



- **Fed e BCE innescano un crollo globale dei tassi**
- **Si arriverà alla recessione?**
- **Strategia d'investimento: linea sempre prudente**

## **Fed e BCE innescano un crollo globale dei tassi**

A fine luglio la Fed e la BCE hanno comunicato le proprie decisioni sui tassi per il dollaro e l'euro. Negli USA si è assistito a un taglio dei tassi, come immaginava la maggior parte degli operatori di mercato. Alcuni si aspettavano una sforbiciata di mezzo punto percentuale, ma la Fed si è limitata a un più prudente quarto di punto. Anche il processo di riduzione del bilancio della Fed, come previsto, è stato sospeso prima di quanto annunciato. La Banca centrale USA non esclude ulteriori tagli dei tassi nei prossimi mesi. L'obiettivo consiste nel contrastare preventivamente l'aumento dei rischi congiunturali, imputabili anche alla politica commerciale statunitense, con un allentamento della politica monetaria.

Anche la BCE, una settimana prima della Fed, aveva prospettato la possibilità di tagliare nuovamente i tassi e di riprendere il programma di acquisto di titoli. Questa inversione di rotta globale nell'ambito della politica monetaria decreta il momentaneo fallimento del tentativo, in atto dalla fine del 2016, di uscire dalla prigione dei tassi bassi. La dinamica di crescita e l'inflazione sono troppo deboli per consentire una normalizzazione della politica monetaria della Fed e della BCE. Anche la BNS potrebbe abbassare ulteriormente i tassi negativi, se l'euro, in seguito alle misure della BCE, dovesse sprofondare molto al di sotto della soglia di 1.10 EUR/CHF. I mercati finanziari hanno reagito alle decisioni sui tassi con un aumento della volatilità. L'incertezza generata dalle banche centrali riguardo al momento e alla portata dei prossimi allentamenti della politica monetaria hanno determinato correzioni sui mercati azionari e un forte calo globale degli interessi dei titoli di Stato a lunga durata. Per quanto riguarda il rendimento alla scadenza dei bond a 10 anni, ad esempio, i titoli di Stato svizzeri sono scesi quasi al -1% p.a., mentre quelli tedeschi e quelli spagnoli si attestano rispettivamente al -0,5% p.a. e al +0,25% circa. L'interesse dei titoli di Stato USA,

dalla fine del 2018, si è quasi dimezzato, passando dal 3,2% all'1,7% circa. Anche in Asia diverse banche centrali hanno ridotto i tassi, seguendo il trend della Fed e della BCE. Pur ipotizzando che i mercati dei tassi stiano mostrando una reazione un po' eccessiva, si dovrà mettere in conto che il livello dei tassi rimarrà basso ancora per 1-2 anni. Tuttavia, con il perdurare di questa politica cresce il rischio che si formino nuove bolle nell'ambito degli investimenti, che singoli mercati immobiliari attraversino fasi di boom incontrollato, che alcune grandi banche già in difficoltà scivolino verso situazioni precarie e che certi paesi, approfittando di tassi estremamente bassi, aumentino in modo sconsiderato il proprio indebitamento.

## **Si arriverà alla recessione?**

I segnali provenienti dai mercati dei tassi si potrebbero già intendere come un'avvisaglia di recessione. Gli indicatori congiunturali non si sono indeboliti ulteriormente, ma nulla o quasi lascia presagire una ripresa dall'attuale stagnazione. Le notizie negative circa l'andamento dei rapporti commerciali tra USA e Cina, la minaccia di una «Brexit dura», la crisi di governo in Italia e l'incertezza sulle prossime scelte elettorali dei cittadini tedeschi e francesi sembrano paralizzare la politica. Anche questa volta confermiamo il nostro scenario principale, che tende a escludere una recessione. I rischi in tal senso, però, sono aumentati. Se si arrivasse davvero a una recessione globale, la politica europea e quella statunitense avrebbero qualcosa da rimproverarsi. La BCE ha ripetuto più volte che l'Eurozona necessita di riforme strutturali profonde per ritrovare il cammino della crescita, ma il suo appello è rimasto inascoltato. Anche il settore bancario, per alcuni versi in perenne crisi, rimane fermo in attesa di interventi correttivi. Attualmente le azioni di alcuni grandi istituti bancari europei (e svizzeri) sono sprofondate a livelli preoccupanti, come dieci anni fa dopo il salvataggio da parte dello Stato.

## **Strategia d'investimento: linea sempre prudente**

Considerata la maggiore incertezza sulla futura politica monetaria e il trend congiunturale, ci manteniamo sottoponderati rispetto alle azioni. Le correzioni sui mercati azionari rimangono finora moderate; qualora divenissero più consistenti, valuteremo l'ipotesi di aumentare la nostra quota azionaria. A tal fine abbiamo accantonato la necessaria riserva di liquidità. Nel corso dell'anno e nelle scorse settimane abbiamo realizzato una parte degli utili conseguiti con le nostre posizioni tattiche in oro, costituite nel 2018.

## USA: indebolimento congiunturale nel 2° trimestre

Dopo che nel 1° trimestre il PIL degli USA aveva registrato una crescita superiore al 3%, nel 2° trimestre è rallentato fermandosi intorno al 2%. In ogni caso ha superato le attese degli operatori di mercato e degli economisti. Positivo anche il dato sui consumi privati, che secondo le cifre provvisorie ha registrato una crescita di oltre il 4%, dopo un aumento molto debole a inizio anno. Ipotizziamo che i consumatori sosterranno la congiuntura USA anche nel trimestre corrente, considerato che il mercato del lavoro gode sempre di ottima salute (fig. 1) e la fiducia dei consumatori, di nuovo in crescita, si mantiene tuttora su un livello storicamente elevato. A influire negativamente, invece, è la politica commerciale di Donald Trump. I dazi riscossi sui prodotti cinesi ricadono in primo luogo sull'economia nazionale e sui consumatori. L'ulteriore inasprimento del conflitto commerciale annunciato per inizio settembre non promette nulla di buono. Prevediamo quindi un ulteriore rallentamento della dinamica congiunturale.

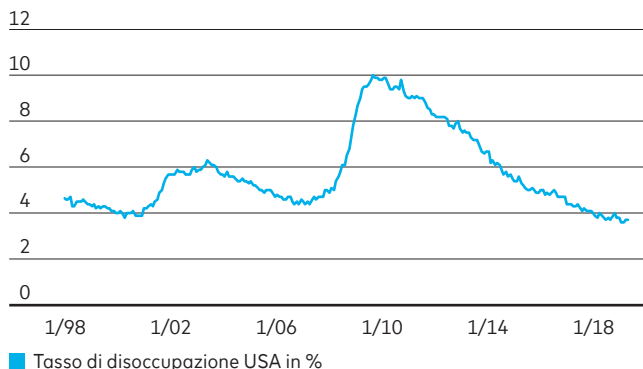
## UE: permane il clima di sfiducia nell'industria

Anche a luglio le imprese si sono mostrate pessimiste. Gli indici PMI dell'industria rimangono in area di contrazione, in alcuni casi marcata, segnalando un andamento congiunturale recessivo. Lascia ben sperare invece il sentiment nel settore dei servizi, i cui indici si mantengono espansivi. In tale contesto vi sono sicuramente due fattori positivi: la fiducia dei consumatori (fig. 2) e il tasso di disoccupazione, di nuovo in calo. In estrema sintesi, quindi: bene i servizi, male l'industria, gravata dal conflitto commerciale globale e dalle incertezze riguardo alla Brexit.

## Svizzera: più occupazione nonostante la sfiducia

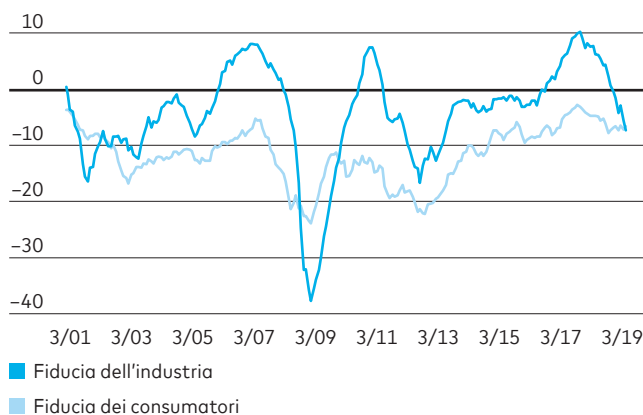
La fiducia dell'industria svizzera non può non risentire del trend generale. L'indice PMI è calato nuovamente, attestandosi al livello più basso da metà 2009 (fig. 3) e solo poco al di sopra dell'indice tedesco omologo. Dati più confortanti arrivano invece dal sottoindice impiego, che supera la soglia critica di 50 punti e lascia presagire ulteriori assunzioni da parte delle imprese. Il sottoindice collima con il barometro dell'occupazione del KOF, secondo cui la maggior parte delle imprese orientate al mercato nazionale progetta di aumentare i posti di lavoro nei prossimi mesi.

Fig. 1: USA – Mercato del lavoro



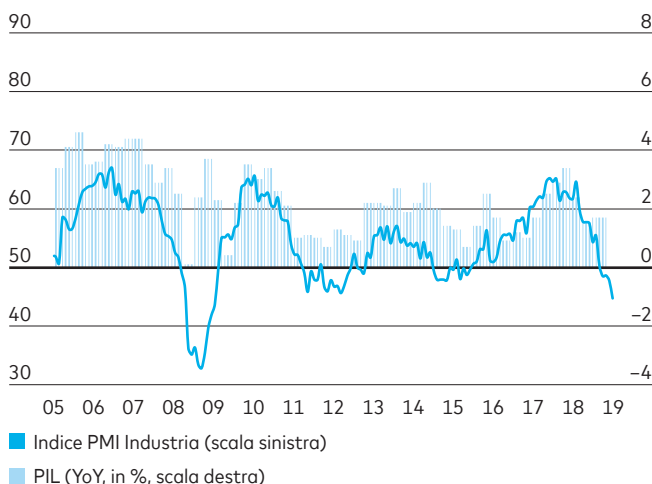
Fonte: BKB, Bloomberg

Fig. 2: Eurozona – Indicatori di sentiment



Fonte: BKB, Bloomberg

Fig. 3: Svizzera – Indicatore anticipatore e PIL



Fonte: BKB, Bloomberg

## La Fed contro Donald Trump

Come previsto, a fine luglio la Fed ha abbassato il tasso di riferimento dello 0,25%, operando così il primo taglio dalla fine della crisi finanziaria nel 2009. Con questa misura ha esaudito una richiesta fondamentale di Trump; ciò nonostante, l'entità della riduzione del tasso e le dichiarazioni in merito al futuro orientamento della politica monetaria sembrano aver deluso il presidente. La Fed non ha lasciato intendere che a questo taglio dei tassi ne seguiranno automaticamente altri, anzi conferma la propria intenzione di adeguare la politica monetaria nel momento in cui le circostanze lo richiedano. L'intervento sui tassi non è stato motivato tanto con l'attuale prospettiva congiunturale, quanto piuttosto con i rischi legati al conflitto commerciale tra USA e Cina. Ciò premesso, la decisione presa subito dopo da Trump di estendere ulteriormente i dazi sui prodotti cinesi assume un significato particolare: si potrebbe quasi pensare che il presidente voglia imporre alla Fed – struttura indipendente – la propria volontà di abbassare i tassi in modo molto più netto. La logica è la seguente: se il conflitto commerciale si inasprisce, i tassi dovranno essere abbassati ulteriormente.

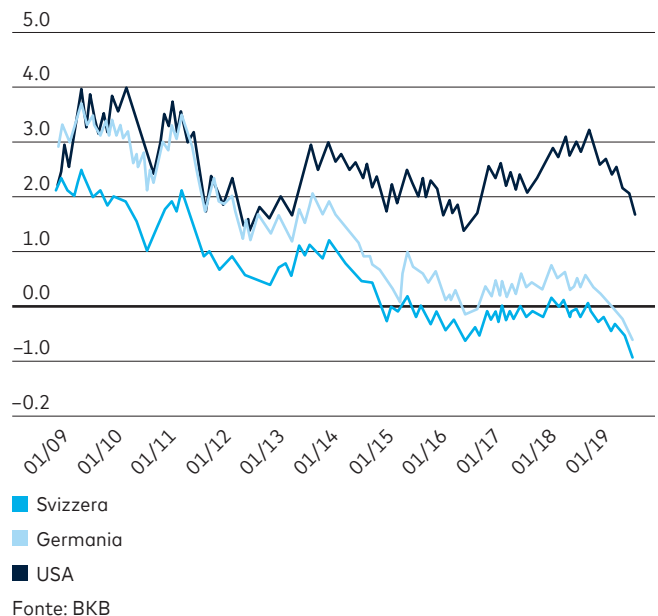
## La BCE prospetta un nuovo allentamento della politica monetaria

Anche la BCE si è comportata come previsto dagli operatori di mercato. Nella riunione del 25 luglio ha deciso di lasciare tutto invariato. Un ulteriore allentamento della politica monetaria rimane quindi in agenda per la riunione di settembre. Con grande probabilità il presidente della BCE Mario Draghi concluderà il suo mandato annunciando una nuova lieve riduzione dei tassi e/o la ripresa dell'acquisto di titoli. Non è chiaro però come verranno organizzate concretamente le misure. La BNS dovrebbe confermare la sua attuale politica. Ha ripreso a monitorare con particolare attenzione il cambio euro-franco, sceso sotto la soglia di 1.10 CHF per 1 EUR: vari indizi fanno presupporre che si opporrà a una netta sopravvalutazione del franco intervenendo sul mercato delle divise. Le obbligazioni restano inappetibili: il rendimento dei titoli di Stato svizzeri a 10 anni è sceso ormai al -0,9% p.a. (fig. 1). In pratica, chi acquista questi titoli e li mantiene fino alla scadenza consegue una perdita del 9%.

## Mercato immobiliare svizzero

Gli investimenti immobiliari svizzeri quotati presentano dall'inizio dell'anno un andamento del valore molto positivo. Le azioni immobiliari sono di nuovo in vantaggio rispetto ai fondi: al 31 luglio 2019 hanno conseguito un risultato pari al 17,5%, mentre i fondi si sono attestati al 15,5% circa. Lo scorso mese gli indici hanno raggiunto nuovi record. Le turbolenze sui mercati azionari a inizio agosto non hanno sortito praticamente alcun effetto negativo: le azioni immobiliari sono calate solo di poco, mentre gli aggi dei fondi hanno ripreso a salire. I rialzi di corso messi a segno dai fondi immobiliari residenziali restano superiori a quelli dei fondi immobiliari commerciali. 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, e il mercato degli investimenti immobiliari svizzeri continua a essere supportato dai rendimenti obbligazionari storicamente bassi. Gli investimenti immobiliari preservano quindi la loro attrattività relativa se rapportati alle obbligazioni. Manteniamo la ponderazione neutra del 5% negli investimenti immobiliari indiretti.

Fig. 1: Rendimenti dei titoli di Stato decennali



## Luglio a gonfie vele per i mercati azionari globali

I mercati azionari dei paesi industrializzati hanno proseguito anche a luglio il trend al rialzo. L'indice MSCI World Developed Markets ha conseguito una performance mensile in CHF pari al +1,8%, alla quale ha contribuito in misura notevole il mercato azionario americano con un +2,9% in CHF. Il mercato azionario svizzero è cresciuto dello 0,8%, registrando una outperformance rispetto ai mercati dei paesi emergenti, fermi allo 0,1% in CHF. Dal punto di vista di un investitore svizzero, neppure le azioni dell'Eurozona sono state redditizie: la svalutazione dell'euro ha contribuito in modo decisivo alla performance mensile negativa del -0,8%. Se a luglio c'era ancora la prospettiva dei tagli imminenti dei tassi a supportare i mercati azionari, a inizio agosto l'escalation del conflitto commerciale tra USA e Cina ha guastato irrimediabilmente il sentiment, tanto da far crollare i prezzi delle azioni (fig. 1). I settori in posizione di vantaggio a livello globale nel mese di luglio sono stati quello tecnologico e quello della comunicazione. In seguito al crollo dei mercati di inizio agosto, invece, a subire le perdite minori sono stati, come prevedibile, i titoli difensivi dei settori utilities, immobili e sanità.

## Stagione degli utili con sorprese positive, ma nel complesso modesta

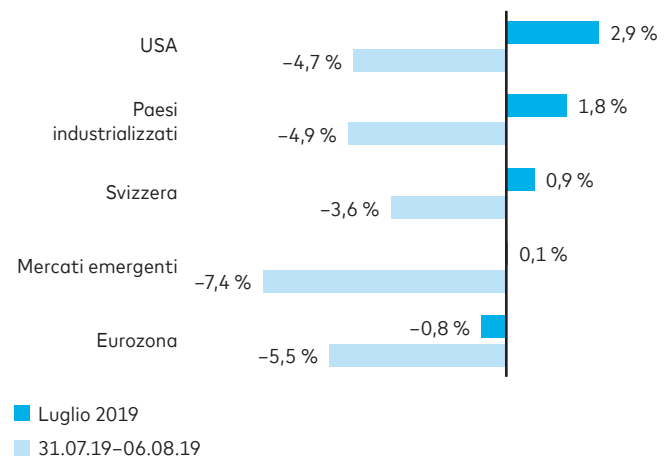
Nella stagione dei bilanci aziendali relativi al 2° trimestre emerge che gli utili delle imprese dell'indice S&P 500 sono in leggera crescita rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente. In particolare, i cali degli utili delle imprese del settore tecnologico ed energetico sono stati meno forti di quanto temuto. Anche le imprese industriali americane hanno sorpreso positivamente gli analisti. Nel complesso, però, la crescita degli utili si è mantenuta modesta, in linea con l'andamento meno dinamico dell'economia complessiva.

## Strategia d'investimento

Considerando che i rischi politici, finora in gran parte scongiurati, potrebbero preoccupare maggiormente gli investitori, a luglio abbiamo mantenuto la sottoponderazione della quota azionaria. Inoltre, in un contesto economico scarsamente dinamico come quello attuale, non è il momento di aumentare la ponderazione delle azioni.

**Fig. 1: Performance azionaria regionale a luglio e inizio agosto 2019**

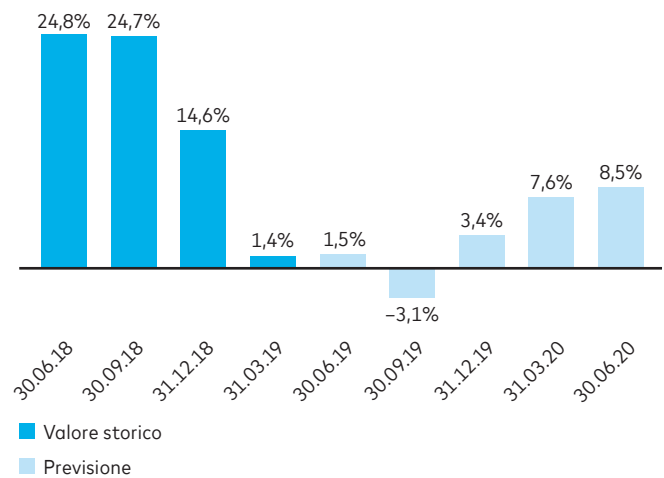
Net Total Return Index in CHF



Fonte: BKB, Bloomberg/MSCI

**Fig. 2: Crescita degli utili S&P 500**

rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente



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.