



Dr. Sandro Merino
Chief Investment Officer
Banca Cler

- **Prospettive congiunturali a livelli record**
- **Partenza a razzo, ma inflazione solo temporanea?**
- **Strategia: per ora azioni ancora sovraponderate**

Prospettive congiunturali a livelli record

Mentre in paesi come India e Brasile la pandemia continua a imperversare in maniera drammatica, in Svizzera e nell'UE si prospetta un ritorno alla normalità nell'arco di pochi mesi. Le campagne vaccinali hanno preso l'abbrivio giusto anche in Europa, e basta guardare alla situazione notevolmente migliorata di Israele, USA e Regno Unito per intuire già quali saranno gli effetti di un'ampia copertura della popolazione.

Molti indicatori congiunturali pubblicati nelle scorse settimane viaggiano su livelli estremamente alti, alcuni hanno toccato perfino massimi storici. È il caso ad es. del barometro del Centro di ricerca congiunturale KOF dell'ETH, che delinea le prospettive per l'economia svizzera. O delle esportazioni tedesche, che in marzo sono cresciute come mai prima d'ora. Malgrado tutto questo ottimismo, non bisogna però dimenticare che in alcuni settori la pandemia ha generato un cambiamento permanente. Per le compagnie aeree il calo dei passeggeri in «business class» resterà un dato di fatto, poiché nel frattempo le video conferenze si sono imposte come valida alternativa agli spostamenti fisici. Ed è probabile che anche la popolarità dello shopping online, indotta dall'isolamento forzato, non sia destinata a spegnersi del tutto, con un possibile impatto strutturale sulle superfici commerciali nei centri cittadini. Nel complesso, al momento attuale, molti fattori lasciano presupporre che nella seconda metà dell'anno assisteremo a una forte crescita dell'economia negli USA e in Europa.

Partenza a razzo, ma inflazione solo temporanea?

Sul piano congiunturale, l'inizio del secondo semestre ricorda il decollo catapultato di un caccia da una portaerei. Non che ne abbia esperienza diretta, ma posso ben immaginare come ci si debba sentire. Presumibilmente, la sensazione è paragonabile a quella che proveremmo se i tassi ipotecari tornassero a salire sopra il 4%. In effetti, di fronte a prospettive congiun-

turali così scoppiettanti si finisce immancabilmente per chiedersi se le misure di sostegno da migliaia di miliardi, in particolare negli USA, non siano esagerate. A questo punto non ci si dovrebbe per forza aspettare un rialzo di inflazione e interessi? Sul fronte delle materie prime galoppano i metalli industriali, a partire dal rame che sfonda i 10 000 USD a tonnellata stabilendo un nuovo record. Insomma, è proprio il caso di tornare a mettere sotto chiave le bobine di cavi nei cantieri. La corsa all'oro come classico investimento «rifugio» contro l'inflazione non ha invece ancora toccato picchi di euforia.

Si attendevano quindi con straordinaria trepidazione i dati di aprile sul mercato del lavoro USA, in uscita il 7 maggio. Era già chiaro a priori che un'inattesa e fulminante ripresa in quest'ambito avrebbe messo sotto pressione sia Joe Biden che il presidente della Fed Jerome Powell. In tal caso, infatti, gli oppositori avrebbero avuto il destro per rimproverare loro un marchiano errore di valutazione e accusarli di aver utilizzato la pandemia come pretesto per attuare misure estreme fondate invece su ragioni politiche.

Chi sperava in un esito di questo tipo è rimasto deluso, tanto più che in aprile, rispetto al mese precedente, si è registrato perfino un lieve aumento del tasso di disoccupazione; anche il numero dei nuovi posti di lavoro creati nel mese è stato nettamente inferiore alle aspettative. Insomma, per ora la politica di Biden e Powell ha ricevuto l'avallo dei fatti: i due possono quindi proseguire sulla rotta intrapresa. Benché sia plausibile attendersi un temporaneo aumento dell'inflazione («inflazione transitoria»), per il momento appare improbabile che verremo «catapultati» in un inedito scenario di tassi in rialzo.

Strategia: per ora azioni ancora sovraponderate

Il mercato azionario svizzero si trova attualmente ai livelli di inizio aprile. Dall'avvio d'anno fino al 7 maggio lo SPI ha messo in carriera un rialzo del 7,5% circa. Lo SMI si attesta attorno agli 11 150 punti e nel 2021 è cresciuto del 4,25% circa; a ciò va aggiunto anche un 3% circa di proventi da dividendi, elemento che – a differenza di quanto accade nello SPI – qui invece non viene considerato.

Riteniamo che le frizzanti prospettive congiunturali indurranno nuovi guadagni di corso sui mercati azionari. Benché la Fed abbia nuovamente messo in guardia circa le valutazioni in crescita in ambito azionario, nella nostra strategia restiamo fedeli – almeno per ora – alla sovraponderazione tattica delle azioni.

USA: locomotiva mondiale della crescita

Ritmo serrato delle vaccinazioni, politica monetaria e fiscale di taglio estremamente espansivo: ci sono tutte le premesse perché l'economia USA continui a presentare una dinamica di crescita molto elevata. In media, le previsioni di consenso degli economisti collocano sopra il 6% la crescita del PIL per l'anno in corso. Un quadro avvalorato dagli indicatori di sentimento a disposizione. La fiducia dei consumatori, ad esempio, è in netto rialzo e anche quella degli industriali resta chiaramente in territorio espansivo, malgrado di recente l'indice PMI dell'industria abbia subito una battuta d'arresto (fig. 1), deludendo le attese. Si è tuttavia propensi a ricondurre tale episodio più a inefficienze delle catene di fornitura globali che a un calo della domanda di prodotti finali. Resta quindi altamente probabile che l'economia USA saprà tener fede alle previsioni per il 2021.

Eurozona: allentamento delle misure di quarantena

Benché in taluni casi le cifre dei nuovi contagi di Covid-19 tornino a salire, sempre più paesi europei prospettano o dispongono allentamenti delle misure di quarantena. Inoltre – ad esempio in Germania – i vaccinati e le persone guarite dal virus godono di un più ampio margine di libertà. Questo fatto e la sempre maggiore disponibilità di vaccini fanno sì che anche in Europa, malgrado catene di fornitura perturbate, gli indicatori di sentimento continuano a migliorare (fig. 2), talvolta toccando perfino nuovi massimi. Dopo un primo trimestre difficile, molto fa pensare che nella seconda frazione d'anno potremo rimetterci saldamente sulla carreggiata della crescita. Un incremento del PIL di un 4% abbondante per l'intero anno resta quindi un'ipotesi realistica.

Svizzera: fiducia alle stelle

Malgrado la pandemia, vola la fiducia delle imprese svizzere. Gli indicatori di sentimento toccano nuovi massimi storici: parliamo del barometro congiunturale KOF (fig. 3), ma anche dell'indice PMI dell'industria, i quali segnalano entrambi un netto rafforzamento della dinamica congiunturale nei mesi a venire. Con l'unica eccezione del settore della ricettività, secondo il KOF i cieli si sarebbero ampiamente rasserenati in tutti i rami dell'economia. Di conseguenza, anche le prospettive per il mercato del lavoro sono migliorate. I timori di una forte crescita del numero di disoccupati in seguito alla crisi del coronavirus non si sono avverati. Per la prima volta, la maggioranza delle imprese è intenzionata ad assumere e non a tagliare personale.

Fig. 1: USA – Indice PMI Industria



Fig. 2: Eurozona – Indicatori di sentimento

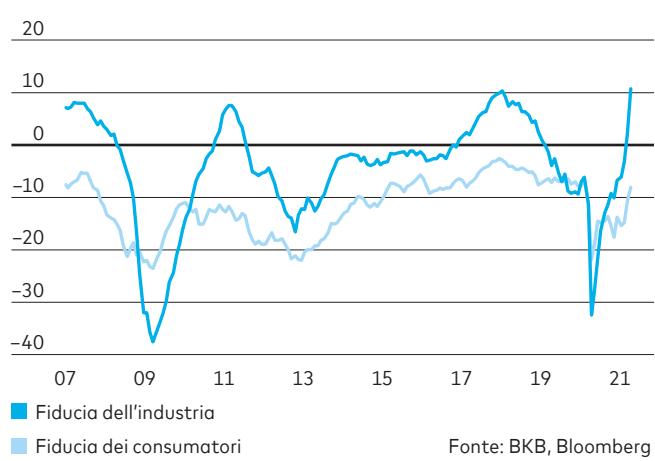
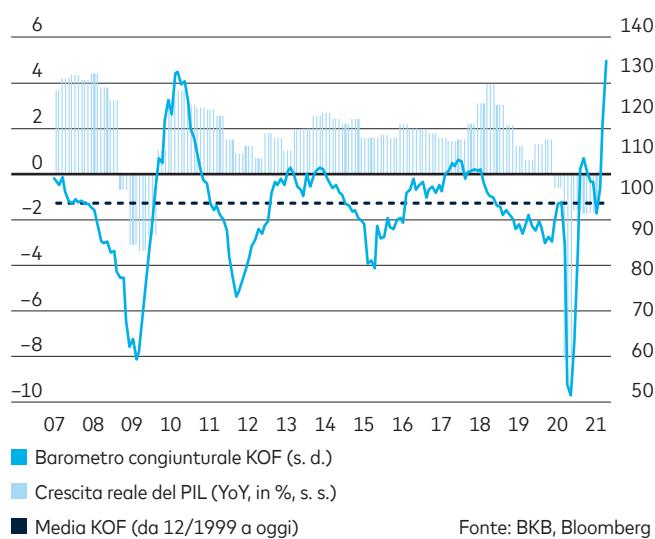


Fig. 3: Svizzera – Indicatore anticipatore e PIL



Fed: politica monetaria invariata

Malgrado un maggiore ottimismo rispetto alla precedente presa di posizione sui tassi, la Fed, nella sua riunione di aprile, ha deciso di mantenere l'approccio ultra-espansivo in politica monetaria. Grazie all'ingente supporto della politica fiscale e ai progressi della campagna vaccinale, gli indicatori relativi a sviluppo economico e mercato del lavoro puntano con maggiore decisione verso l'alto. Benché la ripresa sia percepibile, il presidente Powell reputa, tuttavia, prematuro modificare la rotta accomodante assunta in politica monetaria. A suo avviso l'economia sarebbe ancora troppo lontana dai parametri auspicati dalla Fed in termini di piena occupazione e stabilità dei prezzi. Il raggiungimento di tali obiettivi dipenderà essenzialmente dall'evoluzione della pandemia.

La BCE mantiene l'approccio ultra-espansivo

Nella sua riunione di aprile, il Consiglio della BCE non ha spostato il timone della politica monetaria dalla rotta ultra-espansiva. Con le misure adottate, la BCE punta a preservare condizioni di finanziamento favorevoli per tutti i settori economici e a salvaguardare la stabilità dei prezzi nel medio termine. Secondo la presidente Lagarde, tuttavia, a breve termine le prospettive economiche restano offuscate, anche se vi sono lievi segni di ripresa.

Prospettive

Il vivace trend al rialzo evidenziato dai rendimenti dei titoli di Stato USA a 10 anni non è proseguito in aprile. Anzi, da fine marzo si può constatare una loro moderata tendenza alla flessione. Diversa l'evoluzione del rendimento per i decennali tedeschi, che hanno messo a segno un nuovo record annuale e ora gravitano poco al di sotto del massimo intermedio del -0,15% ottenuto ante-pandemia. Anche gli omologhi svizzeri hanno evidenziato un lieve incremento ad aprile.

A breve termine, il rendimento dei titoli di Stato decennali potrebbe salire ulteriormente a causa di persistenti speculazioni di reflazione. Tuttavia, considerato l'orientamento spiccatamente espansivo delle banche centrali, il potenziale di rialzo a più lungo termine dovrebbe restare limitato. In mancanza di prospettive di rendimento appetibili, nei nostri mandati restiamo nettamente sottoponderati in ambito obbligazionario.

Mercato immobiliare svizzero

Aprile è stato un ottimo mese per gli investimenti immobiliari svizzeri. Dopo le correzioni di inizio anno, sia i fondi che le azioni del comparto hanno registrato netti guadagni: i primi sono cresciuti di quasi l'1% e mettono così a segno da inizio 2021 un +1,4% circa; le seconde hanno chiuso aprile con una crescita superiore all'1,5% e guadagnano nel complesso un +1,65%.

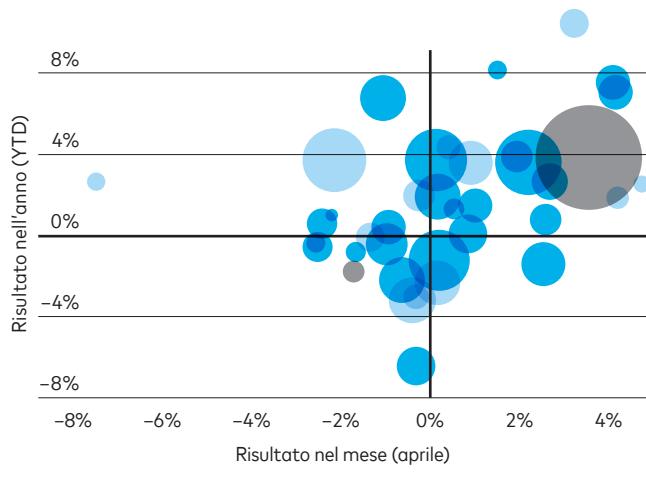
La figura 1 mostra l'andamento di singoli fondi da inizio anno e nel corso dell'ultimo mese. Le dimensioni del pallino sono proporzionali a quelle del fondo, il colore si riferisce alla branca di riferimento. Notiamo con piacere che un gran numero di prodotti presenta un andamento annuo soddisfacente, a prescindere dai volumi e dalla branca di appartenenza. Agli occhi degli investitori la crisi del coronavirus ha ormai lasciato il mercato immobiliare. In caso contrario si osserverebbe una concentrazione di pallini nel quadrante inferiore sinistro.

Anche la struttura dei prezzi resta invariata. I fondi erano cari e tali sono rimasti. L'unica consolazione deriva dal fatto che gli aggi applicati a cavallo tra 2020 e 2021 erano in genere superiori a quelli attuali.

Per il resto, in ottica lunga, tutto quadra: i rendimenti distribuiti sono più appetibili di quelli delle obbligazioni a lungo termine, le pigioni restano stabili e gli interessi bassi.

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

Fig. 1: Performance fondi immobiliari da inizio anno
per settori (dimensioni pallino = dimensioni fondo)



Fonte: BKB

Mercati azionari ancora solidi ad aprile

In aprile, gli indicatori congiunturali positivi, il persistere degli stimoli monetari e fiscali e l'eccellente avvio della stagione dei bilanci aziendali per il primo trimestre hanno dato ulteriore slancio a gran parte dei mercati azionari. Malgrado un dollaro piuttosto debole, i titoli USA hanno messo a segno una performance mensile in CHF del 2,1%, mentre le azioni dell'Eurozona, con un +1,4% in CHF, hanno battuto quelle elvetiche, ferme a +0,9%. Per contro, sempre in aprile, i titoli dei paesi emergenti hanno avuto un andamento lievemente negativo (-0,7%) per gli investitori svizzeri a causa di perdite valutarie e il listino giapponese, in seguito all'aumento dei casi Covid e alle conseguenti restrizioni, ha iniziato nel peggiore dei modi il suo nuovo anno fiscale (fig. 1).

Guadagni, antidoto ai timori sulle valutazioni

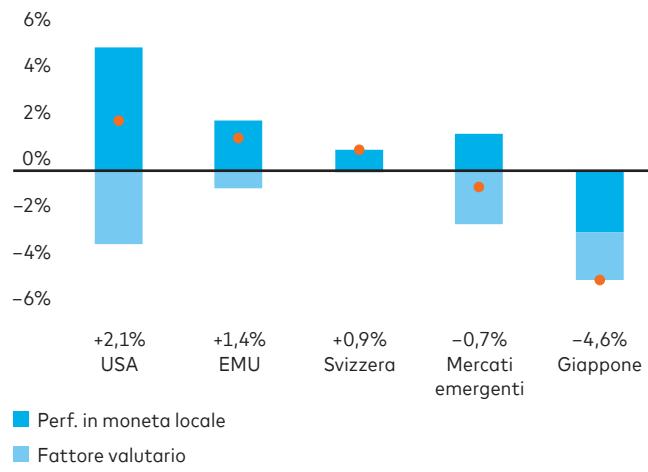
A fine aprile, secondo FactSet, il 60% delle imprese rappresentate nell'S&P 500 aveva pubblicato i propri risultati relativi al primo trimestre: di queste, una percentuale record – ben l'82% – ha comunicato sorprese positive sul fronte degli utili. In media, gli incrementi degli utili hanno superato le attese di circa il 22%. Anche per le imprese europee, che in genere pubblicano i risultati trimestrali un po' più tardi rispetto a quelle americane, si profilano cifre nettamente migliori di quelle previste. Questa dinamica positiva mette in secondo piano la questione delle valutazioni elevate. Anche nel contesto dei tassi bassi, il rapporto P/E (storico) è nettamente superiore al livello considerato equo. Se, invece, anziché gli utili storici ridotti a causa della pandemia si considerano le previsioni sugli utili per i prossimi 12 mesi, la valutazione attuale appare corretta (fig. 2). Quanto detto, però, ha valore solo fintantoché la corsa delle quotazioni non supererà l'entità delle buone notizie in materia di utili, e gli interessi non saliranno oltre il livello attuale.

Strategia d'investimento

In considerazione del momentum positivo legato alla congiuntura e ai dati aziendali abbiamo mantenuto la sovraponderazione nelle azioni. Attualmente la nostra quota azionaria, compresi gli investimenti satellite (tecnologia, andamento demografico e healthcare), supera di un buon 4% il livello strategico.

Fig. 1: Performance azionaria regionale

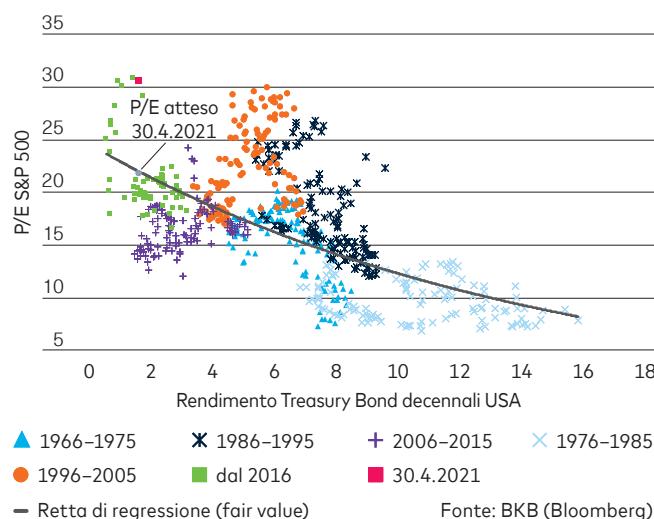
Indici Net Total Return in CHF



Fonte: BKB (Bloomberg/MSCI)

Fig. 2: Indice S&P 500 – livello di valutazione e interessi

P/E storico vs. interessi



Fonte: BKB (Bloomberg)