



- **Interessi negativi: l'inizio della fine?**
- **L'euro torna a rafforzarsi**
- **Strategia: lieve incremento delle azioni**

## **Interessi negativi: l'inizio della fine?**

Le dichiarazioni della presidente della BCE Christine Lagarde nella riunione del 3 febbraio hanno suscitato grande scalpore. Soltanto a dicembre, malgrado l'inflazione avesse toccato il 5%, aveva liquidato come molto improbabile una stretta sui tassi nel 2022. Ma il fatto che a gennaio il rincaro nell'Eurozona non sia sceso, anzi sia addirittura lievemente salito al 5,1%, l'ha indotta il 3 febbraio a ridimensionare in modo netto quanto affermato in precedenza. Ora la BCE fa dipendere la propria politica dei tassi dall'ulteriore andamento dell'inflazione nell'anno. La fiducia, spesso ribadita, nella natura temporanea della fiammata inflazionistica comincia evidentemente a vacillare. Anche le banche centrali paiono scervellarsi sulle dinamiche del rincaro per i mesi futuri. In ogni modo, i cosiddetti «falchi» – che propendono per un rialzo dei tassi – sembrano acquisire peso ai vertici della BCE.

Ma le sorprese non sono finite: il mercato del lavoro USA, malgrado Omicron e smentendo la maggior parte delle previsioni, ha creato quasi 500 000 nuovi posti di lavoro a gennaio, e si sono dovute ritoccare nettamente al rialzo anche le cifre relative a dicembre. Con il 4% di disoccupati, gli USA non sono quindi lontani dalla piena occupazione e anche nell'Eurozona, con una disoccupazione al 7%, siamo ai minimi storici dall'introduzione dell'euro verso inizio millennio.

Alla luce dell'immagine solida restituita dal mercato del lavoro, è probabile che a marzo si avrà un primo giro di vite dello 0,25% sui tassi d'interesse USA, a cui faranno seguito altri 3–5 interventi da qui a fine 2022; sul loro numero esatto divampa attualmente il dibattito sui mercati dei tassi. Solo per fare un esempio, l'annuncio dei dati sorprendentemente positivi del mercato del lavoro USA ha provocato un fulmineo rialzo dello 0,10% circa dei Treasury decennali. Per i trader sui tassi, un terremoto di intensità considerevole.

Benché questi vistosi segnali lascino presagire un contesto di tassi più alti, formulare una previsione al riguardo da qui a fine 2023 è difficilissimo. La ripresa congiunturale alla fine – ormai non più solo sperata, ma attesa – della pandemia potrebbe essere di breve durata. La crescita cronicamente debole dell'Eurozona e i trend demografici negli USA potrebbero portare a una nuova fase di stagnazione già nel 2023. Inoltre, anche i rischi geostrategici legati alla minaccia di invasione russa dell'Ucraina possono ostacolare la ripresa economica. Dopo che la Cina si è allineata con la Russia nel ritenere non auspicabile un'ulteriore espansione a est della Nato, i fronti della questione ucraina si sono irrigiditi, malgrado l'intenso lavoro diplomatico.

In ogni modo, di rado la prospettiva di un' almeno parziale normalizzazione dello scenario dei tassi è parsa così concreta come nelle ultime settimane. Anche il nostro consiglio, spesso ripetuto, di mostrarsi lungimiranti e rifinanziare le ipoteche a lungo termine senza esitare per voler spuntare a tutti i costi il prezzo più basso sembra oggi quanto mai corretto.

## **L'euro torna a rafforzarsi**

A causa dell'inflazione molto più alta nell'Eurozona rispetto che in Svizzera, il cambio EUR/CHF era sceso in direzione 1.035. Ora però l'euro ha dato segni di ripresa, in virtù dei nuovi segnali di politica monetaria inviati – come già detto – dalla BCE. Il cambio tra l'euro e la moneta elvetica è adesso a quota 1.056 circa, già oltre la nostra recente previsione di 1.05. È possibile che il trend prosegua ancora per un po', ma anche la BNS potrebbe presto allinearsi a BCE e Fed, dichiarandosi esplicitamente propensa a normalizzare i tassi. Ciò indurrebbe di sicuro un rafforzamento del franco. Per il 2022 si delinea quindi un difficile gioco di equilibri nei rapporti di forza tra le monete.

## **Strategia: lieve incremento delle azioni**

Nell'ambito delle nostre decisioni d'investimento tattiche, nell'ultima settimana di gennaio abbiamo sfruttato la battuta d'arresto sui mercati azionari per incrementare leggermente la quota di titoli USA, in particolare di tecnologici. A causa delle prospettive incerte sul fronte dei tassi, i mercati delle azioni restano soggetti a oscillazioni consistenti. Ci attendiamo che un netto miglioramento della situazione pandemica creerà impulsi positivi.

## USA: crescita del PIL superiore alle attese

Secondo la prima stima ufficiale, nel 4° trimestre 2021 il PIL è cresciuto molto più del previsto. Si prospettava un aumento del PIL reale attorno al 5,5% (su base trimestrale, dato annualizzato), ma le cifre provvisorie fanno supporre che ci si avvicinerà al 7%. La variazione delle scorte ha rappresentato un volano importante: la loro accumulazione ha contribuito alla crescita del PIL per 4,9 punti percentuali. Mentre nel caso di un'accumulazione non pianificata un sensibile aumento degli stock equivarrebbe a un segnale negativo per le prospettive di crescita, lo sviluppo attuale potrebbe alludere all'attenuarsi delle perturbazioni nelle catene di fornitura. Ciò sarebbe positivo per la congiuntura dei prossimi mesi e potrebbe contribuire ad allentare la forte pressione inflazionistica statunitense. Pesa in senso negativo, per contro, il fatto che, a quanto pare, i consumi privati sono cresciuti solo del 3,3%. In generale, comunque, le prospettive per l'economia USA restano positive, l'indice PMI dell'industria è in territorio espansivo (fig. 1).

## Eurozona: tasso di disoccupazione giù al 7%

A dicembre il tasso di disoccupazione nell'Eurozona è sceso ai minimi da quando è disponibile la serie storica, attualmente anche al di sotto dei livelli pre-pandemia (fig. 2). Diversamente dalla crisi finanziaria del 2008/2009, perciò, la crisi del coronavirus non ha impattato in maniera duratura sul mercato del lavoro. In molti paesi, il ricorso al lavoro ridotto ha evitato di peggio. Malgrado la situazione occupazionale positiva e le previsioni incoraggianti per la congiuntura del 2022, ancora non si delinea nell'Eurozona una spirale salariprezzi. Attualmente, a far lievitare i prezzi sono piuttosto le tariffe energetiche esorbitanti e i generi alimentari più cari.

## Svizzera: indici PMI nettamente espansivi

Stando agli indicatori anticipatori, le prospettive per l'economia svizzera restano buone malgrado l'ondata di Omicron, le catene di fornitura perturbate e i prezzi elevati di energia e materie prime. L'indice PMI dell'industria, a 63,8 punti, è nettamente in territorio espansivo e il barometro congiunturale KOF (fig. 3) si attesta sopra la media di lungo periodo. Neppure l'economia rossocrociata, tuttavia, è immune alle attuali incertezze. Di recente la fiducia dei consumatori si è leggermente offuscata e ora è quasi in linea con la media a lungo termine. La Seco addita l'inflazione – cresciuta anche in Svizzera (a dicembre +1,5% YoY) – tra le possibili cause di questo fenomeno.

Fig. 1: USA – Indice PMI dell'industria

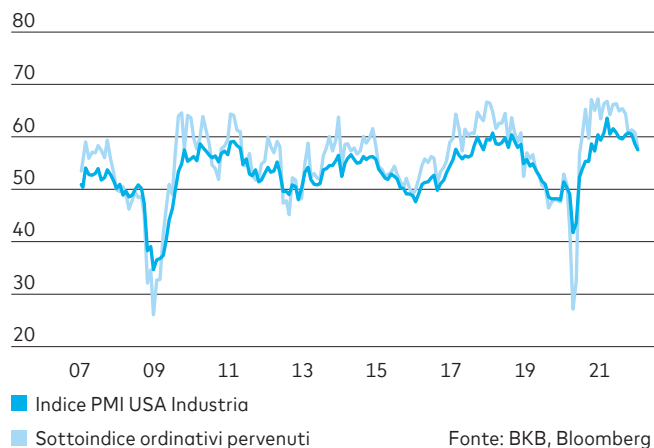


Fig. 2: Eurozona – Tasso di disoccupazione

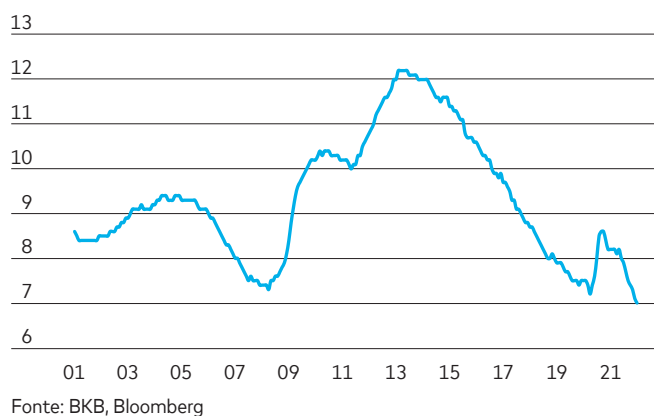
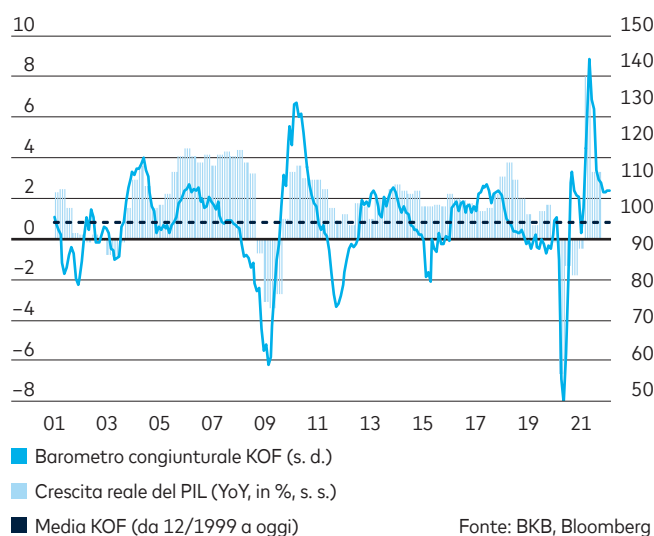


Fig. 3: Svizzera – Indicatore anticipatore e PIL



## Fed: primo giro di vite sui tassi atteso a marzo

Nella riunione di gennaio, la Fed ha deciso di lasciare il tasso di riferimento prossimo allo zero. Inoltre il comitato della banca centrale americana ha confermato l'intenzione, annunciata a dicembre, di azzerare gli acquisti di titoli per fine marzo. A fronte dei notevoli progressi compiuti sul mercato del lavoro e di un'inflazione ben superiore all'obiettivo di lungo termine del 2%, l'economia non necessiterebbe più di un sostegno di natura monetaria così persistente e cospicuo. Per questa ragione, il presidente Powell reputa che presto sarà appropriato alzare il margine di oscillazione del tasso di riferimento USA, benché le prospettive congiunturali rimangano incerte. Attualmente i mercati si attendono un primo rialzo nella prossima riunione del 16 marzo e altri quattro interventi nel corso dell'anno.

## La BNS tollera temporaneamente un franco più forte

Da metà settembre 2021 il franco svizzero si è notevolmente rafforzato rispetto all'euro. A inizio anno, per ottenere un euro occorrevo 1.03 franchi, un livello che non si riscontrava più dal 2015. Malgrado il netto apprezzamento rispetto alla moneta europea, la BNS giudica tuttora che il franco abbia una quotazione elevata. All'origine di tale fenomeno, secondo il presidente Jordan, ci sarebbe l'andamento dell'inflazione: all'estero, attualmente, il rincaro è nettamente più elevato che non in Svizzera. Il tasso di cambio reale del franco ponderato per l'interscambio è quindi rimasto pressoché invariato dall'inizio della pandemia. I recenti interventi, tuttavia, fanno capire che la BNS non accetterà l'apprezzamento del franco in misura illimitata.

In confronto all'euro, il dollaro USA è riuscito a difendere meglio la propria posizione rispetto alla moneta elvetica, con un livello di cambio che si attesta nella media degli ultimi due anni. Nel momento in cui l'avversione al rischio attualmente percepibile sui mercati tornerà a scemare, anche la domanda di franchi svizzeri come porto sicuro dovrebbe calare. Prevediamo attualmente per il 2022 un cambio EUR/CHF a 1.05 e un cambio USD/CHF a 0.91.

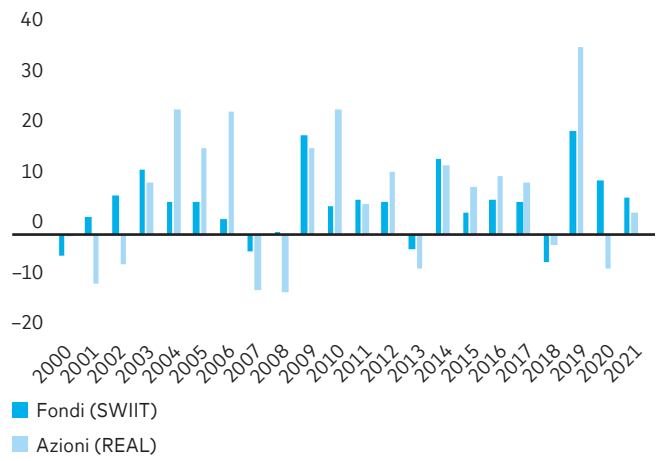
## Mercato immobiliare svizzero

Dopo un 2021 positivo, gli investimenti immobiliari svizzeri hanno iniziato in sordina il nuovo anno. Sia i fondi che le azioni del comparto hanno chiuso gennaio con un sostanziale nulla di fatto.

Attualmente in ambito immobiliare si discute in prevalenza dei prezzi d'acquisto eccessivi e dei rischi che ne derivano per il mercato e le ipoteche. Ma i rialzi dei corsi negli investimenti immobiliari non sono una novità. Dal 2000, le battute d'arresto sono state davvero pochissime (fig. 1). Quasi tutti questi anni si sono chiusi in positivo per gli investitori immobiliari, un fenomeno che si spiega molto bene in termini fondamentali. Vi sono infatti una forte domanda di immobili residenziali, pigioni stabili, rendimenti distribuiti interessanti e una scarsa remunerazione delle obbligazioni. Inoltre, le discussioni in materia di inflazione emerse nel 2021 favoriscono gli immobili in quanto beni reali.

Manteniamo la ponderazione neutra del 5% negli investimenti immobiliari indiretti.

Fig. 1: Il mercato immobiliare svizzero dal 2000 a oggi in %



Fonte: BKB, Bloomberg

## Inizio d'anno turbolento sui mercati azionari

I tassi d'inflazione elevati e il timore di interventi di politica monetaria drastici da parte delle banche centrali, l'ondata di Omicron e le tensioni geopolitiche che coinvolgono Russia e Ucraina hanno turbato gli investitori nel mese di gennaio. Mentre i titoli dei paesi emergenti – che lo scorso anno, nel complesso, avevano avuto un andamento laterale – sono rimasti fermi sui traguardi conseguiti anche a gennaio, i mercati azionari dei paesi industrializzati hanno dovuto sopportare perdite piuttosto consistenti (fig. 1).

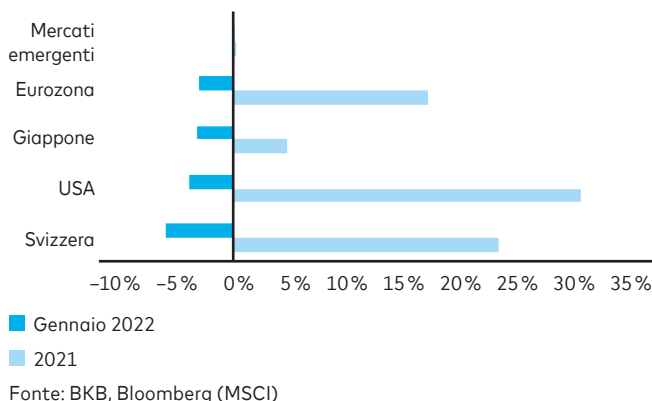
In un contesto di interessi in rialzo, a subire le perdite sui corsi più spiccate sono stati i titoli growth, in particolare alla borsa tecnologica del Nasdaq. A tratti, l'indice Nasdaq 100 ha fatto segnare una flessione di oltre il 15% rispetto all'ultimo massimo di novembre (fig. 2). Sull'altro fronte, a gennaio, i titoli finanziari hanno beneficiato degli interessi in rialzo, quelli energetici dell'aumento dei prezzi del petrolio.

## Strategia d'investimento

Dopo le recenti perdite sui corsi abbiamo effettuato un rebalancing attivo e aumentato di circa il 2% la quota azionaria. Attualmente quindi, la nostra allocazione in azioni nell'ambito dei mandati di gestione patrimoniale supera di quasi l'1% il livello strategico.

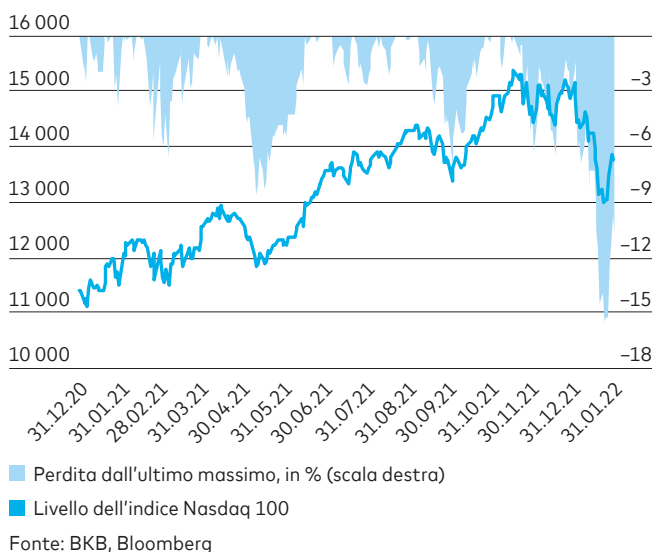
Malgrado persistano le incertezze sui mercati azionari, la correzione costituiva a nostro avviso una buona occasione per incrementare la nostra posizione nei titoli ad alto tasso tecnologico del Nasdaq 100. Restiamo persuasi delle opportunità incarnate dal Nasdaq nel medio termine in relazione al megatrend della digitalizzazione e del progresso tecnologico e riteniamo che, specialmente per i clienti orientati prevalentemente alle azioni svizzere, integrare titoli di questa categoria nei portafogli sia una scelta sensata.

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



**Fig. 2: Nasdaq 100**

Andamento dell'indice in USD e perdite dal rispettivo ultimo massimo



© 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.