indebolimento del PIL è stato perlomeno posticipato di un trimestre. L'Italia, dopo due trimestri con tassi di crescita negativi, è tornata a registrare una lieve crescita e anche in altri Paesi i dati sono risultati convincenti. A nostro avviso è tuttavia troppo presto per decretare, sulla base dei dati disponibili, la fine dell'indebolimento congiunturale, anche perché la maggior parte degli indicatori di sentiment segnala un rallentamento della crescita economica, in particolare per il settore industriale (fig. 2). Positivo, invece, l'ulteriore miglioramento della situazione sul mercato del lavoro anche nell'Eurozona. I consumi delle economie domestiche dovrebbero quindi agire da stabilizzatori.

## Svizzera: nuove ombre sugli indicatori di sentiment

I dati più recenti parlano chiaro: l'economia svizzera non può non risentire del clima teso che grava sull'industria europea. Anche nel nostro Paese gli indicatori anticipatori continuano a registrare una flessione. Mentre il barometro KOF indica già da tempo un aumento del PIL inferiore alla media, ora anche l'indice PMI dell'industria ha accusato un nuovo calo, attestandosi per la prima volta dalla fine del 2015 al di sotto della soglia critica dei 50 punti (fig. 3). Ci si deve quindi aspettare una contrazione dell'economia nei prossimi 3-6 mesi. Per l'anno in corso non prevediamo comunque una recessione, sebbene le prospettive congiunturali rimangano tutt'altro che rosee.

Fig. 1: Tasso di disoccupazione USA

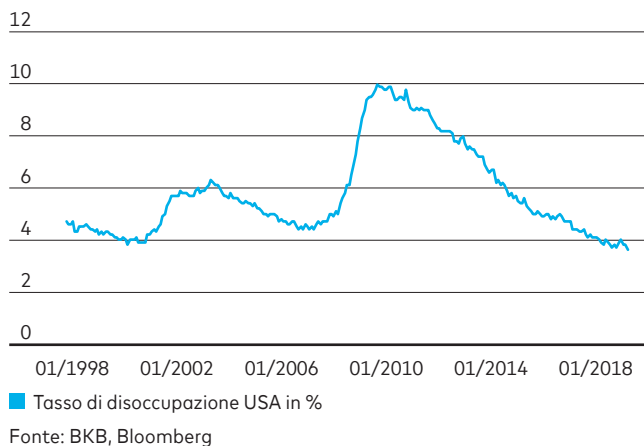


Fig. 2: Indicatori di sentiment in Europa

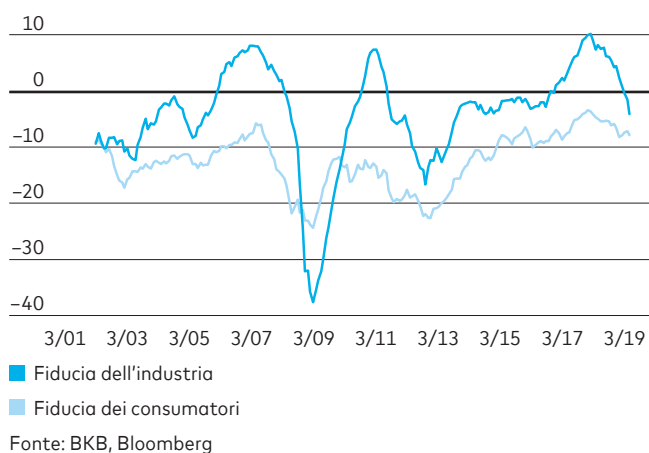
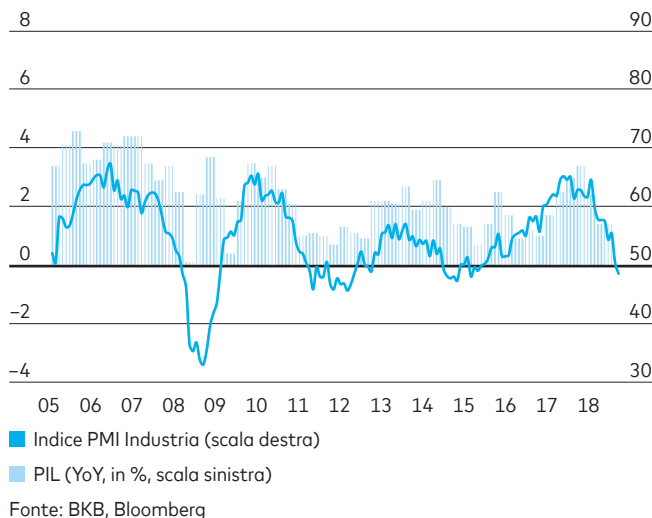


Fig. 3: Indicatore anticipatore e crescita in Svizzera



## La Fed si mantiene prudente

Nella riunione di inizio maggio, i membri della Fed hanno deciso all'unanimità di lasciare invariato il tasso di riferimento USA. Dall'ultimo incontro di marzo, il mercato del lavoro statunitense si è mantenuto robusto. La congiuntura USA ha evidenziato un trend positivo, con un tasso di disoccupazione sceso al 3,6%. Malgrado la crescita economica e l'aumento dei salari, dall'inizio di quest'anno l'inflazione USA ha registrato un nuovo calo e il tasso d'inflazione annuo a marzo è sceso all'1,5%. Il rincaro, in effetti, è determinato non dai salari nominali, bensì dai costi unitari del lavoro, ossia dai costi salariali per ciascuna unità prodotta. Nel lungo termine, l'inflazione core segue l'andamento dei costi unitari del lavoro (fig. 1). Questi ultimi hanno registrato un calo dello 0,9%, sorprendendo gli economisti che avevano messo in conto una crescita dell'1,5%.

Secondo il presidente della Fed Jerome Powell, il basso livello dell'inflazione è da ricondurre a fattori che agiscono sul breve termine e non a una politica monetaria restrittiva, e c'è motivo di preoccuparsi solo se il rincaro si attesta nel lungo termine al di sotto o al di sopra dell'obiettivo della Fed. Attualmente Powell non vede alcuna ragione per ritoccare il tasso di riferimento al rialzo o al ribasso. Visti gli sviluppi economici e finanziari globali e la contenuta pressione inflazionistica, i membri della Fed mantengono un atteggiamento «paziente» nei confronti di un'eventuale modifica del tasso di riferimento. Powell ha così deluso le aspettative circa un possibile allentamento della politica monetaria.

## Prospettive

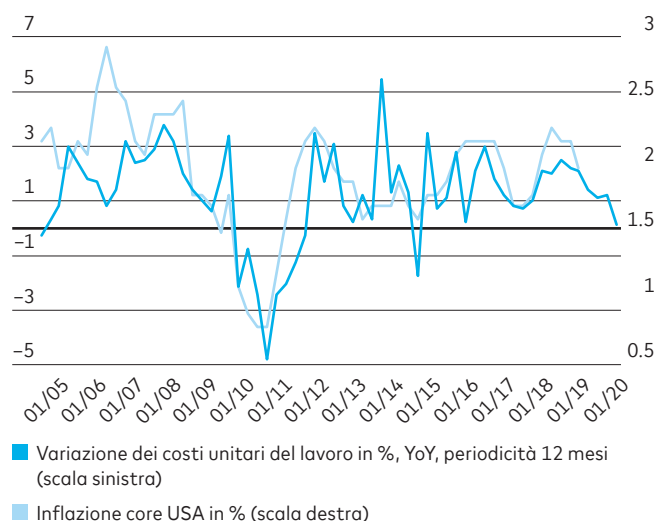
La Fed ha placato le speculazioni circa una possibile riduzione dei tassi nel 2019 e confermato il suo atteggiamento attendista. La BCE ha posticipato almeno al 2020 il giro di vite sui tassi. Alla luce degli sviluppi registrati nell'Eurozona, difficilmente la BNS attuerà una manovra di intervento determinante prima della Banca centrale europea. Per i rendimenti dei titoli di Stato decennali, prevediamo nei prossimi sei mesi solo una lieve crescita.

## Mercato immobiliare svizzero

Dopo un inizio anno positivo, ad aprile gli investimenti immobiliari svizzeri quotati hanno registrato un nuovo lieve rialzo nell'ambito dei fondi, mentre le azioni del comparto hanno perso parte degli utili conseguiti. I bassi rendimenti sul mercato obbligazionario hanno supportato solo marginalmente gli investimenti immobiliari. Nei primi quattro mesi i fondi immobiliari hanno messo a segno un rialzo pari al 9,6%, mentre le azioni del comparto un +8,4%. Queste ultime, ad aprile, non hanno potuto continuare a beneficiare del sentiment favorevole alle borse valori. In seguito al rialzo delle quotazioni, gli aggi dei fondi immobiliari svizzeri sono ulteriormente saliti. In tale contesto, i rialzi di corso messi a segno dai fondi immobiliari residenziali restano chiaramente superiori a quelli dei fondi immobiliari commerciali.

In generale, il rischio di una bolla immobiliare sul mercato svizzero si è ulteriormente affievolito. Lo Swiss Real Estate Bubble Index di UBS ha registrato un nuovo lieve calo, ma in alcune regioni (fra cui l'area di Basilea e Zurigo) gli squilibri sono maggiori. I proventi distribuiti dai fondi immobiliari, pari a un 3% scarso, sono allettanti se rapportati al rendimento delle obbligazioni svizzere. Manteniamo la ponderazione neutra del 5% negli investimenti immobiliari indiretti.

Fig. 1: USA – Inflazione e costi unitari del lavoro



Fonte: BKB, Bloomberg

## Ulteriore rialzo dei mercati azionari ad aprile

Ad aprile è proseguito il rally dei mercati azionari, in corso da inizio anno. L'affievolirsi dei timori per la congiuntura ha dato slancio in particolare ai settori ciclici. In prima fila troviamo i titoli finanziari, tecnologici e relativi a produttori di beni di consumo ciclici, fanalino di coda i settori difensivi quali sanità, immobili e utilities. Nel confronto regionale, le azioni dell'Eurozona, che presentano una ponderazione molto elevata nei settori ciclici, si collocano in pole position con una performance mensile del 7,4% in CHF. Anche le azioni statunitensi hanno ottenuto risultati molto soddisfacenti (+6,4% in CHF). Questo mese il mercato azionario svizzero, tendenzialmente difensivo, non è riuscito a tenere il passo dopo aver assorbito in aprile il successo dell'ingresso in borsa di Stadler Rail nonché lo scorporo di Alcon da Novartis e ha messo a segno una performance passabile del 3,9%. Anche il Giappone (+3,7% in CHF) e i Paesi emergenti (+4,5% in CHF) hanno registrato una performance azionaria positiva (fig. 1).

## La stagione degli utili supera le aspettative

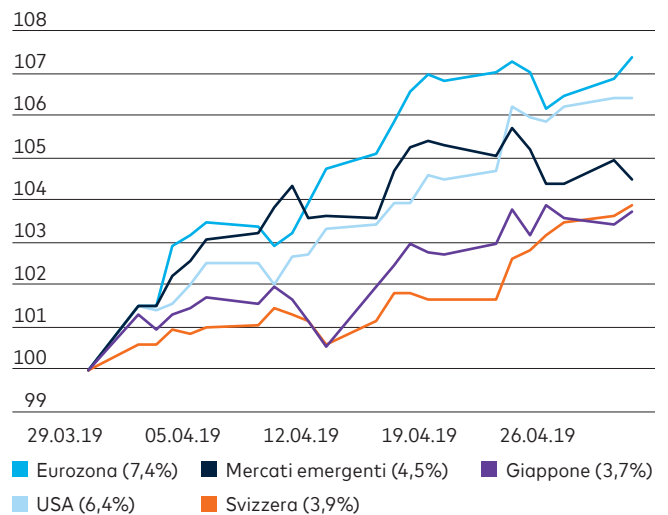
Ai guadagni di corso offerti dal mercato azionario ha contribuito anche l'inizio della stagione dei bilanci aziendali relativi al primo trimestre. Se nei mesi precedenti gli analisti avevano rivisto nettamente al ribasso le aspettative sugli utili prevedendone una crescita negativa rispetto allo scorso anno, la maggior parte delle aziende ci ha stupito in positivo. In particolare negli USA le imprese dovrebbero essere riuscite a scampare al pericolo di un calo degli utili nel primo trimestre. Tuttavia, sia negli Stati Uniti che in Europa, l'andamento degli utili non ha tenuto il passo con l'evoluzione del fatturato, dando origine a una contrazione dei margini di utile (fig. 2). Il livello di tali margini, finora attestatosi a livelli alti soprattutto negli USA, e l'interruzione del trend al rialzo suscitano qualche inquietudine.

## Strategia d'investimento

Restiamo prudenti e manteniamo la nostra lieve sottoponderazione della quota azionaria (-1,3%). Non è infatti chiaro se l'indebolimento congiunturale abbia già raggiunto o meno il suo punto più basso.

**Fig. 1: Performance azionaria regionale ad aprile**

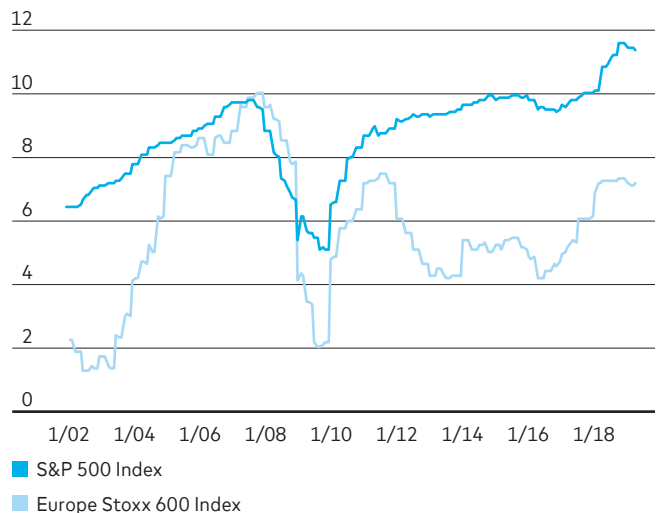
Net Total Return Index in CHF, 29.3.2019=100



Fonte: BKB, Bloomberg/MSCI

**Fig. 2: Margini di utile di aziende quotate in borsa negli USA e in Europa**

in %



Fonte: BKB, Bloomberg

© Banca Cler. Senza impegno. I nostri suggerimenti si fondano su dati di dominio pubblico che riteniamo affidabili, ma per i quali non ci assumiamo alcuna responsabilità. Non possiamo neppure garantirne la completezza e l'esattezza. La Banca Cler si riserva il diritto di modificare senza preavviso e in qualsiasi momento le opinioni qui riportate. Lo scenario d'investimento presentato in questa pubblicazione potrebbe non essere confacente alle esigenze di determinati investitori, in relazione ai loro obiettivi d'investimento, all'orizzonte temporale oppure al contesto globale della posizione finanziaria. Sugeriamo agli investitori di richiedere la consulenza di un esperto presso la propria banca prima di prendere qualsiasi decisione in merito agli investimenti. Questa pubblicazione è stata prodotta in collaborazione con la BKB.