1 MESE IN 10 IMMAGINI

Marzo 2017

Indice

1. Il miglioramento della fiducia USA non trova ancora riscontro nella realtà
2. Stati Uniti: una riforma fiscale necessaria per invertire la relazione deficit commerciale/crescita
3. Mercato immobiliare: le vendite residenziali USA balzano ai massimi da 10 anni
4. L'Europa sarebbe un paradiso (economicamente parlando) se non ci fossero le incertezze politiche
5. Un disfacimento della moneta unica sarebbe deleterio per tutti i paesi dell'eurozona

6. La solidità del CHF ostacola la crescita del PIL svizzero
7. La banca centrale brasiliana può finalmente allentare la presa
8. Bilancia commerciale cinese: da un attivo a un deficit
9. Azioni: sovraperformance del NASDAQ negli USA
10. FX: un dollaro più forte è davvero il benvenuto?



Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio Manager



Maude Mata
Senior Portfolio Manager

01

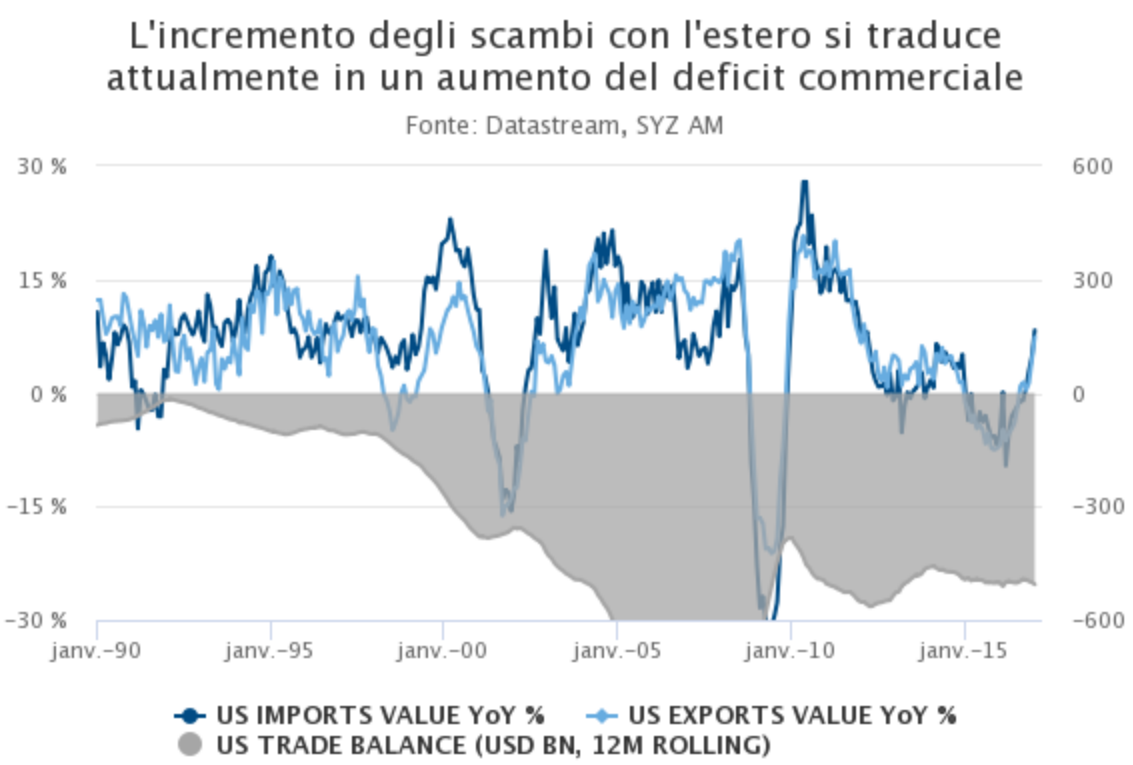
Il miglioramento della fiducia USA non trova ancora riscontro nella realtà

Negli Stati Uniti, gran parte delle indagini è ulteriormente migliorata a febbraio, indicando una marcata accelerazione della crescita del PIL USA nel primo trimestre. Il nostro indice SYZ US Domestic Activity, basato sulla fiducia di consumatori e aziende di piccole dimensioni, ha raggiunto un livello in linea con la crescita del PIL (circa il 4%).

Tuttavia, questo quadro idilliaco viene turbato dall'assenza di miglioramenti significativi nei cosiddetti "hard data", ossia i dati relativi all'effettiva spesa delle famiglie, agli investimenti delle imprese, alla produzione industriale, ecc. Secondo il modello della Fed di Atlanta, la crescita del PIL nel primo trimestre è al momento stimata all'1,2%, un ritmo non certo eccelso e in contrasto con l'attuale "entusiasmo" che circonda le prospettive di crescita negli Stati Uniti.

Ma è poco probabile che questa divergenza duri a lungo. È possibile che gli "hard data" convergano infine verso gli indicatori del sentiment, trainati dall'attuazione del promesso taglio delle imposte. Tuttavia, un potenziale ritardo o un'eventuale delusione per le riforme fiscali potrebbe anche sgonfiare il miglioramento della fiducia registrato negli scorsi mesi sulla scia dell'ottimismo.





02

Stati Uniti: una riforma fiscale necessaria per invertire la relazione deficit commerciale/crescita

Il tema del deficit commerciale USA è stato al centro della scorsa campagna presidenziale, con Donald Trump che ha promesso di riequilibrarlo introducendo dei dazi sulle importazioni. Ironia della sorte, dalla sua elezione il deficit commerciale statunitense ha continuato a crescere!

Infatti, dopo aver toccato un minimo da 5 anni a marzo 2016, le importazioni USA sono costantemente aumentate di pari passo con l'attività economica. Il loro incremento si è rivelato persino più rapido rispetto a quello delle esportazioni, con conseguente ampliamento del deficit commerciale (nel mese di gennaio è stato registrato il maggiore passivo mensile dal 2012).

Questo ci fa capire l'attuale relazione tra la crescita economica USA e il deficit commerciale: se la prima migliora, il secondo peggiora. Donald Trump è stato eletto sulla base di un programma nel quale prometteva di cambiare questa relazione. Per farlo, deve però riuscire a introdurre la controversa Border Adjustment Tax (imposta di aggiustamento alla frontiera). La capacità della nuova amministrazione di tenere fede alle sue ambiziose promesse fiscali sarà uno dei punti salienti nei prossimi mesi.

03

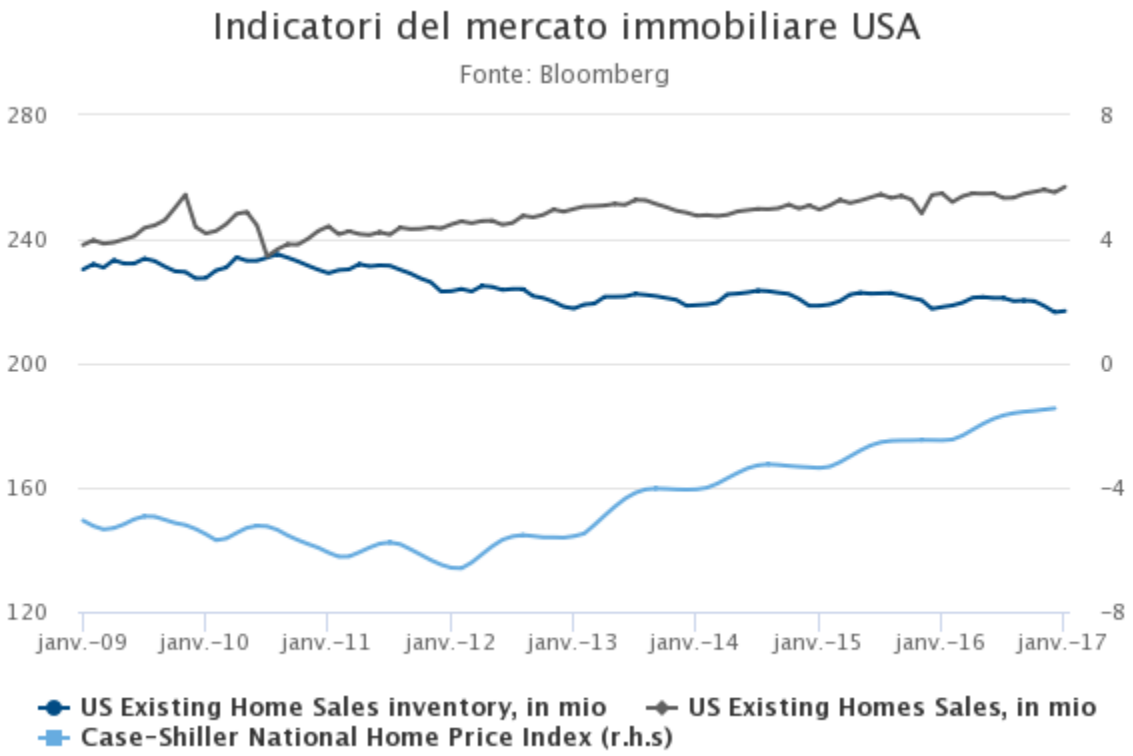
Mercato immobiliare: le vendite residenziali USA balzano ai massimi da 10 anni

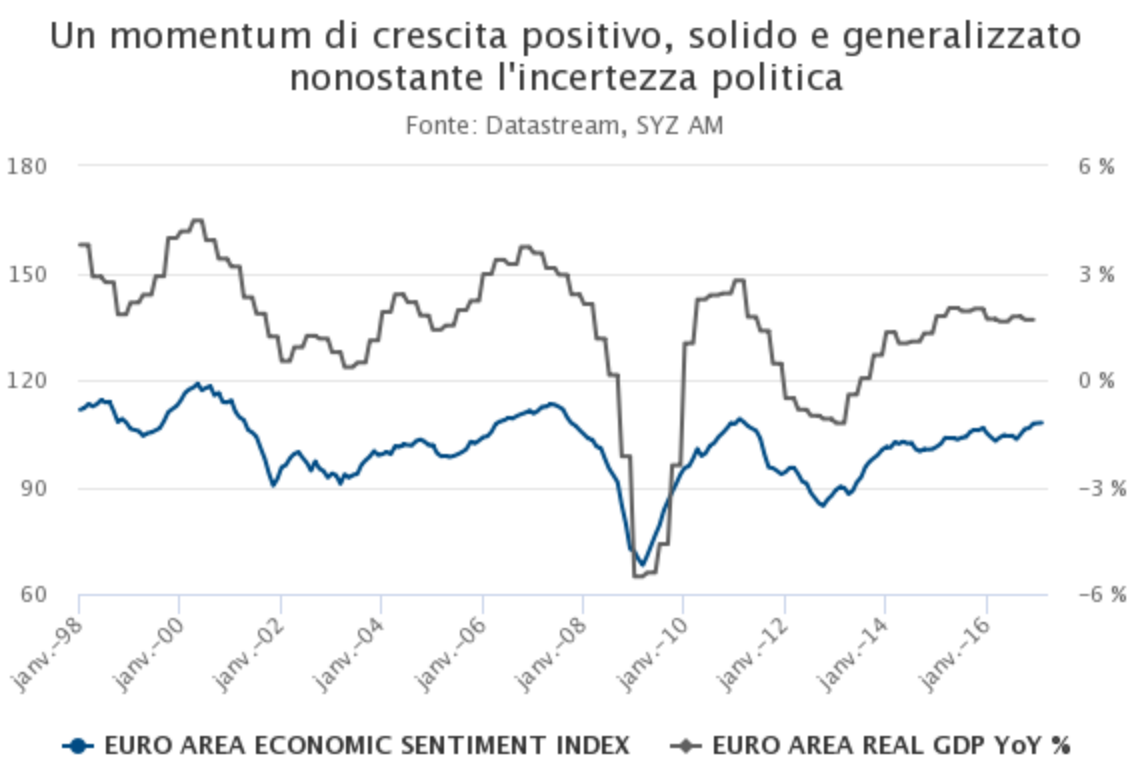
A gennaio, le vendite di abitazioni esistenti si sono rivelate superiori alle aspettative del mercato, raggiungendo il massimo livello dal 2007.

Per quanto sia i tassi dei mutui che i prezzi di acquisto siano elevati, la domanda tiene e questo indica una crescente fiducia nell'economia. La solidità della domanda potrebbe anche essere legata al fatto che gli acquirenti preferiscono usufruire degli attuali tassi d'interesse ridotti, alla luce delle maggiori probabilità di un aumento dei tassi superiore ai 25 pb.

Stando all'ultimo rapporto, le rivendite di abitazioni sono salite del 3,3% rispetto allo scorso mese, evidenziando una progressione su base annua del 3,8%. Se a questi dati si aggiunge il numero particolarmente esiguo di immobili esistenti in vendita, è normale che i prezzi delle abitazioni siano in aumento, come indicato dall'indice Case-Shiller (+5,8% su base annua).

Si prevede che, nel 2017, il mercato immobiliare statunitense manterrà la sua dinamica positiva; tuttavia, potrebbe essere esposto a rischi di ribasso, ad esempio in caso di ulteriore riduzione dell'offerta residenziale. Infatti, per raggiungere un salutare equilibrio tra domanda e offerta, è necessario che il numero di immobili in vendita aumenti.





04

L'Europa sarebbe un paradiso (economicamente parlando) se non ci fossero le incertezze politiche

Immaginate un mondo senza incertezze politiche legate alle elezioni. In un mondo del genere, l'eurozona sarebbe uno dei fiori all'occhiello dell'economia globale. Dato che il suo attuale ciclo di crescita è iniziato in ritardo rispetto alle altre economie sviluppate, l'Europa beneficia ancora di una disoccupazione in calo, una domanda latente per quanto riguarda la spesa per gli investimenti delle imprese e politiche monetarie sempre molto accomodanti.

Operando un raffronto con gli Stati Uniti, si evince che mentre in quest'ultimo paese le indagini economiche sono state sostenute DALLE aspettative di un cambiamento politico, in Europa sono migliorate costantemente NONOSTANTE prospettive politiche molto incerte. Tutte le indagini indicano, per il primo trimestre, una crescita su base annua del PIL superiore al 2%.

Al momento, le principali economie dell'eurozona crescono tutte a un ritmo maggiore del previsto e sembra che soltanto un crollo della fiducia, sulla scia di un esisto elettorale funesto, possa invertire l'attuale tendenza.

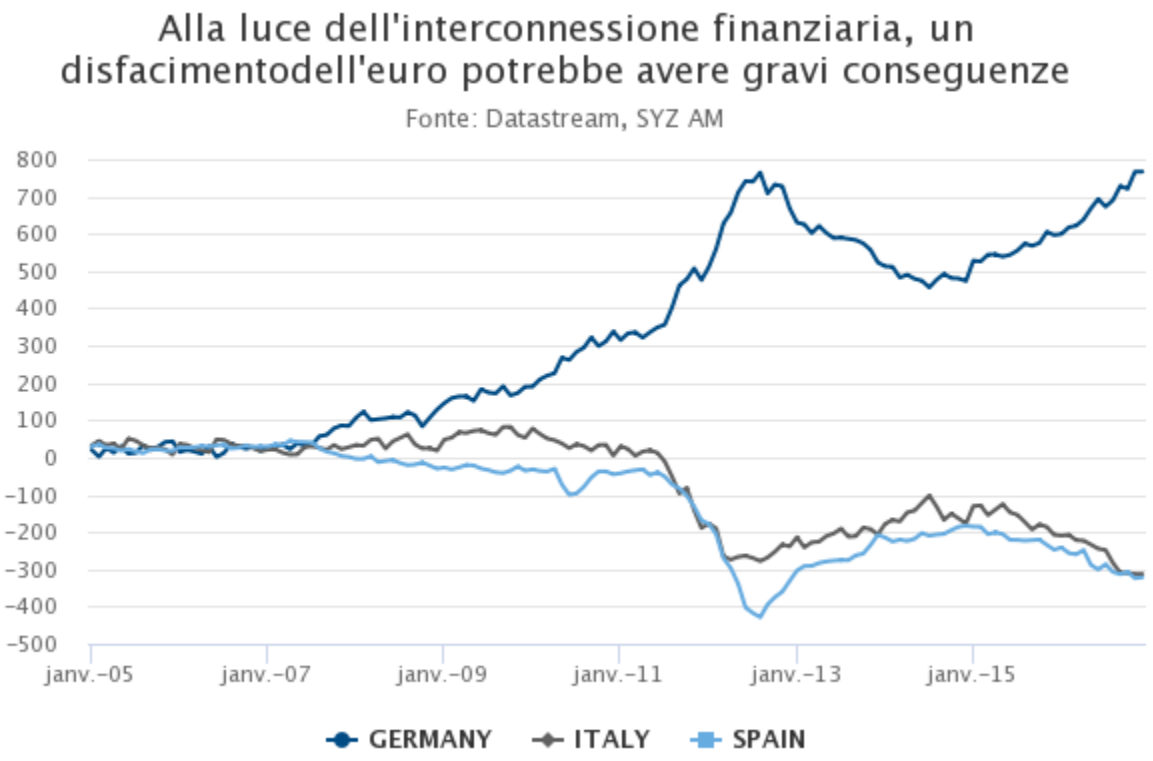
05

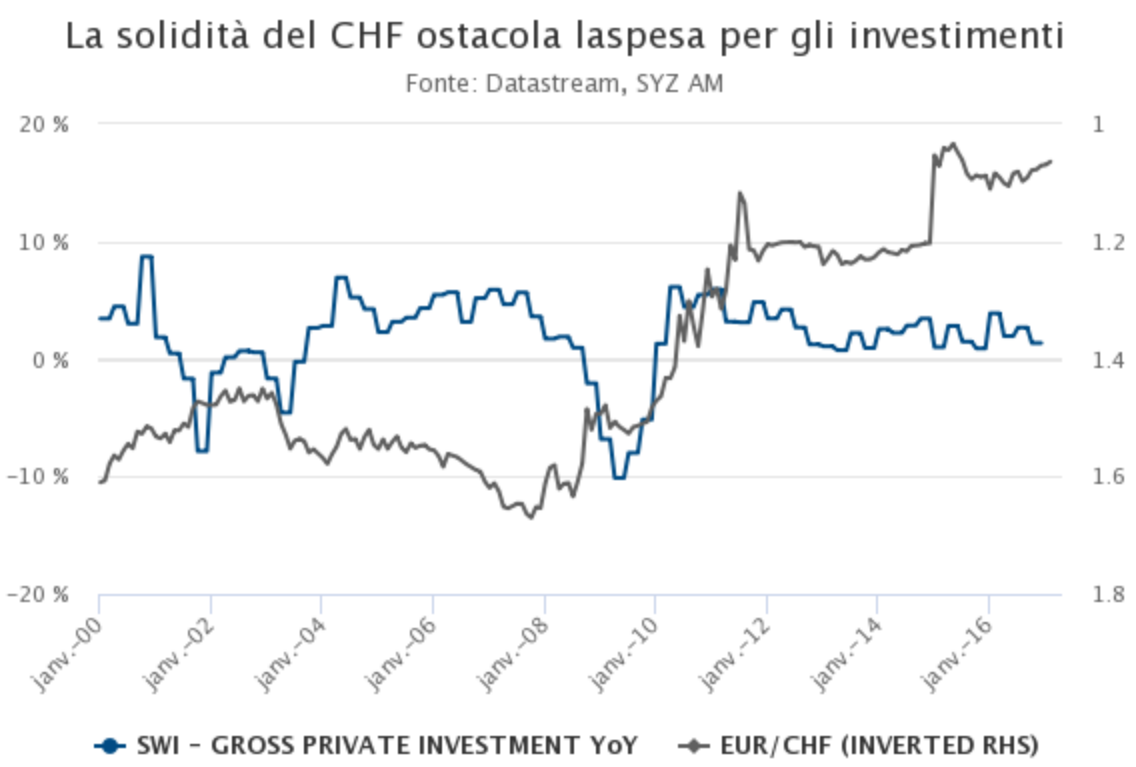
Un disfacimento della moneta unica sarebbe deleterio per tutti i paesi dell'eurozona

Le imminenti elezioni olandesi, francesi e tedesche alimentano l'incertezza sulle previsioni a breve termine dell'eurozona, alla luce dell'ascesa nei sondaggi dei partiti anti-europeisti e considerata l'esperienza del 2016, con gli inattesi voti anti-establishment nel Regno Unito e negli Stati Uniti.

Partendo da questo presupposto, vengono monitorati attentamente gli indicatori che, durante la crisi del debito pubblico nel 2011/12, avevano segnalato un crescente rischio di disfacimento della moneta unica. L'ampliamento degli squilibri Target2 è uno di questi. Si tratta di un indicatore che misura le attività o le passività che ogni paese detiene nei confronti degli altri membri dell'Eurosistema. I crediti della Germania verso gli altri Stati dell'eurozona sono aumentati, attestandosi ai livelli massimi del 2012, mentre Spagna e Italia hanno accumulato debiti.

Per quanto probabile che il recente andamento sia in parte associato all'attuale programma di QE della BCE, e non implichi necessariamente una fuga di capitali verso attivi rifugio nell'eurozona, esemplifica alla perfezione il potenziale rischio legato all'uscita di uno dei principali paesi dall'Unione europea. Se questo dovesse avvenire, le interconnessioni finanziarie tra le economie dell'eurozona sono, in questo momento, talmente estese che un simile evento avrebbe un impatto significativo anche sui paesi che resteranno nell'Eurosistema. Nonostante tale scenario resti un'eventualità remota, le sue potenziali ripercussioni non possono essere prese alla leggera.





06

La solidità del CHF ostacola la crescita del PIL svizzero

Il franco svizzero resta una spada di Damocle che pende sopra le previsioni dell'economia elvetica. È questo l'aspetto saliente che emerge dalla pubblicazione dei dati sul PIL per il quarto trimestre. L'economia svizzera ha evidenziato infatti segni di debolezza nell'ultimo trimestre dello scorso anno (+0,1%). E alla base di questa modesta attività sembra esserci proprio la solidità del CHF.

La valuta nazionale mantiene dal 2008 un trend rialzista rispetto all'euro, sostenuta dal basso utilizzo dell'avanzo delle partite correnti e dai flussi verso attivi rifugio alimentati dai timori di un disfacimento della moneta unica. Per quanto la BNS abbia cercato di contrastare con decisione questo trend, nel secondo semestre del 2016 il CHF ha ripreso a correre, dopo che il referendum sulla Brexit ha fatto riemergere il rischio politico in Europa.

Nel quarto trimestre, sia gli investimenti delle imprese che le esportazioni sono calati, compensando quasi interamente la solida crescita dei consumi. Una reazione normale (un CHF forte sostiene i consumi facendo scendere il prezzo dei beni importati) ma che negli ultimi anni sta chiaramente pesando sulla crescita degli investimenti.

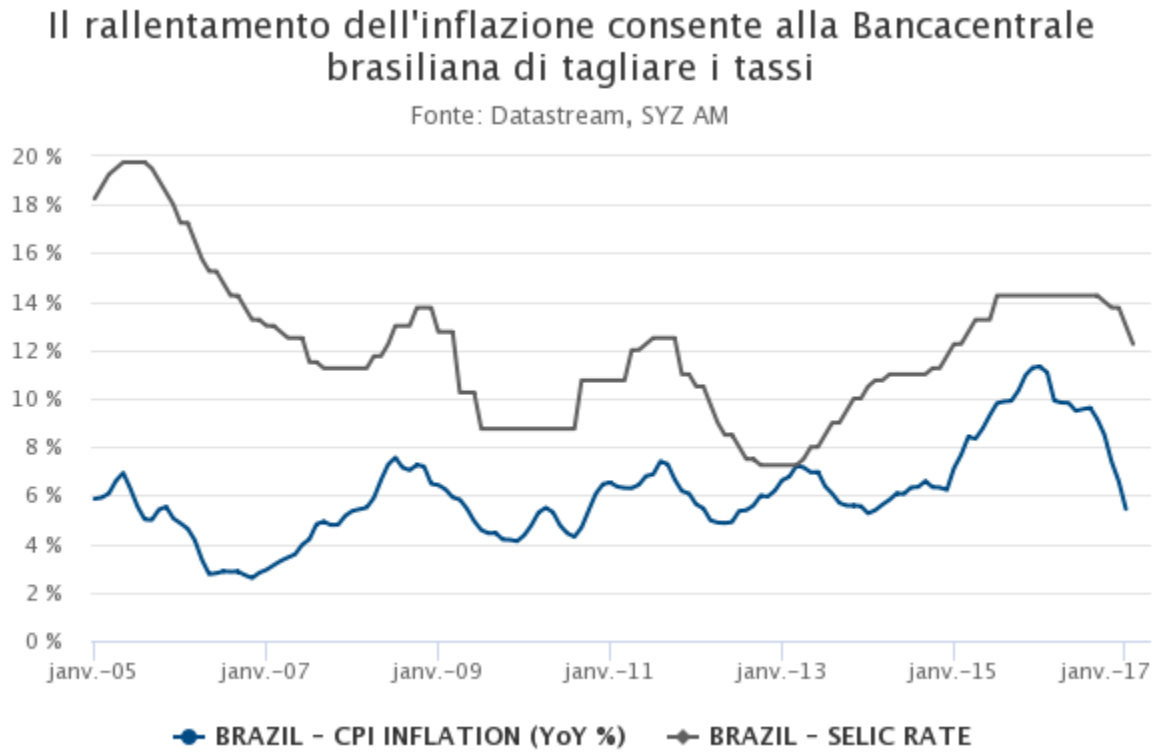
07

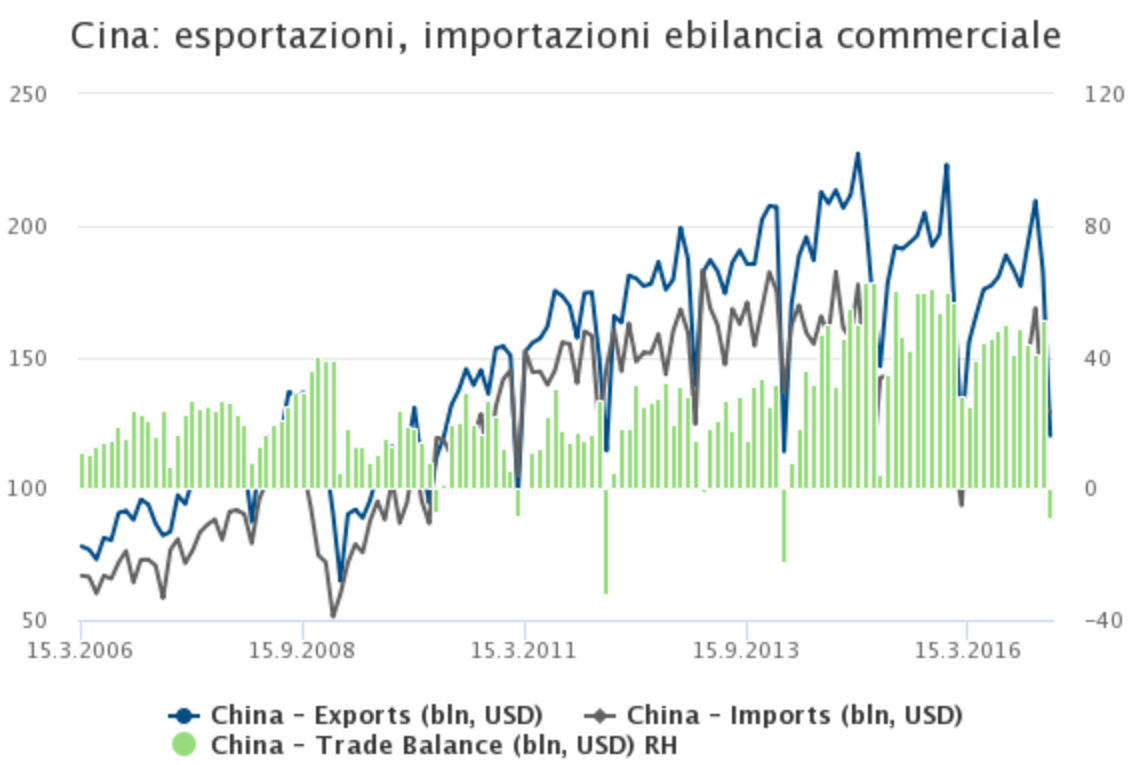
La banca centrale brasiliana può finalmente allentare la presa

A quasi un anno di distanza dall'impeachment di Dilma Rousseff, coinciso con l'apice della crisi economica, l'economia brasiliana deve ancora riprendersi dalla peggiore recessione degli ultimi 30 anni. Nel quarto trimestre, il PIL del paese è calato dello 0,9% (-8% in due anni).

Tuttavia, la tendenza è più incoraggiante e sostiene la prospettiva di un ritorno alla crescita nel 2017. L'avvicendamento politico ha contribuito a frenare il crollo della valuta e dotare il paese di un quadro fiscale strutturato teso a limitare la spesa pubblica. Di conseguenza, l'inflazione ha subito un brusco rallentamento dopo aver raggiunto valori superiori al 10%.

La banca centrale può pertanto allentare la sua politica monetaria, dopo essere stata costretta ad adottare un approccio restrittivo per frenare l'inflazione e il deprezzamento della valuta. A febbraio, la BCB ha tagliato il tasso Selic di 75 pb, estendendo il ciclo di riduzione dei tassi avviato a ottobre dello scorso anno. L'allentamento delle condizioni finanziarie, che dovrebbe proseguire nel 2017, sosterrà la graduale ripresa dell'attività economica già in atto.





08

Bilancia commerciale cinese: da un attivo a un deficit

Uno dei principali obiettivi dei funzionari cinesi è quello di riequilibrare un'economia basata su investimenti ed esportazioni in favore della domanda interna.

A febbraio, gli ultimi dati pubblicati sulle esportazioni e le importazioni hanno sorpreso il consenso, attestandosi rispettivamente al -1,3% (consenso: 14%) e al 38,1% su base annua (consenso: 20%).

La notevole crescita delle importazioni (che hanno toccato un massimo da cinque anni) ha stupito il mercato ed è dipesa dalla combinazione di molteplici fattori: maggiori prezzi delle materie prime (soprattutto il minerale di ferro, in rialzo del 27% da inizio anno), solidi investimenti ed effetto base. Le esportazioni verso Europa e Stati Uniti si sono al contrario calate del 5,6% e del 4,0% su base annua. Per la prima volta da tre anni, a febbraio la bilancia commerciale è passata pertanto da un attivo a un deficit (USD -9,2 miliardi).

Infine, in questo inizio anno l'aumento delle importazioni e alcuni solidi indici PMI (manifatturieri) suggeriscono una ripresa dell'attività cinese.

09

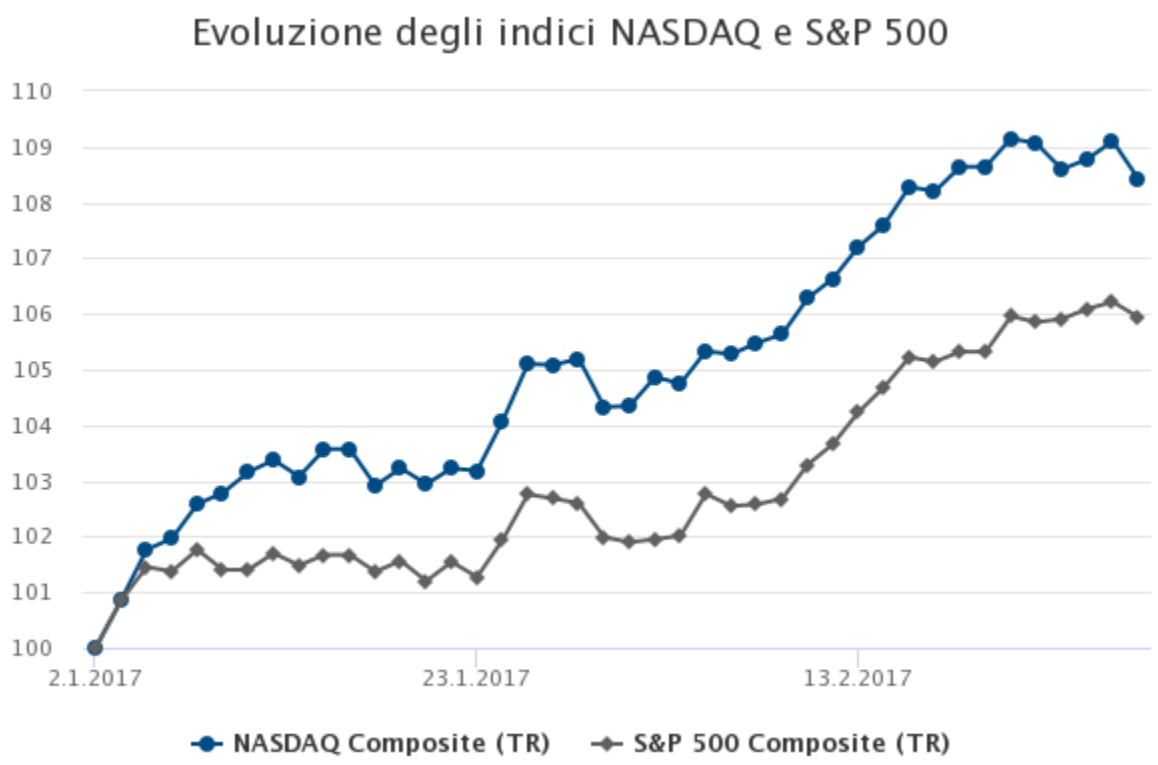
Azioni: sovraperformance del NASDAQ negli USA

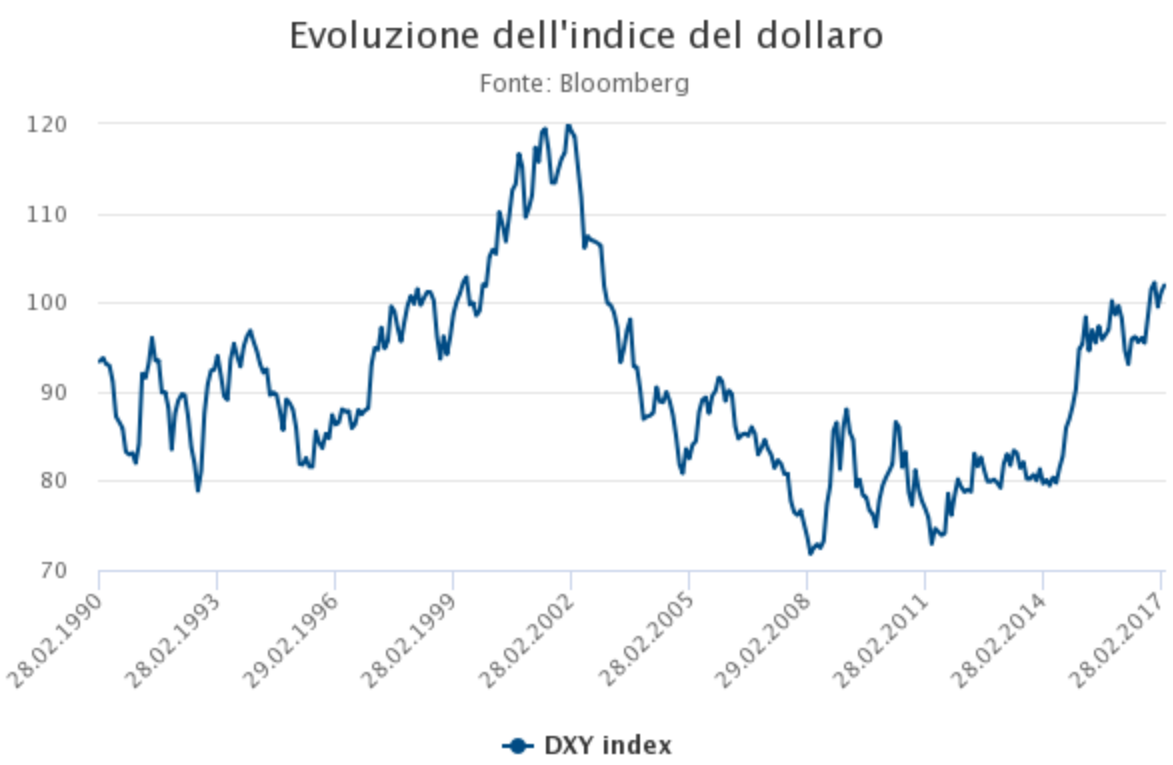
Negli ultimi anni, l'indice NASDAQ (tecnologia dell'informazione) ha conseguito performance spettacolari. L'inizio del nuovo anno non fa eccezione, con l'indice che sovraperforma l'S&P 500 del 2,5% (8,4% rispetto a 5,9%).

Dati che trovano conferma negli straordinari rendimenti di alcune società del settore: Apple +18,3%, Yahoo +18,1%, Facebook +17,8%, Tesla +17,0% e Ebay +14,2%.

In termini di valutazioni, non vi è nulla che possa giustificare questa euforia. Il rapporto prezzo/utili, vicino a 41 punti, è quasi il doppio rispetto a quello dell'indice S&P 500. Inoltre, secondo gli analisti gli utili di questo indice dovrebbero più che raddoppiare il prossimo anno.

Ovviamente, questi livelli di valutazione potrebbero rivelarsi di gran lunga inferiori, soprattutto quando si parla del NASDAQ; oltretutto, i mercati azionari statunitensi beneficiano di un sostegno in termini di politica, per gentile concessione di Donald Trump. Tuttavia, questo elevato livello di ottimismo sul mercato fa sorgere senza dubbio delle preoccupazioni.





10

FX: un dollaro più forte è davvero il benvenuto?

Gli investitori puntano su un apprezzamento del dollaro nel 2017. A giustificazione di questo scenario, adducono l'imminente aumento dei tassi negli Stati Uniti e il piano fiscale e infrastrutturale di Trump. Anche se appare evidente che la riforma fiscale possa far lievitare il dollaro, questo scenario è davvero auspicabile per gli Stati Uniti e il resto del mondo?

Il nocciolo della questione è capire se un dollaro forte favorirà o meno l'economia statunitense. In modo analogo a Reagan negli anni '80, il programma di politica interna di Trump potrebbe anche rafforzare il dollaro, ma il contesto globale è mutato. Questo è particolarmente vero se si considera il debito denominato in dollari detenuto da paesi esteri, soprattutto emergenti, che vedrebbero salire il relativo costo in caso di apprezzamento della moneta americana. Infine, qualunque variazione significativa del valore del dollaro potrebbe far vacillare il fragile equilibrio su cui si regge.

Disclaimer

Il presente documento di marketing è stato redatto dal Gruppo Syz (di seguito denominato «Syz»). Esso non è destinato alla distribuzione o all'utilizzo da parte di persone fisiche o giuridiche cittadini o residenti in uno Stato, un Paese o una giurisdizione le cui leggi applicabili ne vietino la distribuzione, la

pubblicazione, l’emissione o l’utilizzo. Spetta unicamente agli utenti verificare che siano legalmente autorizzati a consultare le informazioni nel presente. Il presente materiale ha esclusivamente finalità informative e non deve essere interpretato come un’offerta o un invito per l’acquisto o la vendita di uno strumento finanziario, o come un documento contrattuale. Le informazioni fornite nel presente non sono intese costituire una consulenza legale, fiscale o contabile e potrebbero non essere adeguate per tutti gli investitori. Le valutazioni di mercato, le durate e i calcoli contenuti nel presente rappresentano unicamente stime e sono soggetti a variazione senza preavviso. Si ritiene che le informazioni fornite siano attendibili; tuttavia, il Gruppo Syz non ne garantisce la completezza o l’esattezza. I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.