



- **Contraccollo sui mercati azionari a settembre**
- **Le banche centrali sottovalutano l'inflazione?**
- **Quale coalizione guiderà la Germania?**

Contraccollo sui mercati azionari a settembre

Dall'inizio di settembre si è registrata una lieve correzione al ribasso sui mercati azionari. Fino all'8 ottobre l'indice svizzero SPI ha perso circa il 5,7%, mentre le azioni statunitensi e l'indice tedesco DAX nello stesso periodo hanno ceduto rispettivamente il 2,8% e il 3,7% circa (in franchi). Solo il mercato azionario cinese (indice CSI 300) si è leggermente ripreso da inizio settembre, dopo le ingenti perdite subite in primavera. Il mese scorso, molti fattori diversi hanno influito sulle quotazioni azionarie. La variante Delta del Covid-19, che continua a circolare negli USA e in Europa, frena vistosamente la ripresa economica. Pertanto, i dati di settembre sul mercato del lavoro USA sono rimasti inferiori alle previsioni. Soprattutto nei settori del tempo libero e della ricettività, duramente colpiti dalla pandemia, la ripresa dell'occupazione è ancora molto lenta. La straordinaria impennata del prezzo del gas e il generale rialzo dei prezzi dell'energia hanno contribuito ad aumentare i tassi di inflazione. Gli indicatori economici mondiali più recenti confermano che la crescita economica ha raggiunto l'apice dello slancio in estate e ora è in lieve attenuazione. Le turbolenze nelle catene di fornitura globali e la scarsità dell'offerta di semiconduttori rappresentano ulteriori problemi. Come se non bastasse, anche il colosso cinese Evergrande sta attraversando un periodo molto difficile e fatica a trovare fonti di finanziamento. Malgrado tutti questi fattori, ciascuno dei quali ha suscitato grande clamore, i contraccolpi sui mercati azionari sono stati contenuti: merito della congiuntura ancora molto robusta, accompagnata da una politica monetaria espansiva. Gli utili aziendali straordinariamente elevati del secondo trimestre e la lieve diminuzione dei corsi hanno determinato un calo delle valutazioni azionarie.

Se effettivamente i mercati azionari dovessero trovarsi in una bolla, potremmo dire che a settembre, nonostante una sfilza di «attacchi» con aghi appuntiti, la bolla non è esplosa. Tutto questo crea una certa fiducia verso il futuro andamento dei corsi.

Le banche centrali sottovalutano l'inflazione?

Sia la Fed statunitense che la Banca centrale europea si aspettano che l'aumento dell'inflazione sia solo temporaneo, e non destinato a durare. A settembre il rincaro in Germania dovrebbe aver toccato il 4% circa; oltre che all'impennata del prezzo dell'energia rispetto al 2020, il dato è dovuto in misura preponderante all'aumento dell'IVA, che l'anno scorso era stata ridotta sensibilmente per un periodo limitato a causa della pandemia. Ciò nonostante, l'attuale rialzo dei prezzi dell'energia fa temere che le banche centrali possano aver sottovalutato la durata della fase di boom inflazionistico. Non ci si attende però che la Fed o la BCE alzino i tassi di riferimento nei prossimi dodici mesi. La crescita dell'occupazione negli USA, che a settembre è rimasta ben al di sotto delle aspettative, conferma la previsione per cui al momento non ci saranno interventi sui tassi. A conti fatti, per la nostra strategia d'investimento rimane determinante lo scenario che contempla un aumento solo temporaneo dell'inflazione.

Quale coalizione guiderà la Germania?

Nel frattempo è giunto il responso delle urne tedesche: l'SPD ha conquistato di misura il primato a scapito della CDU/CSU, che ha perso quasi il 9% dei consensi, ottenendo il risultato peggiore della sua storia. I Verdi sono molto più forti rispetto al 2017, ma nettamente al di sotto delle aspettative nutrite fino alla scorsa estate. I partiti di estrema destra (AfD) e di estrema sinistra (Linke) hanno perso importanza. Il profondo cambiamento dei rapporti di forza in Parlamento dovrebbe portare alla nascita di una nuova coalizione. Al momento si valuta la possibilità di una coalizione «semaforo» con SPD, Verdi e FDP o «Giamaica» con CDU/CSU, Verdi e FDP. Se dovessero fallire entrambe le trattative, si potrebbe quantomeno pensare di proseguire con l'attuale «Grosse Koalition» tra SPD e CDU/CSU. Dopo i primi colloqui esplorativi, la Germania sembra orientata verso un governo «semaforo» con Olaf Scholz come cancelliere.

USA: riflettori puntati sul mercato del lavoro

Grazie agli ingenti programmi di aiuto per mitigare e superare le conseguenze della pandemia e al sensibile recupero dell'attività economica, il mercato del lavoro USA ha registrato una netta ripresa dagli effetti negativi della crisi legata al Covid. Nel frattempo, alcuni settori stanno addirittura attraversando una situazione critica sul fronte occupazionale, come dimostrano svariati indicatori relativi alle PMI (fig. 1). Per quanto l'apice della ripresa congiunturale sembri ormai superato, gli indicatori anticipatori segnalano una prosecuzione dell'andamento positivo nei prossimi mesi e trimestri. Sia l'indice PMI dell'industria che quello dei servizi si mantengono nettamente in area espansiva: entrambi superano i 61 punti, quindi sono ben al di sopra dalla soglia critica di 50 punti. La previsione di consenso relativa alla crescita del PIL statunitense nel 2022 si attesta al 4%, mentre per quest'anno si prevede ancora un aumento del 6% circa.

Eurozona: nessuna stagflazione in vista

Quando l'inflazione in Germania ha raggiunto il 4,1%, registrando l'aumento più marcato dalla fine del 1993, molti hanno paventato una possibile stagflazione per il paese e quindi per l'intera Europa. Ciò vorrebbe dire ritrovarsi con un'economia stagnante accompagnata da tassi di inflazione sempre elevati, ad esempio a causa della situazione favorevole sul mercato del lavoro (fig. 2). Al momento però nulla lascia presagire un simile sviluppo. Le previsioni circa l'aumento del PIL di Germania ed Eurozona per il 2022 sono superiori al 4%. Inoltre, il tasso di inflazione tedesco per ora è notevolmente falsato dall'aumento dell'IVA che – a parità delle altre condizioni – è responsabile da solo di circa 2,6 punti percentuali del rincaro complessivo, pari al 4,1%.

Svizzera: prospettive congiunturali sempre buone

Anche la previsione autunnale del Centro di ricerche congiunturali dell'ETH (KOF) per il resto del 2021 e per il prossimo anno traccia un quadro positivo della congiuntura svizzera. Per il 2022 gli esperti stimano un aumento del PIL pari al 3,6%. In seguito alle carenze nelle forniture globali e alla diversa evoluzione della pandemia nelle varie regioni, la ripresa congiunturale slitterà in parte all'anno prossimo. Per il 2023 è previsto un affievolimento della dinamica congiunturale, che si avvicinerà così al potenziale di crescita a lungo termine pari all'1,5%. Le attuali prospettive, sempre positive, sono supportate da un indice PMI dell'industria che si colloca nettamente in area espansiva e dal barometro congiunturale KOF (fig. 3).

Fig. 1: Mercato del lavoro USA

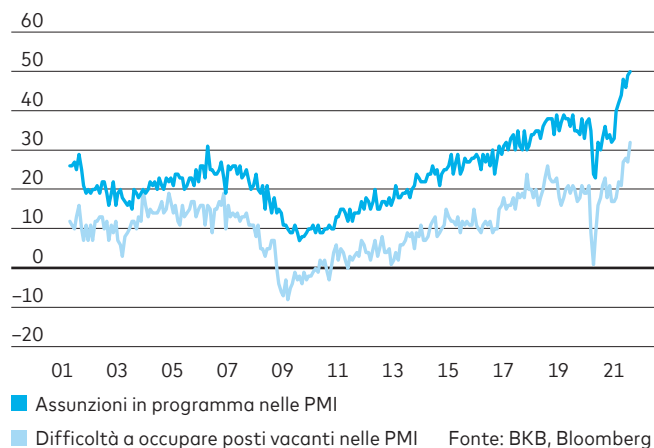


Fig. 2: Eurozona – Tasso di disoccupazione

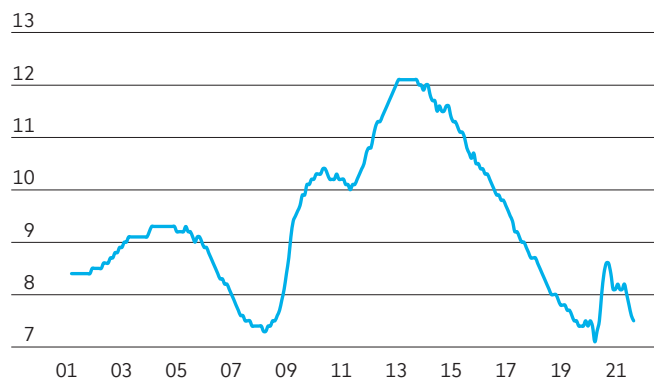
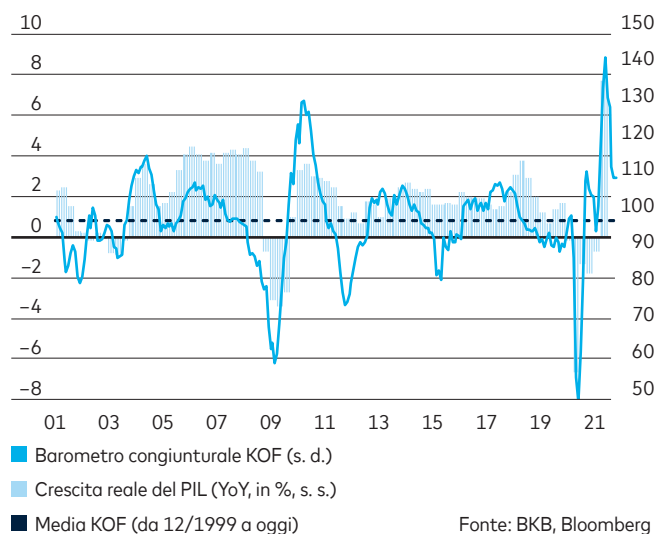


Fig. 3: Svizzera – Indicatore anticipatore e PIL



La Fed alza la proiezione sul tasso di riferimento USA

La riunione di settembre della Federal Reserve (Fed) non ha riservato cambiamenti nella politica monetaria ultra-espansiva. Il margine di oscillazione del tasso di riferimento USA è sempre prossimo allo zero e viene mantenuto l'attuale ritmo di acquisto di valori patrimoniali. Da quando sono state emanate le linee guida per tale programma di acquisti, lo scorso dicembre, l'economia ha compiuto progressi tangibili verso il raggiungimento degli obiettivi della Fed in termini di piena occupazione. Se si continuerà di questo passo, come ci si attende, la Fed ritiene che a breve si potrà rallentare il ritmo. Secondo il presidente Powell, l'abbandono graduale degli acquisti potrebbe concludersi all'incirca a metà del prossimo anno. In ogni caso, l'avvio di tale processo e il ritmo con cui verrà attuato non rappresentano un segnale diretto di un imminente giro di vite sui tassi. Se lo scenario sarà quello prospettato dalle nuove proiezioni sul tasso di riferimento (fig. 1), la metà dei membri della Fed con diritto di voto ritiene adeguato un primo rialzo del tasso già nel 2022. Per il 2023 la proiezione mediana si attesta all'1,0%, valore che giustificerebbe tre ulteriori giri di vite, e per il 2024 si prevedono altri tre interventi di rialzo.

Anche la Banca centrale europea (BCE), nella riunione di settembre, ha deciso di mantenere la sua politica monetaria espansiva, e lo stesso vale per la Banca nazionale svizzera (BNS).

Prospettive

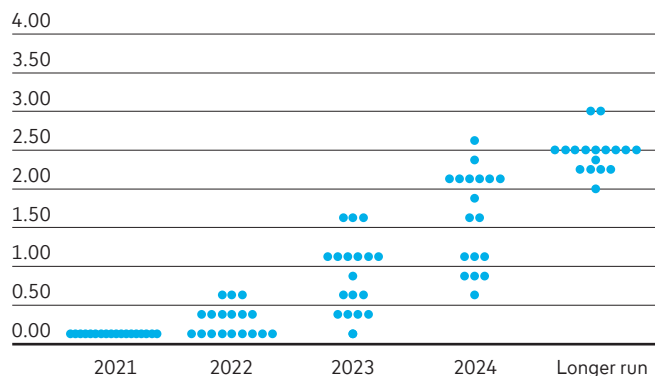
Su entrambe le sponde dell'Atlantico prosegue il trend al rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato osservato ad agosto. Il rendimento dei Treasuries decennali USA ha superato l'1,50% per la prima volta dopo circa tre mesi; anche i rendimenti degli omologhi tedeschi e svizzeri, pari rispettivamente all'incirca al -0,20% e al -0,19%, hanno registrato il livello più alto dopo tre mesi abbondanti. A breve termine l'aumento dei rendimenti potrebbe subire una battuta d'arresto dovuta al perdurare dell'incertezza riguardo all'evoluzione della pandemia e al tetto massimo del debito USA. A medio termine i rendimenti dovrebbero mantenere una lieve tendenza al rialzo. A nostro avviso, tuttavia, l'orientamento espansivo delle banche centrali limita il potenziale di crescita. Nei nostri mandati continuiamo a mantenere una netta sottoponderazione.

Mercato immobiliare svizzero

Settembre non è stato un buon mese per gli investimenti immobiliari svizzeri. I fondi immobiliari, in base all'indice SWIIT, hanno messo a segno un risultato leggermente negativo, mentre le azioni del comparto hanno chiuso con un netto -5,5%. Dall'inizio dell'anno, tuttavia, i due segmenti hanno registrato un andamento favorevole: i fondi sfiorano un +7% e le azioni sono cresciute pur sempre del 3,7%. In ottica fondamentale, però, non cambia nulla. La domanda di immobili residenziali rimane elevata, i rendimenti distribuiti sono interessanti, le pigioni stabili e i rendimenti delle obbligazioni svizzere bassi. Le luci sono tante, ma non mancano le ombre: al momento il rischio insito negli investimenti immobiliari è al centro dell'attenzione dei media, e persino la BNS vede pericoli nella concessione di ipoteche.

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

Fig. 1: Proiezioni sul tasso di riferimento dei membri del FOMC



Fonte: US Federal Reserve, BKB

Azioni a settembre perlopiù deboli

A settembre gran parte dei mercati azionari non ha mantenuto il trend al rialzo dei mesi precedenti. I segnali di rallentamento della dinamica congiunturale (specie negli USA), la prospettiva di una riduzione degli stimoli da parte della politica monetaria e fiscale, l'aumento dei prezzi delle materie prime e delle discussioni in materia di inflazione nonché i problemi di liquidità del colosso immobiliare cinese Evergrande hanno demotivato gli investitori. Le azioni svizzere, europee, americane e dei paesi emergenti hanno subito perdite, anche se la performance da inizio anno rimane molto positiva. Il mercato azionario giapponese, invece, ha registrato ulteriori guadagni di corso dovuti al cambio ai vertici politici (fig. 1). A livello globale, solo i titoli energetici e quelli finanziari hanno evidenziato una performance migliore del mercato complessivo, grazie all'aumento dei prezzi delle materie prime e degli interessi. I fanalini di coda sono stati materie prime e utilities.

USA: rallenta la dinamica di crescita degli utili

In parallelo al rallentamento della dinamica congiunturale, anche la crescita degli utili delle imprese USA dovrebbe aver superato l'apice. Gli analisti ipotizzano che l'ormai prossima stagione dei bilanci aziendali evidenzierà per il terzo trimestre utili delle imprese inferiori a quelli del secondo, e lo stesso varrà per i prossimi due trimestri (fig. 2). Come sempre, tuttavia, ci si concentrerà sui tassi di crescita rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente: per i prossimi trimestri si prevedono risultati più modesti, ma comunque buoni.

Strategia d'investimento

Dopo che a inizio luglio abbiamo ridotto la nostra netta sovrapponderazione nelle azioni e conseguito utili sulle nostre posizioni, ora siamo vicini alla nostra quota azionaria strategica. Producono tuttora effetti positivi la politica fiscale e monetaria di taglio espansivo (pur avendo probabilmente superato l'apice), le prospettive congiunturali favorevoli e il perdurare dello «stato di emergenza» negli investimenti a reddito fisso dovuto ai bassi rendimenti obbligazionari.

Per contro, i livelli di valutazione delle azioni rimangono storicamente alti e fanno presagire un buon andamento della congiuntura e degli utili. Poiché a nostro avviso gli argomenti pro e contro le azioni sono più o meno in equilibrio, nei mandati e nelle Soluzioni d'investimento la nostra allocazione rimane quasi in linea con la quota strategica.

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

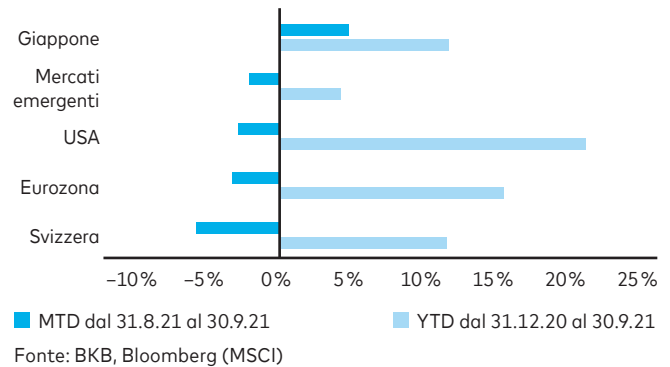
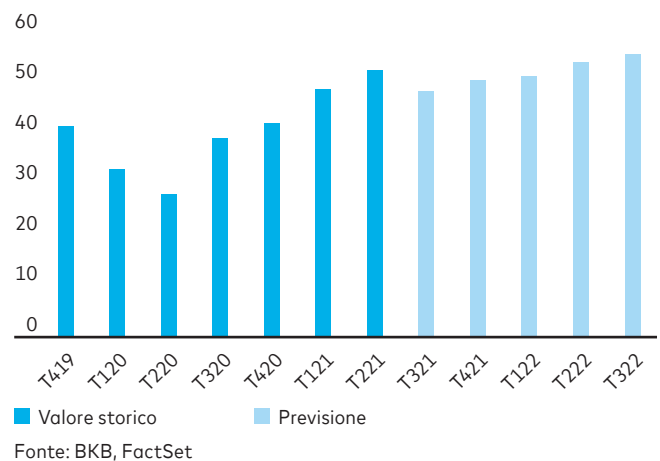


Fig. 2: S&P 500, utili trimestrali in USD
Valori storici e previsioni attuali (1.10.21)



© 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.