

Febbraio 2021

Tassi d'interesse e obbligazioni

Il tema della reflazione è in atto

USA

- La fine del 2020 è stata difficile per i dati economici USA, ma il 2021 è iniziato su una nota assai positiva, con la distribuzione degli assegni previsti dal piano di stimolo di dicembre. I sondaggi sono rimasti favorevoli e la ripresa della produzione industriale è proseguita.
- Ora che il governo è interamente in mano ai democratici, vi sono buone possibilità di un ulteriore stimolo fiscale. Oltre all'orientamento accomodante della Federal Reserve, i mercati scontano prospettive di crescita e d'inflazione più elevate.

Eurozona

- La nuova variante del coronavirus ha costretto i governi ad attuare restrizioni ancora più severe che frenano l'attività economica, ma i danni sono molto meno gravi che durante la prima ondata.
- Alla riunione di gennaio la BCE non ha annunciato interventi, ma la presidente Lagarde ha assunto toni più restrittivi del previsto mentre la ripresa economica prosegue. Alla luce dei programmi di acquisti di titoli ancora consistenti, per ora non ci aspettiamo ulteriori misure.

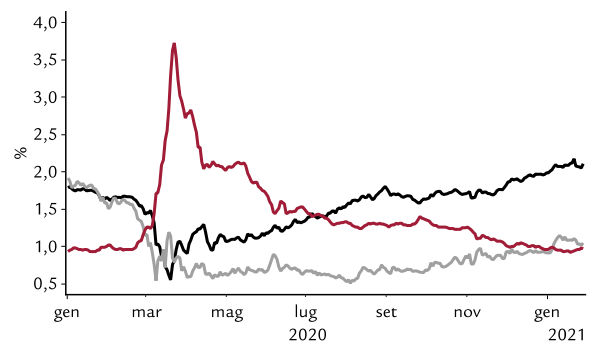
Regno Unito

- Dopo il raggiungimento di un'intesa in extremis, il RU è uscito dall'UE con un accordo commerciale limitato. La fine dell'incertezza nel settore manifatturiero potrebbe sbloccare i piani d'investimento accantonati nel 2021.
- Il riacutizzarsi della pandemia e un lockdown tra i più severi in Europa potrebbero indurre la Bank of England ad allentare ulteriormente la sua politica monetaria.

Svizzera

- L'economia svizzera dovrebbe tornare ai livelli pre-crisi già nel 2021, prima di quasi tutti gli altri Paesi europei.
- La notevole propensione al rischio sui mercati finanziari ha ridotto i flussi verso i beni rifugio in CHF e la necessità di interventi della BNS.

Le aspettative d'inflazione sono tornate alla normalità



— Spread del credito investment grade USA (Bloomberg Barclays Aggregate)
— Rendimento dei titoli di Stato decennali USA
— Inflazione di pareggio USA a 10 anni

MACROBOND

L'era Trump è finita, ma, com'è nel suo stile, l'ex presidente non è uscito di scena con sobrietà. Dopo mesi di tweet su brogli elettorali infondati, ha creato un'atmosfera esplosiva che è sfociata nell'assalto al Campidoglio USA per mano dei suoi sostenitori. Tuttavia, i mercati sono rimasti del tutto indifferenti a questa agitazione. La proposta del presidente Biden di un nuovo piano fiscale da 1,9 Bn. di USD (8,8% del PIL) e la conferma di Janet Yellen, l'accomodante ex presidente della Fed, alla guida del Tesoro USA hanno entusiasmato i mercati. Nel Paese i rendimenti dei Treasury sono aumentati, gli spread si collocano intorno ai minimi pre-crisi e le aspettative d'inflazione hanno raggiunto livelli che non si registravano dal 2018 (cfr. grafico). Quindi cosa ci riserva il 2021? I fondamentali creditizi sono senz'altro deboli e le valutazioni molto elevate, ma il contesto tecnico è ancora troppo solido perché gli spread aumentino nel breve termine. Ciò detto, non pensiamo che il 2021 sarà privo di ostacoli per i mercati. Le valutazioni di quasi tutte le classi di attivi appaiono eccessive in termini storici e, dati i numerosi rischi al ribasso, alcune correzioni temporanee saranno inevitabili. Crediamo quindi che in questo contesto l'agilità e un'efficace selezione delle emissioni saranno essenziali. Per ora manteniamo il nostro lieve sovrappeso sul rischio di credito e il sottopeso sulla duration, ma ciò potrebbe cambiare molto rapidamente.

Titoli azionari

Sarà più rapida la mutazione o la vaccinazione?

USA

- Malgrado le speranze di nuovi stimoli fiscali e il crescente slancio della campagna di vaccinazione, da inizio anno le azioni USA hanno lievemente sotto-performato il benchmark globale, che è stato sostenuto perlopiù dall'ottima performance delle azioni dei mercati emergenti.
- Restiamo cautamente ottimisti riguardo ai titoli USA, soprattutto perché grazie agli stimoli fiscali l'economia del Paese dovrebbe continuare a sovraperformare quella europea nella prima metà del 2021. Il piano di stimolo fiscale proposto incontrerà senz'altro qualche ostacolo che potrebbe causare volatilità a breve termine, ma quasi tutti gli osservatori si aspettano che venga approvato dal Congresso entro marzo.

Eurozona

- L'Eurozona sta pagando il prezzo della sua scarsa convinzione nell'ordinare i vaccini: i lunghi lockdown sono un freno all'economia nel T1 2021.
- Tuttavia, avendo accumulato una sottoperformance di circa il 25% rispetto alle azioni USA dallo scoppio della crisi, le azioni dell'Eurozona hanno un certo potenziale di recupero. Ciò giustifica un giudizio da neutrale a leggermente positivo su questo mercato.

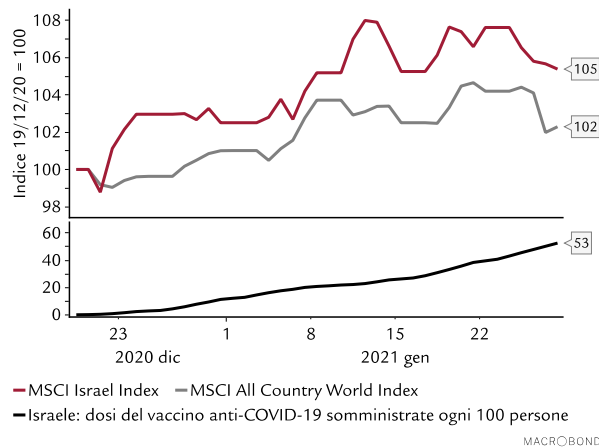
Regno Unito

- Di recente l'accordo commerciale raggiunto in extremis tra il RU e l'UE e i rapidi progressi sul fronte delle vaccinazioni hanno rinvigorito le azioni britanniche dopo la netta sottoperformance del 2020.
- Malgrado le valutazioni più interessanti rispetto ad altri mercati, manteniamo il nostro sottopeso. Alla luce dei rischi politici significativi (come l'ondata indipendentista in Scozia) e delle prospettive economiche a breve termine ancora fosche, a nostro avviso il premio al rischio elevato sulle azioni britanniche è giustificato.

Svizzera

- Il 2021 è iniziato abbastanza bene per le azioni svizzere: i danni economici della seconda ondata sono limitati e a fine gennaio, con il ritorno della volatilità, hanno beneficiato della loro natura difensiva.
- Tuttavia, le loro valutazioni rimangono relativamente interessanti dopo la sottoperformance del 2020. Come i titoli dell'UEM, le azioni svizzere evidenziano quindi un buon potenziale di recupero, pertanto esprimiamo un giudizio neutrale.

Israele: sovraperformance della borsa e delle vaccinazioni



L'arrivo dei vaccini a novembre 2020 ha dato un notevole impulso al vigoroso rally di fine anno delle azioni globali. Insieme al dibattito sullo stimolo fiscale negli USA, il flusso di notizie sui programmi di vaccinazione rimarrà un importante driver dei mercati azionari. Ad esempio, a gennaio 2021 la notizia della rapida diffusione di nuove varianti del virus e il lento avvio delle vaccinazioni si sono tradotti in un altro mese di netta sottoperformance delle azioni europee. Intanto, la borsa israeliana sembra aver beneficiato dei progressi record del Paese sul fronte delle vaccinazioni. Dal 19 dicembre 2020, data di inizio della campagna di vaccinazione, sono già state somministrate 53 dosi ogni 100 persone e mentre scriviamo l'indice MSCI Israel ha sovraperformato il benchmark globale di circa il 3% (cfr. grafico).

Alla luce del gran numero di buone notizie già scontate dai mercati e delle valutazioni elevate, il principale rischio al ribasso per le azioni globali è che l'immunità di gregge non venga raggiunta abbastanza rapidamente, il che renderebbe più probabili mutazioni del virus in grado di ridurre o persino annullare l'efficacia degli attuali vaccini. Questo non è il nostro scenario di riferimento, ma è probabile che di tanto in tanto giungano notizie negative sull'andamento delle vaccinazioni o sulla mutazione del virus, con conseguenti episodi di volatilità in un mercato che evidenzia ancora una dinamica positiva, anche grazie al perenne stimolo fiscale e monetario e all'assenza di alternative. Restiamo quindi cautamente ottimisti riguardo alle azioni per il prossimo futuro.

Valute

Battuta d'arresto per l'apprezzamento dell'USD

USA

- Come previsto, la correzione dell'USD si è arrestata alla fine del 2020. Da inizio anno il dollaro si è apprezzato nei confronti di tutte le principali valute, a eccezione di CNY e GBP.
- Il recente vigore dell'USD è ascrivibile alla sovraperformance dell'economia USA e alla conseguente revisione delle prospettive della politica monetaria. I mercati sembrano scontare già numerosi fattori, quindi adottiamo una visione neutrale sulla divisa USA rispetto a quasi tutte le principali valute.

Eurozona

- Dall'inizio dell'anno l'EUR si è leggermente deprezzato nei confronti di USD e CHF. Il deterioramento delle prospettive di crescita per via dei nuovi lockdown ha contribuito a indebolirlo.
- A questi livelli, adottiamo una visione neutrale sia sul cambio EUR/USD sia su EUR/CHF.

Regno Unito

- L'accordo commerciale in extremis tra il RU e l'UE non ha avviato il "rally di sollievo" del GBP previsto dalla maggior parte degli investitori (noi compresi). Il recente vigore del GBP potrebbe essere ascrivibile perlopiù al rapido avvio del programma di vaccinazione, poiché i progressi su questo fronte hanno reso più probabile una rapida ripresa economica dopo un T1 assai cupo.
- Tuttavia, pensiamo che l'apprezzamento del GBP sia giunto al termine. L'attuale debolezza dei fondamentali economici e i rischi politici fanno presagire una decelerazione del cambio GBP/USD nel prossimo mese.

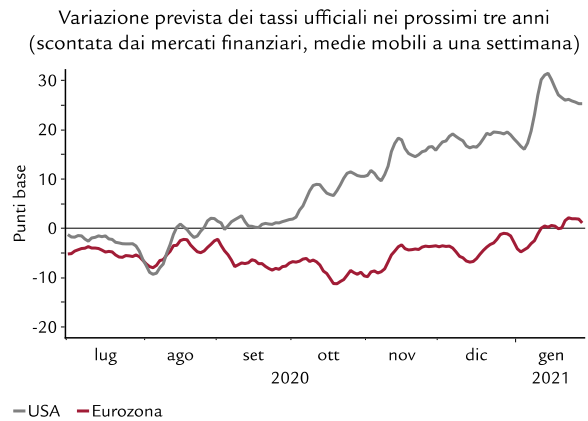
Svizzera

- Da inizio anno il CHF è stabile nei confronti dell'USD, ma si è rafforzato rispetto all'EUR e si colloca sul limite inferiore del range di negoziazione di 1,075-1,085.
- Manteniamo un giudizio neutrale su EUR/CHF e USD/CHF, poiché probabilmente la BNS interverrebbe per contrastare le pressioni al rialzo sul CHF.

Giappone

- Dopo il deprezzamento dell'1% (da noi previsto) del JPY rispetto all'USD a gennaio, ci aspettiamo che a febbraio il cambio USD/JPY resti stabile.


Secondo i mercati, la Fed interverrà prima della BCE



Il 2021 è iniziato in modo assai movimentato. Con un successo sorprendente al ballottaggio in Georgia, negli USA i democratici hanno conquistato la maggioranza più esigua possibile al Senato. Ciò ha reso molto più probabili nuove misure di stimolo fiscale, anche se la maggior parte degli osservatori si aspetta un piano di circa 1,0 Bn. di USD rispetto agli 1,9 Bn. di USD proposti dal presidente Biden. In molti credevano che una maggioranza democratica avrebbe penalizzato l'USD, invece si è verificato il contrario. Gli investitori hanno subito iniziato a scontare prospettive di crescita più favorevoli negli USA, con un conseguente irripidirsi della curva dei rendimenti in previsione di un orientamento meno accomodante della Fed a lungo termine. Ora si aspettano un innalzamento dei tassi di 25 punti base nei prossimi tre anni, da zero sei mesi fa (cfr. grafico). Non è previsto nessun intervento sui tassi a opera della BCE nei prossimi tre anni, poiché l'economia europea sarà probabilmente il fanalino di coda della ripresa. Il carry dell'USD (ossia il differenziale dei tassi d'interesse) è quindi leggermente migliorato per le scadenze più lunghe, avvantaggiando il biglietto verde. Un altro stimolo per l'USD è giunto dal commento di Janet Yellen, nuova Segretaria del Tesoro, secondo cui gli USA non stanno cercando di indebolire la valuta per ottenere un vantaggio competitivo, a sottolineare che con la nuova amministrazione la Fed subirà molte meno pressioni politiche per stimolare l'economia. Tuttavia, crediamo che i tassi di cambio dell'USD scontino già gran parte dell'ottimismo economico del Paese e ci aspettiamo una battuta d'arresto del biglietto verde, almeno a febbraio.

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.

Per informazioni più dettagliate vi invitiamo a visitare il nostro sito 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.