



- **L'Italia ha votato**
- **La GroKo della Merkel torna al potere**
- **Persistono gli squilibri nell'Eurozona**

L'Italia ha votato

Come previsto alla vigilia, il panorama politico dopo le elezioni si presenta suddiviso in tre grandi blocchi: la coalizione di centro-sinistra con il partito del premier in carica Paolo Gentiloni («Partito Democratico») come forza principale (23,3% dei voti), la coalizione di centro-destra con «Forza Italia» di Berlusconi, «Lega Nord», «Fratelli d'Italia» e altri partiti minori (37% dei voti) e il movimento di protesta dei «5 Stelle», che rappresenta il primo partito (ca. 32% dei voti). La coalizione di centro-destra e il «Movimento 5 Stelle» sono i vincitori delle elezioni. Questo esito impone ai partiti di formare un governo di coalizione. Secondo noi, una delle opzioni rimane una grande coalizione di centro-sinistra e centro-destra, sebbene il «Partito Democratico» abbia già preannunciato il passaggio all'opposizione. Ma non si esclude la partecipazione al governo del «Movimento 5 Stelle» o la costituzione di un governo di transizione con successiva nuova chiamata alle urne. Nelle prossime settimane l'Italia dovrà quindi cercare di mettere insieme un governo, compito molto difficile e dall'esito incerto.

La probabilità che l'Italia, nel prossimo futuro, persegua seriamente un'uscita dall'UE o dalla moneta unica rimane molto remota. Inoltre, la Costituzione italiana non ammette la possibilità di indire un referendum sui trattati internazionali. Per quanto una modifica della Costituzione volta a consentire questa procedura rientri nel quadro degli scenari possibili, reputiamo improbabile che ciò accada, visto il panorama politico tripolare. Non prevediamo un fondamentale cambio di rotta nella politica estera italiana. Qui nell'ultimo anno la situazione economica è decisamente migliorata, sebbene il Paese continui a restare indietro rispetto al resto dell'Eurozona. Va ricordato che sull'Italia continua a pendere come una spada di Damocle il pericolo rappresentato da un debito pubblico sempre più difficilmente sostenibile in un'ottica di lungo termine.

La GroKo della Merkel torna al potere

Ora che i membri dell'SPD hanno approvato il contratto di coalizione, la strada verso la nuova GroKo è libera da ostacoli. Il compromesso definito in un contratto di 177 pagine garantisce continuità alla politica tedesca, ma non apporta cambiamenti fondamentali. L'economia della Germania gode attualmente di ottima salute. Nel 2017 le finanze pubbliche hanno registrato per la quarta volta consecutiva un'eccedenza di bilancio e il trend non dovrebbe cambiare neppure con un ministro delle finanze dell'SPD più incline alla spesa. Come previsto dal contratto di coalizione, infatti, il suo margine di manovra è molto limitato. Anche le esportazioni tedesche si mantengono su livelli record. Francia e Italia vorrebbero che la Germania cedesse una parte del suo vantaggio competitivo aumentando la spesa pubblica e i salari e che incentivasse così la domanda, ma questo desiderio non verrà esaudito neppure dalla nuova GroKo.

Persistono gli squilibri nell'Eurozona

Gli squilibri tra Germania e Italia sono sintomatici delle tensioni economiche dell'Eurozona nel suo complesso.

L'Italia sta ancora scontando gli effetti della grave recessione seguita alla crisi finanziaria di 10 anni fa. Il debito pubblico del Paese è salito a oltre il 130% della performance economica, mentre in Germania è in costante calo da alcuni anni. Tra qualche anno la Germania dovrebbe tornare a rispettare il tetto del debito pari al 60% previsto dal Trattato di Maastricht. Al contrario, in Italia aumenta di anno in anno la probabilità di una crisi del debito. Anche nell'attuale contesto congiunturale positivo, nel Bel Paese la crescita rimane modesta e la disoccupazione elevata, specie tra i giovani. Nel 2017 la crescita è comunque salita dell'1,5%, il deficit della spesa pubblica si è attestato a un valore moderato (ca. 2%) e, dopo deficit commerciali cronici, si è registrato un eccesso di export del 2%. Un affievolimento dell'attuale fase di alta congiuntura potrebbe riportare alla luce i problemi legati alla competitività dell'Italia. In Germania i salari sono cresciuti di oltre il 20% dal 2009. Gli investimenti, inoltre, hanno fatto aumentare del 10% la produttività e di solo il 10% circa i costi unitari del lavoro. Nello stesso arco temporale i salari in Italia sono cresciuti solo del 5% e la produttività è rimasta invariata. Il margine di azione per garantire salari più elevati e un'effettiva ripresa economica è ridotto all'osso dalla concorrenza. Senza riforme radicali e investimenti nel futuro l'Italia rischia di andare incontro a un lento e doloroso declino nel panorama economico globale.

USA: politica commerciale come fattore di rischio

La congiuntura è sulla giusta rotta. Non emergono indizi che contraddicano le previsioni di un incremento del PIL del 2,5% per quest'anno. Gli indicatori anticipatori e di sentiment sono nettamente in territorio espansivo e sul mercato del lavoro regna la piena occupazione (fig. 1). Le previsioni sono positive sia per i consumi privati che per gli investimenti. Un fattore di rischio resta la politica commerciale statunitense. I piani di Trump per l'introduzione di dazi hanno compromesso le prospettive economiche degli USA a medio e lungo termine. La politica del tycoon finalizzata a riportare negli USA l'industria siderurgica attraverso la riscossione di dazi doganali è considerata retrograda. In tal modo i politici rinunciano volutamente ai benefici legati alla divisione internazionale del lavoro e ai vantaggi in termini di produttività e costi offerti dagli altri Paesi. Le prospettive congiunturali a breve termine non risentono però di queste discussioni e le previsioni per il 2018 rimangono positive.

UE: semafori verdi con l'Italia in coda

Dopo la crescita nettamente positiva del PIL nel 2017, i segnali rimangono verdi anche per l'anno corrente. I tassi di disoccupazione registrano un lento ma costante calo e le imprese continuano a mostrare uno spirito molto ottimista, sebbene l'indice Ifo tedesco abbia segnato di recente una lieve flessione. Storicamente questo indice si mantiene sempre a un livello molto elevato e promette un buon andamento della congiuntura (fig. 2), che nell'Eurozona poggia su basi solide anche a livello regionale. Solo l'Italia non riesce a tenere il passo con la dinamica generale: nel 2017 ha registrato una soddisfacente crescita del PIL pari all'1,5% (YoY), ma è rimasta il fanalino di coda delle quattro grandi nazioni dell'Eurozona.

Svizzera nordoccidentale, motore di crescita del Paese

L'economia svizzera gode di ottima salute e beneficia di una congiuntura globale decisamente solida. Le imprese hanno quindi iniziato il 2018 con uno spirito ottimista. La Svizzera nordoccidentale rientra ancora una volta tra le regioni che trainano la crescita, merito soprattutto dell'enorme importanza dell'industria farmaceutica in quest'area attraversata dal Reno. Si prevede che anche nell'anno corrente questa regione fornirà un importante contributo alla crescita. La rilevanza del settore chimico-farmaceutico emerge anche nel commercio estero (fig. 3), in quanto i suoi prodotti rappresentano quasi il 45% delle esportazioni complessive.

Fig. 1: Andamento dell'occupazione USA

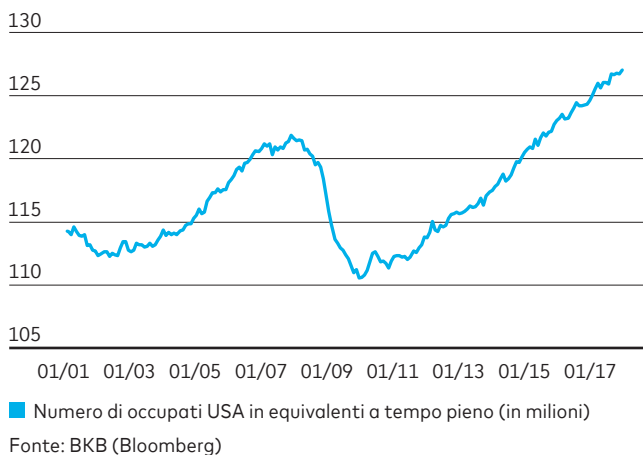
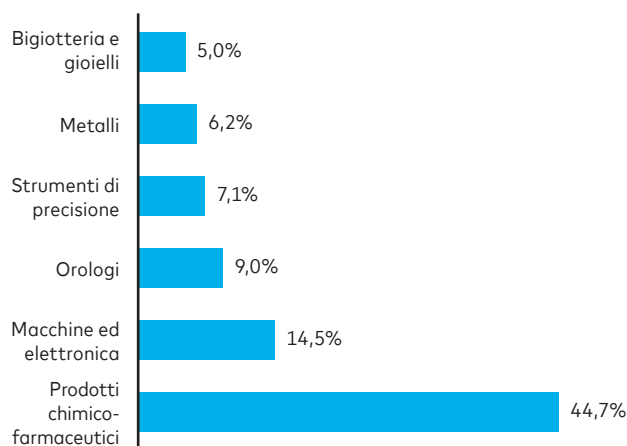


Fig. 2: Indice Ifo tedesco



Fig. 3: Esportazioni svizzere 2017



Il nuovo capo della Fed mantiene la rotta

Dopo il passaggio di testimone ai vertici della Fed, si attendeva con trepidazione il primo intervento di Jerome Powell nella sua nuova funzione di capo della banca centrale. Nella sua prima audizione al Congresso, Powell ha confermato le previsioni della vigilia, annunciando di voler mantenere l'attuale politica monetaria prudente. Per l'anno corrente, i mercati incorporano quindi tre rialzi dei tassi negli USA. Il prossimo giro di vite è programmato per la riunione di marzo, ma la Fed si riserva di intervenire prima qualora dovesse inasprirsi la situazione sul fronte dell'inflazione. I dati attuali non lasciano presagire una simile mossa, in quanto sia l'inflazione primaria che quella core (che esclude generi alimentari ed energia) continuano ad attestarsi vicino alla soglia del 2%. Nonostante la piena occupazione sul mercato del lavoro USA, finora non si rileva un'accresciuta dinamica inflazionistica. Tuttavia un fattore di rischio per la stabilità dei prezzi è certamente rappresentato dalla riforma fiscale statunitense, che si prevede eserciterà un effetto prociclico nel 2018, con conseguente aumento del rischio di inflazione. I rendimenti delle obbligazioni hanno quindi registrato una crescita negli ultimi due mesi, attestandosi a fine febbraio a poco meno del 3% per i titoli di Stato decennali USA.

Politica monetaria espansiva della BCE

A differenza della Fed, Mario Draghi porta avanti la sua politica monetaria molto espansiva. Gli acquisti di titoli proseguiranno invariati almeno fino a settembre. La BCE acquista ogni mese titoli per un valore di circa 30 miliardi di euro. Nell'Eurozona sia l'inflazione core che quella primaria si mantengono molto basse, rispettivamente all'1% e all'1,2% (fig. 1). L'apprezzamento dell'euro ha un effetto calmierante sui prezzi, così le importazioni denominate in USD sono più convenienti per chi opera nell'Eurozona. Qui e in Svizzera i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono cresciuti, sebbene molto meno che negli USA. Il trend dei tassi è al rialzo anche in Europa, ma procederà molto più lentamente. Dopo l'ultimo giro di vite, prevediamo per quest'anno solo una lieve crescita dei rendimenti (obbligazioni decennali). La BNS continua a navigare sulla scia della BCE.

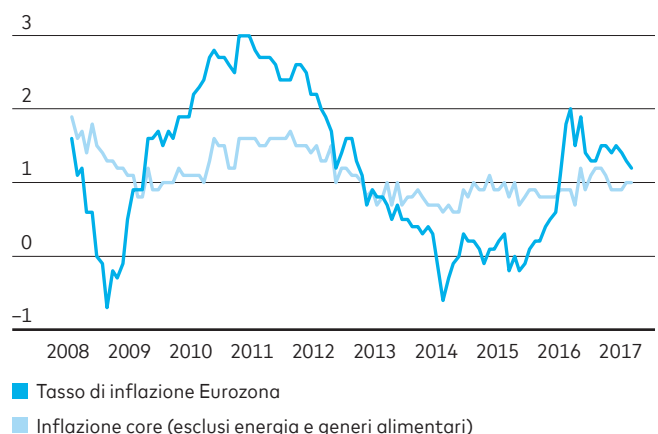
Mercato immobiliare svizzero

Dopo un inizio anno positivo in borsa, gli investimenti immobiliari indiretti – fondi immobiliari e società anonime immobiliari – si stanno attestando in territorio negativo (stato: fine febbraio 2018). Sul mercato immobiliare indiretto, dopo il rally di fine anno si sono verificate prese di beneficio e nuovi aumenti di capitale, e altri se ne prevedono in arrivo. Questo trend proseguirà finché gli interessi rimarranno bassi, le alternative d'investimento scarseggeranno e le nuove emissioni verranno ben assorbite dal mercato. In questo contesto non va però dimenticato che il mercato immobiliare diretto sta subendo una costante flessione.

Lo scorso anno erano molto richiesti soprattutto i fondi immobiliari residenziali. A fine 2017 i loro aggi si attestavano a oltre il 30%, mentre quelli dei fondi immobiliari commerciali poco al di sotto del 20%. I proventi distribuiti dai fondi immobiliari commerciali hanno quindi registrato un andamento più positivo rispetto ai fondi immobiliari residenziali. Nel frattempo i fondi immobiliari residenziali recano le tracce della crescita di vuoti. Gli immobili commerciali sono in una fase del ciclo più avanzata rispetto al mercato degli appartamenti in affitto e in questi ultimi anni stanno contando un numero sempre minore di vuoti. Data la situazione, i fondi focalizzati sugli oggetti commerciali potrebbero tornare di nuovo appetibili dopo anni di difficoltà.

Manteniamo una ponderazione neutra negli investimenti immobiliari indiretti, con una quota del 5%.

Fig. 1: Tassi di inflazione nell'Eurozona in %



Fonte: BKB, Bloomberg

Marcate correzioni dei corsi sul mercato azionario

Dopo un inizio anno soddisfacente, a fine gennaio i mercati azionari sono sprofondata in una fase di correzione con corsi in ribasso del 10%: una portata che non si vedeva in Europa dal voto sulla Brexit a luglio 2016. L'indice VIX, noto anche come «indice della paura», che riflette le volatilità implicite nei prezzi delle opzioni sull'indice S&P500, è triplicato. Gli operatori di mercato hanno addotto diversi motivi alla base della svendita, tra cui il rialzo degli interessi, la crescita delle aspettative di inflazione, il deleveraging degli hedge fund e il ritardo nella correzione sui mercati dopo i rialzi quasi costanti dello scorso anno. La successiva ripresa nonché l'outperformance dei settori ciclici, come la tecnologia, i beni di consumo ciclici e i titoli finanziari, indicano tuttavia che la situazione congiunturale viene giudicata ancora robusta dagli investitori.

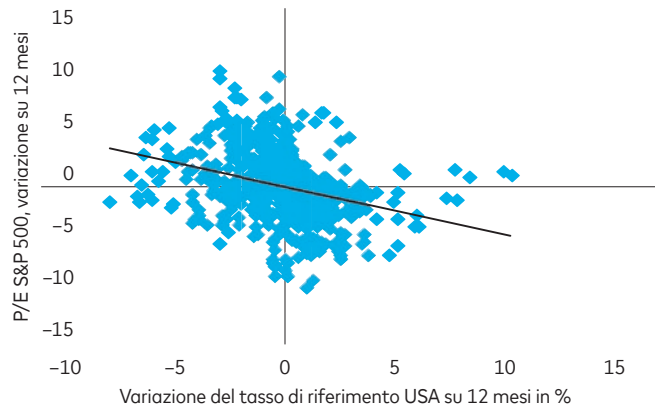
Gli azionisti hanno ragione di temere un rialzo dei tassi?

Se si devono aggiornare gli utili, i cash flow o i dividendi futuri con un tasso d'interesse più elevato, ne consegue un calo del loro valore attuale. Di conseguenza, in caso di rialzo dei tassi calano le valutazioni azionarie come ad es. gli indici P/E (fig. 1). D'altro canto, gli incrementi degli interessi si verificano perlopiù in fasi di robusta congiuntura, che vanno di pari passo con la crescita degli utili aziendali (fig. 2). Il calo delle valutazioni e la crescita degli utili determinano effetti contrari sui prezzi delle azioni; nelle passate fasi di rialzo dei tassi non si è osservato un chiaro effetto netto. Prevediamo che i prezzi azionari manterranno il loro potenziale sull'arco di un anno anche in caso di crescita degli interessi e che la dinamica positiva degli utili aziendali potrà eventualmente compensare un eventuale calo delle valutazioni.

Strategia d'investimento

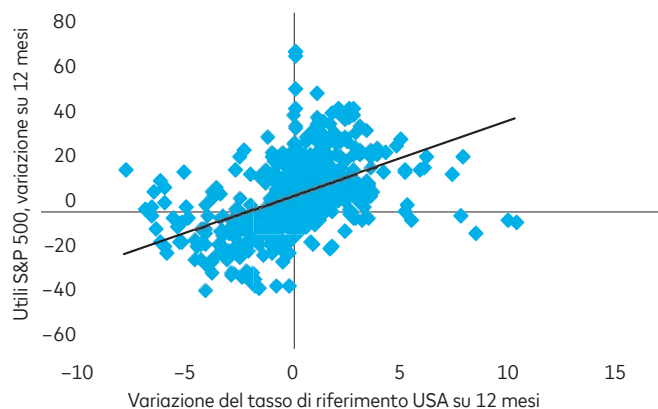
Abbiamo sfruttato la correzione sui mercati per aumentare la nostra quota azionaria. Abbiamo così incrementato il numero delle azioni dei Paesi emergenti e ridotto la sottoponderazione nelle azioni USA mediante un rebalancing attivo. Nei nostri mandati abbiamo mantenuto la sovrapponderazione azionaria privilegiando, a livello regionale, la Svizzera, l'Europa e i Paesi emergenti.

Fig. 1: Variazioni dei tassi e valutazione azionaria



Fonte: BKB (Bloomberg). Dati mensili da luglio 1954 a gennaio 2018

Fig. 2: Variazioni dei tassi e andamento degli utili in %



Fonte: BKB (Bloomberg). Dati mensili da luglio 1954 a gennaio 2018

© 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.