

Aprile 2021

## Tassi d'interesse e obbligazioni

Un contesto unico

### USA

- I dati economici provenienti dagli USA non fanno che migliorare e gli indicatori del sentiment tendono al rialzo.
- Nelle ultime riunioni la Federal Reserve è rimasta accomodante e non è sembrata preoccupata dall'aumento dei tassi a lungo termine. Quanto alla regolamentazione bancaria, ha persino deciso di non prorogare l'esenzione dal Supplementary Leverage Ratio (SLR).

### Eurozona

- Anche se l'Eurozona è in ritardo rispetto agli USA nelle vaccinazioni ed è ancora in gran parte in lockdown, la fiducia delle imprese è migliorata e la domanda repressa attende di essere sbloccata.
- La BCE è stata più esplicita e ha annunciato che interverrà se l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato dovesse inasprire le condizioni finanziarie.

### Regno Unito

- I dati sull'attività economica del T1 delineano ancora un quadro desolante, ma dato che il RU è in testa alle altre nazioni europee nella vaccinazione della popolazione, dati prospettici come la fiducia delle imprese e dei consumatori sono nettamente migliorati.
- Come la Fed, la Bank of England ritiene giustificato il rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato, poiché riflette prospettive di crescita economica più favorevoli.

### Svizzera

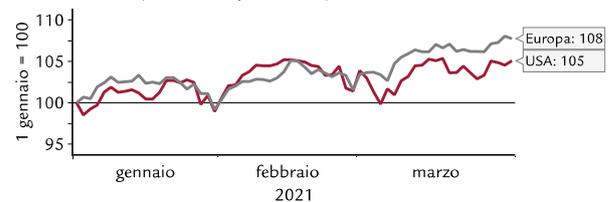
- Con l'allentamento delle misure restrittive in Svizzera, l'attività economica è in ripresa. A marzo l'indice PMI manifatturiero ha persino raggiunto il massimo dal dicembre 2006.
- Il CHF si è decisamente indebolito da inizio anno e le pressioni per un intervento della BNS sul mercato valutario sono venute meno.

### Obbligazioni societarie: il "tema della reflazione" non aiuta

Spread creditizi (Bloomberg Barclays Aggregate)



Mercati azionari (indici MSCI price return)



MACROBOND

Da più di un anno ormai la pandemia di COVID-19 ha fagocitato il globo e costretto tutti a un isolamento senza precedenti. Le conseguenze economiche sono state devastanti, ma dopo un crollo tanto violento ora assistiamo alla ripresa più rapida e vigorosa (perlomeno) dalla Seconda guerra mondiale. Nel T2 2021 tornerà anche l'inflazione, a lungo considerata un'antica leggenda, e negli USA dovrebbe superare il 3% per la prima volta dal 2011. Ma cosa significa tutto ciò per gli asset rischiosi? Gli spread creditizi sono già assai ridotti e si collocano entro un rango percentile del 10% in termini storici, quindi non hanno potuto contrarsi in misura significativa malgrado i continui rialzi delle azioni nel T1 2021 (cfr. grafico). A marzo, gli spread in USD e EUR si sono persino ampliati temporaneamente quando i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni sono saliti di 33 pb negli USA e sono scesi di 3 pb in Germania. Riteniamo che la riapertura dell'economia globale sarà un forte fattore d'impulso fondamentale, ma è sempre meglio ritirarsi finché si è in vantaggio. Iniziamo quindi a ridurre la posta in gioco e assumiamo un atteggiamento più cauto nei confronti del rischio di credito. Quanto ai tassi, manteniamo il sottopeso sulla duration: i rendimenti dei titoli di Stato sono ancora piuttosto bassi rispetto alle aspettative di crescita e d'inflazione ed evidenziano ancora un potenziale di rialzo.

## Titoli azionari

Tendenza positiva in un contesto volatile

### USA

- A marzo le borse USA hanno sottoperformato gran parte degli altri mercati malgrado il buon rendimento assoluto, perlopiù a causa di una rotazione settoriale che ha favorito i titoli value e penalizzato le società tecnologiche.
- Anche gli utili attesi sono stati rivisti al rialzo per riflettere il trend positivo e sono quasi tornati ai livelli pre-Covid.
- La borsa USA dovrebbe ancora guadagnare terreno, ma il contesto diventa più difficile, soprattutto perché prevediamo un ulteriore aumento dei rendimenti dei titoli di Stato. Tuttavia, il continuo sostegno monetario e fiscale continuerà a trainare le azioni.

### Eurozona

- Le azioni dell'Eurozona hanno sovraperformato gran parte dei mercati a marzo. Questo risultato compensa la performance deludente del 2020 e riflette la ripresa globale e le valutazioni più appetibili di questo mercato.
- Tuttavia, la campagna vaccinale traballante potrebbe minare la fiducia del mercato. Inoltre, gli analisti si aspettano una ripresa degli utili relativamente lenta e, di conseguenza, una performance futura maggiormente in linea con il resto del mondo.

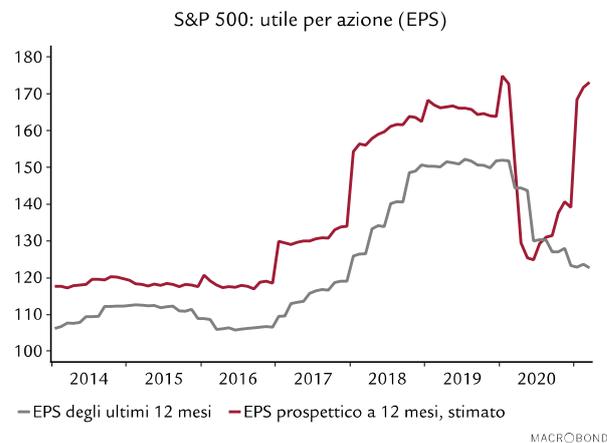
### Regno Unito

- Dopo una serie di “passi falsi”, l'attuazione della campagna vaccinale del RU è stata un successo. Tuttavia, la ripresa industriale resta anemica, forse per via degli ostacoli commerciali legati alla Brexit. Nel complesso, da inizio anno le azioni britanniche hanno sottoperformato quelle USA e dell'Eurozona.
- Le buone notizie sulle vaccinazioni sono già scontate, quindi il RU dovrebbe restare indietro rispetto agli altri mercati.

### Svizzera

- Data la sua natura difensiva e le valutazioni elevate, la borsa svizzera dovrebbe sottoperformare il resto del mondo. Tuttavia, marzo ha sorpreso in positivo. Il deprezzamento del CHF ha probabilmente contribuito alla performance positiva.
- Questo trend favorevole delle borse globali dovrebbe proseguire, con una sottoperformance relativa del mercato svizzero.

### I mercati azionari guardano avanti.



Spesso sembra controintuitivo che le borse possano reagire molto bene alle “cattive” notizie e subire nette correzioni dopo quelle “buone”. Come si spiega questo comportamento all'apparenza strano degli investitori? I mercati finanziari guardano avanti, il che significa che i prezzi attuali riflettono ciò che secondo la media degli operatori accadrà in futuro. In questo senso, le notizie possono influire sulle quotazioni solo se si discostano da quanto era già previsto. Un buon esempio sono gli utili societari, che hanno un impatto notevole sul prezzo delle azioni. In fasi come questa, in cui fattori esterni (in questo caso i lockdown) hanno influito in modo significativo sulla redditività delle aziende, gli utili passati non significano nulla, perché è molto probabile che il futuro sia diverso dal passato recente. Le borse si concentrano quindi sugli utili attesi, che gli analisti stimano in base alle informazioni fornite dalle aziende stesse e ad altri indicatori, incluse le previsioni economiche. In generale, come si può vedere nel grafico sopra, gli utili attesi si sono ripresi assai rapidamente e, nel caso dell'S&P 500, sono già su livelli paragonabili a quelli pre-Covid. Questo spiega la ripresa sostenuta delle borse negli ultimi trimestri e indica che forse ci attende una fase più difficile, caratterizzata da una crescita degli utili più lenta.

## Valute

Il biglietto verde colpisce ancora

### USA

- Come avevamo previsto, a marzo l'USD si è apprezzato contro tutte le principali valute grazie alle prospettive di crescita più favorevoli e al suo crescente vantaggio in termini di tassi.
- I rendimenti dei titoli di Stato dovrebbero aumentare ancora negli USA, non da ultimo per via della continua sovraperformance economica e dell'inasprimento monetario atteso prima che altrove. Ora i mercati finanziari si aspettano quattro innalzamenti dei tassi di 25 punti base nei prossimi tre anni. Ciò dovrebbe sostenere l'USD in futuro e mantenere intatto il suo vantaggio in termini di carry.

### Eurozona

- Una serie di brutte notizie sulla campagna vaccinale in Europa ha contribuito alla debolezza del cambio EUR/USD, che a marzo ha ceduto il 2,9%.
- Manteniamo la nostra visione negativa per l'EUR/USD e neutrale per l'EUR/CHF nei prossimi tre mesi.

### Regno Unito

- Anche se a marzo nel RU era ancora in atto uno dei lockdown più severi, la rapida campagna vaccinale ha risollevato la fiducia degli investitori e innescato un altro rally del GBP rispetto all'EUR. Il vigore dell'USD ha fatto scendere il cambio GBP/USD dell'1,3%.
- I mercati scontano già molte buone notizie e perlopiù ignorano gli effetti negativi della Brexit per il settore industriale, quindi per i prossimi tre mesi prevediamo un ulteriore calo del GBP rispetto all'USD.

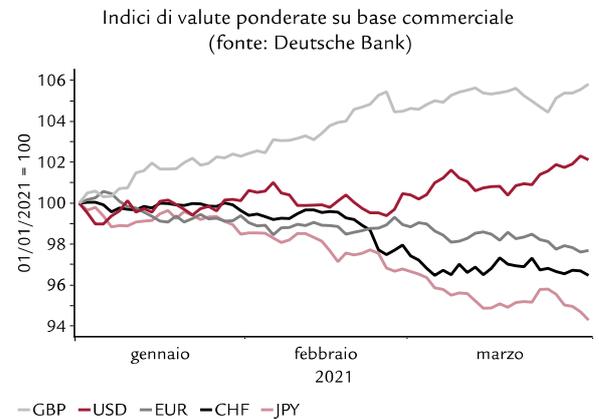
### Svizzera

- Il CHF è rimasto debole a marzo per via della generale propensione al rischio del mercato.
- Tuttavia, i driver strutturali depongono a favore del vigore del CHF, quindi la tendenza al rialzo del cambio EUR/CHF non dovrebbe proseguire. Manteniamo una visione neutrale sull'EUR/CHF e positiva sull'USD/CHF per i prossimi tre mesi.

### Giappone

- A marzo, il JPY ponderato per l'interscambio ha subito il deprezzamento più pronunciato tra le principali valute.
- Restiamo positivi sull'USD/JPY in previsione di un ulteriore miglioramento del contesto di crescita e inflazione globale ("reflazione") nel T2.

*Più rapida è la campagna vaccinale, più forte è la valuta?*



Dall'andamento delle principali valute dei mercati sviluppati da inizio anno emerge un modello interessante: la performance sembra rispecchiare i progressi nelle vaccinazioni nei rispettivi Paesi. Almeno nel caso del RU non è una coincidenza. La rapida vaccinazione ha nettamente risollevato la fiducia degli investitori e il GBP si è apprezzato del 5,8% su base ponderata per l'interscambio (cfr. grafico). Pensiamo infatti che nel T2 il RU crescerà più rapidamente di qualsiasi altra economia sviluppata, ma crediamo che molte buone notizie siano già scontate dalla valuta. Intanto, la nostra visione positiva sull'USD, basata sull'aspettativa di una sovraperformance economica degli USA e di un crescente vantaggio in termini di tasso ("carry"), ha dato buoni risultati nel T1. La rapida campagna vaccinale negli USA ha senz'altro contribuito al miglioramento delle prospettive economiche e al rialzo dei rendimenti, ma il principale impulso è giunto dall'approvazione dell'enorme piano di stimolo fiscale di Biden. L'USD dovrebbe continuare a rafforzarsi e mantenere il suo vantaggio in termini di carry. Intanto, JPY e CHF, le valute "rifugio" a basso rendimento, hanno perso ulteriore terreno a marzo per via della propensione al rischio degli investitori. Di norma l'EUR, più ciclico, beneficia di un simile contesto. La performance deludente, specie in febbraio e marzo, è ascrivibile alle continue revisioni al ribasso delle previsioni di crescita dell'Eurozona, visti gli innumerevoli intoppi nella campagna vaccinale.

## Swiss Life Asset Managers



**Marc Brüttsch**  
**Chief Economist**  
marc.bruetsch@swisslife.ch



**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://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.