

# Take the profit and run?

Raiffeisen Economic Research

economic-research@raiffeisen.ch

Tel. +41 (0)44 226 74 41



La settimana scorsa in una tavola rotonda con gli specialisti agli investimenti mi ha sorpreso nuovamente quanto ambivalente sia il *sentiment* di questi osservatori della borsa altamente dotati. Nessuno di loro era a proprio agio, considerato che la durata del boom delle azioni, le valutazioni elevate e il fatto che molto sia

dovuto alla politica monetaria scatenano da tempo un certo disagio anche dentro di me. Negli USA il mercato azionario seguita invariabilmente a segnare un record dopo l'altro e anche le borse in Europa hanno avviato un *catch-up*.

Nel dibattito non si è paventato alcun crollo, né quantomeno una dolorosa correzione. Le azioni restano l'unica alternativa, la congiuntura globale continua tuttora a sostenere la ripresa e la normalizzazione della politica monetaria, per quel che può significare, viene attuata con cautela cosicché non ne derivi alcun pericolo per i mercati. Questi argomenti suonano tutti quanti plausibili, solo che ormai li sentiamo già da tempo. Negli ultimi due anni i rendimenti delle obbligazioni sono leggermente aumentati, ma i dividendi delle azioni restano tuttora più allettanti. Per quanto riguarda la congiuntura è un po' più complicato, ma di questo parleremo dopo. Mi lascia perplesso il fatto che un rialzo azionario nel primo e nell'ultimo anno del ciclo economico sia spesso particolarmente marcato. Pertanto, è alquanto possibile che attualmente stiamo assistendo alla ripetizione di questo schema, dato che dopo vari anni già molto positivi il mercato azionario globale ha registrato di nuovo un incremento estremamente considerevole. I rischi, soprattutto la questione del sovraindebitamento e varie domande aperte sugli esperimenti globali in materia di politica monetaria, bastano sostanzialmente a non escludere a priori una correzione, e per inciso, una dolorosa correzione.

## Esageratamente ad alta quota

Storicamente le valutazioni sono a una quota talmente elevata, che la congiuntura non deve soltanto rimanere allo stesso livello, bensì anche aumentare ulteriormente per giustificare il buon *sentiment* del mercato. Obiettivo che diventa estremamente difficile. Le condizioni quadro dell'economia mondiale non sono più state così convenienti da molto tempo. La congiuntura globale è ampiamente sostenuta e la ripresa va più o meno di pari passo. La maggior parte dei Paesi in via di sviluppo hanno ritrovato un equilibrio e l'economia mondiale sembra nel complesso solida. Quindi da dove dovrebbero arrivare gli ulteriori impulsi? In Cina gli indicatori segnalano di nuovo un rallentamento per l'anno prossimo. Il governo comu-

nista non può seguire a stimolare la crescita attraverso il debito. Negli USA preoccupa ancora il fatto che il ciclo congiunturale sia già in una fase ampiamente avanzata, nonostante i tassi siano a un livello tipico della fase iniziale di una ripresa economica. Ciò non presagisce di certo una recessione, ma già un marcato rallentamento potrebbe destabilizzare i mercati. Forse la riduzione delle imposte, attualmente tanto dibattuta dai repubblicani, potrebbe rappresentare soltanto un fuoco di paglia, almeno fintanto che non venga attuata effettivamente. Ma chi si chiede come questa operazione possa essere finanziata? Sono ancora molti a non capire che anche nell'Eurozona la congiuntura si mette in bella mostra già da tempo. Da ben tre anni l'economia cresce del 2% circa, ossia a un tasso non spettacolare, ma di sicuro leggermente sopra al potenziale. Anche per quanto riguarda la crescita non vi è più molto margine di rialzo e nel 2018 il ritmo di espansione dovrebbe di nuovo diminuire. Al momento le previsioni per la crescita globale nel 2018 sono più basse rispetto a quelle del 2017. Infatti, il denaro non può continuare a crescere sugli alberi.

## Aspettative esagerate

Affinché non si verifichino amare delusioni sui mercati, è necessario che vi siano sorprese positive sul fronte degli utili societari. Anche in questo ambito si delinea un quadro analogo, poiché diventa sempre più difficile soddisfare le aspettative pretenziose. Nello scorso terzo trimestre la stagione degli utili è stata fundamentalmente positiva e la tendenza al rialzo permane tuttora intatta. Tuttavia, sempre più singoli titoli registrano flessioni a causa delle aspettative troppo elevate. Ad esempio in Svizzera hanno accusato una contrazione i titoli di Roche e Geberit. Entrambi sono stati penalizzati in borsa, sebbene di fondo presentino cifre trimestrali ordinarie.

## Acquisti a credito

Ma va segnalato anche un altro aspetto in questo scenario. A segnare record assoluti negli USA non sono solo le azioni, ma anche i debiti che gli investitori assumono presso i broker al fine di acquistare titoli a credito. Alla fine del terzo trimestre, la somma del cosiddetto *margin debt* si situava alla cifra astronomica di 559 miliardi di dollari, ossia a un livello quasi pari al prodotto interno lordo svizzero. Di conseguenza il *leverage* (indebitamento) risulta essere il doppio rispetto a quello del picco della bolla tecnologica di 17 anni fa. Persino poco prima dello scoppio della crisi finanziaria del 2007/2008 il volume dei crediti per gli acquisti azionari era decisamente inferiore. Ma anche in rapporto al prodotto interno lordo, l'indebitamento è attualmente a un livello più elevato che mai. Gli acquisti azionari finanziati a credito ammontano a pressoché il 3% delle prestazioni economiche americane. Questo è a dir poco preoccupante. Se i corsi azionari accusano un calo, l'investitore che ha finanziato le proprie allocazioni a credito è obbligato ad effettuare ver-

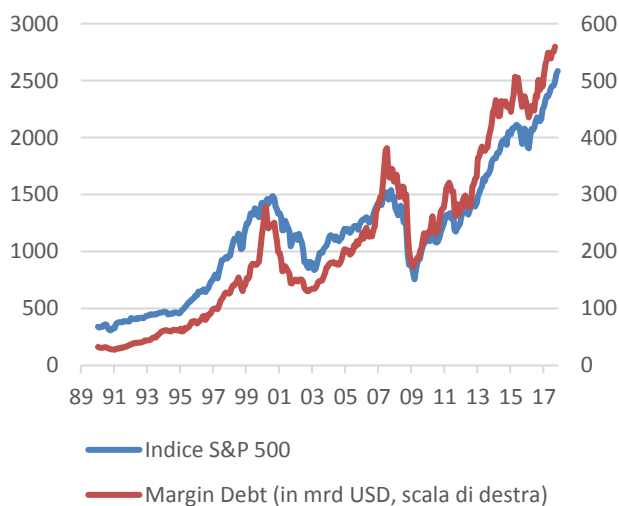
# Take the profit and run?

**Raiffeisen Economic Research**  
 economic-research@raiffeisen.ch  
 Tel. +41 (0)44 226 74 41

samenti aggiuntivi e a determinate circostanze deve acquistare le proprie posizioni azionarie; aspetto questo che può portare rapidamente verso una spirale al ribasso estremamente pericolosa. Il *margin debt* non è un indicatore precoce esatto, considerato che il *leverage* si situa a un livello elevato già da molto tempo senza che si sia verificata una correzione consistente. Il *leverage* è però una delle grandi cifre degli elementi cosiddetti imprevedibili, i quali mettono in discussione la fiducia quasi cieca nei confronti della borsa. Pertanto, realizzare i profitti non è un cattivo consiglio, e in merito siamo tutti unanimi nella tavola rotonda.

## Martin Neff, Economista capo di Raiffeisen

### Mercato azionario USA e *leverage*



### *Margin debt* in % del PIL USA a livello record



# Take the profit and run?

---

## Importanti note legali

### Esclusione di offerta

I contenuti della presente pubblicazione vengono forniti esclusivamente a titolo informativo. Essi non costituiscono dunque né un'offerta agli effetti di legge né un invito o una raccomandazione all'acquisto, ovvero alla vendita, di strumenti di investimento. La presente pubblicazione non rappresenta né un annuncio di quotazione né un prospetto di emissione ai sensi dell'art. 652a o dell'art. 1156 CO. Le condizioni complete applicabili e le avvertenze dettagliate sui rischi relativi a questi prodotti sono contenute nel rispettivo prospetto di quotazione. A causa delle restrizioni legali in singoli paesi, tali informazioni non sono rivolte alle persone la cui nazionalità o il cui domicilio si trovi in un paese in cui l'autorizzazione dei prodotti descritti nella presente pubblicazione sia soggetta a limitazioni.

La presente pubblicazione non ha lo scopo di offrire all'investitore una consulenza in materia d'investimento e non deve essere intesa quale supporto per le decisioni d'investimento. Gli investimenti qui descritti dovrebbero essere effettuati soltanto dopo un'adeguata consulenza Clientela privata e/o dopo l'analisi dei prospetti informativi di vendita vincolanti. Decisioni prese in base alla presente pubblicazione avvengono a rischio esclusivo dell'investitore.

### Esclusione di responsabilità

Raiffeisen Svizzera società cooperativa intraprenderà tutte le azioni opportune atte a garantire l'affidabilità dei dati presentati. Raiffeisen Svizzera società cooperativa non fornisce tuttavia alcuna garanzia relativamente all'attualità, all'esattezza e alla completezza delle informazioni contenute in questa pubblicazione.

Raiffeisen Svizzera società cooperativa non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite o danni (diretti, indiretti e consecutivi), causati dalla distribuzione della presente pubblicazione o dal suo contenuto oppure legati alla sua distribuzione. In particolare, non si assume alcuna responsabilità per le perdite derivanti dai rischi intrinseci ai mercati finanziari.

### Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria

La presente pubblicazione non è il risultato di un'analisi finanziaria. Le «Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria» dell'Associazione Svizzera dei Banchieri (ASB) non trovano pertanto applicazione in questa pubblicazione.

---