

Private Banking

# Strategia d'investimento n. 2 / 3 2017

**Azioni:**

Un primo trimestre vitale ma  
con rischi politici

**Pagina 4**

**Mercati dei capitali:**

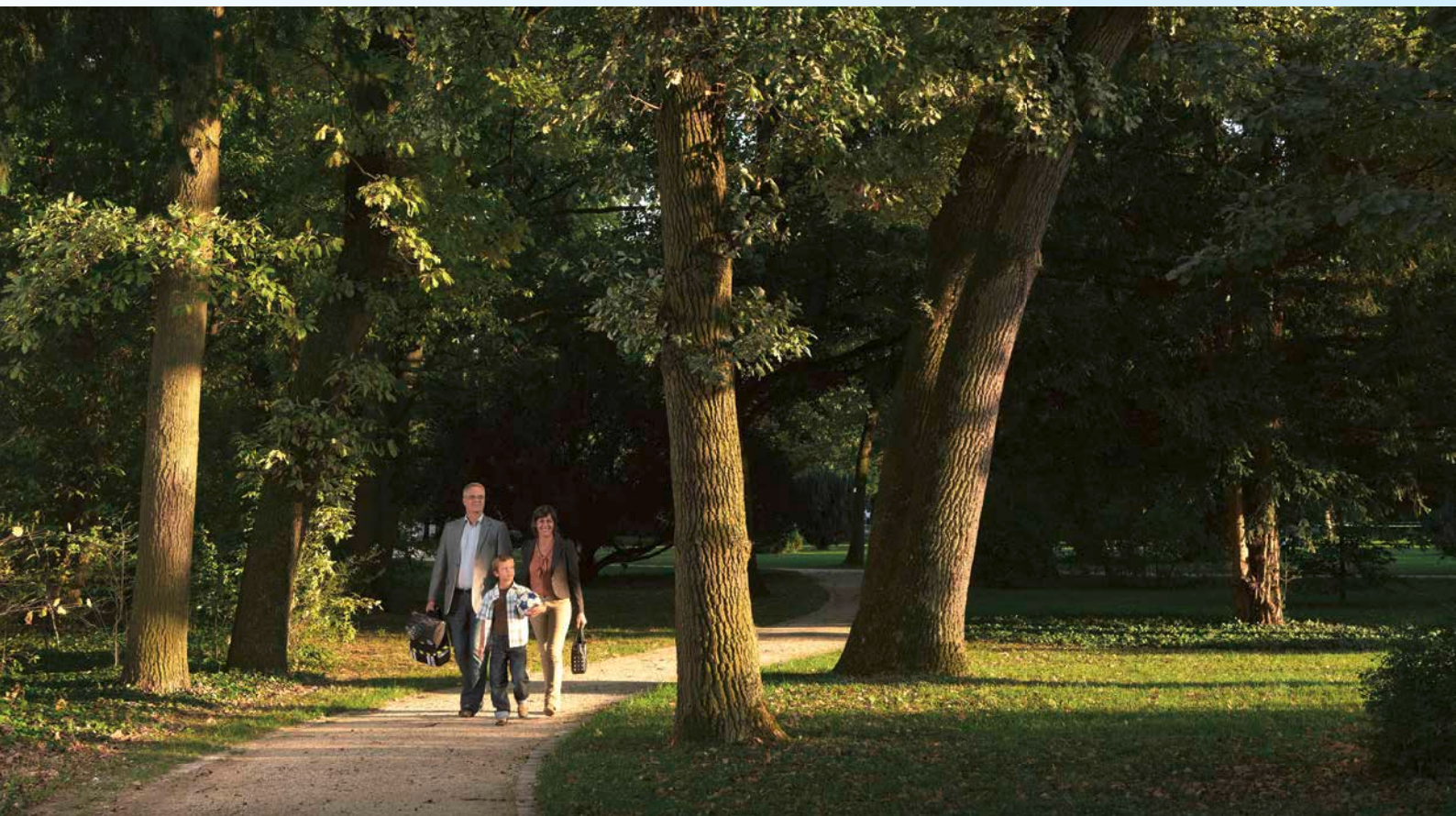
Quanti aumenti del tasso  
di riferimento deciderà  
effettivamente la Fed?

**Pagina 9**

**Tattica d'investimento:**

Posizionamento nei man-  
dati Baloise Investment  
Advice (BIA)

**Pagina 10**



Editoriale	2
Incombe la fine della globalizzazione?	2
Uno sguardo alla storia	2
Le vittime della globalizzazione	2
I motivi dell'indebolimento del commercio mondiale	3
Gli effetti della deglobalizzazione sui prezzi	3
Conseguenze per i mercati finanziari	3
Mercati azionari ed economia	4
Retrospettiva	4
Svizzera	4
Europa	5
Regno Unito	6
America	6
Giappone	7
Mercati emergenti	8
Paesi emergenti	8
Mercati dei capitali	9
La Fed conferma la propria agenda	9
BCE: una rondine non fa primavera	9
Potenziale limitato per l'aumento dei rendimenti	9
Tattica d'investimento	10
Colophon	11



Alain Hirschi  
Directeur Private  
Banking et Planification  
financière Suisse  
romande et Tessin

## Editoriale

### Incombe la fine della globalizzazione?

Terminata la Guerra fredda ha avuto inizio la cosiddetta globalizzazione, con un'ampia liberalizzazione dei flussi di merci e di capitali, cui si è affiancata anche una migrazione sempre più intensa. I confini nazionali sono stati abbattuti, le barriere commerciali sono state rimosse e la forza lavoro si è spostata in altri Paesi. Dal 1989 al 2007 la quota dei flussi di capitali internazionali è salita dal 5 % al 21 % del prodotto interno lordo globale. Il numero delle persone occupate all'estero è aumentato del 25 %. Dalla crisi finanziaria il mondo è cambiato. Se i flussi finanziari internazionali sono crollati e il commercio internazionale è stagnante, i flussi migratori sono invece aumentati vertiginosamente (grafico 1). Nei decenni fino al 2007 il commercio internazionale era cresciuto più del doppio rispetto all'economia mondiale. Più che il mondo sviluppato, questo andamento ha interessato maggiormente i cosiddetti mercati emergenti, sebbene anche la crescita delle loro esportazioni si sia dimezzata dopo la crisi finanziaria (grafico 2).

### Uno sguardo alla storia

Nella storia dell'economia si sono sempre succedute fasi di globalizzazione e di protezionismo. Se da un lato il crescente nazionalismo genera un isolamento, dall'altro la nazionalità e l'origine perdono importanza durante le fasi di globalizzazione. Quel che conta sempre, invece, è l'appartenenza a una determinata classe di reddito. Il progresso tecnologico e le invenzioni (nei trasporti, nelle telecomunicazioni ecc.) sono aspetti tipici delle fasi di globalizzazione e favoriscono l'intensificazione di scambi e rapporti a livello mondiale. Oggi le informazioni raggiungono ogni parte del globo nell'arco di pochi minuti o addirittura di secondi.

### Le vittime della globalizzazione

La libertà di commercio genera indubbiamente una crescita netta del benessere. Le persone che ne risultano più avvantaggiate sono quelle qualificate e flessibili, in grado di adeguarsi alla globalizzazione e al cambiamento tecnologico. Ma questo è solo un lato della medaglia: anche la globalizzazione miete le sue vittime. Sono principalmente i lavoratori poco qualificati, sempre meno richiesti. Nel mondo sviluppato, le vittime appartengono al ceto medio (reddito < 50 000 USD) il cui reddito reale resta al palo. Fatta eccezione per i più poveri tra i poveri, i mercati emergenti sono i vincitori della globalizzazione. Qui tutti gli strati della popolazione si arricchiscono notevolmen-

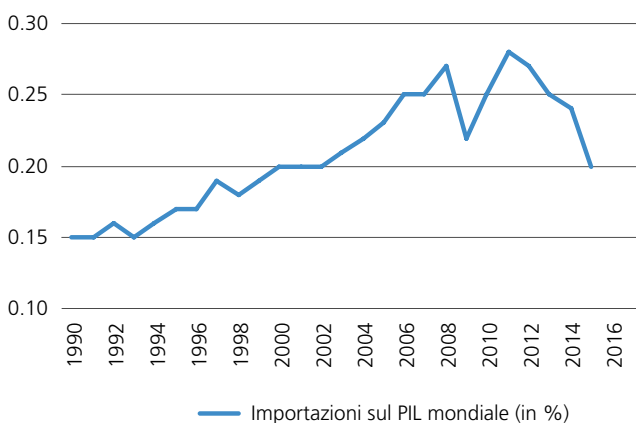
te, non sono quello alto ma anche il medio e il basso. Il ceto medio si consolida e può essere ritenuto il principale vincitore della globalizzazione. Il malcontento per la globalizzazione, dunque, dilaga soprattutto negli strati inferiori del ceto medio dei Paesi sviluppati, divenuto più povero nel raffronto nazionale e internazionale. È questa fascia della popolazione statunitense che ha reso possibile la vittoria di Donald Trump.

### I motivi dell'indebolimento del commercio mondiale

Il crollo dell'economia mondiale seguito alla crisi finanziaria ha generato un vero e proprio collasso dei prezzi delle materie prime. Il commercio internazionale ha così subito pesanti conseguenze in termini di valore e di volumi. Ma anche la stagnazione della domanda di beni di consumo durevoli è tra le cause della riduzione degli investimenti a livello globale. Allo stesso tempo, a livello globale ma soprattutto nei Paesi emergenti e in Cina la quota del settore industriale cede terreno a quello dei servizi. Il cambiamento strutturale avviato dal governo cinese per favorire la trasformazione da società industriale a società di servizi ha ulteriormente rallentato il commercio mondiale.

Le catene di creazione del valore di merci e servizi si riavvicinano sempre più ai consumatori. Pertanto l'utilità marginale generata dalla globalizzazione ha raggiunto i propri limiti. L'aspirazione del nuovo presidente USA di riportare in patria le imprese statunitensi operanti all'estero potrebbe rafforzare questa tendenza. I più colpiti sarebbero i Paesi fortemente orientati alle esportazioni, come la Cina.

**Grafico 1: diminuzione delle importazioni**



Fonti: Banca cantonale di Zurigo, Thomson Reuters

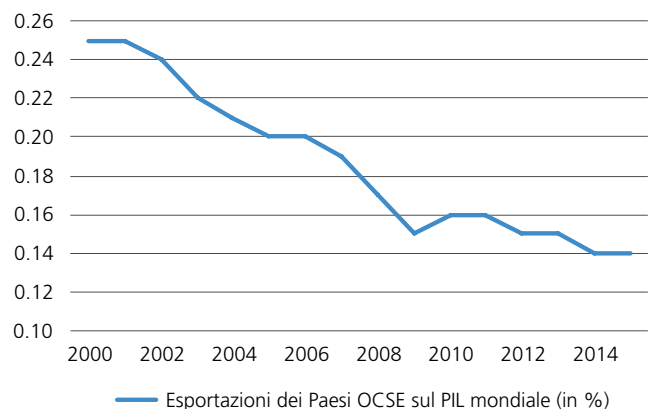
### Gli effetti della deglobalizzazione sui prezzi

In linea di principio le misure di deglobalizzazione, come l'aumento dei dazi e le restrizioni alle importazioni, determinano un peggioramento delle condizioni dell'offerta, cui si affianca la diminuzione del benessere e tendenzialmente l'innalzamento dei prezzi.

### Conseguenze per i mercati finanziari

La deglobalizzazione riduce la crescita economica e stimola l'aumento dei prezzi. Con questi presupposti, la politica monetaria diviene più restrittiva e conseguentemente aumentano i tassi d'interesse. A partire da un certo livello, il finanziamento delle imprese diventa più costoso. Di conseguenza si offuscano anche le previsioni degli utili e quelle dei mercati azionari. Questi effetti negativi possono essere attenuati, ad esempio, favorendo un'ampia deregolamentazione, riducendo le imposte e adottando misure infrastrutturali. Proprio questi tre punti sono stati il cavallo di battaglia di Donald Trump durante la campagna elettorale. Questa evoluzione favorirà i Paesi con una forte economia interna – come gli USA – mentre svantaggerà i Paesi più dipendenti dalle esportazioni, soprattutto quelli asiatici.

**Grafico 2: rallentamento delle esportazioni OCSE**



Fonti: Banca cantonale di Zurigo, Thomson Reuters

## Mercati azionari ed economia

### Performance\* di alcuni indici azionari (in valuta locale)

#### Indici al 31 marzo 2017 (YTD)

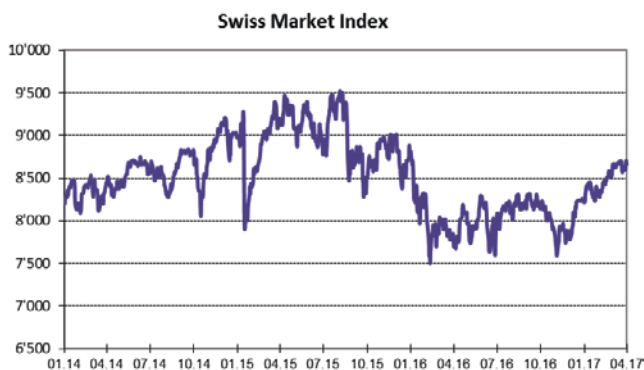
SPI	+7,50%		
SMI	+6,99%		
Euro Stoxx 50	+6,96%	Euro	-0,28%
Dow Jones	+5,19%	USD	-1,66%
Nikkei	-0,38%	JPY	+2,74%
Bovespa	+7,90%		
FTSE	+4,00%	GBP	-0,70%

\*(inclusi dividendi)

### Retrospectiva Svizzera

Come la maggior parte delle principali piazze finanziarie del mondo, anche il mercato azionario svizzero ha segnato un'ottima performance nel primo trimestre (SPI +7,5%). Tuttavia, il contraccolpo di una correzione temporanea può avvenire in qualsiasi momento. Negli USA la luna di miele è finita, come mostra la fallita abrogazione della legge sulla sanità «Obamacare».

A livello regionale, la Svizzera conserva la sua capacità di attrarre investimenti. Questo livello di ottimismo superiore alla media è alimentato dall'aspettativa di un esito delle elezioni francesi positivo per i mercati finanziari. La borsa svizzera potrebbe reagire positivamente sulla scia dei mercati finanziari europei. Ma anche l'improbabile vittoria di Marine Le Pen avrebbe un risvolto positivo per il mercato azionario svizzero, grazie alla sua composizione decisamente difensiva.



La stagione dei rapporti d'esercizio 2016 si avvia al termine. La valutazione del mercato azionario svizzero è ulteriormente migliorata a marzo 2017 grazie alla performance mensile del Swiss Performance Index (+2,9%). Secondo il modello del rapporto prezzo/utigli, basato sugli utigli previsti, attualmente il mercato azionario svizzero opera piuttosto come una deviazione standard sulla media storica di lungo termine, cosa che non capita frequentemente.

Il rendimento delle obbligazioni decennali della Confederazione resta negativo, nonostante l'andamento mensile in leggera crescita, pertanto il modello del premio di rischio indica un ulteriore potenziale per il mercato azionario svizzero. Tuttavia, a marzo il premio di rischio è nuovamente diminuito avvicinandosi alla media di lungo termine.

A causa della debolezza delle quotazioni dei titoli bancari e assicurativi, le small e mid cap (SPI escl. SLI +10,2%) sono di nuovo andate meglio delle large cap. Questo andamento eccezionale delle quotazioni fa ritenere che i mercati azionari godano ancora di grande fiducia. Per di più, l'ultima perdita dell'SPI (più dell'1%) risale al 1° dicembre 2016. Tuttavia, il contraccolpo di una correzione temporanea può avvenire in qualsiasi momento. I mercati azionari anticipano già molti risvolti positivi, dunque non sono attese sorprese negative né congiunturali né politiche. Recentemente le fantasie di reflazione, riduzione del carico fiscale e deregolamentazione alimentate dalla vittoria di Trump hanno dato forte slancio ai mercati azionari. Ma nella realtà politica quotidiana non vi sono soluzioni rapidi e semplici, come mostra la fallita abrogazione della legge «Obamacare». Anche la volatilità dei mercati azionari è da molto tempo ai minimi storici. Evidentemente gli investitori hanno scelto di ignorare molti rischi. Comunque sia, la probabilità di una correzione diviene sempre più forte ogni nuovo giorno di negoziazione. Anche l'analisi delle valutazioni mostra il crescente rincaro del mercato azionario svizzero, poiché le aspettative di guadagno non possono tenere il passo con lo sviluppo delle quotazioni. Nel primo trimestre i capofila sono stati soprattutto i settori ciclici. Ad esempio, i rappresentanti dei settori sovraperponderati nei nostri portafogli – consumo ciclico (es. Dufry, Richemont, Swatch) ma anche industria e materie prime (tra cui Sika, LafargeHolcim, ABB e Schindler) – si sono distinti per una performance di quotazione superiore alla media.

Inoltre, per i mercati finanziari il «cigno nero» potrebbe palesarsi con la vittoria di Marine Le Pen alle elezioni presidenziali francesi. Sebbene tale risultato appaia improbabile, stando agli ultimi dibattiti televisivi, non può neppure essere del tutto escluso, in particolare se vi fosse una forte astensione al ballottaggio. Alla luce di queste considerazioni non è sbagliato restare a guardare, soprattutto perché il mercato azionario è cresciuto già molto. Il rischio di lasciarsi sfuggire consistenti guadagni sulle quotazioni sembra piuttosto esiguo. Il perdurare dei bassi tassi d'interesse avvantaggia il mercato azionario.

#### Dati di mercato

	2016E	2017E	2018E
Rapporto prezzo/utili	22,7x	20,2x	17,8x
Crescita utili	9,1%	12,5%	13,4%
Rendimento da dividendi	3,0%	3,1%	3,1%

Fonte: Banca cantonale di Zurigo

#### Europa

Tra i principali eventi del mese scorso citiamo la riunione di politica monetaria della Banca centrale europea (BCE). Come previsto, il presidente Mario Draghi ha sdrammatizzato sugli elevati tassi inflazionistici attuali giudicandoli un fenomeno transitorio. Tuttavia si è mostrato più fiducioso sul fronte dello sviluppo congiunturale. Infine, affermando che non vi è urgenza per ulteriori misure politico-monetarie di carattere espansionistico, Draghi ha movimentato i mercati finanziari che hanno interpretato la sua osservazione come il segnale della fine anticipata del quantitative easing. Conseguentemente i rendimenti delle obbligazioni di Stato sono saliti e l'euro si è rivalutato. Tuttavia il vento in poppa di cui gode la congiuntura dell'eurozona è sempre più ciclico e sempre meno strutturale. Questo è anche la conseguenza di uno sviluppo economico globale buono, che produce effetti di auto-rafforzamento in tutte le regioni, nonché dell'altrettanto positiva congiuntura interna all'unione monetaria. Inoltre la maggiore crescita eco-



nomica permette ai governi di aumentare la spesa pubblica, senza temere di accrescere l'indebitamento. Purtroppo gli sforzi per consolidare durevolmente i bilanci pubblici o rendere le strutture economiche più favorevoli agli investimenti sono ancora molto limitati.

Tuttavia il buon andamento dell'economia contribuisce a mantenere bassa la probabilità di un'escalation dei rischi politici. Le elezioni parlamentari nei Paesi Bassi non hanno praticamente influito sui mercati finanziari. Le imminenti elezioni presidenziali in Francia pongono pericoli maggiori, ma anche nel caso in cui Marine Le Pen fosse eletta presidente, riteniamo che la probabilità di una crisi monetaria sia per il momento esigua. La situazione potrebbe cambiare se il Front National si aggiudicasse anche il nuovo primo ministro alle elezioni parlamentari di giugno. In tal caso la Le Pen non avrebbe difficoltà a indire un referendum sull'UE. Ma attualmente sono pochi gli elementi che fanno pensare a un simile scenario.

#### Simbolo finanziario della zona euro

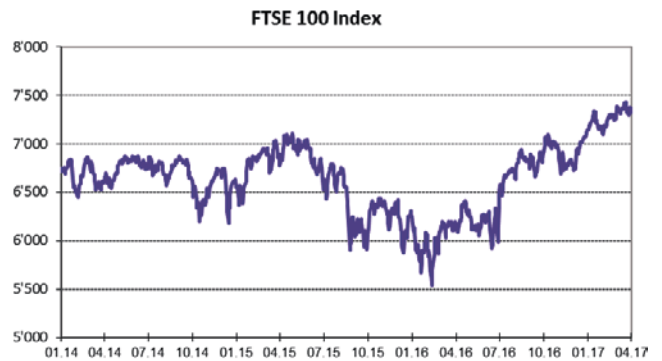
	2005-14	2015	2016	2017*	2018*
Crescita PIL	1,0	2,0	1,7	1,5	1,3
Bilancio pubblico**	-3,2	-2,1	-1,8	-1,5	-1,5
Bilancia partite correnti**	1,3	3,9	4,1	3,8	3,5
Inflazione***	1,7	0,0	0,2	1,1	1,5
Tasso di disoccupazione***	9,8	10,9	10,0	9,3	8,9

\*previsione \*\* in % del PIL \*\*\*media annuale Fonte: Banca cantonale di Zurigo

#### Regno Unito

Da febbraio i precursori di tendenza sono scesi sotto la media di lungo periodo, ciononostante suggeriscono tuttora una crescita trimestrale dello 0,4% circa, per lo meno per i primi tre mesi. La Bank of England (BoE) resta del parere che l'inflazione crescente condizionata alla svalutazione (tasso annuale attuale del 2,3%), riducendo il potere d'acquisto reale dei consumatori, finirà per frenare la crescita economica dovuta in maggioranza alla spesa per consumi. Quest'ultima è aumentata ulteriormente a seguito del maggior numero di ipoteche concesse sugli immobili, il cui valore prevalentemente è in aumento. Conseguentemente anche la domanda di credito (ipotecario) ha trovato nuovo vigore dopo la riduzione dei tassi dell'estate scorsa. L'aumento della spesa per consumi ha come rovescio della medaglia la forte riduzione della quota di risparmio, che recentemente ha raggiunto il valore più basso dalla

crisi finanziaria. Inoltre la sterlina, sotto pressione a seguito dei lunghi e complicati negoziati per la Brexit, resterà volatile.



#### America

Nel primo trimestre 2017 l'indice del mercato azionario statunitense S&P 500 è salito del 6,1%, trainato principalmente dalle azioni di Apple (+2,6%), Boeing (+14,6%) e Visa (+14,1%). La performance peggiore spetta alle società del settore energetico Exxon Mobil (-8,3%) e Chevron (-7,9%) e a Verizon (-7,7%, telecomunicazioni). Il Dow Jones Industrial ha infranto la tanto elogiata soglia dei 20 000 punti, proseguendo la sua scalata. Ora la borsa statunitense quota le azioni di Snap, la società che gestisce la popolare app Snapchat. Gli investitori hanno acquistato i titoli prima dell'ingresso in borsa a un prezzo di emissione di 17 USD. Al debutto la quotazione è schizzata in alto conseguendo un +44% alla chiusura borsistica, nonostante la perdita contabilizzata da Snap lo scorso anno. Il motivo di questa forte domanda risiede nell'uso intenso dell'app, soprattutto tra i giovani utenti.





L'umore generale delle imprese e dei consumatori americani è tornato ai buoni livelli di tanti anni fa: il clima dei consumi ha toccato un livello record per gli ultimi 17 anni. L'indice ISM è a quasi 58 punti, suggerendo una crescita del 4,5% del PIL. È importante che il buon umore sia duraturo (e non svanisca al tramontare delle speranze della «Trumpnomics») e si materializzi anche sul piano dell'economia reale, cosa che finora stenta a delinearsi. Pertanto non è possibile escludere un risultato fortemente deludente del PIL per il primo trimestre. Perché la già matura ripresa congiunturale USA persista – la terza più lunga dalla seconda guerra mondiale – è fondamentale che anche gli investimenti delle imprese escano dalla stagnazione in cui versano dalla crisi finanziaria e tornino a crescere, al fine di aumentare le capacità già molto sfruttate. Questo prolungherebbe la ripresa congiunturale a fronte di una pressione limitata su prezzi e salari (tasso annuale: 2,8%). Le probabilità che ciò si verifichi sono buone. Stando alle esperienze passate, gli investitori potenziali si orientano alle prospettive di guadagno. Queste sono migliorate dopo le elezioni presidenziali USA a seguito delle maggiori aspettative di crescita (nominali) e dell'annunciata riduzione delle imposte per le imprese.

#### Simbolo finanziario della Stati Uniti d'America

	2005–14	2015	2016	2017*	2018*
Crescita PIL	1,6	2,6	1,6	3,0	2,7
Bilancio pubblico**	-6,0	-2,3	-1,9	-2,6	-2,8
Bilancia partite correnti**	-3,6	-2,7	-2,7	-2,5	-2,5
Inflazione***	2,1	0,1	1,3	2,5	2,8
Tasso di disoccupazione***	6,8	5,2	4,9	4,7	4,6

\*previsione \*\* in % del PIL \*\*\*media annuale Fonte: Banca cantonale di Zurigo

#### Giappone

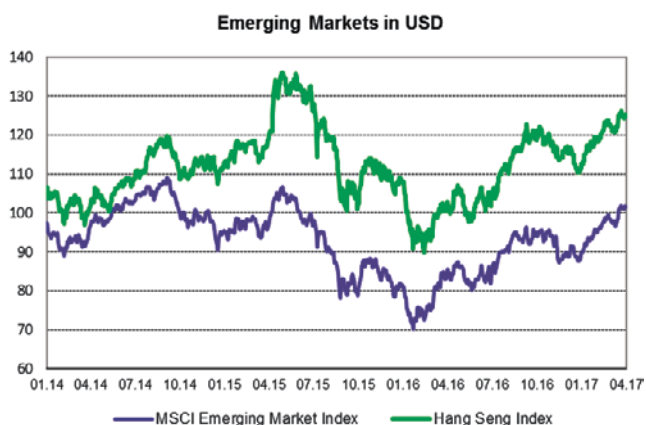
Nel primo trimestre del 2017, l'indice del mercato azionario giapponese MSCI è sceso in valuta locale di -0,2%. Le performance migliori sono state segnate dalle azioni Sharp (+74,1%, beni di consumo ciclici), Minebea Mitsumi (+36,1%, industria) e Mixi (+27,8%, tecnologia). Tra le azioni più deboli vi sono quelle dei produttori di beni di consumo ciclici Asics (-23,4%) e Iida (-21,7%) così come Kakaku.com (-21,0%, tecnologia).

Nel quarto trimestre, il prodotto interno lordo (PIL) è aumentato rispetto al trimestre precedente dell'1,0% su base annua, merito della crescita registrata nelle esportazioni nette. Anche

nel 2017 il commercio estero dovrebbe fornire un importante contributo alla crescita del PIL, grazie anche a uno yen più debole. La domanda interna non ha invece goduto di alcuna crescita rispetto al trimestre precedente. La stagnazione dei salari reali ha pesato sui consumi privati. Presumibilmente i salari non aiuteranno i consumi neppure nel 2017. Difatti, secondo un recente sondaggio Reuters, quasi due terzi delle aziende non intendono accordare aumenti salariali in occasione delle imminenti trattative primaverili (Shunto). Gli investimenti delle imprese sono aumentati nell'ultimo trimestre. Questa leggera crescita dovrebbe durare anche nell'anno in corso, grazie alla vivacità della congiuntura industriale globale e agli utili delle imprese. Nettoexporte.

### Mercati emergenti Cina

Nel 2016 l'economia cinese ha conseguito una crescita del 6,7% ponendosi a metà strada dell'obiettivo del governo. La congiuntura è sostenuta con vigore dalla domanda interna, come confermato dai dati congiunturali più recenti. L'economia cinese ha avuto un'ottima partenza nell'anno del «Gallo di fuoco». La crescita è stata supportata soprattutto dagli investimenti che a gennaio/febbraio hanno registrato un incremento dell'8,9% rispetto all'anno precedente (dicembre: 6,5%). In particolare gli investimenti nelle infrastrutture e nelle costruzioni presentano tassi di crescita costantemente elevati. Sono richiesti soprattutto gli immobili (residenziali). Nel 2016 le vendite di immobili hanno subito un'impennata di oltre il 20%, finanziate in gran parte con i crediti delle banche commerciali. Questa solida crescita economica dovrebbe proseguire, nonostante un lieve rallentamento nel corso dell'anno. L'indebolimento della domanda interna sarà a malapena compensato dall'aumento della domanda estera, le esportazioni cinesi sono infatti state piuttosto deludenti finora.



### Simbolo finanziario della Cina

	2005-14	2015	2016	2017*	2018*
Crescita PIL	10,0	6,9	6,7	6,5	6,3
Bilancio pubblico**	-1,5	-2,4	-3,0	-3,5	-3,0
Bilancia partite correnti**	4,9	3,0	2,0	1,7	1,9
Inflazione***	3,0	1,4	2,0	2,3	2,2
Tasso di disoccupazione***	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1

\*previsione \*\* in % del PIL \*\*\*media annuale    Fonte: Banca cantonale di Zurigo

### Paesi emergenti

#### Argentina, Brasile e Russia escono dalla recessione

Il positivo sviluppo della congiuntura e dei mercati finanziari dei Paesi emergenti è dovuto principalmente al contesto globale, come mostrano la ripresa congiunturale negli stati industrializzati e l'aumento dei prezzi delle materie prime. Altri recenti fattori di sostegno sono stati la debolezza del dollaro USA, il trend laterale dei rendimenti dei bond statunitensi e il timore di un'imminente politica commerciale aggressiva da parte degli Stati Uniti, non ancora avveratosi. Secondo il sondaggio Sentix, gli investitori valutano positivamente la congiuntura in ciascuna di queste tre regioni. La crescita economica in Asia gode di ottime stime già da molto tempo ed effettivamente si mantiene stabile a un buon livello. Lo sviluppo congiunturale dell'America latina e dell'Europa dell'est, rimasto a lungo debole, va gradualmente migliorando. Questo miglioramento, così come la ripresa della crescita del PIL aggregato, sono dovuti anche alla fine della pesante recessione di alcune grandi economie nazionali. La Russia è già uscita dalla fase recessiva. Anche l'Argentina ha conseguito nuovamente una crescita nel quarto trimestre 2016 rispetto al trimestre precedente, sebbene il tasso annuale resti negativo. Pure il Brasile ha ritrovato cifre di crescita positive nel trimestre in corso.

### Simbolo finanziario della paesi emergenti

	2005-14	2015	2016	2017*	2018*
PIL Paesi emergenti	5,9	4,3	4,1	4,6	4,7
PIL Asia	7,9	6,1	5,9	5,9	5,8
PIL America Latina	3,1	-0,4	-0,8	1,3	1,9
PIL Europa dell'est	3,3	0,3	1,2	1,9	2,2
Inflazione Paesi emergenti	5,8	3,6	3,3	3,2	3,2

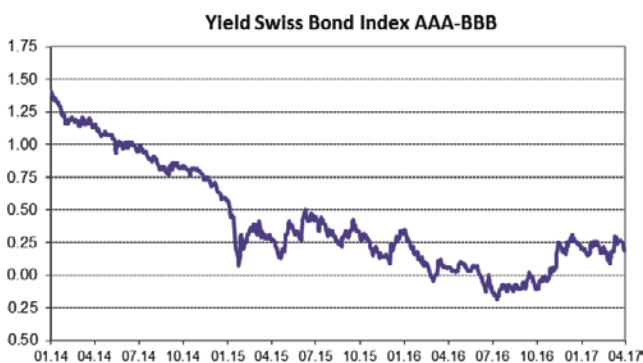
\* Previsione    Fonte: Banca cantonale di Zurigo



# Mercati dei capitali

## La Fed conferma la propria agenda

Come annunciato verbalmente dalla Banca centrale degli Stati Uniti d'America e atteso dai mercati finanziari, nel mese di marzo 2017 la Fed ha nuovamente alzato il tasso di riferimento. Stando alle proiezioni dei membri FOMC, quest'anno assisteremo ad altri due adeguamenti del tasso, nel rispetto dunque dell'agenda comunicata finora. Secondo le speculazioni che hanno preceduto la riunione, la Fed sarebbe stata intenzionata a intensificare il ritmo dell'adeguamento del tasso con tre ulteriori fasi. Il dollaro USA e i rendimenti delle obbligazioni di Stato decennali sono finiti sotto pressione dopo l'adeguamento del tasso.



## BCE: una rondine non fa primavera

A inizio marzo anche la BCE si è attenuta al proprio copione, evitando di sorprendere i mercati. Il presidente Draghi ha annunciato l'ampliamento del programma di acquisto di titoli per fronteggiare eventuali scenari negativi, aggiungendo che la probabilità di simili shock esterni si è notevolmente ridotta. Inoltre sullo sviluppo economico si è espresso in modo più fiducioso rispetto al passato. La reazione dei mercati finanziari all'ottimismo della BCE è stata notevole. Immediatamente sono cresciute le aspettative di un aumento dei tassi entro la fine del 2017, fuggendo le fantasie sulla riduzione dei tassi ipotizzata fino a poco tempo prima. Ma questa reazione potrebbe rivelarsi troppo precoce ed esagerata. Stando alle stime attuali è plausibile che le attese del mercato vengano corrette.

## Potenziale limitato per l'aumento dei rendimenti

Alle aspettative concernenti le proiezioni della Fed si è aggiunto un pizzico di scetticismo in merito alla politica reflazionistica del governo Trump. A seguito della decisione della Fed d'intervenire sui tassi, i rendimenti dei Treasury USA a 10 anni hanno ceduto ben 25 punti base, tornando allo stesso livello di



un mese fa. Anche in Europa la reazione è stata simile. Ma a differenza dei rendimenti USA, quelli europei sono aumentati su base mensile. I rischi politici nell'UE si sono attenuati a seguito del voto olandese, chiaramente a favore della continuità, e le prospettive di un miglioramento della congiuntura hanno riconquistato la scena. Fino alle elezioni presidenziali francesi, i rendimenti resteranno volatili nell'eurozona e in Svizzera. Potrebbe aumentare lo spread tra la Francia e la periferia rispetto al cuore della zona euro e alla Svizzera. Potrebbe reggere anche la richiesta di altri porti sicuri, come i Treasury USA, perciò l'aumento dei rendimenti statunitensi, atteso a seguito del maggiore potenziale inflazionistico, sarà per il momento limitato. Lo sviluppo opposto si avrebbe con una distensione a livello politico. Tuttavia riteniamo che il potenziale di crescita dei rendimenti europei sia limitato. Da un lato, la politica monetaria nel vecchio continente resta fortemente espansiva, dall'altro lato potrebbe sgonfiarsi il premio d'inflazione, aumentato nel corso del primo trimestre 2017 a seguito dell'effetto base nei prezzi dell'energia.

## Tattica d'investimento

### Mercati azionari: buon inizio nel nuovo anno

Conseguentemente al sorprendente esito elettorale negli USA, i mercati azionari hanno sviluppato un rally di fine anno, terminando il 2016 con una buona performance. Questo slancio è rimasto prevalentemente positivo anche nel primo trimestre 2017. Dopo l'inizio già positivo del 2017, il trend ascendente delle borse ha subito un'accelerata grazie alle buone cifre congiunturali di USA e Europa. L'aumento del tasso di riferimento deciso a marzo dalla banca centrale degli Stati Uniti d'America non ha sconvolto i mercati; tale adeguamento era difatti già completamente riflesso nei prezzi, come era accaduto a dicembre. Conseguentemente i mercati azionari hanno avuto uno sviluppo positivo anche a marzo.

Su base trimestrale, EuroStoxx 50, S&P 500 e SMI hanno conseguito aumenti del 7,0%, 6,1% e 7,0% in moneta locale. I mercati azionari dei Paesi emergenti hanno segnato la performance migliore con una crescita dell'11,4%.

A gennaio è stata ulteriormente ampliata la quota azionaria, lasciando l'intero trimestre sovraperformato. L'aumento della quota azionaria ha contribuito notevolmente alla performance positiva dei portafogli Baloise Investment Advice.

Attualmente la performance positiva dei mercati azionari è dovuta alle migliorate condizioni dell'economia mondiale. I macrodati dell'eurozona recentemente pubblicati sono particolarmente ottimistici. Negli USA invece crescono i segnali di un leggero rallentamento della crescita. Le aspettative di guadagno degli investitori sono nettamente aumentate dalle elezioni USA. Per il 2017 è attesa una crescita globale degli utili superiore al 12% (indice MSCI ACW). È dal 2003 che gli analisti dei mercati azionari prevedono ad inizio anno uno sviluppo positivo degli utili di questa entità, salvo poi dover correggere le stime al ribasso. Gran parte delle novità positive sembra già essere riflessa nei prezzi dei mercati azionari. Gli indicatori di fiducia degli investitori restano a livelli record pluriennali. Allo stesso tempo la volatilità implicita ha raggiunto un livello estremamente basso. In passato questa combinazione ha spesso preannunciato una correzione dei corsi. Inoltre attualmente gli investitori sembrano non dare peso a molti fattori di pericolo, come le imminenti elezioni in Europa e le conseguenze di medio termine dell'agenda elettorale di Trump. La valutazione (parzialmente) elevata dei mercati azionari e l'umore eccessivamente positivo degli investitori invitano alla prudenza. Tuttavia, a causa del clima positivo, a breve potrebbero esservi ulteriori rialzi nelle quotazioni.

All'inizio del secondo trimestre la quota azionaria verrà leggermente ridotta, realizzando degli utili.

### Mercati dei tassi: tendenza laterale dopo il consistente aumento dei tassi a fine 2016

Dopo l'aumento relativamente intenso dei rendimenti delle obbligazioni svizzere fino alla fine del 2016, spinto dal sorprendente esito elettorale USA, nel primo trimestre 2017 il rendimento delle obbligazioni di Stato decennali ha avuto un andamento laterale. Sebbene a marzo i rendimenti abbiano superato lo zero per la prima volta dal terzo trimestre 2015, toccando lo 0,05%, hanno comunque chiuso il trimestre a -0,09%. La Banca nazionale svizzera ha lasciato invariati anche nel primo trimestre il tasso di riferimento e il margine di fluttuazione per il LIBOR a tre mesi a -1,25% fino allo 0,25%. Anche i tassi negativi sui conti giro restano a -0,75%. Gli attori dei mercati finanziari non si attendono prossimamente alcun aumento del tasso di riferimento in Svizzera.

I rendimenti dei Bund tedeschi a 10 anni hanno avuto una tendenza laterale nei primi tre mesi del 2017 chiudendo il trimestre a 0,33%. Nella sua seduta, la Banca centrale europea non ha adeguato i tassi a breve e ha reso noto di voler proseguire il proprio programma di acquisto titoli (60 miliardi di euro al mese) almeno fino alla fine dell'anno. Allo stesso tempo Mario Draghi ha sottolineato la necessità della politica monetaria ultraespansiva intrapresa dalla Banca centrale due anni fa con l'introduzione del programma di quantitative easing. Tuttavia ha aggiunto che l'ampliamento della politica monetaria espansiva non rappresenta più un'urgenza, tenuto conto delle migliorate prospettive congiunturali e dei tassi leggermente più alti dell'inflazione sottostante.

Come atteso dal mercato, nella sua seduta di marzo la Federal Reserve - la banca centrale degli Stati Uniti d'America - ha decretato un ulteriore aumento di 0,25 punti percentuali del tasso di riferimento su un margine di fluttuazione dallo 0,75% all'1,00%. Per quest'anno sono attesi altri due aumenti dei tassi. In chiusura del trimestre il rendimento dei Treasury decennali era del 2,39%, dopo un'evoluzione laterale.

La sottoperformazione in obbligazioni CHF e la sovraperformazione in obbligazioni dei Paesi emergenti ha contribuito positivamente alla performance dei portafogli BIA.

La stima del potenziale di rendimento delle obbligazioni è pressoché rimasta invariata rispetto al trimestre precedente. Dopo la rapida impennata dei tassi successiva alle elezioni negli USA, ora assistiamo a una fase di leggera controtendenza. Pertanto il cosiddetto «reflation trade» che dalle elezioni USA spinge gli investitori a speculare su tassi superiori di inflazione e di interessi, sembra momentaneamente giunto a un punto di arresto. Tuttavia attualmente si ritiene poco probabile una nuova e più forte riduzione dei tassi. Per di più, nonostante gli indicatori precoci ottimistici, nelle settimane e nei mesi a venire le cifre economiche dovrebbero risultare peggiori di quanto attualmente previsto dagli operatori dei mercati finanziari. Complessivamente

però l'attuale livello dei rendimenti non è per niente attraente, in particolare in Svizzera e in Europa. Solo con ulteriori aumenti del tasso di riferimento negli USA e con l'annuncio di una contrazione degli acquisti di obbligazioni da parte della BCE, attesa già verso la fine del 2017, si può contare su un livello di interessi stabilmente più alto. Confermiamo quindi la forte sottoponderazione nel comparto obbligazionario. La preferenza va alle obbligazioni dei Paesi emergenti, poiché sono molto attraenti e presentano rendimenti reali elevati, anche rispetto alle obbligazioni in CHF e in EUR. Il peso delle obbligazioni dei Paesi emergenti è stato aumentato a gennaio e all'inizio del secondo trimestre.

#### Immobili svizzeri con elevata distribuzione dei dividendi

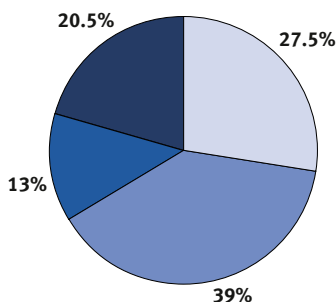
Dopo il leggero consolidamento del quarto trimestre 2016, gli investimenti immobiliari svizzeri hanno recuperato terreno. Nell'anno corrente le azioni e i fondi immobiliari hanno conseguito rendimenti rispettivamente superiori al 5% e al 4%. La classe d'investimento Immobili resterà volatile a seguito delle valutazioni elevate e in considerazione degli interessi tendenti al rialzo.

Manterremo il posizionamento neutrale nella classe Immobili svizzera. Grazie alla consistente distribuzione di dividendi, il rendimento di questi investimenti resta più vantaggioso rispetto a quello delle obbligazioni.

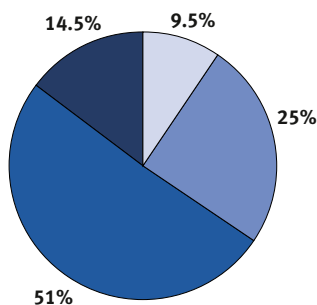
#### Contrazione del prezzo del petrolio

Fino al 7 marzo 2017 il prezzo del petrolio oscillava tra 53 e 57 USD al barile per poi scendere nell'arco di pochi giorni di oltre il 10% a 51 USD al barile. Questo calo è stato una reazione alla pubblicazione delle cifre statistiche sulle giacenze di greggio degli USA, che hanno toccato un livello record nonostante le riduzioni decise dall'OPEC. Inoltre l'autorità statunitense per l'energia ha pubblicato le nuove previsioni sull'estrazione mondiale di petrolio, rivelatesi superiori alle attese. Anche i dati pubblicati dall'OPEC concernenti le giacenze di greggio hanno confermato l'esistenza di un eccesso d'offerta. Nel primo trimestre il prezzo dell'oro è salito da 1148 USD a 1249 USD. Tale crescita è da ricondursi al mancato rialzo del livello degli interessi e alla debolezza del dollaro USA.

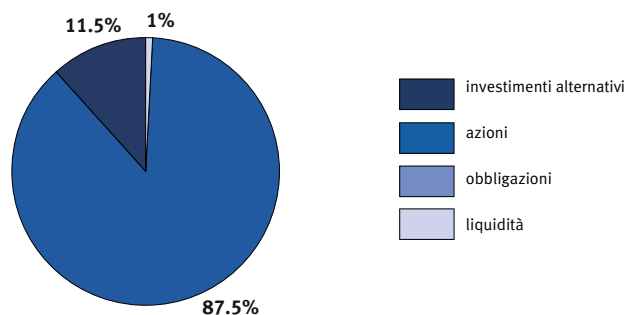
#### \*Orientata alla sicurezza



#### \*Bilanciata



#### \*Propensa al rischio



\*In più abbiamo le seguenti strategie:

- Prudente
- Orientata alla crescita

## Colophon

### Redazione

Baloise Bank SoBa AG: Danilo Liloia, Thomas Egli, Rainer Wyss  
Baloise Asset Management: Tonino Puntillo

### Fonti

Bloomberg, Wikipedia, Finanz & Wirtschaft, NZZ, Thomson Reuters  
ZKB: Investimenti internazionali, Azioni Svizzera, Barometro degli investimenti, Daily Market Opinion

### Pubblicazione

3 volte all'anno  
Chiusura redazionale: 20.04.2017

### Disclaimer

Il presente documento è stato redatto dalla Baloise Bank SoBa SA. Esso serve unicamente a scopo informativo e non costituisce nessuna offerta e nessun invito all'acquisto o alla vendita di strumenti d'investimento. La Baloise Bank SoBa SA non risponde per perdite derivanti dall'utilizzo di queste informazioni. Si consiglia di richiedere una consulenza ad un esperto qualificato. Le informazioni contenute in questo documento non sono il risultato di un'analisi finanziaria. A questo documento non si applicano le «Direttive a garanzia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria» dell'Associazione svizzera dei banchieri. Queste informazioni non sono destinate alla diffusione negli USA e per U.S. Person. Si prega gli investitori di altri Paesi di attenersi alle eventuali restrizioni di vendita per i singoli investimenti.

## Contatto

**Telefono / Internet**                      **Baloise Service Line, 0848 800 806, [www.baloise.ch](http://www.baloise.ch)**

**Private Banking**                      **Aeschengraben 25, 4001 Basel  
Murtenstrasse 143, 3027 Bern  
Centralstrasse 8, 2540 Grenchen  
Rue Pichard 13, 1002 Lausanne  
Froburgstrasse 4, 4601 Olten  
Amthausplatz 4, 4502 Solothurn  
Förrlibuckstrasse 10, 8037 Zürich**

**Investment Center**                      **Amthausplatz 4, 4502 Solothurn, 058 285 38 71**

**AM Institutionelle**                      **Amthausplatz 4, 4502 Solothurn, 058 285 38 26**

[www.baloise.ch](http://www.baloise.ch)