

2

0

Prospettive



Prospettive

1

9

« Dietro la cortina di notizie sulla Brexit, le tensioni commerciali e il rischio geopolitico, l'economia globale gode di buona salute. »

Michael Ploog



Caro Lettore,

Il 2019 è ormai alle porte e si prospetta come un altro anno di nuove sfide e potenziali opportunità. Nel suo Outlook 2019, Swissquote esamina un mondo caotico e prova a dargli una parvenza di ordine, per sostenere al meglio i clienti nelle loro decisioni di investimento.

Le pagine dei notiziari offrono sempre più spesso previsioni catastrofiche di rallentamento dell'economia globale. Stando alle curve dei rendimenti statunitensi, gli esperti di mercato prevedono una recessione alla fine del 2019 o comunque entro il 2020. Benché anche noi ipotizziamo un moderato rallentamento e non escludiamo una possibile recessione degli Stati Uniti, riteniamo che buona parte di questa enfasi sia il risultato dell'alimentazione continua dei mezzi di comunicazione con notizie finalizzate a generare clickbait. Certo, la volatilità media probabilmente aumenterà poiché le banche centrali si muovono verso una «normalizzazione» e i dati economici oscillano. Tutto ciò però è normale. Per far salire gli utili societari è ancora sufficiente un ritmo di crescita moderato e la scarsità di forza lavoro conferma che anche i salari aumenteranno. Dietro la cortina di notizie sulla Brexit, le tensioni commerciali e il rischio geopolitico, l'economia globale gode di buona salute.

In Swissquote ci impegniamo per rendere sempre più accessibile il banking globale. Essere pionieri nell'innovazione significa assumere rischi, siano essi nell'ePrivate Banking, nel trading tematico o nel trading delle criptovalute. In Swissquote continueremo a offrire ai nostri stimati clienti tecnologie innovative, un'ampia offerta di prodotti e funzionalità all'avanguardia per dare loro il miglior vantaggio possibile sul mercato. Vi auguro un nuovo anno ricco di salute, felicità e prosperità!



Michael Ploog
CFO Swissquote

Sommario



5	Pareri dello scorso anno: cosa c'era di giusto e sbagliato.
6	Panoramica d'insieme
18	Cosa seguire nel 2019
42	Classi di attivi
50	Previsioni macroeconomiche
53	Previsioni di valuta globali
54	Calendario economico

Autori/Contributi:

Peter Rosenstreich, Head Market Strategy
Arnaud Masset, Senior Market Strategist
Vincent Mivelaz, Market Analyst
Design: Yona Lee, Lausanne

Pareri dello scorso anno: cosa c'era di giusto e sbagliato.

Giusto.

«Nel 2018 è probabile che si assista a una moderata accelerazione degli stipendi, poiché il mercato del lavoro continuerà a contrarsi. L'inflazione globale dovrebbe aumentare, ma a un tasso che verosimilmente non spaventerà le banche centrali».

«Tra le tre maggiori banche centrali, nel 2018 soltanto la Fed dovrebbe puntare verso la normalizzazione, con tassi d'interesse più alti e un ridimensionamento del bilancio. La Banca del Giappone (BoJ) e la Banca centrale europea (BCE) introdurranno probabilmente alcuni aggiustamenti, riguardanti ad esempio i rispettivi programmi di quantitative easing. Questi interventi avranno tuttavia un impatto modesto sui mercati, in quanto i rispettivi bilanci si amplieranno ulteriormente. Non si prevedono inoltre innalzamenti per il 2018».

«A nostro parere siamo ancora nelle battute iniziali di una fase espansionistica per la crescita economica. La solida dinamica di crescita e le favorevoli condizioni finanziarie continueranno a sostenere gli utili aziendali, nonostante fattori negativi quali un'attività aziendale in rallentamento (per quanto ancora superiore alla media storica in alcune aree)».

Sbagliato.

«La Banca Popolare Cinese (PBoC) dovrebbe aumentare i tassi d'interesse soltanto di 25 pb nel quarto trimestre del 2018».

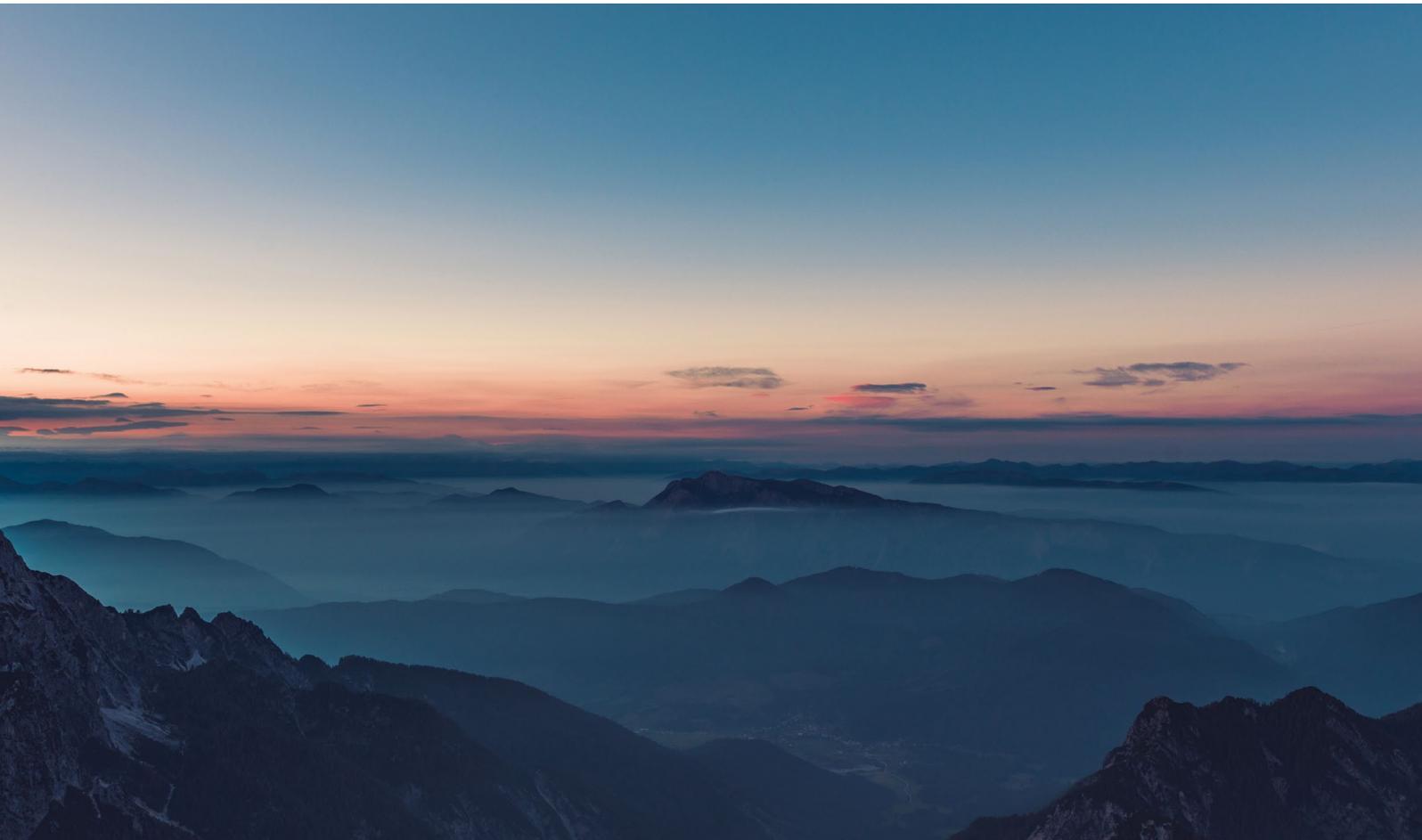
«Le aspettative in merito alla solidità del dollaro USA sono ridotte, in quanto la valuta è costosa da una prospettiva di rendimento reale e gli operatori prediligono le operazioni di carry trade a volatilità contenuta. I mercati utilizzeranno USD per finanziare i carry trade a beta elevato delle economie emergenti, esercitando una pressione costante sul dollaro americano. Oltre ai rendimenti, gli investitori sono guidati dalle dinamiche di crescita reale che rendono sostenibile il rialzo dei mercati emergenti».

«Il protezionismo continuerà a dominare le prime pagine dei giornali, ma gli interventi effettivi risulteranno limitati, anche al di fuori dell'amministrazione Trump. Gli scambi commerciali tra i mercati emergenti offriranno un certo livello di protezione contro il rallentamento della crescita, un dollaro americano più solido e le incertezze a livello di politica negli Stati Uniti, in Europa e Giappone».

Panoramica d'insieme

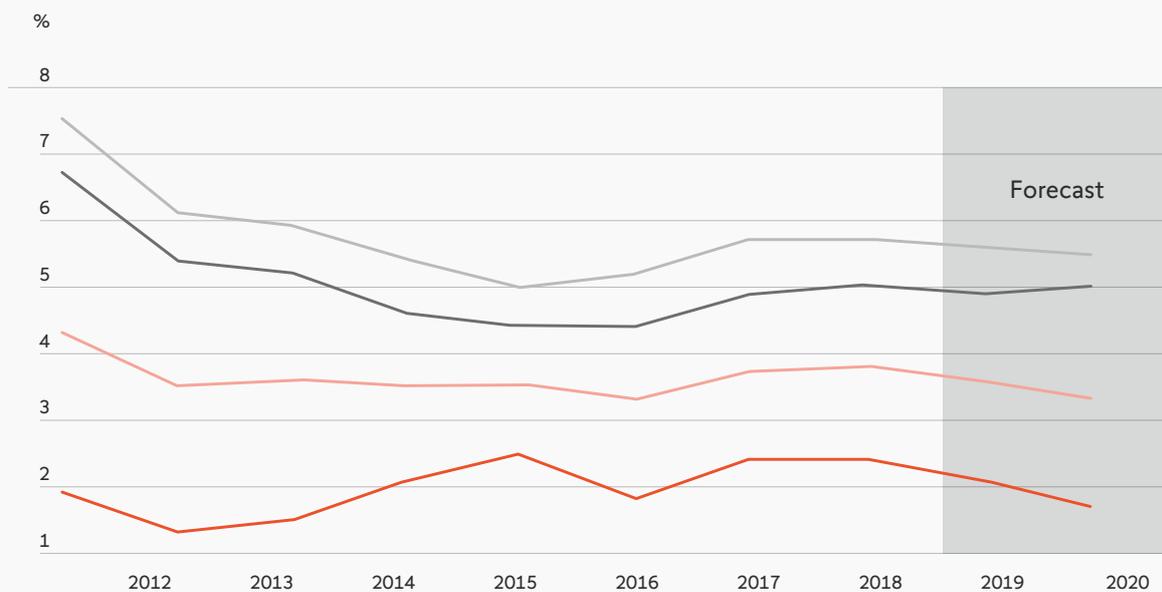
La crescita globale dovrebbe rallentare ma è ancora solida

«L'inverno sta arrivando»... Il riferimento potrà sembrare scontato, ma con l'ultima stagione de «Il Trono di spade» ormai alle porte, è in realtà molto calzante. Emergono infatti evidenti crepe nel contesto che ci ha accompagnato in questi ultimi 18 mesi, segnato da una crescita globale sincronizzata e una moderata inflazione. Le prospettive mondiali invitano alla prudenza, poiché i rischi di ribasso continuano a intensificarsi. In assenza di shock, tuttavia, nel 2019 la crescita risulterà soltanto lievemente inferiore a quella del 2018.



Le prospettive mondiali invitano alla prudenza, poiché i rischi di ribasso continuano a intensificarsi. In assenza di shock, tuttavia, nel 2019 la crescita risulterà soltanto lievemente inferiore a quella del 2018.

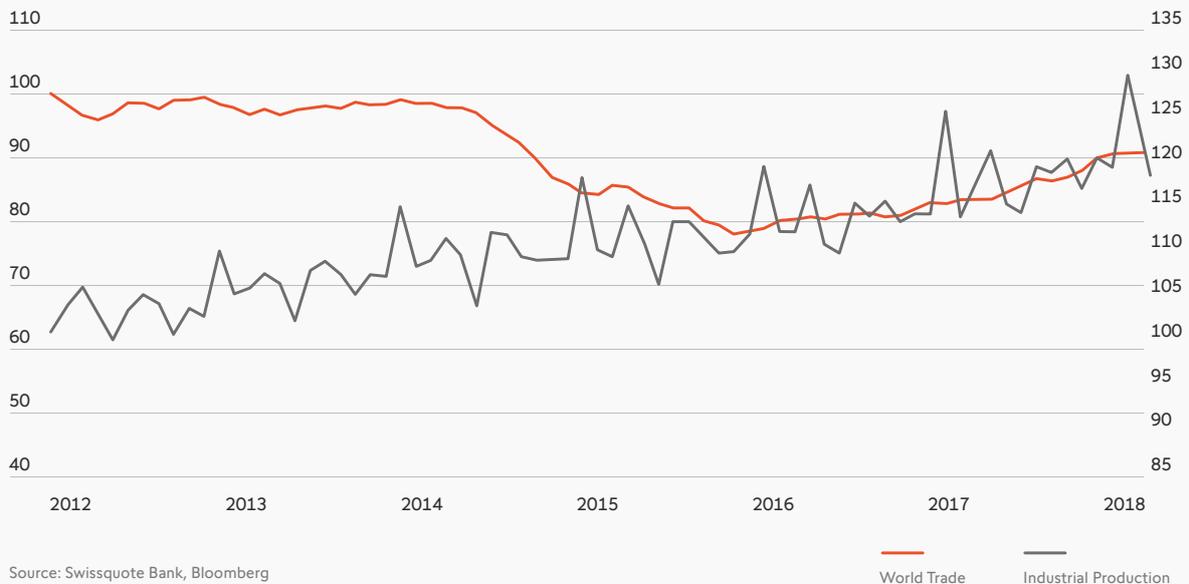
Previsioni di crescita moderate



Source: Swissquote Bank, Bloomberg

— Developed Markets Real GDP
— Emerging Markets Real GDP
— World Real GDP
— BRIC Real GDP

Il brusco calo dell'attività è indice di debolezza commerciale



La crescita del commercio globale resta il principale fattore di espansione e, malgrado gli attacchi su più fronti, ha subito soltanto una leggera battuta d'arresto. L'indice Baltic Dry prosegue la ripresa mentre gli ordini all'esportazione, seppur in rallentamento, continuano a dimostrarsi robusti. Inoltre, la ridotta disoccupazione e una produzione elevata nel settore manifatturiero, soprattutto in Europa e negli Stati Uniti, stanno spingendo l'economia globale verso limiti di capacità. Negli Stati Uniti i dati sull'attività restano solidi, ma è evidente che il sostegno offerto dagli stimoli fiscali stia venendo meno.

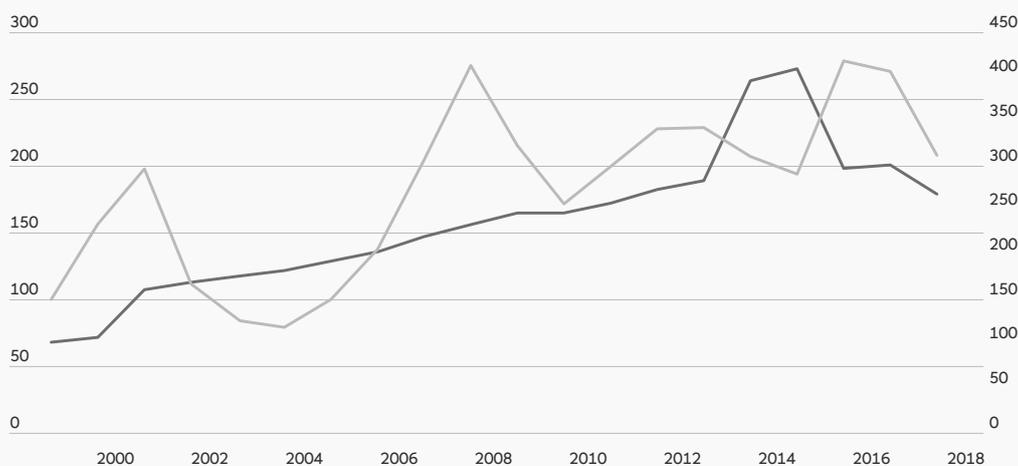
I fondamentali europei e soprattutto quelli cinesi hanno subito una netta decelerazione. La politica monetaria molto accomodante del recente passato, che ha favorito regimi deboli, ha lasciato il posto a un notevole inasprimento delle condizioni finanziarie. La guerra commerciale globale, inizialmente considerata uno stratagemma politico del presidente Trump, si sta ulteriormente aggravando e inquieta sia i consumatori sia gli investitori. Sono proprio i crescenti contrasti tra Cina e Stati Uniti a rappresentare il principale rischio di ribasso per le prospettive economiche mondiali.

Nel 2018 la debolezza di un Paese è stata compensata dalla solidità di altre economie, ma quest'anno il numero di Paesi con una crescita superiore alla media è destinato a ridursi. Non è tuttavia raro assistere, durante periodi di espansione, ad alti e bassi della crescita economica e, nel complesso, i mercati sviluppati si trovano in una fase medio-avanzata del ciclo. Nonostante le nubi scure che si addensano all'orizzonte, sospinte dalle speculazioni e dall'isteria dei media, il PIL globale per il 2019 dovrebbe attestarsi al 3.6% (dal 3.8%), un livello di tutto rispetto. La crescita dovrebbe passare dal 2.3% del 2018 al 2.1% nei mercati sviluppati, registrando altresì un calo dal 5.1% al 4.8% in quelli emergenti. Per quanto riguarda l'economia statunitense, che si distingue per solidi fondamentali ed è sostenuta da stimoli fiscali, si prevede un rallentamento dal 2.9% del 2018

al 2.5%. L'economia europea ha continuato a perdere vigore, come evidenziato dal calo della crescita dal 2.5% all'1.7%. Le sorti del Regno Unito dipendono in larga misura dall'esito dei negoziati con l'Unione europea ma, salvo nel caso di una «hard Brexit», l'economia dovrebbe reggere con una crescita nel 2019 pari all'1.0%.

La politica monetaria molto accomodante del recente passato, che ha favorito regimi deboli, ha lasciato il posto a un notevole inasprimento delle condizioni finanziarie.

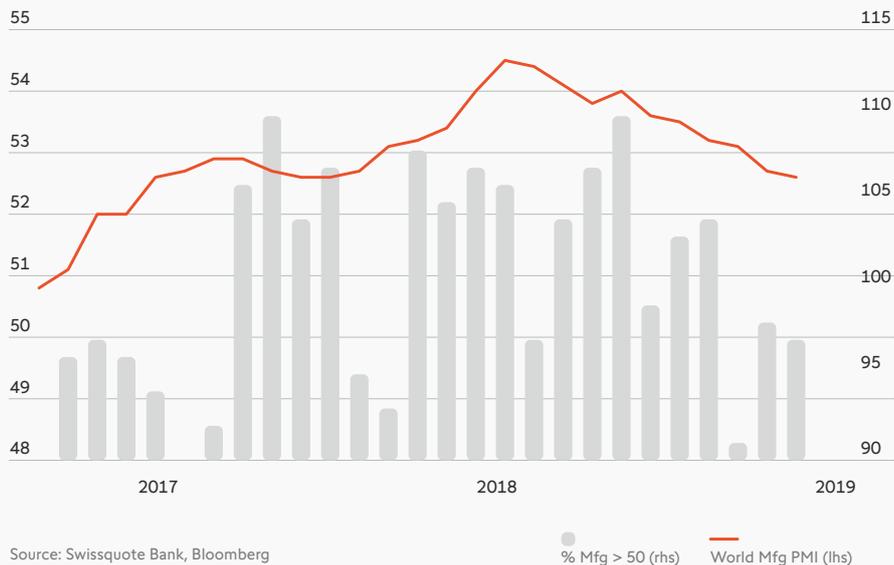
Decelerazione globale



Source: Swissquote Bank, Bloomberg

— Business Investment
— Household Consumption

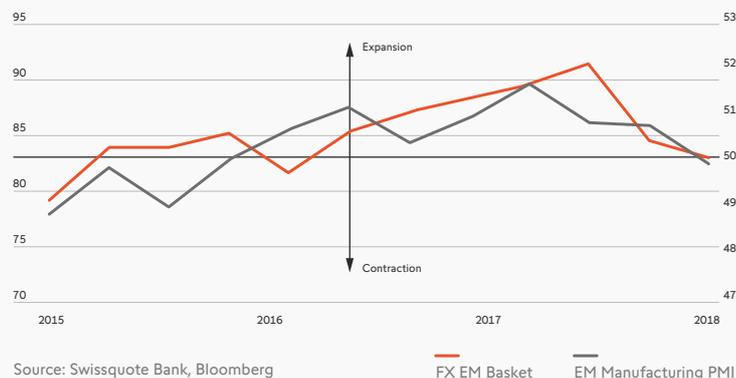
Chiari segnali di minore slancio



Nel 2018 ci si aspettava che fossero i mercati emergenti a conquistare la scena, dopo che nel 2017 avevano avuto il vento in poppa. L'aumento dei prezzi delle materie prime, l'accelerazione della crescita, la modesta inflazione e la forte propensione al rischio, tutti fattori sostenuti da una politica monetaria accomodante, preannunciavano un anno da incorniciare. Contrariamente ai pronostici, invece,

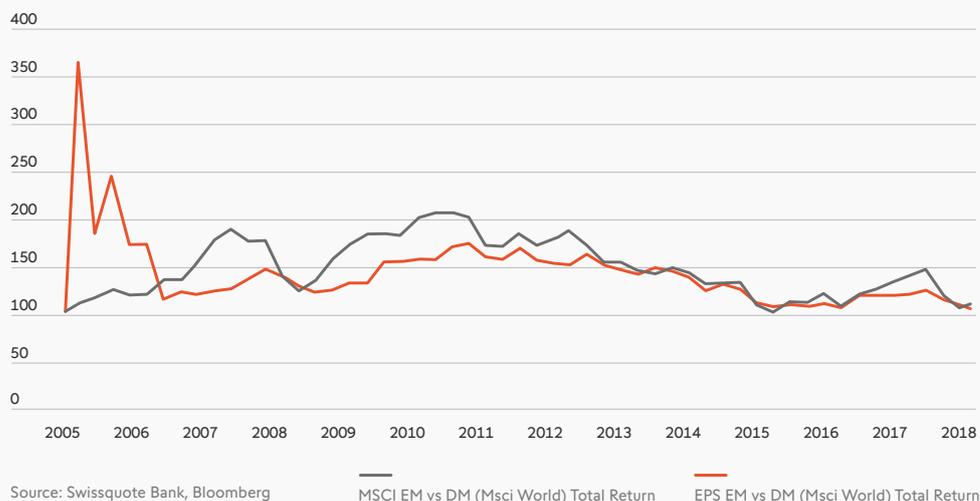
nel 2018 i Paesi emergenti sono stati penalizzati da un susseguirsi di sviluppi negativi. Ogni singolo evento ha apparentemente avuto ripercussioni avverse sui mercati emergenti, andando ad ampliare il divario con le economie sviluppate.

La debolezza della crescita spinge al ribasso i mercati dei cambi emergenti



La crescita dei Paesi con fondamentali relativamente solidi e incentrati sulle esportazioni di materie prime dovrebbe ulteriormente rafforzarsi. Alla luce tuttavia dei maggiori rendimenti negli Stati Uniti e dei prezzi energetici in ascesa, il 2019 si rivelerà impegnativo per quegli Stati con un'elevata esposizione al debito estero, che importano petrolio o presentano persistenti squilibri macroeconomici.

Vulnerabilità dei paesi emergenti



Il trend al rialzo dell'inflazione continuerà

Sui mercati sviluppati l'inflazione continuerà a salire moderatamente, avvicinandosi agli obiettivi previsti. Pochi sono tuttavia i segni che indicano una sua imminente impennata. Di conseguenza, le aspettative di un inasprimento spingono verso l'alto tassi e volatilità, senza interventi incisivi da parte delle banche centrali. Anche gli innalzamenti osservati nel corso dell'anno sono stati effettuati partendo da un livello molto ridotto. Sui mercati emergenti il quadro risulta eterogeneo, con aumenti dei tassi aggressivi da parte delle banche centrali negli scorsi anni che hanno frenato le pressioni inflazionistiche. In alcuni Paesi, tuttavia, la solidità del dollaro USA

ha conferito nuovo slancio all'inflazione, un fenomeno che va necessariamente contrastato.

Dalle moderate pressioni sui prezzi nelle economie sviluppate e dall'allentamento di quelle che gravano sui mercati emergenti sono emerse prospettive equilibrate per l'inflazione globale.

Detto questo, il fine ultimo di una guerra commerciale basata sui dazi doganali è far salire i prezzi, creando quindi pressioni inflazionistiche. È probabile che le società trasferiscano i maggiori prezzi per le importazioni direttamente ai consumatori. Inoltre, qualora le aziende estere abbandonino il mercato, la concorrenza risulterà meno agguerrita, lasciando ai restanti operatori un maggiore potere di stabilire i prezzi. Le sorti del 2019 saranno pertanto strettamente legate alle tensioni commerciali.

Le banche centrali si avviano alla normalizzazione, ma senza fretta

Nel 2018 le banche centrali si sono rivelate esitanti, dando l'impressione di un certo immobilismo. I maggiori istituti hanno però costantemente diminuito il flusso di liquidità. Ad esempio, la Fed ha ridotto di USD 400 miliardi il proprio bilancio nel 2018. Dopo aver rilevato titoli di Stato per oltre EUR 2'000 miliardi, a un ritmo anche di EUR 60 miliardi al mese, la BCE interromperà gradualmente gli acquisti di attivi. Secondo le stime, il quantitative easing della BCE ha contribuito per 0.75 pb alla crescita del PIL, favorendo negli scorsi tre anni la ripresa dell'attività nell'eurozona.

Gli acquisti mensili operati dalla BoJ sono scesi sotto USD 60 miliardi (a fronte di un obiettivo annuo di JPY 80'000 miliardi) nell'ambito di quello che è stato definito un tapering «invisibile».

Il programma di acquisto adottato dalla BoE è rimasto al contrario stabile a EUR 435 miliardi, ma l'istituto prevede di ridurre ulteriormente il proprio bilancio. Le crescenti aspettative di una stretta finanziaria provocano un calo della domanda sui mercati del reddito fisso, con un effetto domino sulle altre classi di attivi.

USD - La valuta inattaccabile

Dobbiamo riconoscere i meriti degli Stati Uniti. Nonostante le interferenze che hanno perturbato le nostre previsioni, il Paese non si è lasciato distrarre ed è rimasto concentrato su una più solida crescita dei fondamentali, robusti utili aziendali e ampliamento dei differenziali dei tassi. I rendimenti statunitensi a breve termine sono ulteriormente aumentati, mentre quelli dei Paesi appartenenti al G10 si sono rivelati stagnanti. La Fed dovrebbe proseguire l'inasprimento della politica e alimentare, in tal modo, il rialzo dei rendimenti, mentre gli aggiustamenti della BCE hanno tardato ad arrivare.

L'apprezzamento del dollaro ha duramente penalizzato le valute dei mercati emergenti, a causa di difficoltà idiosincriche in molteplici economie.

Con il dollaro in ascesa, temiamo che i disallineamenti valutari nei Paesi emergenti possano creare problemi per i finanziamenti denominati in USD non oggetto di coperture. Riteniamo tuttavia che, nel 2019, nemmeno il biglietto verde sarà risparmiato dagli sviluppi negativi. I crescenti debiti pubblici e disavanzi commerciali incrementeranno l'offerta di attivi denominati in USD, danneggiando il valore del dollaro. Questo senza contare una sfera politica che si preannuncia caotica, con Donald Trump e la Camera dei rappresentanti, ora in mano ai democratici, pronti a darsi quotidianamente battaglia. Prevediamo quindi una situazione di stallo, che metterà a nudo l'instabilità economica del modello statunitense. In seguito ai più elevati tassi d'interesse negli Stati Uniti, per gli investitori internazio-

nali risulta più oneroso coprire l'esposizione in USD. La principale alternativa al dollaro, ossia l'euro, dovrebbe iniziare a beneficiare di una domanda in ripresa e, dato che la Banca centrale europea opererà per una normalizzazione, i rendimenti cresceranno inevitabilmente. Con i dati economici statunitensi che iniziano a deludere, gli investitori andranno alla ricerca di tassi di crescita più alti, rivolgendo il proprio sguardo verso alcuni mercati emergenti.

Il mercato indica una recessione guidata dalla Fed

Sembra che quiete e serenità siano concetti estranei ai mercati finanziari.

Gli stimoli fiscali introdotti dal presidente americano Donald Trump non hanno fatto altro che gettare benzina sul fuoco.

L'economia americana avanza su tutti i fronti, con i consumi privati che restano il principale motore. Gli investimenti delle imprese sono aumentati in modo costante, apparentemente insensibili alle incertezze commerciali e sostenuti da deregulation e spesa pubblica. Nel 2018 gli Stati Uniti

sono cresciuti a un ritmo più sostenuto rispetto a gran parte delle altre economie sviluppate, imprimendo al ciclo economico in fase avanzata un andamento s coordinato. I mercati del lavoro in surriscaldamento e un'inflazione in parabola ascendente hanno spinto la Fed a innalzare i tassi d'interesse quattro volte nel 2018. Di conseguenza, le condizioni finanziarie sono diventate più restrittive, con molteplici indicatori ciclici che, per il 2019, indicano ora una recessione. Stando alle previsioni economiche, quest'anno la Fed opererà tre aumenti dei tassi, ciascuno di 25 pb. I rendimenti per le scadenze a breve e medio termine sono saliti ma, nel complesso, si è assistito a un brusco appiattimento della curva. Proprio quest'ultima è l'indicatore più attendibile per il rischio di una recessione. Con l'economia statunitense che accelera e la politica interna espansionistica promossa dal presidente, è difficile immaginare un mercato rallentamento. Ad esclusione dei rischi associati a specifici eventi (ad esempio uno shock imputabile alla guerra commerciale), questo modello economico presenta un precedente storico. Gli investitori opteranno in misura maggiore per un posizionamento difensivo, poiché nel 2019 aumenterà il rischio di ribasso per i mercati azionari e del credito.

Le previsioni preoccupano considerata la virata in negativo degli USA



Source: Swissquote Bank, Bloomberg

— 2/5 yr spread — 5/10 yr spread — 2/30 yr spread

Valutazioni: tutto dipende dalle previsioni sugli utili

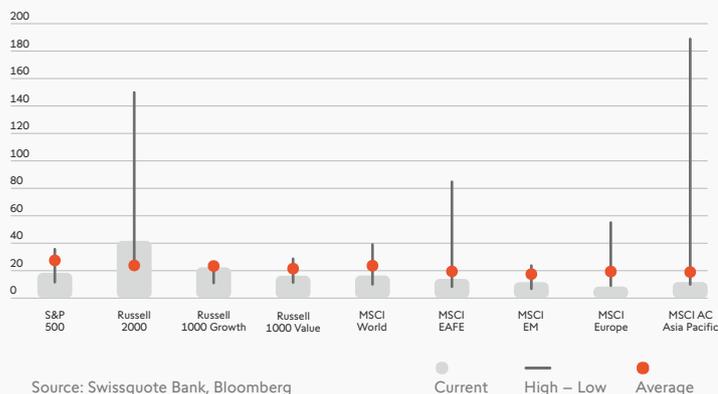
La volatilità che affligge i titoli è come uno spruzzo di acqua fredda sul viso di investitori assonnati. Secondo il nostro scenario di base, nel 2019 i mercati azionari resteranno stagnanti (moderato rialzo), tendendo tuttavia verso il basso. L'impennata della volatilità è la logica conseguenza di una decelerazione economica in tutto il mondo, tassi d'interesse reali in aumento e un'escalation delle tensioni commerciali.

Per quanto sia possibile gestire condizioni finanziarie più restrittive, il rischio commerciale ha un impatto imprevedibile non solo sulla crescita ma anche sugli sviluppi geopolitici.

In seguito alla correzione osservata a fine anno, le valutazioni risultano ora più interessanti, ma la crescita degli utili continuerà a rallentare di pari passo con la debolezza economica. Anche se i margini di profitto hanno iniziato a dare segni di cedimento in alcuni settori, in assenza di gravi errori a livello di politica o uno shock sul fronte dell'inflazione, continuiamo a prevedere una solida crescita a una cifra degli utili in tutto il mondo. Le nostre

prospettive indicano valutazioni del consenso ancora elevate per il rapporto prezzo/utili atteso. Nel frattempo, il compiacimento per il divario a livello di quotazioni tra titoli growth e value è un brutto segno per i futuri rendimenti azionari. Quest'anno l'indice MSCI World Growth e il suo omologo value hanno raggiunto, relativamente al rapporto prezzo/utili atteso, i rispettivi massimi dal 2001. Le azioni growth globali sono scambiate a un livello di 17.9 volte i rispettivi utili previsti su 12 mesi, rispetto a un valore di 12.9 per i titoli value. Non va tralasciato inoltre l'aspetto comportamentale degli investitori, che non intendono lasciarsi sfuggire la fase di vendita dopo 10 anni caratterizzati da una dinamica rialzista. Ancora una volta, le valutazioni azionarie europee risultano interessanti se raffrontate a quelle statunitensi. In linea generale, le azioni europee sono scambiate a sconto rispetto alle controparti statunitensi, ma lo spread si attesta ora su livelli storicamente alti. Inoltre la composizione dei principali indici differisce, con una prevalenza del tradizionale settore bancario in Europa e di quello tecnologico negli Stati Uniti. In linea generale, la rapida crescita del settore tecnologico esige un premio significativo ma, in un contesto segnato da un rallentamento della crescita globale e crescenti tassi d'interesse, le prospettive per le banche dovrebbero migliorare.

Le valutazioni attuali sono inferiori alla media



Politica USA: il nuovo «maiale sotto l'effetto di acidi»

Ospite dello show televisivo «Billions», al quale era stato invitato per discutere di previsioni, Bobby Axelrod ha paragonato la Cina a un «maiale sotto l'effetto di acidi». A nostro parere, questa espressione è particolarmente calzante per descrivere l'agenda politica di Donald Trump.

Il presidente americano ha dimostrato di poter controllare i media in qualsiasi momento.

Gli eventi del 2018, indipendentemente dalla loro importanza, non hanno granché scalfito l'immagine della Casa Bianca. Con l'amministrazione indaffarata a risolvere così tante questioni critiche, un cambio di retorica appare improbabile. Le elezioni hanno restituito un Congresso spaccato, con maggiori possibilità di uno stallo politico, ma questo non impedirà verosimilmente a Donald Trump di fare roboanti annunci di mercato. Dalle elezioni statunitensi di metà mandato abbiamo tratto quattro principali insegnamenti: innanzi tutto, gli stimoli fiscali andranno probabilmente diminuendo. Se però il presidente avrà bisogno di una distrazione politica, gli basterà proporre al Congresso agevolazioni fiscali per la classe media. In secondo luogo, il baratro fiscale rappresenta una persistente fonte di inquietudine per il governo statunitense, regolarmente alle prese con estensioni del tetto del debito e scadenze di finanziamento.

Visto il rallentamento sul fronte della politica di bilancio, è improbabile che la Fed decida di discostarsi dal suo ciclo di innalzamento «graduale». Trump si concentrerà infine su questioni che può gestire unilateralmente, come la politica commerciale, evitando quelle per le quali è richiesta l'approvazione del Congresso. Riteniamo che l'attuale politica commerciale con la Cina e gli alleati storici sarà mantenuta. Detto questo, è tuttavia opportuno considerare anche possibili eventi imprevedibili, per quanto siano mere congetture. Il primo consiste in una svolta sul versante commerciale, in cui Trump ammorbidisce le sue posizioni con i partner aprendo a una revisione degli accordi. Nel secondo, invece, i democratici chiedono di visionare la dichiarazione fiscale del presidente (è un loro diritto) e, in base agli accertamenti, approvano un impeachment alla Camera che viene successivamente respinto al Senato.

Una bolla del debito globale?

Basandoci sulle nostre prospettive e sulla comprensione delle tendenze passate siamo giunti, come altri investitori macro, a una logica conclusione: i livelli del debito societario balzeranno prepotentemente agli onori della cronaca. Siamo consapevoli che, all'incirca ogni cinque anni, le obbligazioni corporate e high yield mettono in allarme gli analisti. Nonostante anni segnati da una crescita stellare degli utili e costi di finanziamento artificialmente contratti, si è perseverato nell'investire in qualsiasi titolo capace di garantire rendimenti. Il debito societario statunitense ha raggiunto un massimo storico a USD 6'300 miliardi, a pochi mesi di distanza dal debito globale che, nel 2018, ha tagliato il traguardo di USD 247'000 miliardi. Anche il rapporto tra debito globale e PIL non è mai stato tanto elevato. Si tratta di una situazione esplosiva, a fronte di prospettive che indicano un rallentamento della crescita, tassi d'interesse in aumento e minore propensione al rischio. Il rendimento del decennale statunitense privo di rischio si attesta sopra il 3.0% e, secondo le previsioni, dovrebbe salire al 3.50%, un fattore di complessità che mancava dal 2011. Fino agli ultimi mesi del 2018 gli spread creditizi contratti non sono riusciti a compensare il maggiore rischio di credito che perdurerà nel 2019.

In vista delle difficoltà attese per quanto concerne il servizio del debito, gli investitori hanno già avviato la rotazione verso una maggiore qualità del credito.

È importante rammentare che tra gli aumenti dei tassi e le insolvenze intercorre un lasso di tempo generalmente ampio. Come sosteneva Warren Buffet, «Puoi scoprire chi sta nuotando nudo solo quando la marea si ritira». Al di fuori del versante societario, gli emittenti sovrani africani indebitati con l'estero sono ora alle prese con rischi di rifinanziamento più elevati e una lenta erosione globale delle partite correnti.

Dollaro USA forte per la stretta delle condizioni finanziarie globali



Volatilità di ritorno con la divergenza tra crescita e politica monetaria

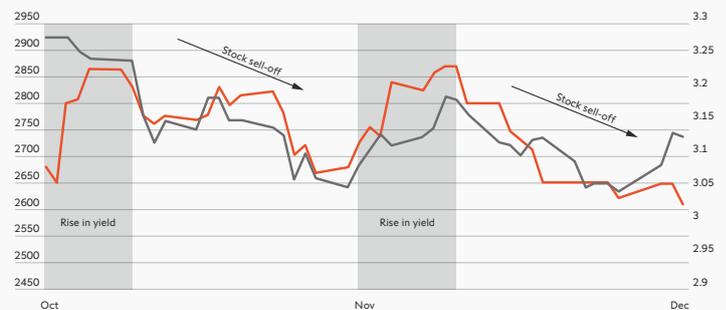
Il panico che si scatena a ogni minimo calo delle quotazioni azionarie dimostra chiaramente che gli investitori non sono abituati alla volatilità. E come biasimarli, dopo 10 anni in cui le banche centrali hanno distorto i premi di rischio, permettendo di scontare rapidamente anche gli eventi più negativi? Il percorso è ora costellato di potenziali minacce, dalle tensioni commerciali all'incertezza politica. Riteniamo che la volatilità si manterrà su livelli elevati, con l'indice VIX che oscillerà intorno a 17 (dall'attuale 10).

Siamo inoltre del parere che, nel 2019, ci vorrà molto più tempo per riprendersi da eventuali correzioni sui mercati azionari e, in alcuni casi, non si recupererà affatto.

Il ritiro delle misure di allentamento «poco ortodosse» è avvenuto in modo graduale ed è stato mascherato da stimoli alternativi o divergenze a livello di politiche monetarie, con altre banche centrali che sono rimaste in attesa o hanno insistito con un approccio accomodante. Questa situazione cesserà probabilmente nel 2019, con un percorso netto verso la normalizzazione e, di conseguenza, una maggiore volatilità media giornaliera. Il cambio di rotta ha già causato un apprezzamento del dollaro USA, con ripercussioni negative su alcuni mercati sviluppati ed emergenti. Le economie con gravi squilibri continueranno a essere esposte.

Siamo dell'opinione che i flussi globali di capitale abbiano un ruolo decisivo. Ridurre a qualche semplice «tweet» la politica commerciale di Trump non è più una strategia sostenibile. I dazi doganali statunitensi, che si sono abbattuti sulla Cina e altri Paesi, stanno chiaramente incidendo sulla crescita economica globale e sono alla base di una rotazione tra i titoli industriali e dei consumi. Infine, tra i principali rischi che l'anno prossimo potrebbero contribuire alle incertezze vi sono la politica estera statunitense, in particolare le relazioni con la Cina, la Brexit e il braccio di ferro tra l'Italia e la UE. Senza il sostegno offerto dalle banche centrali, il mercato sarà libero di scontare adeguatamente il rischio.

L'impennata dei rendimenti provoca la vendita di titoli



Source: Swissquote Bank, Bloomberg

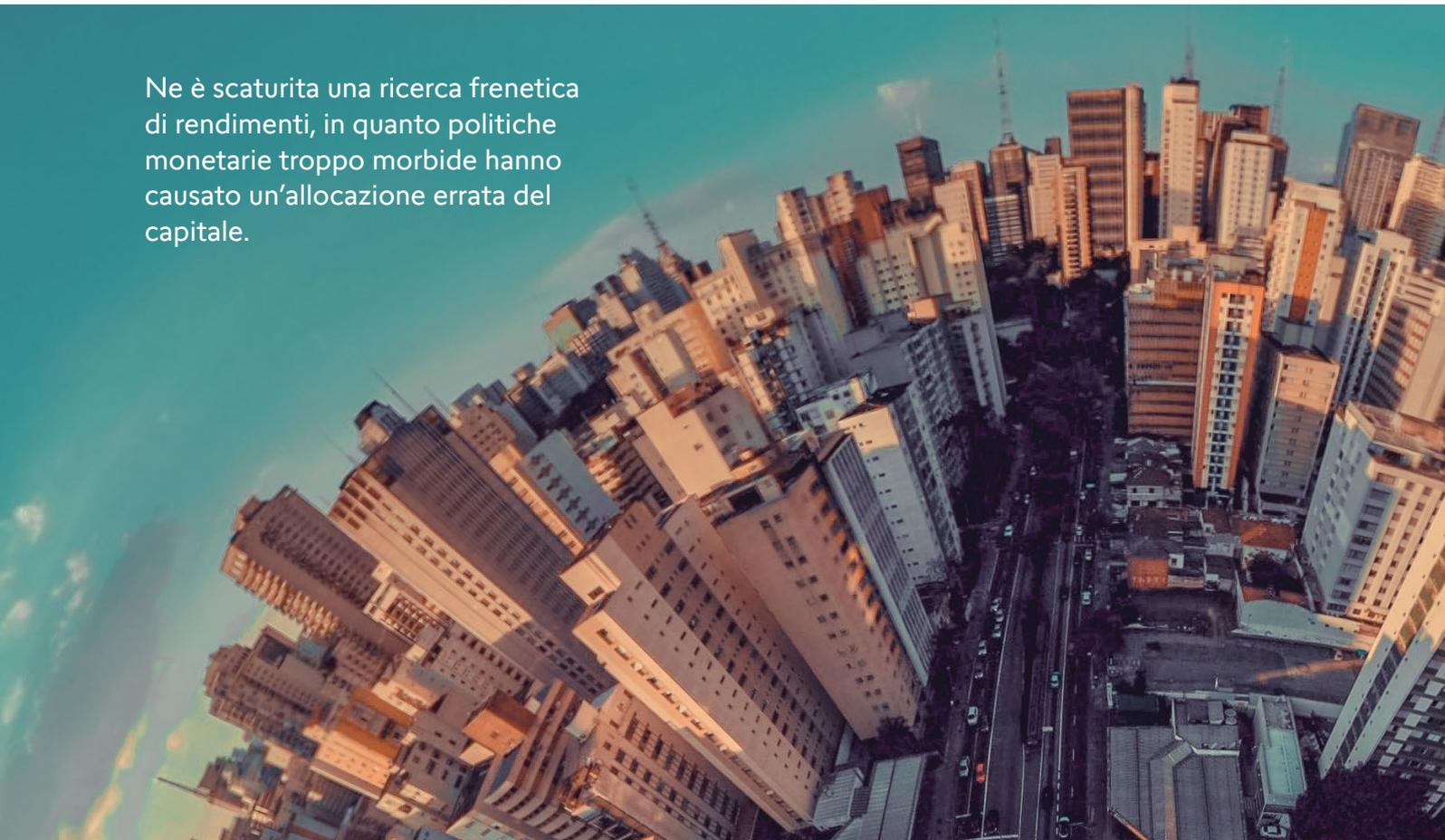
US 10yr yields S&P 500

Cosa seguire nel 2019

Cicli divergenti di politica monetaria (inasprimento netto costante)

Le banche centrali di tutto il mondo non sono al momento sincronizzate. Il 2019 porterà in dote ulteriori aggiustamenti sul fronte della politica monetaria. Negli ultimi dieci anni le condizioni finanziarie sono risultate storicamente accomodanti. Ne è scaturita una ricerca frenetica di rendimenti, in quanto politiche monetarie troppo morbide hanno causato un'allocazione errata del capitale. Adesso, tuttavia, i singoli Paesi si muovono autonomamente e, anche all'interno di uno stesso Stato, si assiste a misure di espansione e inasprimento introdotte in contemporanea.

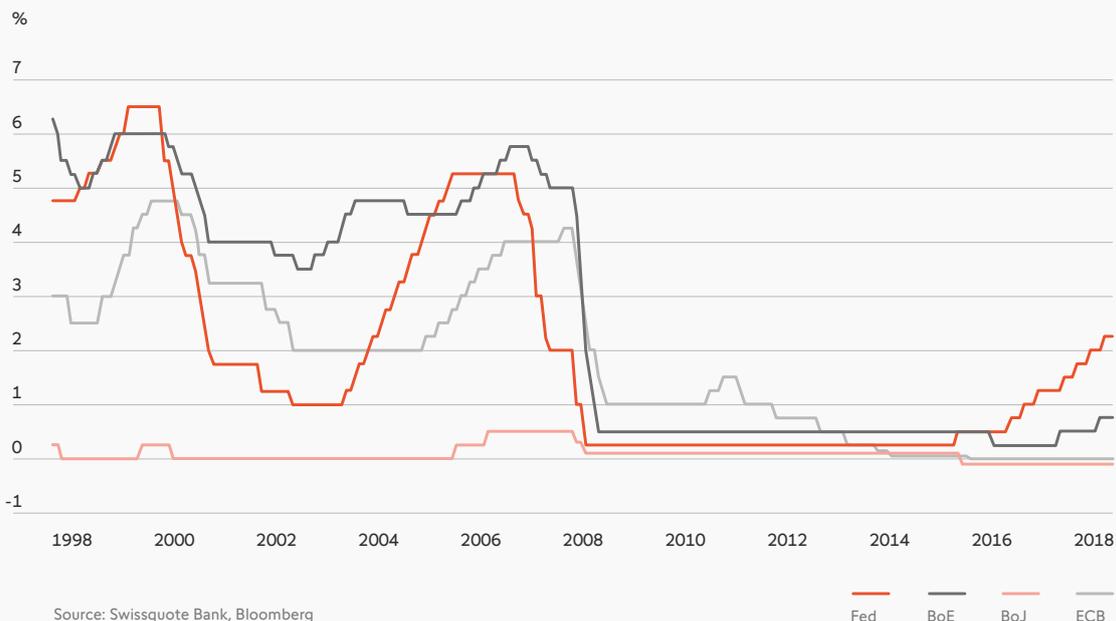
Ne è scaturita una ricerca frenetica di rendimenti, in quanto politiche monetarie troppo morbide hanno causato un'allocazione errata del capitale.



Tali interventi sono dettati da una ripresa più solida o dal desiderio di attuare Le divergenze a livello di crescita globale promuoveranno cambiamenti a livello di tassi ufficiali e programmi per l'acquisto di attivi. Anche se in generale il mercato si concentra principalmente sulle variazioni dei tassi d'interesse, a nostro parere il tapering di titoli rappresenta una fonte primaria di volatilità. Un minor numero di acquirenti aggrava infatti gli shock imputabili a eventi dei fondamentali.

Il tentativo di normalizzare genera stravolgimenti finanziari, soprattutto dopo un decennio segnato da inusuali politiche molto accomodanti. È difficile quantificare il rischio, ma vi sono elevate probabilità (previste contro implicite) di un passo falso o di una reazione estrema. Diversi mercati emergenti sono già stati messi in crisi da sciagurate decisioni politiche. Una politica commerciale insensata potrebbe però ripercuotersi sulla crescita a livello globale.

È cominciata la «normalizzazione» globale



I mercati emergenti sorpresi dalla tempesta

Quello che sarebbe dovuto essere un contesto ancora in bilico tra espansione e recessione per i mercati emergenti si è tramutato in un ambiente particolarmente complesso. Le valute di Turchia e Argentina sono crollate; i notevoli disavanzi delle partite correnti e la forte dipendenza dall'accesso ai mercati dei capitali globali hanno infatti allarmato i mercati. Le prospettive per i mercati emergenti sono state riviste sensibilmente al ribasso, con il rischio interno e macroeconomico che rappresentano minacce tangibili. La stagflazione è lo scenario più probabile, con la crescita afflitta da tensioni commerciali e una decelerazione delle maggiori economie emergenti (BRICS). Anche i rischi inflazionistici sono in ascesa.

Il rischio macroeconomico per i mercati emergenti si presenta sotto forma di un dollaro USA in rialzo, escalation delle tensioni commerciali e debole performance economica in Cina.

Per quanto non si sia prodotta alcuna inversione, i flussi di capitale hanno subito un marcato rallentamento. Con un USD solido e ridotti tassi d'interesse reali rispetto alle economie avanzate, gli afflussi si stanno esaurendo. Un fenomeno che nel 2018 ha minato la stabilità economica della Turchia. La carenza di capitali deprimerà la crescita e

sosterrà l'aumento dell'inflazione, creando un circolo vizioso. Proprio per evitare il rischio di un «hard landing» (atterraggio duro), la Cina sta adottando misure aggressive. L'impatto netto sulle prospettive cinesi è tuttavia incerto, con ricadute negli altri mercati emergenti che si tradurranno in minori tassi di crescita. Anche se non anticipiamo una crisi sui mercati emergenti, talvolta la resilienza economica prevista è risultata allarmante. Il rischio idiosincratco ha effettivamente esposto determinate nazioni. La relazione tra disavanzi delle partite correnti e Forex si è rivelata piuttosto debole, ma la situazione potrebbe facilmente cambiare. L'apprezzamento del dollaro e l'aumento dei rendimenti hanno tradizionalmente pesato sulle valute dei Paesi che dipendono in maggior misura dai finanziamenti in valuta forte e con elevati disavanzi esterni. Sebbene i fondamentali economici dei mercati emergenti siano migliorati, le questioni sociali e/o politiche possono avere facilmente un effetto destabilizzante.

Nonostante i proclami ottimistici di Trump, le esportazioni USA sono in calo



Il commercio procede nella direzione sbagliata

Nel 2019 il commercio resterà un fattore di mercato decisivo. In assenza di shock, tuttavia, i dazi non comprometteranno la crescita globale.

Il protezionismo statunitense è ora in cima alla nostra lista dei principali rischi per le prospettive economiche globali.

Riteniamo che sia ancora troppo presto per parlare apertamente di «guerra», un termine riservato ai periodi in cui il commercio globale si contrae rispetto all'attività economica mondiale, in quanto gli Stati si chiudono su loro stessi. La guerra commerciale tra Cina e Stati Uniti sembrava un evento trascurabile, con dazi su pannelli solari e lavatrici. In seguito, gli

Stati Uniti hanno deciso di giocare pesante, colpendo le importazioni cinesi e quelle di altri Paesi e regioni come Canada, Messico e UE.

A nostro parere, l'offensiva lanciata dal presidente Trump contro gli scambi commerciali ha avuto un impatto profondo in numerosi ambiti. Non siamo stati in grado di anticipare l'aggressività di tale politica, ma sono emersi rischi sia sul breve sia sul lungo termine. Riteniamo che l'impatto dei dazi per USD 200 miliardi e il relativo effetto psicologico non trovino ancora riscontro nei dati. Attenzione quindi alle pubblicazioni per il primo trimestre del 2019. Nonostante periodiche schiarite, il rischio di un'ulteriore escalation resta alto.

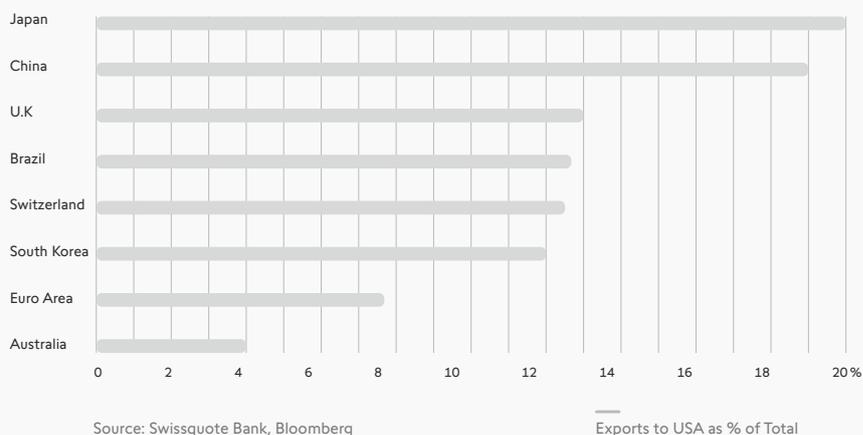
Sul breve termine le tensioni tra Cina e Stati Uniti continueranno a dominare la scena, con un rischio elevato di reazioni asimmetriche su entrambi i fronti. Dubitiamo che un'economia aperta e una centralizzata possano trovarsi d'accordo su questioni critiche. Pertanto, è probabile che eventuali intese siano solo temporanee. L'intensificarsi delle tensioni tra Cina e Stati Uniti si ripercuoterà sull'economia globale. In primo luogo inciderà sulle catene di fornitura delle economie nel Sud-est asiatico, prima di propagarsi all'intero commercio transnazionale.

Grazie ai solidi consumi interni, gli Stati Uniti dovrebbero presumibilmente superare shock precoci, ma l'impatto inflazionistico sarà tangibile. Il miglioramento della domanda globale è stato sostenuto in primis dal commercio; pertanto, non sarà possibile scontare rapidamente le eventuali minacce.

Inoltre, ci aspettiamo che questa nuova normalità metta in discussione le alleanze regionali in tutto il mondo, poiché i vari Paesi dovranno affrontare le disparità percepite.

Questo significa che, sul lungo termine, eventuali svolte della politica commerciale americana o un accordo tra Cina e Stati Uniti non segneranno probabilmente la fine delle tensioni commerciali. Il rischio è che il valore delle importazioni cinesi oggetto di dazi aumenti da USD 250 miliardi a oltre USD 500 miliardi, come affermato dal presidente, e/o che l'aliquota passi come previsto dal 10% al 25%.

Paesi maggiormente esposti al protezionismo USA (esclusi Messico e Canada)



La politica europea mette in ombra i guadagni economici

L'Europa ha vissuto come un dramma esistenziale il fallito tentativo della Catalogna di separarsi dalla Spagna. Dopo essere sopravvissuta, la UE intraprenderà un percorso verso una maggiore unificazione. Tuttavia, il 2019 potrebbe esporre nuove crepe. Dai movimenti populisti al ritiro degli stimoli monetari, nubi scure si stanno addensando sugli investitori in Europa. La debolezza istituzionale europea è alla base di questa situazione. Sviluppi politici ed eventi quali la Brexit continuano a mettere alla prova la stabilità sul lungo termine. Nell'eurozona sono necessari interventi mirati per introdurre riforme istituzionali anziché rimedi provvisori.

Il programma per l'acquisto di attivi adottato dalla BCE è un valido esempio di una soluzione semplice divenuta rischiosa, con maggiori probabilità che si assista a un ciclo di forte ascesa, calo repentino e salvataggio tra le banche centrali europee e i relativi Stati membri.

Le riforme fiscali sarebbero il punto di partenza, ma richiedono una volontà politica che continua a mancare. Per superare questa fase di stallo, servirebbero autocontrollo e cooperazione tra gli Stati membri. Come per altre economie avanzate, tuttavia, è sempre più difficile prevedere gli esiti elettorali e si moltiplicano i ribaltamenti di fronte. Le grandi ideologie sono scomparse, lasciando il posto alla retorica. Nulla sembra suggerire che il conflitto tra UE e Italia verrà risolto in tempi rapidi.

Per questo motivo, è probabile che la UE avvii una «procedura per deficit eccessivo» a carico dell'Italia, con i mercati che resteranno quindi agitati. I maggiori premi di rischio peseranno gradualmente sull'economia italiana, con il governo che non sembra disposto a collaborare prima delle elezioni europee di maggio 2019. Le ultime elezioni europee si sono tenute nel 2014 e hanno dato inizio alle attuali turbolenze politiche. La tornata elettorale del 2019 potrebbe confermare questo risultato. Nonostante i banchi di prova all'orizzonte, il valore relativo dell'Europa è aumentato, con opportunità sui mercati regionali del reddito fisso e azionari.

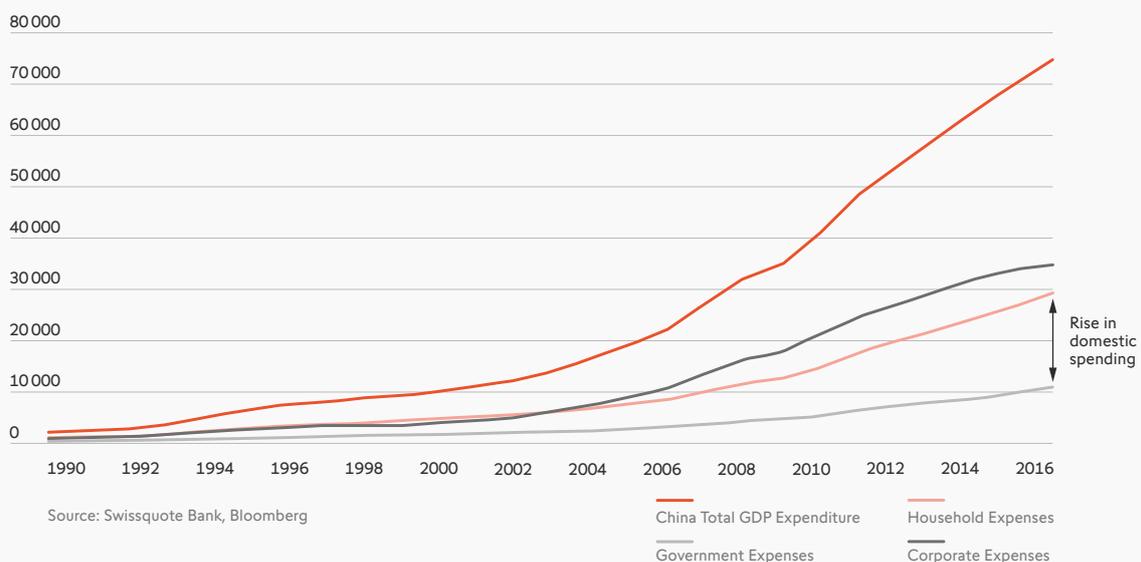
L'evoluzione cinese è cruciale per il nuovo ordine mondiale

È opinione diffusa che la politica del presidente Trump, sia sul fronte commerciale sia riguardo agli affari esteri, influirà sul ruolo della Cina, accelerandone la transizione da motore della crescita economica a superpotenza globale.

Dopo che l'azione americana ha destabilizzato le alleanze storiche, l'iniziativa cinese denominata Nuova via della seta (BRI), che comprende le direttrici terrestre e marittima, si è fortemente sviluppata.

Di conseguenza, investimenti e scambi commerciali hanno rallentato ma, prima di riequilibrare l'economia, la Cina deve risolvere le proprie questioni interne. Nel 2019 le misure di allentamento verteranno sugli investimenti interni anziché esteri e sosterranno gli attivi nazionali. La Cina si concentrerà ulteriormente sull'Asia, con l'obiettivo strategico di costruire una solida economia regionale sinocentrica. Nonostante l'incertezza economica, dubitiamo che i progressi compiuti dalla Cina in Asia e a livello globale rallenteranno. Di conseguenza, gli Stati Uniti faticheranno molto a conservare quel ruolo internazionale di primo piano sul quale fanno grande affidamento.

Il ribilanciamento cinese comincia a dare i suoi frutti



Previsioni più difficili a causa delle discrepanze nella crescita

La Cina intende migliorare la qualità piuttosto che stimolare la crescita. Per farlo, deve riequilibrare l'attività economica privilegiando i consumi alla produzione ad alta intensità di investimenti. Inoltre, la riforma era incentrata su una riduzione dei rischi finanziari e una crescita del credito più lenta.

Questa transizione si è rivelata complessa e il mondo si è dovuto adattare a un tasso di crescita cinese meno elevato ma più sostenibile.

Sono però emersi segnali allarmanti che hanno costretto la PBoC e il governo a fare un passo indietro per frenare il calo della crescita. Nonostante il rallentamento dell'espansione economica cinese, le autorità stanno attuando meccanismi fiscali, monetari e normativi per proteggerne la stabilità. Hanno annunciato molteplici provvedimenti, tra cui una riapertura selettiva dei circuiti di credito. In qualità di investitori, ci auguriamo che il prossimo anno vengano introdotti stimoli aggiuntivi per accelerare la crescita. È probabile che la crescente divergenza con gli Stati Uniti a livello di politica monetaria pesi sulle azioni cinesi e sulla valuta nazionale.

Infine, le relazioni tra Cina e Stati Uniti resteranno fondamentali per l'equilibrio globale. Qualora i rapporti vengano interrotti, l'economia mondiale potrebbe sprofondare e mandare a picco le valutazioni degli attivi.

Negli scorsi 18 mesi l'accelerazione sostenuta dagli stimoli fiscali ha permesso agli Stati Uniti di essere il motore della crescita tra i Paesi del G7. L'impatto di tali misure si sta tuttavia dissipando e aumentano di conseguenza le probabilità di sorprese al ribasso. Negli ultimi mesi del 2018 sono giunte notizie incoraggianti per l'economia americana. Nonostante una domanda dei consumatori in ripresa, la spesa in conto capitale non è ripartita; questo suggerisce che un ribasso ciclico è ora inevitabile. A nostro parere, è improbabile che i timori di un surriscaldamento economico e le conseguenti pressioni inflazionistiche spingano la Fed ad accelerare il ciclo di inasprimento. Potrebbero tuttavia essere approvate le agevolazioni fiscali per la classe media volute da Trump. Per quanto i segnali di rallentamento siano inequivocabili, la crescita statunitense appare «miracolosamente» solida: è quindi probabile che l'espansione prosegua almeno nel 2019. Rispetto allo scorso anno, tuttavia, le favorevoli prospettive di crescita integrano un crescente grado di incertezza, soprattutto nell'Unione europea e in Cina. Da un lato queste cruciali economie dovrebbero essere sostenute da minori tassi d'interesse e valute più deboli. Dall'altro i rischi geopolitici, come la Brexit e le tensioni commerciali, hanno però causato il declino di questi modelli economici aperti.

Il protezionismo ha inoltre stravolto le prospettive per molti mercati emergenti, in particolare quelli con elevati debiti denominati in USD.

La debolezza dei mercati emergenti, che dipende in larga misura ma non esclusivamente dalla Cina, è dannosa sia per l'Europa sia per gli Stati Uniti, visto il volume degli scambi con le economie sviluppate.

La Brexit rimane un'enorme incognita

Il processo di separazione tra Regno Unito e Unione europea si è rivelato complesso, generando grande confusione a livello politico.

Molto probabilmente le parti rilasceranno, prima che venga pubblicato il presente documento, una dichiarazione tesa a definire i loro rapporti dopo il mese di marzo, rendendo pertanto la nostra analisi obsoleta.

Cosa accadrà in futuro è tanto chiaro quasi quanto lo era il giorno dopo il referendum. I mercati tendono a orientarsi verso lo scenario maggiormente probabile (e proprio per questo faticano a prevedere eventi imprevisti), ossia quello di una Brexit «soft». Tuttavia, alla luce dei lenti progressi, nonché del fatto che le parti non sembrano disposte a fare passi indietro, per noi è difficile immaginare un esito diverso da una Brexit «hard». A prescindere dal risultato, l'incertezza continuerà a frenare la performance economica del Regno Unito. Per quanto l'economia britannica abbia messo a segno un forte recupero dopo un primo trimestre sottotono, la fragile attività commerciale e i deboli investimenti pesano ancora sulla crescita.

Inoltre, i risparmi delle famiglie su livelli storicamente bassi limitano i consumi, nonostante salari e stipendi evidenzino aumenti superiori alla media grazie a un mercato del lavoro rigido. I timori di un crollo economico post-Brexit si sono rivelati privi di fondamento, ma più a lungo persiste l'incertezza e maggiori saranno le ripercussioni sull'attività. Malgrado una sterlina fiacca e una solida espansione globale, il Regno Unito è in ritardo rispetto alla UE sul fronte della crescita. Secondo stime conservative (fermo restando che le previsioni variano enormemente), in assenza di un accordo il PIL britannico si contrarrà dell'1% nei prossimi 15 anni mentre, nell'immediato, è probabile che l'economia nazionale entri in recessione già dopo il mese di marzo.

Il periodo di transizione decorre dal 29 marzo, il giorno in cui il Regno Unito uscirà dall'Unione, e dovrebbe protrarsi come minimo fino al 2020. In tale lasso di tempo, le parti negozieranno la seconda fase della Brexit, incentrata sulle future relazioni commerciali. Questa costante incertezza graverà ulteriormente sulla performance economica.

Secondo i funzionari britannici ed europei, l'intesa è cosa fatta per oltre il 90%. Tra gli aspetti ancora da definire vi sono le modalità dei futuri accordi commerciali e una soluzione al problema del confine tra Irlanda del Nord e Repubblica d'Irlanda,

che dovrà restare aperto qualora il Regno Unito abbandoni l'unione doganale. Si tratta di questioni complesse, che scaldano gli animi. Alla luce delle attuali informazioni, è necessario che venga raggiunto un accordo entro i primi di gennaio, in modo tale che il Parlamento britannico e quello europeo abbiano il tempo per approvarlo. In assenza di un'intesa, a marzo lo scenario più temuto diverrà una certezza.

L'ottimismo su un accordo cresce, ma parte da livelli bassi



Source: Swissquote Bank, Bloomberg

IMM GBP Positioning

L'Italia fa parlare molto di sé, ma non rappresenta una vera minaccia per l'UE

L'Italia resterà una fonte di volatilità ma, a parte un costante interesse mediatico, non ci aspettiamo stravolgimenti su questo fronte. La nostra tesi di fondo continua a indicare un'Europa che procede verso una maggiore unificazione (con o senza il sostegno dei cittadini). Per tale motivo, è improbabile che il rischio idiosincratico proveniente da un singolo Paese metta a rischio la solidità europea. Nonostante le obiezioni avanzate da Bruxelles, il governo anti-establishment italiano intende rilanciare la crescita con un ambizioso piano di stimoli fiscali che, secondo le attese, dovrebbe portare il debito pubblico al 2.4% del PIL. Un dato che ci induce a scontare un crescente premio di rischio. Innanzi tutto, dubitiamo che i mercati diano un'eccessiva importanza ai deficit, vista la disponibilità di salvataggi da parte della UE (si pensi alla Grecia nel 2010). In secondo luogo, per quanto il rapporto tra debito e PIL italiano raggiunga la mirabolante cifra del 170%, se si considera l'Unione europea nella sua interezza tale coefficiente scende ad appena l'81%. L'Italia non metterà quindi a repentaglio la sicurezza della UE. Infine, eccetto il crescente debito

pubblico ormai tristemente noto, il traballante settore bancario e la scarsa competitività, emergono anche note positive. L'Italia presenta infatti un avanzo commerciale e il debito esterno netto è solo moderatamente negativo, mentre il deficit pubblico in essere è detenuto internamente. I recenti sviluppi sono gestibili.

I rendimenti obbligazionari si attestano su livelli molto inferiori rispetto ai picchi raggiunti durante la crisi europea e dovrebbero calare ulteriormente, poiché le probabilità di un'uscita dell'Italia dall'eurozona permangono basse (Roma è stata molto chiara al riguardo).

Moody's ha declassato il rating nazionale, mentre S&P lo ha mantenuto invariato a BBB (con outlook negativo) e questo consente alla BCE di continuare ad acquistare debito pubblico italiano. È improbabile che la bocciatura del bilancio, per la prima volta nella sua storia, spinga l'Italia a fare un passo indietro; toni più concilianti e contabilità creativa dovrebbero al contrario allentare le pressioni, permettendo a entrambe le parti di salvare la faccia. Riteniamo poco credibile un deterioramento della situazione italiana tale da rendere necessario un salvataggio o uno scenario in cui saranno i mercati finanziari a dettare le politiche.

La nostra tesi di fondo continua a indicare un'Europa che procede verso una maggiore unificazione (con o senza il sostegno dei cittadini).

I bassi rendimenti tedeschi e quelli elevati italiani pesano sull'euro



Source: Swissquote Bank, Bloomberg

EURUSD BTP / Bund Spread

Quali rischi ci fanno perdere il sonno?

1 Rischio geopolitico

Gli indicatori correlati al rischio geopolitico segnalano tutti una situazione di allerta poiché, in questa fase successiva alla guerra fredda segnata dall'avvento del cosiddetto «Nuovo ordine mondiale», nulla è più come prima. I timori incidono direttamente sulla fiducia sia delle famiglie sia delle aziende che, a sua volta, frena la spesa e rallenta la crescita. Le iniziative statunitensi negli scorsi due anni, tra cui il ritiro dall'accordo sul nucleare iraniano, hanno creato una spaccatura tra gli alleati storici. La scelta della Cina di puntare su un'integrazione economica regionale sta facendo vacillare una relazione un tempo salda. Italia e Regno Unito rappresentano due mine vaganti e, di conseguenza, le tensioni in Europa si sono intensificate. Il crescente nazionalismo e un'aspra retorica sovranista fanno emergere rischi sia a livello nazionale che globale.

2 Diffusione della guerra commerciale

L'offensiva del presidente americano Donald Trump contro il libero scambio si è estesa a macchia d'olio, danneggiando in modo permanente i rapporti con concorrenti e alleati storici. Cina e Stati Uniti si sono per

ora dati battaglia sul terreno dei dazi, ma la situazione potrebbe ben presto degenerare. Al momento la scena commerciale è dominata dagli Stati Uniti, ma altri Paesi potrebbero rapidamente seguirne l'esempio e adottare lo stesso modello protezionistico.

3 Caduta libera dei mercati finanziari

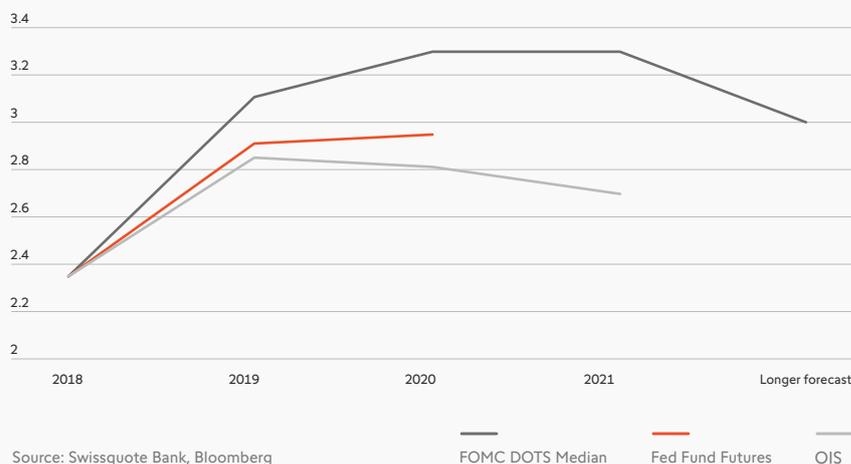
Le azioni hanno retto sorprendentemente bene nonostante il rischio commerciale. Questa tenuta è ascrivibile a condizioni finanziarie ancora positive e utili robusti. Un indebolimento appena più marcato della domanda potrebbe tuttavia tradursi agevolmente in una stagflazione o recessione (uno scenario molto probabile negli Stati Uniti nel quarto trimestre del 2019), con conseguenti ripercussioni negative sugli elevati livelli di redditività e utili aziendali. Anche il ruolo della politica attuata dalle banche centrali è di primaria importanza. Senza dare troppo nell'occhio, gli istituti centrali hanno smesso di stampare nuove banconote o iniziato a distruggere denaro. Per la BCE e la Banca del Giappone questo segna la fine del quantitative easing, mentre per la Fed e la Banca d'Inghilterra significa l'avvio di un inasprimento

quantitativo. Riteniamo che il ritmo della «normalizzazione» avrà profonde conseguenze sulle quotazioni azionarie. Nonostante il calo controllato di fine ottobre e novembre, è ancora possibile una marcata correzione (ribasso superiore al 20%). La correlazione tra i mercati globali è stata dimostrata da una flessione sui mercati emergenti e in Europa.

4 Passo falso della Fed

Gli attuali dati statunitensi pongono più di un problema per i membri della banca centrale americana. Non vorremmo quindi essere al loro posto. Il cammino è ora costellato di insidie, con la Fed chiamata a gestire le conseguenze della guerra commerciale condotta da Trump, gli effetti inflazionistici associati agli stimoli fiscali e le minacce alla sua indipendenza. L'istituto potrebbe dover operare una scelta difficile. Considerando la crescente inflazione e gli effetti ritardati degli scambi commerciali sulla domanda, la Fed potrebbe avere sbagliato i calcoli. Con i mercati finanziari che prevedono un rallentamento globale, gli aumenti dei tassi risulterebbero quindi destabilizzanti.

Divergenza di opinioni sulla strada della Fed

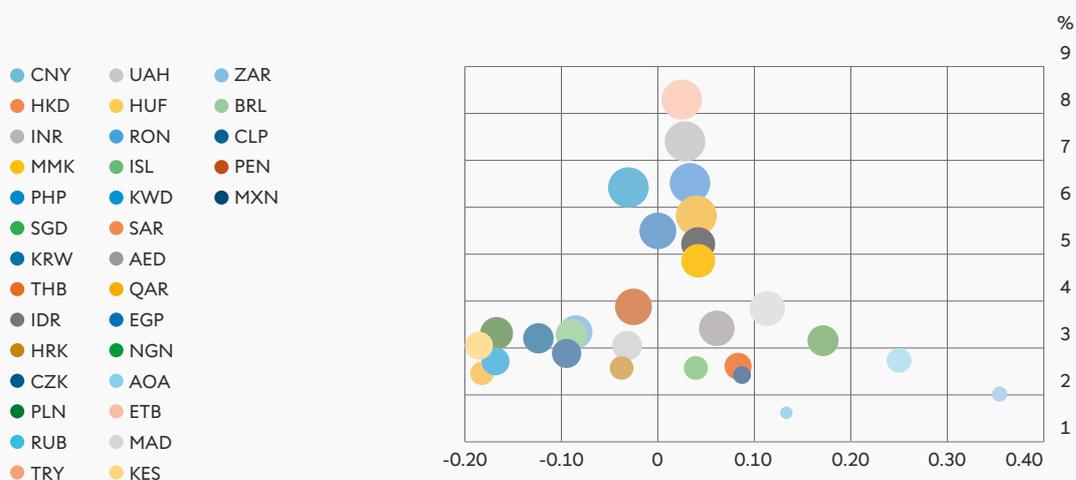


5 «Hard Landing» della Cina

A nostro parere, la crescita del PIL cinese si attesterà tra il 4.5% e il 5.0%, valori in linea con uno scenario di «atterraggio duro». Con i responsabili delle politiche cinesi incapaci di trovare un metodo di rallentamento opportuno (passare da una crescita più rapida a una maggiormente sostenibile), il Paese rischia di ritrovarsi alle prese con una riduzione della domanda per le importazioni, un calo della spesa per gli investimenti e una brusca correzione dei prezzi delle

materie prime. Una decelerazione di tale portata avrebbe un impatto significativo sulla catena di fornitura globale. Le ricadute di un rallentamento prolungato sarebbero pesanti soprattutto in uno Stato come la Cina, che rappresenta un volume compreso tra il 10% e il 25% delle esportazioni e si distingue per ingenti investimenti diretti esteri effettuati da soggetti privati. La debole domanda delle nazioni asiatiche avrebbe ovviamente conseguenze in tutto il mondo.

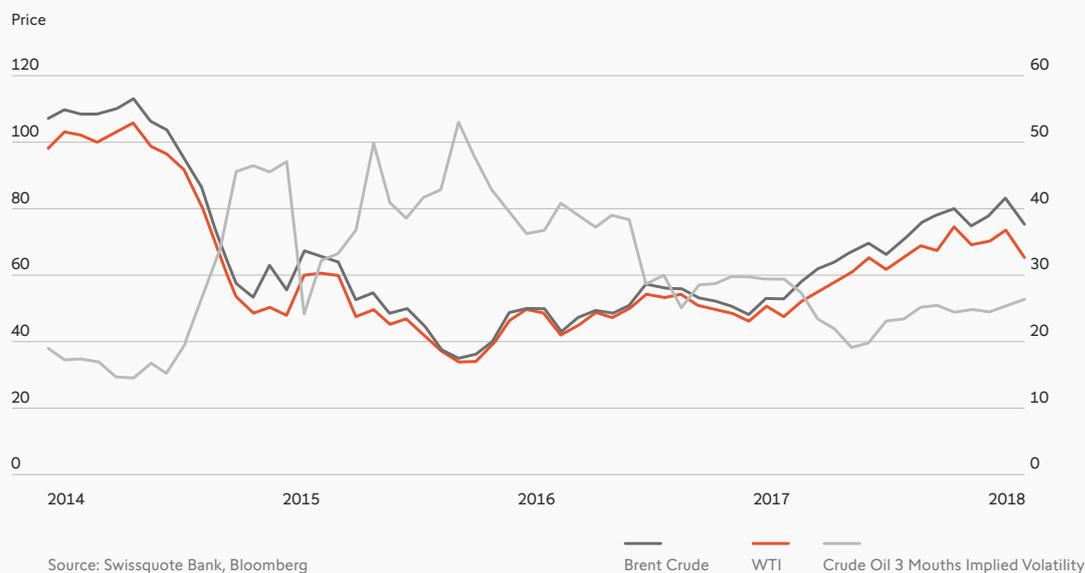
Momentum dei mercati emergenti nei prossimi due anni



Source: Swissquote Bank, Bloomberg

Growth Rate Change % (2019-2020)

La volatilità dei prezzi del petrolio rende difficile fare previsioni



6 Volatilità del greggio

I fattori correlati all'offerta continueranno a essere determinanti per il prezzo del petrolio. Con un'offerta elevata sostenuta dagli Stati Uniti, divenuti il maggiore produttore mondiale, l'OPEC ha perso ulteriore influenza nonostante abbia proceduto a tagli significativi. Eventuali incrementi della domanda sono rapidamente coperti. Una parte consistente del petrolio proviene tuttavia da regioni interessate da conflitti, il che aumenta la probabilità di un repentino calo dell'offerta.

Anche la sicurezza petrolifera della Cina sta generando tensioni nel Mar Cinese Meridionale. Infine, la teoria del «Picco della domanda» sta riprendendo quota; questo senza contare che, rispetto al passato, le economie orientate ai servizi dipendono in misura minore dal petrolio e le energie rinnovabili stanno guadagnando terreno. I prezzi del petrolio hanno un effetto immediato e profondo sulla crescita e le previsioni dovranno quindi essere adeguate di conseguenza.

USA

La crescita torna alla realtà

Con il 2019 ormai alle porte, l'economia americana avanza su tutti i fronti nonostante la controversa amministrazione Trump. Il generalizzato slancio economico dovrebbe mettere al riparo il Paese da un brusco e inatteso rallentamento; dovremmo quindi assistere a una decelerazione controllata in una fase avanzata del ciclo. I solidi fondamentali non rendono tuttavia gli Stati Uniti completamente immuni da errori a livello di politica, divenuti il principale rischio per le prospettive globali. L'escalation delle tensioni commerciali e/o aumenti più rapidi dei tassi d'interesse, principalmente imputabili all'impatto sintetico degli stimoli fiscali, potrebbero mettere fine a questo periodo positivo.

Crescita

I consumi privati restano il principale motore della crescita, un fattore positivo considerando il rischio in aumento. I tagli fiscali e la maggiore spesa hanno sostenuto la crescita dal quarto trimestre del 2017. Gli investimenti aziendali nel settore sono stati trainati dagli stimoli fiscali e da prezzi energetici in aumento. Anche se la dinamica permane robusta, il picco del ciclo si è registrato molto probabilmente nel secondo trimestre. Con il venire meno dell'impatto ritardato dei tagli fiscali e i prezzi del petrolio in calo, le tensioni commerciali e un dollaro USA solido peseranno sulla competitività delle esportazioni, indicando un moderato rallentamento. La domanda interna continua tuttavia a brillare e dovrebbe sostenere ancora l'economia statunitense. Grazie a un mercato del lavoro molto rigido, le previsioni indicano una progressione dei consumi privati pari al 2.6%. La disoccupazione è calata ai livelli più

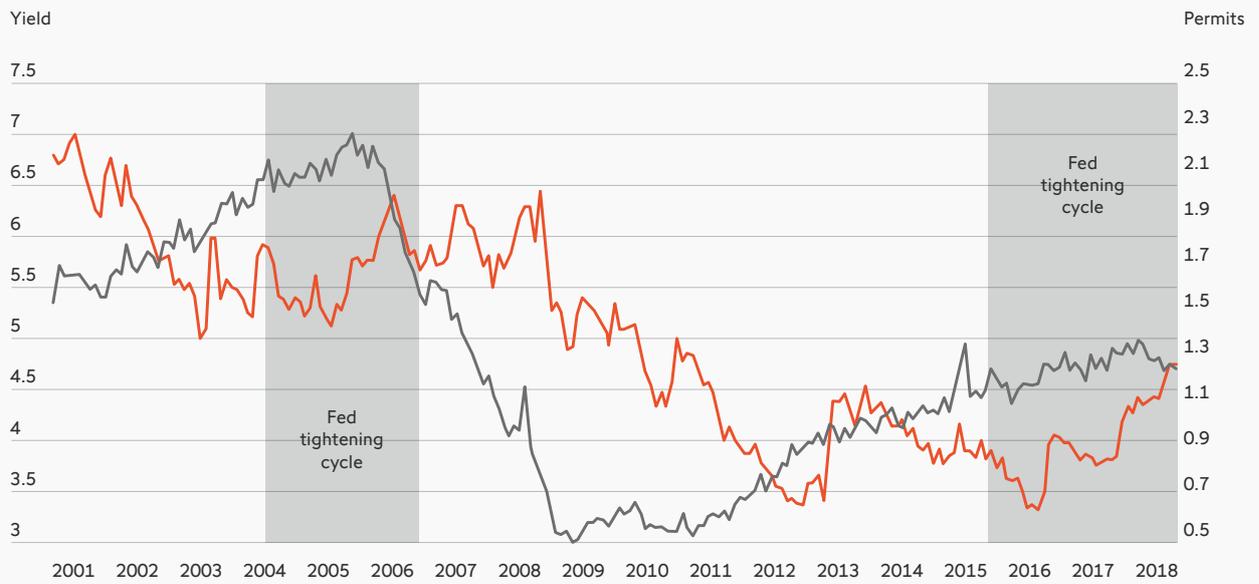
bassi dal 1969 e si registra un incremento dell'occupazione in molteplici settori. Anche la crescita degli stipendi risulta positiva e si traduce in ulteriore spesa al consumo.

Inflazione

L'inflazione non è scomparsa, come annunciato in modo troppo prematuro; è semplicemente in ritardo. Nel 2018 il contesto inflazionistico ha continuato a migliorare, con le pressioni sugli stipendi che ora sospingono l'inflazione verso l'alto. L'indicatore per l'inflazione privilegiato dalla Fed si attesta da marzo su livelli prossimi all'obiettivo del 2%. L'inflazione dovrebbe oscillare intorno al 2.1%, con le pressioni allentate da un'economia in fase di raffreddamento. Gli stipendi tenderanno però verso l'alto, spingendo la Fed a proseguire il suo ciclo di inasprimento.



I tassi elevati rallentano l'edilizia



Source: Swissquote Bank, Bloomberg

30Y Mortgage Interest Rate (lhs)

Building Permits (in Mln - rhs)

Politica monetaria

La Federal Reserve continuerà a inasprire la sua politica monetaria per mantenere il tasso d'inflazione in linea con l'obiettivo del 2%. La crescente volatilità sui mercati globali, in parte imputabile alle aspettative di politica monetaria, non ha impedito alla Fed di mantenere una posizione aggressiva. È importante sottolineare che, nonostante le controverse critiche di Donald Trump, la banca centrale americana ha continuato a dimostrare la sua indipendenza. I tassi d'interesse inizieranno l'anno in un range compreso tra il 2.25% e il 2.50%. Nel 2019 abbiamo previsto due innalzamenti di 25 pb ciascuno. In base alle più recenti proiezioni del Federal Open Market Committee, il tasso dei Federal Fund raggiungerà probabilmente il suo picco tra il 3.25% e il 3.5%.

Le condizioni monetarie permangono accomodanti e, negli ultimi mesi del 2019, l'andamento più ripido dei tassi d'interesse rischia di indebolire l'economia. I maggiori tassi d'interesse e un bilancio più leggero mettono tuttavia a disposizione della Fed un numero più ampio di strumenti per affrontare la prossima recessione economica.

I maggiori tassi d'interesse e un bilancio più leggero mettono tuttavia a disposizione della Fed un numero più ampio di strumenti per affrontare la prossima recessione economica. Per quanto i mercati tendano a concentrarsi sui tassi d'interesse, la riduzione del bilancio sarà un fattore da monitorare attentamente. Il nome ufficiale di questa stretta monetaria o inasprimento quantitativo è «normalizzazione di bilancio». Il bilancio ammonta attualmente a USD 4'140'000 miliardi e, negli ultimi 13 mesi, è calato di USD 360 miliardi, una cifra impressionante. Ogni mese fino al 2020 si prevedono ulteriori tagli per USD 50 miliardi. Secondo le stime degli analisti, una riduzione del bilancio pari a USD 600 miliardi equivale all'incirca ad aumentare dell'1.0% il tasso dei Fed Fund. Oltre agli innalzamenti dei tassi pari al 3.5% nel periodo 2015-2020, occorre considerare un ulteriore 3.0% di aumenti impliciti nell'ambito dell'inasprimento quantitativo. Alla luce di questi dati, il rischio che si proceda alla riduzione del bilancio in modo eccessivamente aggressivo e, di conseguenza, che i tassi vengano aumentati in maniera troppo rapida risulta maggiore. L'ipotesi che l'economia statunitense sia in grado di reggere innalzamenti dei tassi con una crescita più lenta della massa monetaria rappresenta un radicale cambiamento nel modo di pensare della Fed. La recente fase rialzista che ha interessato le obbligazioni, con una diminuzione simultanea di rendimenti e premi di rischio, è in parte ascrivibile al quantitative easing. I vasti programmi finalizzati all'acquisto di obbligazioni hanno costretto gli investitori a prediligere la qualità e, di conseguenza, gran parte delle classi di attivi ha registrato elevate performance. In realtà sarebbe dovuto accadere l'esatto contrario, con rendimenti in ascesa e spread in ampliamento. Finora i maggiori tassi d'interesse sono risultati gestibili, ma il rischio che si verifichi un'impennata dei rendimenti nella parte anteriore

Il ritmo con il quale la Fed ridurrà il suo bilancio inciderà in modo significativo sui tassi



Source: Swissquote Bank, Bloomberg

— Fed Balance Sheet Reserve as % of GDP
 — Fed M2 Money Supply YoY (rhs)

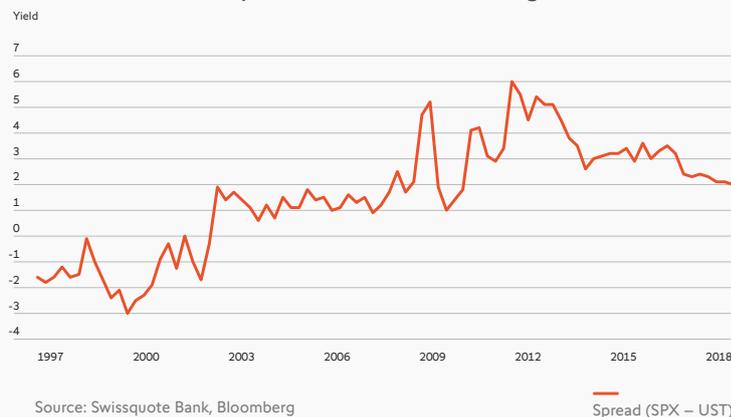
della curva è in aumento. L'incremento di offerta e premi di rischio, che integrano un'inflazione in parabola ascendente, potrebbe a sua volta sospingere velocemente i rendimenti verso l'alto, soprattutto in un contesto segnato da una riduzione del bilancio. La politica fiscale, il «cavallo di battaglia» di Trump, genera pressioni opposte e non fa altro che gettare benzina su un'economia già infuocata. Riduce inoltre il numero di strumenti disponibili per stimolare la crescita qualora la fase avanzata del ciclo si tramutasse in una recessione. La solida crescita economica, la bassa disoccupazione e i mercati azionari in rialzo hanno contribuito a ridurre il deficit di bilancio; i massicci tagli fiscali introdotti da Trump e la crescente spesa pubblica lo stanno tuttavia aumentando. Gli stimoli fiscali hanno accelerato la crescita del PIL, ma non a un livello sufficiente per mantenere il debito sotto controllo, con aspettative di un suo ampliamento al 4.5% del PIL nel 2018. Inoltre, l'espansiva politica di bilancio sta generando pressioni inflazionistiche, che spingono a loro volta la Fed ad agire in modo più aggressivo e compensano marginalmente l'impatto positivo sul PIL. Con meno margini di manovra a livello fiscale e livelli di indebitamento più elevati, gli strumenti a disposizione del governo per sostenere l'economia si sono ridotti, il che potrebbe significare una recessione economica più profonda.

Incognita

Anche se le prospettive economiche restano positive, le politiche di bilancio, monetarie e commerciali non coordinate ma integrate aumentano le probabilità di passi falsi. Pur non avendo ottenuto una vittoria schiacciante, alle elezioni di metà mandato i democratici sono riusciti a conquistare la Camera dei rappresentanti. È probabile che lo scontro politico sarà segnato da toni sempre più accesi, ma ora i democratici sono in grado di controllare il

presidente Trump, che finora ha agito indisturbato. A nostro parere, la vera sfida inizierà nel 2020. Oltre a contrastare alcuni punti dell'agenda politica di Trump, i democratici insisteranno su cambiamenti gradualmente e ampiamente condivisi. Si prevede che sfrutteranno la nuova maggioranza per esercitare i poteri di supervisione sul Congresso. Potrebbero richiedere le dichiarazioni fiscali del presidente (molto probabile secondo noi), citare in giudizio i membri del suo esecutivo e condurre indagini sui presunti legami con la Russia. Potrebbero anche bloccare le misure reputate prioritarie da Trump, che si tratti di finanziare la costruzione di un muro al confine con il Messico o tagliare i programmi di welfare. La politica commerciale resta il principale rischio per le prospettive statunitensi e globali. I dazi introdotti di recente stanno già incidendo negativamente sulle esportazioni. Per quanto l'accordo USMCA riduca i rischi associati a Messico e Canada, sono riaffiorati i contrasti con UE e Svizzera. Relativamente alla Cina, sulla quale si concentra gran parte dell'attenzione, permane il rischio di ritorsioni ed escalation. L'introduzione di misure commerciali dimostra che, se vengono presi di mira determinati settori come tecnologia e agricoltura, è possibile danneggiare singoli indicatori o società.

Le azioni costano poco meno delle obbligazioni



Eurozona

Le voci relative a un crollo politico ed economico sono esagerate

Nonostante un marcato deterioramento a fine anno, i fondamentali dell'eurozona restano discreti e sono favoriti da un mix di politica accomodante e valuta più debole. Con le elezioni parlamentari europee, la Brexit e le solite minacce nazionali, i rischi che potrebbero mandare in frantumi l'esperimento comunitario restano tuttavia elevati. Il commercio globale ha sostenuto in modo determinante l'economia europea, ma nubi scure si addensano all'orizzonte. Le turbolenze sono anche sinonimo di opportunità e l'Europa gode di una posizione privilegiata per colmare il vuoto lasciato dagli Stati Uniti. I responsabili delle politiche devono tuttavia garantire il raggiungimento degli obiettivi interni e sviluppare, al contempo, i rapporti internazionali. Un'impresa non certo facile.

Crescita

Nel secondo semestre l'eurozona è apparsa in grande difficoltà. Alla base di questa dinamica negativa vi sono stati eventi occasionali, quali condizioni meteorologiche avverse e scioperi. L'indebolimento dell'indicatore per il sentiment europeo e del PMI composito osservato negli scorsi mesi indica che il ritmo della crescita rallenterà per un periodo più lungo. Il commercio con l'estero è stato il settore più duramente colpito, con mediocri esportazioni nette che hanno depresso la crescita. Il calo dei settori esterni ha contratto l'espansione del PIL di circa lo 0.7%, con il dato per il 2018 che si è attestato all'1.9%. La debolezza dei mercati emergenti ha avuto un impatto asimmetrico sul commercio europeo. Riteniamo che lo shock commerciale provocato da Trump e dalla sua

politica fatta di tweet abbia colto il mondo di sorpresa, ma i suoi effetti si dissiperanno nei prossimi trimestri. Inoltre, il deprezzamento dell'euro è risultato particolarmente benefico per la crescita europea. Il tasso di cambio reale effettivo della moneta unica è attualmente in calo. Nei trimestri a venire è probabile che la crescita torni ad accelerare. Nel 2019 dovremmo assistere a una lieve contrazione del suddetto tasso sopra la media (1.8%), a patto che i rischi interni (hard Brexit, bilancio italiano, elezioni europee) restino sotto controllo. I finanziamenti bancari sono ulteriormente aumentati nel 2018, rimanendo tuttavia su livelli prossimi a minimi storici; questo suggerisce che basterebbe un moderato miglioramento (sospinto da maggiori prezzi immobiliari, solide



prospettive reddituali e ridotti tassi d'interesse) per sostenere l'attività economica. Nonostante problematiche che occupano le prime pagine dei giornali, a nostro parere i rischi non sono eccessivi. Se l'Europa riuscisse a mantenere una certa stabilità (e in assenza di un'escalation delle tensioni commerciali), questo tasso di espansione consentirà di ridurre ulteriormente la disoccupazione e favorire un nuovo rialzo dell'inflazione core. L'incremento dei posti di lavoro e una più rapida crescita degli stipendi, che a luglio ha raggiunto un massimo dal 2009

(2.2% su base annua), denotano una spesa delle famiglie più alta, il cui recupero è solo nelle fasi iniziali. La domanda interna, il principale motore di crescita nel 2018, potrebbe rappresentare il fattore di svolta nel 2019.

I dati dell'UE hanno ampio margine per riservare sorprese positive



Source: Swissquote Bank, Bloomberg

Euro data surprise index

EURUSD 1 year risk reversal

Inflazione

Le prospettive di una crescita in rallentamento si tradurranno in un'inflazione stabile. L'attuale ascesa dell'inflazione complessiva è imputabile principalmente ai prezzi energetici, con un'inflazione core interessata soltanto da spostamenti laterali. I minori prezzi del greggio dovrebbero limitare l'inflazione a circa il 2.0% per gran parte del 2019, con un lieve rallentamento a fine anno causato da una minore crescita. Di recente i prezzi del petrolio sono stati una fonte primaria di inflazione; stando alle nostre previsioni, si attesteranno tra USD 60 e USD 65 al barile, un livello che probabilmente scongiurerà maggiori pressioni sui prezzi. L'inflazione core dovrebbe tuttavia risalire in modo graduale, sostenuta da una migliore crescita degli stipendi. Qualora quest'ultima dovesse aumentare sensibilmente, soprattutto sul mercato del lavoro tedesco caratterizzato da un maggior grado di rigidità, l'inflazione potrebbe salire più del previsto. I Paesi più indietro ma con capacità disponibile quali Irlanda, Italia e Spagna potrebbero conoscere una più rapida crescita degli stipendi (in Francia, al contrario, le riforme del lavoro previste fungeranno da freno). Nel 2019 e 2020 l'inflazione core dovrebbe attestarsi rispettivamente all'1.5% e all'1.6%. Affinché le nostre previsioni si rivelino corrette (inflazione in linea con gli obiettivi definiti, su livelli «inferiori ma prossimi al 2% sul medio termine»), sarà sufficiente che la BCE prosegua il suo processo di normalizzazione.

Politica

Non lasciatevi ingannare: la normalizzazione rientra nei piani della BCE. Draghi & Co sono consapevoli dei rischi insiti in una politica ultra-accomodante qualora l'economia dell'eurozona abbia bisogno di sostegno. Questo fatto prevarrà su piccole divergenze a livello di dati o su commenti utili soltanto per fare notizia. Il motto per l'anno potrebbe essere «Giudicate la BCE per quello che fa e non per quello che dice». La Banca centrale europea ha interrotto gli acquisti mensili nell'ambito del suo programma di stimoli monetari straordinari. L'istituto di Francoforte reinvestirà tuttavia i capitali dei titoli giunti a scadenza, salvaguardando la liquidità e preservando un «elevato livello di allentamento monetario». Il Consiglio direttivo ha lasciato chiaramente intendere che i tassi di riferimento resteranno sugli attuali livelli fino all'estate del 2019. Riteniamo, pertanto, che il primo aumento di 20 pb dovrebbe essere effettuato a settembre 2019 (e riguarderà anche i tassi refi e di rifinanziamento marginale), con i tassi sui depositi che raggiungeranno lo 0.5% entro fine 2020. Come affermato in precedenza, la gestione del bilancio avrà un ruolo determinante. È probabile che i reinvestimenti annui risulteranno pari a EUR 200 miliardi e, di conseguenza, la BCE avrà tutte le carte in regola per gestire eventuali innalzamenti dei tassi anche dopo la fine del QE. L'andamento del tasso sui depositi si rivelerà più di ogni altro un aspetto formale. A nostro parere, servirebbe uno shock significativo (interruzione degli aumenti da parte della Fed, hard Brexit o crisi del credito in Italia) per spingere la BCE a deviare dal suo processo di normalizzazione.

Il rallentamento dell'inflazione non cambierà la direzione di politica della BCE



Source: Swissquote Bank, Bloomberg

Incognita

Gli impatti nefasti del protezionismo sull'eurozona sono stati adeguatamente descritti. A preoccuparci non è tanto l'impatto diretto sull'Europa (dazi statunitensi sulle importazioni di acciaio e alluminio) quanto le ricadute causate da una crescita più debole sui mercati emergenti. L'incontro tra Donald Trump e Jean-Claude Juncker ha scongiurato un'ulteriore escalation e lasciato intendere che le dimensioni dell'Europa contano nei negoziati. Sui mercati emergenti, caratterizzati da notevoli disavanzi delle partite correnti e un elevato debito denominato in moneta estera, le valute locali hanno subito nette flessioni e si assisterà probabilmente a un rallentamento più marcato della crescita. Tali mercati faranno fatica a difendersi dagli effetti collaterali delle decisioni prese dalle superpotenze. Nel secondo semestre del 2018 la controversa politica di Trump ha penalizzato la crescita e i mercati dei cambi nei paesi emergenti; questo deterioramento ha trovato rapido riscontro nei dati pubblicati in Europa, regione quest'ultima

le cui esportazioni dipendono da tali economie. Continuiamo a ritenere che l'Europa si stia avviando verso una maggiore integrazione e che le sfide lungo questo percorso si riveleranno di breve durata. Gli sviluppi in Italia e l'impennata dei rendimenti hanno tuttavia scosso la regione. La debole crescita economica, l'elevato debito pubblico, un settore bancario traballante con notevoli livelli di indebitamento, uniti a un governo anti-establishment (formato da Movimento 5 Stelle e Lega, rispettivamente una compagine populista e un partito di estrema destra) preannunciano una situazione volatile. La crescita nazionale dal 2010, ossia dopo la crisi finanziaria, è risultata debole (0.2% l'anno) e, di conseguenza, gli italiani sono diventati il popolo più euroscettico. Il nuovo governo populista ha tuttavia precisato che la permanenza nella UE e nell'UEM è fuori discussione. Il progetto di bilancio varato dal governo dovrebbe incrementare il deficit al 2.4% del PIL, causando una dura reazione della Commissione europea e dei mercati finanziari. I futuri eventi dipenderanno dai punti di vista. Un rapporto debito/PIL al 170% diverrà insostenibile e metterà sotto pressione il settore bancario (potenzialmente in tutta Europa, come successo con la Grecia). Considerando tuttavia il dato aggregato dell'eurozona, pari all'81.6%, la situazione appare gestibile.

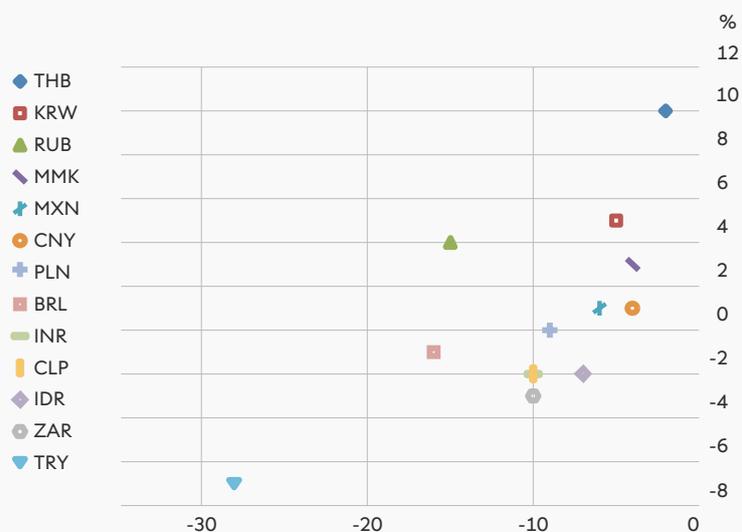
Classi di attivi

Forex - Dollaro a fine corsa

Le nostre previsioni per il 2018 hanno leggermente deragliato: la crescita statunitense ha infatti accelerato e le banche centrali dei paesi sviluppati si sono fatte più prudenti nel loro percorso di normalizzazione. La ripresa del dollaro è stata sostenuta anche dall'aumento dei rischi, benché autogenerati. Eppure, la spinta al biglietto verde è arrivata da fattori temporanei, come gli stimoli fiscali, il rallentamento al di fuori degli USA, elementi tipici di avversione al

rischio e l'escalation delle tensioni commerciali. La volatilità provocata da queste problematiche, in particolare la forte turbolenza di mercato dovuta alla rotazione di fuga dagli attivi emergenti, ha limitato l'effetto che la divergenza di politica monetaria aveva sul pricing dei cambi. Come il taper tantrum del 2013, replicatosi nel 2018, lo stress sulle valute regionali è stato sostanzialmente proporzionale al livello di dipendenza dell'economia dai finanziamenti esterni

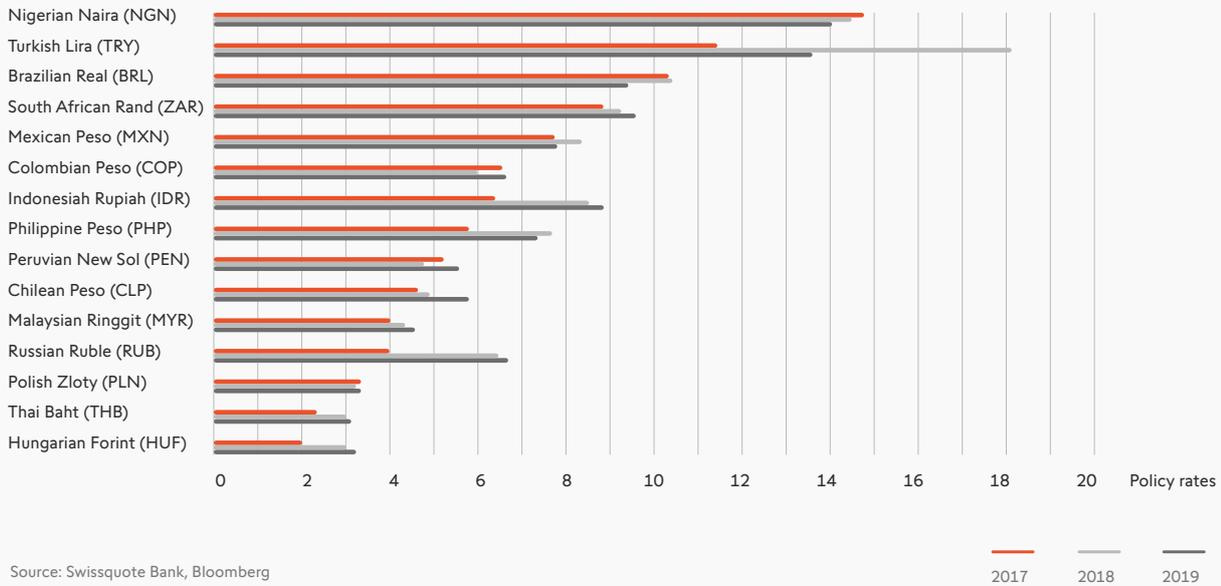
Vulnerabilità dei paesi emergenti



Source: Swissquote Bank, Bloomberg

Current Account Balance % GDP

La direzione dei tassi d'interesse guiderà i mercati dei cambi



per soddisfare i propri requisiti di prestito e partite correnti. Benché la guerra commerciale e la volatilità nei mercati sviluppati siano ancora preponderanti, lo scompiglio che ha investito gli attivi emergenti sembra essersi attenuato.

I disavanzi fiscali e delle partite correnti negli USA dovrebbero continuare a peggiorare e, se la storia insegna qualcosa, spingere al ribasso il dollaro USA. Per il futuro, crediamo che buona parte del carburante che ha alimentato la ripresa del dollaro scemerà. In effetti, la resilienza mostrata dal biglietto verde mentre la Fed proseguiva nella sua stretta renderà il cambio ancora più brusco. La Fed si appresta a concludere il suo ciclo di rialzi, il che significa

che il rendimento medio del dollaro è giunto al culmine; al contempo, il rischio politico in Europa si sta attenuando (soluzione alla Brexit, elezioni politiche europee). Il ritardo del ciclo economico europeo e le elevate valutazioni del dollaro statunitense probabilmente peseranno sulla divisa a metà anno, quando altre banche centrali del G10 si avvieranno verso la normalizzazione. I rendimenti continueranno a essere il motore principale dei differenziali di crescita. A livello globale i rendimenti reali sono stabili, per cui variazioni anche minime sulle curve del mercato monetario avranno impatti significativi. La moneta unica sarà cruciale per il trend dei cambi. Se il rischio politico interno persistesse e la BCE mantenesse la rotta di un aumento dei

tassi a settembre, un calo del dollaro sarebbe inevitabile. Inoltre, gli stimoli monetari e fiscali cinesi contribuirebbero a ridurre le probabilità di un atterraggio duro, riducendo il rischio globale, stabilizzando le attese di crescita e aumentando la domanda di valute emergenti (che rimangono sottovalutate per via delle forti cessioni di fine anno). Infine, valute dai rendimenti bassi/negativi e liquide, come il CHF e il JPY, rappresenterebbero il veicolo di finanziamento ideale per la maggior parte dell'anno, ma troveranno compratori verso fine anno quando la SNB e la BoJ prepareranno il mercato per la normalizzazione.

Il JPY dovrebbe rimanere entro un intervallo ristretto, ma il ribasso comincia a farsi pesante. Sebbene i tassi di interesse negativi danneggino il JPY, la credibilità della BoJ potrebbe essere messa in discussione se svalutasse ulteriormente la divisa. Inoltre, la solida posizione del JPY come porto sicuro del commercio regionale sosterrà la valuta quando la volatilità aumenterà. Il contesto interno svizzero non riflette tanto il pricing del CHF, quanto il rischio politico europeo e il percorso di normalizzazione della BCE. Il CHF rimane sopravvalutato, per cui man mano che la BCE si avvia verso l'uscita, la coppia EUR/CHF dovrebbe rafforzarsi.

Le valute delle materie prime dovrebbero registrare un anno forte, siccome scontano già ampiamente i prezzi bassi delle commodity, il rischio di guerra commerciale e i timori di un rallentamento cinese. Il ciclo di rialzi della BoC darà probabilmente una breve spinta al CAD. Le prospettive per il RBNZ sono moderate, ma con i fondamentali in miglioramento, è improbabile che permangano tali per l'intero anno. Il destino del AUD è legato a doppio filo alla Cina. La sua bassa valutazione attuale indica che qualsiasi miglioramento in Cina si tradurrebbe rapidamente in un AUD forte. Infine, la GBP dipende interamente dall'esito della Brexit e dal rischio politico (com'è ovvio che sia). Di fatto, non ha senso cercare di immaginarsi come sarà il Regno Unito dopo il 29 marzo. Il cosiddetto accordo di recesso probabilmente offrirà un sollievo solo temporaneo alla GBP. L'elevato livello di rischio rende probabile l'ipotesi di ribassi.

Azioni - Si prospetta un anno difficile

Il 2019 si rivelerà un anno complesso per i mercati azionari, che seguiranno le tendenze tracciate nel 2018. Sono infatti sempre più numerosi i segnali che indicano un consolidamento dei modelli associati alle fasi finali del ciclo. La fiducia degli investitori è stata minata da condizioni non ottimali, crescita globale in rallentamento, rendimenti in ascesa, prospettive di politiche monetarie più stringenti e minacce di una guerra commerciale. È probabile che il 2019 procederà sulla falsariga del 2018. Vi saranno periodi di più intensa volatilità causati da deludenti dati sulla crescita e minore propensione al rischio. Da una prospettiva storica, quasi tutte le correzioni dei mercati azionari hanno coinciso con una brusca recessione economica e innalzamenti dei tassi da parte della Fed. Stando alle nostre aspettative equilibrate per la crescita nei prossimi anni, il ribasso dovrebbe risultare limitato. Questo scenario è valido anche per le azioni globali, con un miglioramento graduale e costante degli utili aziendali. Il lieve calo ha reso le valutazioni più interessanti. La volatilità e la divergenza tra i diversi segmenti di mercato dovrebbero persistere.

Gli investitori hanno optato per un approccio prudente e hanno posizionato i relativi portafogli in modo più difensivo. Ne sono un esempio i deflussi di capitali dai mercati emergenti verso le azioni statunitensi.

Le posizioni incentrate su titoli growth, in voga nei primi mesi del 2018, sono ora in netta minoranza. I gestori patrimoniali hanno abbassato le proprie aspettative in termini di crescita e utili ma, a grandi linee, non hanno posizionato i portafogli in modo eccessivamente negativo. È interessante notare che gli indicatori di breve periodo correlati al sentiment per i mercati azionari sono su livelli talmente bassi che vi sono effettivamente margini per un rimbalzo.

Molto dipenderà dagli utili. Alla luce delle attuali previsioni, le valutazioni correnti appaiono ragionevoli. I crescenti profitti e le deboli quotazioni azionarie hanno depresso i rapporti prezzo/utili rispetto ai precedenti livelli elevati. A gennaio tale rapporto riferito all'indice MSCI World si attestava a 16, rispetto all'attuale 14.5. Con le stime consensuali per la crescita degli utili statunitensi che si aggirano al momento appena sotto il 10%, le valutazioni dovrebbero migliorare ulteriormente. Se tuttavia la crescita dovesse decelerare, le previsioni saranno riviste al ribasso con un conseguente declino di quotazioni azionarie e multipli. Riteniamo che i picchi di valutazione appartengano ormai al passato, ma non ci aspettiamo una netta flessione degli utili aziendali.

Con il nuovo anno alle porte, i dati indicano che le società statunitensi godono di ottima salute e sono sostenute non solo dai tagli fiscali ma anche da consumi robusti. Le rispettive vendite sono aumentate dell'8.5%, mentre gli utili hanno fatto segnare un +27%. In Europa le condizioni economiche meno favorevoli hanno penalizzato gli utili, nonostante il vantaggio a livello dei cambi. A causa delle incertezze che circondano il commercio, le società asiatiche prediligono un approccio prudente. Detto questo, un cambiamento del ciclo economico rischia di causare delusioni sul fronte degli utili. Con le vendite in rallentamento e il calo degli ordini, è possibile che le previsioni sui ricavi vengano messe in discussione. Al momento i margini di profitto europei e statunitensi sono storicamente elevati, con questi ultimi al di sopra dei picchi ciclici osservati in passato.

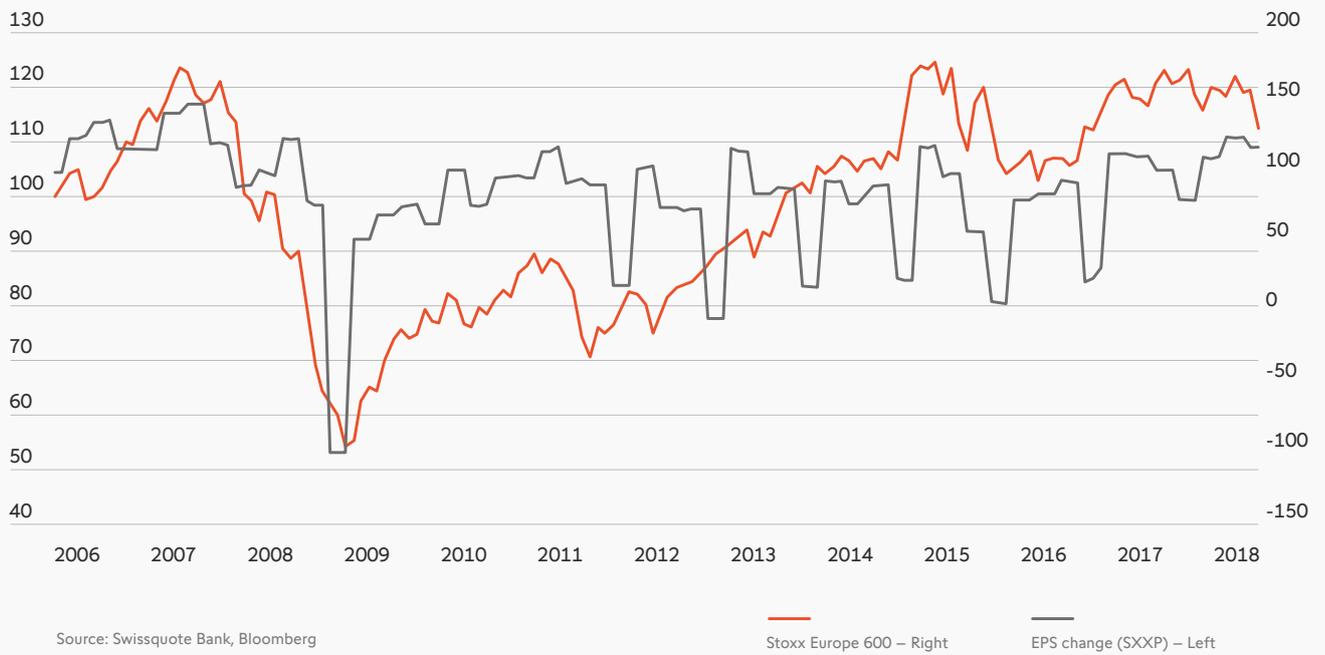
Se i margini americani si sono mantenuti sugli stessi alti livelli, quelli europei stanno invece risalendo.

Pertanto, la redditività delle aziende nel vecchio continente potrebbe migliorare anche in assenza di una significativa accelerazione dei ricavi, segno che le azioni europee sono sottovalutate.

Abbiamo individuato due principali minacce che rischiano di far deragliare le nostre aspettative di una performance azionaria stabile o lievemente più contenuta. La prima è rappresentata dalla guerra commerciale, che potrebbe stravolgere agevolmente, da una prospettiva di ricavi, la performance delle società. In presenza tuttavia di un'escalation vi saranno probabilmente vincitori e vinti. È quindi sbagliato ipotizzare un calo generalizzato dei titoli corporate. I crescenti tassi d'interesse globali costituiscono invece la seconda minaccia.

Il prolungato periodo di tassi su livelli ridottissimi ha indirizzato verso i mercati azionari e del credito investitori alla disperata ricerca di rendimenti. In seguito al loro innalzamento, soprattutto negli Stati Uniti, e alle aspettative di tassi più alti in Europa, gli investitori torneranno a guardare con interesse alle obbligazioni. In un contesto segnato da una crescita più fragile, i solidi utili aziendali renderanno le obbligazioni un'alternativa appetibile per gli investitori azionari. Stando al consenso generale, se il rendimento del decennale statunitense dovesse superare la soglia del 3.50%, i flussi si rivelerebbero consistenti.

Gli utili non giustificano del tutto la flessione dei titoli europei



Materie prime - Sovraproduzione e calo della domanda saranno determinanti

Le prospettive per il settore delle materie prime sono in chiaroscuro. Le attese ottimistiche che si sono affermate nel 2018 sullo sfondo di condizioni favorevoli hanno lasciato il posto a previsioni quasi opposte per il 2019. Il 2018 è stato segnato da un costante miglioramento della domanda, in grado di compensare l'offerta in eccesso che pesava sui prezzi. La domanda di materie prime è strettamente correlata alle condizioni economiche globali, oltre a essere stimolata da una crescita più sostenuta del PIL. Anche il commercio ha contribuito all'aumento dei prezzi; la maggiore espansione degli scambi mondiali ha infatti favorito la domanda di svariate materie prime. Guardando alla media mobile su 6 mesi, tuttavia, la crescita del commercio globale rallenterà di circa il 50% rispetto allo scorso anno, subendo quindi una brusca battuta d'arresto. Il rialzo dei prezzi sarà in futuro ostacolato dalla guerra commerciale tra Cina e Stati Uniti e dalla decelerazione che affligge il paese asiatico.

Le esportazioni sottoposte a dazi risulteranno meno competitive, con la Cina che si concentrerà principalmente sulle importazioni.

Inoltre, il calo della domanda cinese si sta rivelando più rapido del previsto, il che complica ulteriormente la situazione. La crescita più lenta influisce inoltre sugli utenti in India, Argentina, Brasile e Turchia, esercitando maggiori pressioni sulla domanda di materie prime. A questo quadro si aggiungono l'apprezzamento del dollaro

USA e la svalutazione valutaria in molti mercati emergenti, fattori che, nel primo semestre del 2019, alimenteranno la debolezza.

Anche se il governo cinese ha annunciato specifiche misure di politica, i futuri prezzi dei metalli sono destinati a scendere, a causa di fondamentali meno solidi e una domanda globale più traballante. Nonostante l'intensificarsi dei rischi, il minerale di ferro ha evidenziato una tenuta sorprendente e i rispettivi prezzi sono aumentati costantemente nel corso dell'estate; con le acciaierie nazionali tenute a ridurre le emissioni, la Cina ha infatti importato maggiori volumi di minerali di alta qualità. Le normative ambientali introdotte in Cina per ridurre l'inquinamento hanno però fatto calare i prezzi. In seguito all'introduzione di dazi pari al 25% da parte degli Stati Uniti, le tensioni commerciali hanno spinto gli operatori cinesi del settore ad annunciare tagli alla produzione ed evitare, in tal modo, accuse di dumping. Le giacenze di acciaio si stanno esaurendo, poiché i prezzi hanno raggiunto il picco nel terzo trimestre del 2017. I timori che la Cina potesse attuare pratiche di dumping si sono rivelati infondati ma, a causa delle inquietudini associate alla guerra commerciale, i prezzi dell'acciaio sui principali mercati risultano divergenti. L'andamento del mercato sarà ancora una volta dettato dall'impatto complessivo di una guerra commerciale e dal potenziale di ulteriori escalation. In ragione delle minacce alle prospettive, i prezzi delle materie prime presenteranno ancora spostamenti laterali e l'incertezza resterà elevata.

La guerra commerciale distorce i prezzi delle materie prime



Previsioni macroeconomiche

Zone		2017* (fine periodo)	2018* (fine periodo)	2019*
Globale	PIL reale	3.6	3.8	3.6
	IPC	2.5	2.9	2.8
Stati Uniti	PIL reale	2.3	2.9	2.5
	IPC	2.1	2	1.8
	Tasso di politica	1.5	2.5	3.25
Eurozona	PIL reale	2.3	2.5	1.7
	IPC	1.5	1.7	1.6
	Tasso di politica	-0.4	-0.4	-0.25
Giappone	PIL reale	1.6	1.3	1.2
	IPC	0.5	1.2	1
	Tasso di politica	-0.1	-0.1	-1
Regno Unito	PIL reale	1.5	1.2	1
	IPC	2.7	2.6	2.1
	Tasso di politica	0.5	0.75	1.25
Svizzera	PIL reale	0.9	1.8	1.7
	IPC	0.5	0.6	1
	Tasso di politica	-0.75	-0.75	-0.25
Canada	PIL reale	3	2.2	1.8
	IPC	2.4	2	1.8
	Tasso di politica	1	1.5	2
Australia	PIL reale	2.3	2.8	2.9
	IPC	2	1.8	2.4
	Tasso di politica	1.5	1.5	2
Nuova Zelanda	PIL reale	2.6	3.2	3
	IPC	1.9	1.9	1.6
	Tasso di politica	1.75	2	2.5
Norvegia	PIL reale	1.9	2.2	2
	IPC	1.9	1.7	1.9
	Tasso di politica	0.5	0.75	1.25
Svezia	PIL reale	3.1	2.8	2
	IPC	1.8	1.3	2.6
	Tasso di politica	-0.5	-0.5	0

*Previsioni

Previsioni generate con il consensus Bloomberg e la metodologia interna di Swissquote

Zone		2017* (fine periodo)	2018* (fine periodo)	2019*
Mercati emergenti - AXJ				
Cina	PIL reale	6.8	6.7	6.5
	IPC	1.6	2.3	2.2
	Tasso di politica	4.35	4.6	4.85
Hong Kong	PIL reale	3.7	2.9	2.7
	IPC	1.5	2.5	3
	Tasso di politica	1.75	2.5	3
India	PIL reale	6.4	7.5	7.7
	IND	3.2	4.6	4.5
	Tasso di politica	6	6.25	6.75
Corea del Sud	PIL reale	3.1	3	2.8
	IPC	2	1.9	1.8
	Tasso di politica	1.25	1.75	1.75
Singapore	PIL reale	3.4	3.4	3.1
	IPC	0.6	1.4	1.7
	Tasso di politica	-	-	-
Indonesia	PIL reale	5.1	5.3	5.5
	IPC	3.9	3.8	3.8
	Tasso di politica	4.25	4.75	4.75
Malesia	PIL reale	5.8	5.3	5.2
	IPC	3.8	3	2.5
	Tasso di politica	3	3.5	3.5
Filippine	PIL reale	6.6	6.4	6.2
	IPC	3.2	3.6	3.2
	Tasso di politica	3	3.5	3.5
Thailandia	PIL reale	3.8	3.9	3.7
	IPC	0.7	1.9	1.5
	Tasso di politica	1.5	1.5	2

*Previsioni

Previsioni generate con il consensus Bloomberg e la metodologia interna di Swissquote

Zone		2017* (fine periodo)	2018* (fine periodo)	2019*
Mercati emergenti - CEEMEA				
Russia	PIL reale	1.8	2.3	1.9
	IPC	3.7	3.7	4
	Tasso di politica	6	5.2	5
Polonia	PIL reale	4.3	3.8	3.5
	IPC	2	2.3	2.5
	Tasso di politica	1.5	2	2.5
Repubblica ceca	PIL reale	4.4	3.3	2.9
	IND	2.4	2.2	2
	Tasso di politica	0.5	1.25	2
Ungheria	PIL reale	3.7	3.5	3.1
	IPC	2.3	2.7	3
	Tasso di politica	0.9	0.9	0.9
Turchia	PIL reale	5.7	3.7	3.9
	IPC	11	9	8
	Tasso di politica	8	8	8
Israele	PIL reale	3.2	3.3	3.1
	IPC	0.4	0.8	1.1
	Tasso di politica	0.1	0.25	0.5
Sudafrica	PIL reale	0.8	1.5	1.4
	IPC	5.3	5.2	5.3
	Tasso di politica	6.75	6.5	6.75
Mercati emergenti - America Latina				
Brasile	PIL reale	1	3.1	3.4
	IPC	3.7	4.1	4.3
	Tasso di politica	7	7.5	8
Messico	PIL reale	2.1	1.8	2.4
	IPC	6	4.2	4
	Tasso di politica	7	7.5	8.5

*Previsioni

Previsioni generate con il consensus Bloomberg e la metodologia interna di Swissquote

Previsioni di valuta globali

Zone	4Q 18	Attuale	1Q 19	2Q 19	3Q 19	4Q 19
Valute G10 vs. Dollaro USA						
Euro	1.2	1.13	1.14	1.2	1.25	1.27
Lira sterlina	1.34					
Yen giapponese	106	113	114	110	108	106
Franco svizzero	1	0.99	1.02	0.98	0.96	0.92
Dollaro canadese	1.26	1.32	1.3	1.28	1.25	1.2
Dollaro australiano	0.84	0.71	0.73	0.76	0.79	0.8
Dollaro neozelandese	0.72	0.67	0.66	0.68	0.7	0.74
Corona danese	6.08	6.55	6.65	6.42	6.3	6.21
Corona norvegese	8.1	8.54	8.65	8.2	8.11	7.78
Corona svedese	8.1	9.09	9.2	8.77	8.63	8.2
CEEMEA						
Fiorino ungherese	260	286	295	281	269	260
Corona islandese	104	124	127	122	116	116
Zloty polacco	3.55	3.79	3.82	3.72	3.58	3.2
Rublo russo	58	67	68	64	61	57
Lira turca	3.75	5.24	5.5	5.1	4.75	4.45
Shekel israeliano	3.45	3.71	3.75	3.68	3.61	3.56
Rand sudafricano	14.8	13.87	14.52	13.32	13	12.23
AXJ						
Renminbi cinese	6.52	6.94	6.98	6.88	6.81	6.79
Hong Kong Dollar	7.8	7.82	7.82	7.82	7.82	7.82
Rupia indiana	64	70	72	69	68	66
Peso filippino	53	52.4	53	52	51	51
Dollaro di Singapore	1.37	1.37	1.36	1.36	1.36	1.36
Won sudcoreano	1080	1129	1140	1120	1110	1107
Dollaro taiwanese	29.8	30	31	30.5	30.3	29.9
Baht thailandese	32	33	33.3	32.5	32.3	32
America Latina						
Real brasiliano	3.25	3.88	4	4.1	3.8	3.8
Peso messicano	16	20.5	21	20	19	18.5

Calendario economico

Gen

22-25

**Incontro annuale del
World Economic Forum
a Davos**

23

Riunione della Bank of
Japan (BoJ)

Feb

24



Elezioni generali in Thailandia

Mar

03

Riunione di politica monetaria
della BCE



Brexit

Apr

12-14

Riunioni di primavera del Gruppo
della Banca mondiale e del FMI

19-20

Riunione della Federal
Reserve

25

Riunione della Bank of Japan

Mag



**Assemblea generale degli
azionisti di Swissquote**

23-26

Elezioni del Parlamento
europeo

*

Elezioni generali in Sudafrica

Giu

06

Riunione di politica
monetaria della BCE

18-19

Riunione della Federal Reserve

Lug

22

Summit della Nato

30

Riunione della Bank of Japan

Set

12

Riunione di politica monetaria della BCE

17-18

Riunione della Federal Reserve

Dic



10-11

Riunione della Federal Reserve

Ago

06

Risultati del primo semestre 2019
Swissquote



25-27

Vertice del G7

28-29

14° vertice annuale dei leader del G20

Ott

20

Elezioni federali in Svizzera



*

Elezioni parlamentari in Grecia

31

Riunione della Bank of Japan

Apr.

12

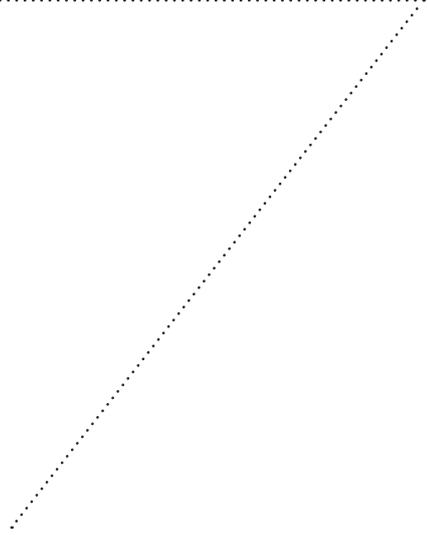
Riunione di politica monetaria della BCE

* Nessuna data confermata

Gli eventi della Fed indicati sono accompagnati da conferenza stampa. Le riunioni della BCE indicate sono accompagnate da conferenza stampa e proiezioni economiche. Gli eventi della BoJ indicati sono accompagnati dalla pubblicazione delle previsioni della banca centrale.

2

0



swissquote.eu/marketoutlook-2019

1

9

