

Gennaio 2021

## Tassi d'interesse e obbligazioni

Perdenti reali

### USA

- I dati economici USA continuano a sorprendere in positivo, nonostante il numero record di infezioni e l'aumento delle misure di contenimento regionali.
- Con la conferma dell'elezione di Joe Biden e la nomina di Janet Yellen alla guida del Tesoro USA, ci aspettiamo un sostegno monetario e fiscale continuo e perlopiù coordinato.

### Eurozona

- Malgrado l'inasprimento delle misure di contenimento, l'approccio più mirato ha contribuito a evitare un netto rallentamento dell'attività economica, infatti a dicembre gli indici PMI sono già tornati in territorio espansivo.
- Come previsto, a dicembre la BCE ha ampliato il programma di acquisti per l'emergenza pandemica di 500 miliardi di euro e ha apportato lievi modifiche agli altri strumenti. Intanto, l'UE lavora ancora all'attuazione del suo pacchetto di sostegno.

### Regno Unito

- Le prospettive economiche a breve termine del RU restano fosche. Neanche un accordo commerciale con l'UE in extremis scongiurerebbe intoppi negli scambi nel T1. Inoltre, il numero di infezioni da COVID-19 resta elevato e rende necessarie ulteriori misure di contenimento.
- Revocando il divieto di distribuzione dei dividendi bancari, la BoE ha dimostrato di avere più fiducia nella ripresa, ma se le trattative con l'UE fallissero ci aspetteremmo ulteriori misure di stimolo.

### Svizzera

- La seconda ondata della pandemia è stata violenta, ma finora le misure relativamente blande e mirate hanno attenuato gli effetti sull'economia e sul mercato del lavoro.
- La netta ripresa dell'economia mondiale nel secondo semestre ha alleviato le pressioni al rialzo sul CHF, riducendo la necessità di interventi valutari della BNS.

### Potenziale di rialzo esaurito considerando l'inflazione attesa



MACROBOND

Sembrava impossibile che il 2020 potesse rivelarsi un anno positivo per le obbligazioni nel pieno di una pandemia che ha causato un rallentamento economico inaudito, eppure appena nove mesi dopo è successo. Gli spread creditizi sono vicini a minimi di febbraio e i rendimenti complessivi sono già nettamente inferiori. Per la prima volta le obbligazioni societarie USA non compensano più gli investitori per l'inflazione attesa (cfr. grafico). Intanto, il debito con rendimenti negativi ha raggiunto un record di 18,3 bilioni di USD in tutto il mondo. Forse le obbligazioni sono costose, ma possono diventare ancora più sopravvalutate, dato che le banche centrali continuano a immettere liquidità e i Paesi sviluppati elaborano nuovi piani fiscali. Inoltre, la crescita economica reale accelera a livello globale e, con l'abbondante liquidità ancora parcheggiata nei fondi monetari, i fattori tecnici e i fondamentali fanno presagire un ulteriore calo dei rendimenti. Tuttavia, i rischi per il mercato obbligazionario aumentano. In caso di netta accelerazione della crescita e soprattutto dell'inflazione, gli investitori metteranno in discussione il sostegno in apparenza illimitato delle banche centrali. Con il mercato inondato di liquidità, la possibilità di bruschi crolli non può essere ignorata. Prevedendo un contesto ancora favorevole almeno per i prossimi tre mesi, manteniamo il sovrappeso sul rischio di credito e il sottopeso di duration.

## Titoli azionari

Un rally e una rotazione settoriale

### USA

- Le incertezze immediate legate alle elezioni USA sono perlopiù superate e, stando ai dati economici, gli Stati Uniti sono in condizioni migliori rispetto ad altri Paesi, infatti gli indici PMI continuano a segnalare un'espansione.
- Nuove restrizioni dovute all'aumento dei casi di COVID-19 e il ballottaggio del 5 gennaio in Georgia potrebbero causare volatilità a breve termine, ma è probabile che i mercati guardino oltre il rumore e continuino ad "acquistare sui minimi".
- Nel 2021 la ripresa economica dovrebbe favorire i segmenti del mercato azionario più penalizzati durante la pandemia, ossia le piccole e medie imprese e i settori non tecnologici.

### Eurozona

- Le restrizioni sempre più severe per contrastare la pandemia frenano l'attività economica nell'Eurozona nel breve termine. Tuttavia, la prospettiva di una vaccinazione ad ampio spettro ha migliorato notevolmente le prospettive economiche dopo i mesi invernali e ciò dovrebbe sostenere le borse.
- Il mercato dell'Eurozona dovrebbe trarre particolare beneficio dalla rotazione settoriale in atto, dato che molti suoi segmenti sono stati assai colpiti dalla pandemia.

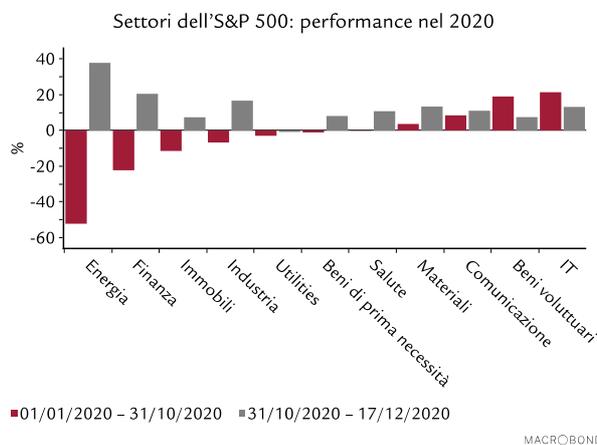
### Regno Unito

- I mercati finanziari scontano ancora perlopiù un esito positivo dei negoziati per la Brexit e il RU è il primo Paese sviluppato ad avviare una vaccinazione ad ampio spettro. Le azioni britanniche hanno quindi recuperato parte della netta sottoperformance da inizio anno.
- Nonostante la ripresa prevista nel 2021, il RU rimarrà il Paese sviluppato con l'output gap più ampio, a parte forse la Spagna. Restiamo quindi prudenti nei confronti del mercato britannico.

### Svizzera

- Negli ultimi due mesi, in un contesto di netta propensione al rischio, la borsa svizzera ha sottoperformato per via della sua natura difensiva.
- Salvo svolte improvvise, è improbabile che la situazione cambi a breve, quindi il mercato azionario svizzero potrebbe sottoperformare altre regioni. Tuttavia, i titoli ciclici dovrebbero evidenziare un'elevata correlazione con il resto del mondo, partecipando al trend positivo atteso.

### Le notizie sui vaccini hanno avviato una rotazione settoriale



Dopo le elezioni USA e le buone notizie sui vaccini ha avuto inizio un vigoroso rally del mercato azionario. A novembre l'Europa ha registrato la performance mensile migliore in assoluto, con l'Euro Stoxx 50 in rialzo del 18%. Le borse USA sono rimaste indietro, ma la loro performance di novembre 2020 è stata comunque la migliore dal 1928. La rotazione settoriale avviata dalle buone notizie sui vaccini è stata particolarmente notevole. Negli USA, a fine ottobre la divergenza di performance tra i settori aveva raggiunto ben il 73%, con l'energia in calo del 52% e l'informatica in rialzo del 21% (cfr. grafico), ma nelle ultime settimane si è ridotta. Dopo le notizie sui vaccini, quasi tutti i titoli che avevano subito una correzione durante la crisi causata dal COVID-19 hanno recuperato terreno.

Il rally delle azioni è proseguito nella prima metà di dicembre e ci aspettiamo che la dinamica positiva continui nei prossimi tre mesi. Le valutazioni azionarie appaiono elevate, ma permangono tutti i fattori d'impulso: le misure di sostegno monetario e fiscale, i minori rischi politici, l'assenza di alternative con rendimenti elevati nell'universo d'investimento e soprattutto le prospettive di crescita più favorevoli per il 2021. Il problema è che questa idea è ampiamente condivisa dagli operatori di mercato, il che aumenta il rischio di una correzione in caso di notizie negative (ad es. intoppi nei programmi di vaccinazione). Tuttavia, alla luce dell'abbondante liquidità sul mercato e del sostegno delle banche centrali, crediamo che gli investitori vedranno un'eventuale correzione come un'opportunità d'acquisto. La tendenza ad "acquistare sui minimi" sembra quindi destinata a proseguire.

## Valute

Verso la fine della correzione dell'USD

### USA

- Dicembre ha seguito la scia di novembre, con un'inarrestabile correzione dell'USD che mentre scriviamo ha riportato l'indice DXY ai livelli di inizio 2018.
- La politica sempre accomodante della Fed, la notevole propensione al rischio sui mercati finanziari e i dati economici USA meno favorevoli a dicembre hanno indebolito ulteriormente l'USD. Tuttavia, nel T1 prevediamo un'inversione di tendenza delle dinamiche economiche e un rinnovato vigore dell'USD.

### Eurozona

- Dall'inizio di novembre, con il miglioramento delle prospettive di crescita globale le valute cicliche hanno recuperato terreno. Tra le divise dei mercati sviluppati, in quel periodo solo l'AUD e il NZD hanno sovraperformato l'EUR.
- L'EUR è stato favorito anche dai dati economici, in particolare dagli indici PMI di dicembre superiori alle attese. Tuttavia, nell'Eurozona l'output gap è ancora enorme e nel 2021 la regione dovrebbe nuovamente sottoperformare gli USA, con nuove pressioni sull'EUR.

### Regno Unito

- La GBP rimane ben sostenuta in quanto i mercati, come noi, prevedono ancora un accordo commerciale in extremis tra UE e RU.
- Crediamo che nei prossimi tre mesi la GBP si stabilizzerà nei confronti dell'EUR, ma si deprezzerà rispetto all'USD, in linea con il nostro giudizio positivo su quest'ultimo.

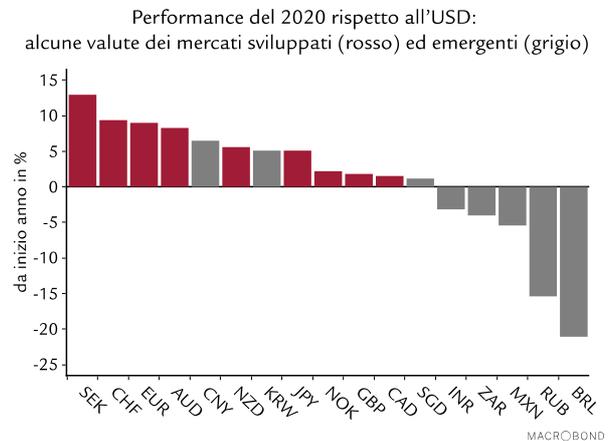
### Svizzera

- Il CHF evidenzia un andamento laterale rispetto all'EUR. Il calo dei rischi politici globali, il maggiore ottimismo sulla crescita e persino la notizia che la Svizzera è stata definita "manipolatrice valutaria" dal Tesoro USA hanno avuto un effetto sorprendentemente limitato sul tasso di cambio.
- Manteniamo un giudizio neutrale sulla coppia EUR/CHF, ma prevediamo un indebolimento del CHF rispetto all'USD.

### Giappone

- Dopo il netto apprezzamento rispetto all'USD, prevediamo un'inversione di tendenza nel T1, in linea con il nostro giudizio nel complesso positivo sull'USD.

### USD: la valuta più debole dei mercati sviluppati a fine 2020



Il 2020 è stato un anno atipico sui mercati dei cambi. Dopo due anni di apprezzamento, l'indice DXY ha raggiunto il picco a marzo, per poi perdere terreno nel resto dell'anno e tornare sui livelli di inizio 2018 mentre scriviamo. Il nostro pessimismo verso l'USD nel marzo 2020, ascrivibile perlopiù alla perdita del vantaggio della valuta in termini di tasso ("carry"), si è quindi dimostrato corretto. Infatti, l'USD si è indebolito rispetto alle principali divise dei mercati sviluppati e da inizio anno SEK, CHF ed EUR hanno sovraperformato. GBP, CAD e NOK sono state le valute più deboli dei mercati sviluppati dopo l'USD, per via dei bassi prezzi dell'energia e, nel caso della GBP, della continua incertezza riguardo alla Brexit. Il 2020 è stato un anno difficile anche per le divise dei mercati emergenti, salvo per quelle asiatiche: CNY, KRW e SGD si sono apprezzati rispetto all'USD. Questi Paesi hanno beneficiato strutturalmente della loro solida posizione con l'estero (ossia dell'avanzo di conto corrente) e ciclicamente della loro netta sovraperformance economica.

Per il 2021 gran parte degli analisti prevede una persistente debolezza dell'USD. Noi la pensiamo diversamente. Dopo la violenta correzione ci aspettiamo una stabilizzazione dell'USD nel breve termine e un lieve apprezzamento nel T1, perlopiù poiché prevediamo una sovraperformance economica degli USA, soprattutto rispetto all'Europa. Ciò significa che la Federal Reserve potrebbe essere la prima banca centrale a segnalare la necessità di una politica meno accomodante a medio termine, mentre la BCE sembra impantanata nella sua politica monetaria ultra-espansiva. Infine, il posizionamento speculativo nell'USD nei mercati valutari è decisamente negativo, il che di norma è considerato un indicatore contrarian.

## Swiss Life Asset Managers



**Marc Brütsch**  
**Chief Economist**  
marc.bruetsch@swisslife.ch  
 @MarcBruetsch



**Michael Klose**  
**CEO Third-Party Asset Management**  
michael.klose@swisslife.ch

### Avete delle domande o desiderate registrarvi per ricevere questa pubblicazione?

Inviare un'e-mail all'indirizzo [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Per informazioni più dettagliate vi invitiamo a visitare il nostro sito [web:www.swisslife-am.com/research](http://web:www.swisslife-am.com/research).



#### Approvata e pubblicata da Swiss Life Asset Management SA, Zurigo

Swiss Life Asset Managers può aver messo in atto o aver sfruttato le raccomandazioni relative alle ricerche prima che le stesse siano state pubblicate. Per quanto i contenuti del presente documento siano basati su fonti di informazione ritenute attendibili, non può esserne garantita né l'accuratezza né la completezza. Il presente documento contiene affermazioni previsionali basate sulle nostre stime, aspettative e proiezioni presenti. Non siamo tenuti ad aggiornare o riesaminare tali affermazioni. I risultati effettivi possono differire sostanzialmente da quelli anticipati nelle affermazioni previsionali.

**Francia:** la presente pubblicazione è distribuita in Francia da Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Parigi ai clienti e ai clienti potenziali. **Germania:** la presente pubblicazione è distribuita in Germania da Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Colonia, da Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Filiale in Germania, Hochstrasse 53, D-60313 Francoforte sul Meno e da BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlino. **Regno Unito:** la presente pubblicazione è distribuita nel Regno Unito da Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, Londra W1T 3PT. **Svizzera:** la presente pubblicazione è distribuita in Svizzera da Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurigo.