



- **USA e Cina sull'orlo della guerra commerciale**
- **Economia mondiale in espansione**
- **Mercati azionari: dopo la ripresa di luglio, il trend positivo proseguirà?**

USA e Cina sull'orlo della guerra commerciale

Nell'ultimo numero (Investment Letter Banca Cler 07/18) avevamo descritto alcuni possibili scenari di escalation del conflitto commerciale tra USA e Cina. All'inizio di agosto rimane ancora da vedere se Trump, ai suoi discorsi infuocati rivolti alla Cina, farà realmente seguire l'imposizione di nuovi e pesanti dazi commerciali.

Ripercorrendo la storia cinese del XIX secolo, in particolare le cause e le conseguenze delle «guerre dell'oppio» tra Cina e Gran Bretagna, si può dedurre che stavolta il gigante asiatico non si lascerà piegare. Ci aspettiamo che la Cina reagirà all'introduzione dei nuovi dazi ripagando Trump con la stessa moneta. Nel XIX secolo la bilancia commerciale della Gran Bretagna con la Cina presentava un forte deficit, come avviene oggi per gli USA. I britannici, finanziariamente provati dalle guerre napoleoniche, rischiavano di finire l'argento, che utilizzavano per pagare le importazioni di beni cinesi molto richiesti (tè, porcellana). La Cina, per contro, aveva scarso interesse per i prodotti europei, dal suo punto di vista inutili e scadenti. L'oppio proveniente dalle colonie britanniche, pertanto, doveva sostituire l'argento quale mezzo di pagamento nei confronti della Cina, riequilibrando così la bilancia commerciale. Il fatto che la Cina, comprensibilmente, non volesse accettare l'importazione di droga – con le relative, disastrose conseguenze sociali – portò a un'escalation militare. La superiorità britannica sul piano bellico obbligò la Cina a tollerare il commercio di oppio, estremamente redditizio per il Regno Unito. Nel 1843 la Cina dovette cedere ai rivali anche l'isolotto roccioso e disabitato di Hong Kong, che si trasformò così in base commerciale e colonia britannica.

Come spesso accade, anche in questo caso la storia è stata scritta e interpretata dai vincitori. Ma proprio per tale ragione non bisogna sottovalutare l'importanza di

questa esperienza commerciale della Cina con l'Occidente.

Trattative e reciproche concessioni nel segno della razionalità sarebbero ovviamente la soluzione migliore per ambo le parti. Il 25 luglio il presidente della Commissione UE Jean-Claude Juncker ha incontrato Trump, con cui è riuscito a raggiungere una sorta di accordo che per il momento consente di evitare un'escalation. Senz'altro è una buona notizia, ma come è già successo con la Corea del Nord, anche l'accordo commerciale tra USA e UE è talmente privo di contenuti e poco vincolante che lo stesso Trump, normalmente, lo definirebbe «fake deal». In sintesi, anche a inizio agosto l'esito del conflitto commerciale rimane incerto. Prevediamo un'estensione dei dazi commerciali tra Cina e USA, ma in una misura tale da non compromettere in modo significativo la crescita dell'economia globale.

Economia mondiale in espansione

A livello mondiale, la crescita della performance economica reale si aggira intorno al 4%, il doppio rispetto al 2016. Al momento la crescita dell'Eurozona si attesta al 2%, quella degli Stati Uniti al 4%; tuttavia, lo slancio dell'economia USA nel 2° trimestre è stato dovuto all'effetto una tantum e poco durevole dei tagli fiscali. Per ora anche gli indicatori economici della Cina non fanno rilevare conseguenze negative legate alla guerra commerciale e ai nuovi dazi già introdotti. Pur correggendo lievemente al ribasso i dati di crescita ufficiali, si evidenzia attualmente una crescita robusta intorno al 5%.

Tuttavia, il picco di dati positivi relativi alla crescita economica dovrebbe essere stato ormai raggiunto. Nei prossimi trimestri prevediamo un moderato rallentamento della congiuntura. Non si rilevano però segnali significativi di una recessione imminente.

Mercati azionari: il trend positivo proseguirà?

A luglio il mercato azionario svizzero è cresciuto del 6% circa, collocandosi così tra i vincenti a livello mondiale. Per la fine dell'anno riteniamo realistico che l'indice azionario svizzero SMI salga a circa 9500 punti. Soprattutto gli ottimi bilanci aziendali registrati a livello globale nel secondo trimestre hanno portato guadagni di corso sui mercati azionari. Sebbene questo trend subirà un lieve rallentamento, rimaniamo fiduciosi per la seconda metà dell'anno. Non realizziamo ancora i guadagni di corso ottenuti dai titoli azionari a luglio. Per ora manteniamo le quote azionarie esattamente al livello previsto nelle varie strategie d'investimento; assumiamo quindi una condotta «tatticamente neutra».

USA: i consumatori stimolano la crescita

In base alla prima stima, nel 2° trimestre 2018 il PIL degli USA è cresciuto di oltre il 4%, un valore quasi doppio rispetto a quello del 1° trimestre. La differenza principale è data dai consumi delle famiglie, che da aprile a giugno sono aumentati del 4%, dopo lo 0,5% registrato nei primi tre mesi dell'anno. Il netto incremento non sorprende granché; in molti infatti lo avevano previsto. A influire positivamente è stata l'ottima situazione sul mercato del lavoro (fig. 1): nel 2° trimestre, per breve tempo, il tasso di disoccupazione è sceso al 3,8%. D'altro canto, quest'anno la riforma fiscale statunitense sta producendo un effetto prociclico. Non è ancora possibile stabilire se questo netto aumento si manterrà più o meno a lungo. L'influsso positivo della riforma fiscale incide sulla crescita solo una tantum e non si ripeterà allo stesso modo nel 2019. Tuttavia i dati relativi al 2018 sono positivi e il PIL dovrebbe aumentare complessivamente di oltre il 2,5%.

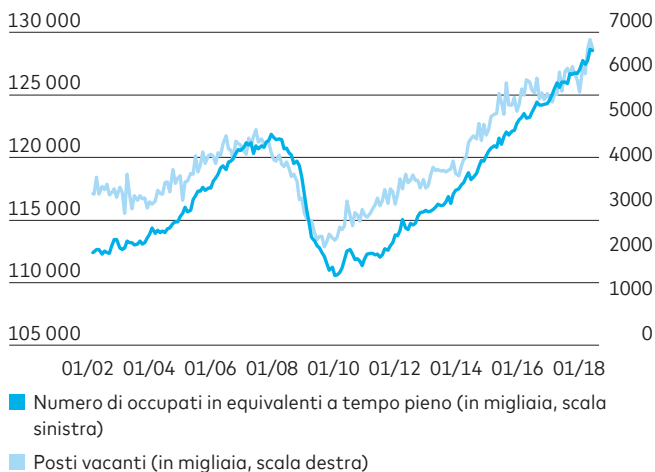
UE: indicatori di sentiment e buona congiuntura

Nonostante l'esiguo calo degli indicatori di sentiment registrato di recente, i segnali per la congiuntura dell'Eurozona rimangono positivi. Il livello degli indicatori promette un aumento del PIL pari a un buon 2%. È confortante che la fiducia dei consumatori si attesti sempre a un livello alto. Il mercato del lavoro ha ancora il vento in poppa (fig. 2). Il tasso di disoccupazione per l'intera Eurozona è attualmente pari all'8,3% dopo il record del 12,1% raggiunto nel 2013. In Germania regna addirittura la piena occupazione; qui l'obiettivo ormai non è tanto creare nuovi posti di lavoro, quanto piuttosto sopperire alla mancanza di personale specializzato. Questo fattore rappresenta sempre più un ostacolo per la prima economia europea.

Svizzera: cala la fiducia dei consumatori

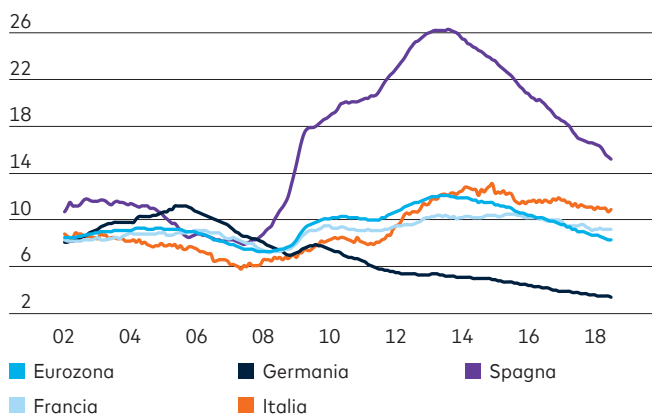
La fiducia dei consumatori svizzeri registra un calo netto e sorprendente (fig. 3). Il dato stupisce perché il tasso di disoccupazione (destag.) ha raggiunto attualmente il livello più basso da ottobre 2008. Secondo la SECO, questo calo di fiducia è dovuto all'aumento dei rischi congiunturali a livello mondiale. Il conflitto commerciale tra gli USA e il resto del mondo genera un clima di insicurezza. I consumatori non si aspettano un grande aumento del loro potere d'acquisto. A ciò si contrappone il sentiment delle imprese, che rimane molto positivo. L'indice PMI dell'industria, infatti, è nettamente espansivo.

Fig. 1: USA – Occupazione e posti vacanti



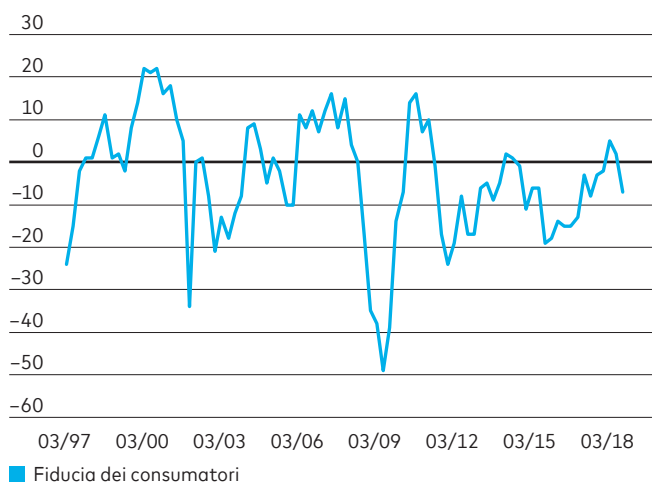
Fonte: BKB (Bloomberg)

Fig. 2: Eurozona – tassi di disoccupazione selezionati



Fonte: BKB (Bloomberg)

Fig. 3: Fiducia dei consumatori svizzeri



Fonte: BKB (Bloomberg)

«Fiacchezza» estiva degli interessi

Sorprese? Manco a parlarne! Su entrambe le sponde dell'Atlantico, le banche centrali portano avanti la rispettiva politica monetaria. La Banca centrale europea (BCE) e la Banca nazionale svizzera (BNS) mantengono la loro linea espansiva; sia nell'UE che nella Confederazione i tassi di riferimento restano bassi. Negli USA, invece, la Fed prosegue lungo la via della normalizzazione. Si prevede che quest'anno aumenterà ancora due volte i propri tassi di riferimento.

Finora non ci sono stati effetti tangibili sui rendimenti dei Treasury Bond decennali, che a fine luglio si attestavano sotto la soglia del 3%. Ciò sorprende anche perché la Fed continua a ridurre la propria somma di bilancio (fig. 1). Negli scorsi mesi ha diminuito la domanda di titoli di Stato USA. In condizioni normali, questa politica determinerebbe un ribasso dei corsi e un aumento dei rendimenti, cosa che però attualmente non sta avvenendo.

Se gli interessi USA a breve termine dovessero continuare a salire, vi sarebbe un rischio maggiore di generare una curva dei rendimenti inversa; in altri termini i rendimenti dei titoli di Stato a due anni supererebbero quelli dei titoli di Stato decennali. In passato questo era un indicatore affidabile dell'insorgenza ritardata di una recessione. Gli attuali tassi forward incorporano già l'inversione della curva dei rendimenti, ipotizzando però che non avverrà prima della metà del 2019.

Prospettive

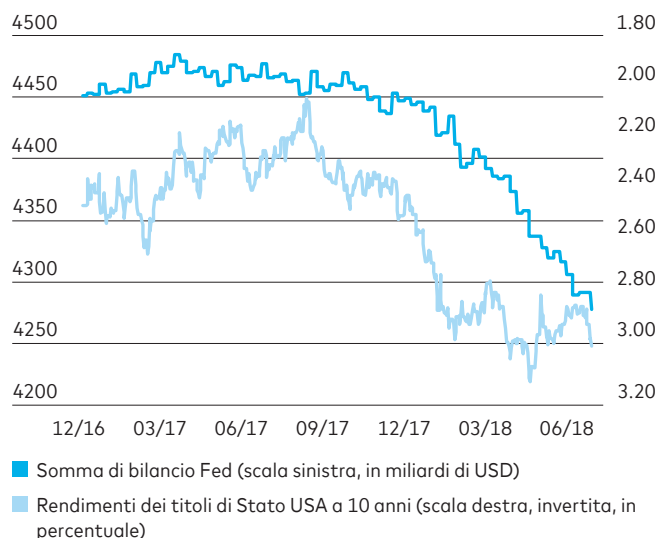
Anche se i tassi forward prevedono un'inversione della curva dei rendimenti statunitense nel 2019, va tenuto presente che essi non rappresentano uno strumento di previsione. Questi tassi cambiano ogni giorno e non è assolutamente certo che i rendimenti dei Treasury Bond decennali si manterranno al livello attuale. Ipotizziamo piuttosto che l'inversione di rotta sui tassi sia destinata a proseguire. Se la banca centrale USA dovesse confermare la propria politica di riduzione della somma di bilancio, i rendimenti delle obbligazioni a lunga scadenza dovrebbero aumentare se non altro per motivi strutturali, producendo effetti anche sui tassi nell'Eurozona e in Svizzera. Per la fine del 2019 riteniamo quindi probabile un aumento del rendimento dello 0,5–1,0% per i titoli di Stato a 10 anni.

Mercato immobiliare svizzero

A luglio, nel comparto immobiliare, i fondi hanno riguadagnato terreno rispetto alle azioni. L'indice SWIIT (fondi immobiliari) ha registrato infatti un aumento un po' più marcato rispetto all'indice REAL (azioni immobiliari). Da inizio 2018 le azioni immobiliari sono ancora in posizione di vantaggio, per la precisione di oltre il 4%. Finora questi titoli hanno permesso di realizzare una performance moderatamente positiva intorno al 3%, mentre nel caso dei fondi immobiliari il rendimento medio è ancora negativo, di poco superiore all'1%. Una nota positiva è data dal fatto che negli ultimi mesi gli aggi dei fondi immobiliari si sono ridotti, attestandosi mediamente sotto il 20% a fine giugno. Vi è però una netta differenza tra i fondi relativi a immobili commerciali e quelli relativi a immobili ad uso abitativo, poiché questi ultimi sono nettamente più costosi rispetto ai primi. Il contesto generale rimane assai complesso: influiscono positivamente gli interessi bassi e la congiuntura favorevole, mentre pesano la minore immigrazione e l'attività di costruzione sempre intensa.

Manteniamo una ponderazione neutra negli investimenti immobiliari indiretti, con una quota del 5% circa. A favore di tale scelta depongono i proventi distribuiti, attualmente di poco inferiori al 3%.

Fig. 1: interessi USA e somma di bilancio della Fed



Fonte: BKB, Bloomberg

Performance azionaria positiva a luglio

A luglio il trend sui mercati azionari globali è stato prevalentemente al rialzo. In particolare è risultata soddisfacente la performance delle azioni svizzere, che secondo i dati MSCI sono salite del 6,2% nel corso del mese e ora sono tornate su valori positivi anche rispetto all'inizio dell'anno. Lo stesso vale per le azioni dei Paesi emergenti, che dopo le perdite di maggio e giugno hanno messo a segno un +1,9% in CHF. Queste ultime tuttavia sono state penalizzate, tra l'altro, dalla performance ancora debole delle azioni cinesi, su cui pesa l'inasprimento del conflitto commerciale con gli USA, e così hanno arrancato dietro i mercati azionari dei Paesi industrializzati, che a luglio hanno registrato un +2,9% in CHF (fig. 1).

Aumento dei risultati aziendali anche nel 2° trimestre

La stagione dei bilanci aziendali del secondo trimestre, iniziata a luglio, ha riservato sorprese positive. Per l'inizio di agosto, oltre due terzi delle imprese rappresentate nell'indice americano S&P 500 hanno riferito di aver incrementato i propri utili in media del 24% circa rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente. L'85% di queste aziende ha superato le stime degli analisti.

Performance mensile record nel settore sanitario

In un confronto settoriale su scala globale, la performance più forte è stata messa a segno dal settore sanitario. Anche i pesi massimi dell'indice svizzero Novartis e Roche hanno superato le attese degli analisti, con un rialzo dei corsi superiore al 10%. Per contro, nella seconda metà del mese la corsa alla outperformance dei titoli tecnologici ha subito una battuta d'arresto (fig. 2). Gli occhi erano puntati soprattutto sulle aziende di social media Facebook e Twitter, i cui sforzi per garantire un migliore controllo dei rispettivi utenti destano inquietudine.

Strategia d'investimento

Non abbiamo modificato il nostro posizionamento. A causa dei rischi politici (conflitto commerciale USA, tensioni nella coalizione di governo tedesca, crisi di governo in Gran Bretagna e nuovo governo di coalizione italiano), la nostra quota azionaria è di fatto neutrale.

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

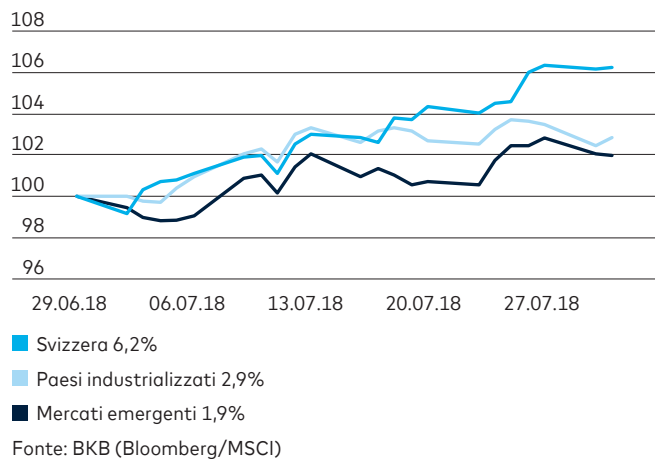
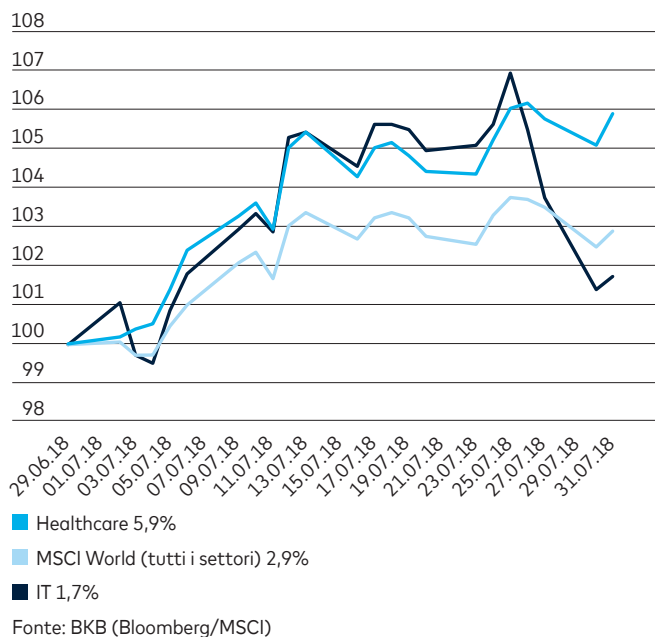


Fig. 2: Performance dei settori sanitario e IT a luglio
Net Total Return in CHF



© 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.