

Settembre 2021

## Tassi d'interesse e obbligazioni

Volatilità dei credit spread in calo

### Stati Uniti

- Ad agosto i rendimenti dei titoli di Stato sono saliti: lungo la curva le scadenze intermedie hanno registrato le oscillazioni più ampie, mentre quelle brevi e molto lunghe hanno registrato solo guadagni modesti.
- Diversi esponenti della Fed hanno chiesto pubblicamente la fine della politica monetaria ultra-espansiva, ma il presidente Jerome Powell ha tenuto un discorso accomodante all'importante incontro di Jackson Hole.

### Eurozona

- Anche i rendimenti dei titoli di Stato tedeschi sono saliti di qualche punto base ad agosto, perlopiù seguiti dai tassi dei Paesi periferici europei.
- Diversi esponenti della BCE si sono mostrati più intransigenti, chiedendo la fine dei programmi di emergenza vista l'accelerazione dell'inflazione, ma ci aspettiamo che la maggioranza sostenga il mantenimento della politica accomodante.

### Regno Unito

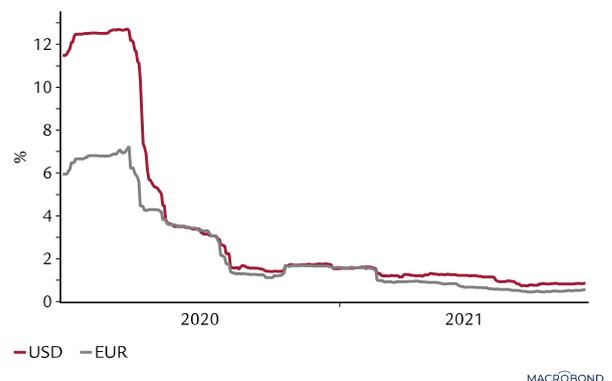
- I rendimenti sulla parte breve della curva sono nettamente aumentati nell'ultimo mese: la scadenza a due anni ha raggiunto lo 0,2%, un livello che non si registrava da prima della pandemia.
- Benché più intransigente di altre banche centrali, la Bank of England continua a considerare l'inflazione transitoria, aspettandosi che ridiscenda al livello target del 2% dopo un rialzo temporaneo.

### Svizzera

- I titoli di Stato svizzeri hanno seguito gli omologhi globali, ma con un rialzo meno pronunciato.
- I dati economici dalla Svizzera hanno iniziato a indebolirsi, con una flessione degli indici PMI e vendite al dettaglio in calo del 2,6% su base annua, mentre l'inflazione continuava la sua modesta accelerazione.

### Volatilità dei credit spread in calo

Volatilità realizzata degli spread dei titoli investment grade  
(fonte: Bloomberg Barclays, Swiss Life AM)



Il dibattito sulla riduzione degli acquisti di asset delle banche centrali ("tapering") si fa più acceso, dato che la BCE si è unita al coro. Il presidente della Fed Jerome Powell ha ribadito la sua posizione accomodante a Jackson Hole, ma ci aspettiamo l'annuncio di una graduale riduzione degli acquisti nei prossimi mesi. È probabile che la BCE agisca più tardi: la ripresa economica e i dati sull'inflazione non sono ancora ai livelli visti negli USA. Ciò detto, la normalizzazione dei tassi e la fine dell'influenza delle banche centrali sui mercati ci sembrano ancora lontane. Permangono le incertezze sulla ripresa economica e, con la prossima mutazione del coronavirus potenzialmente dietro l'angolo, sarebbe prematuro chiedere la fine degli interventi. I fattori tecnici restano favorevoli, quindi il margine di ampliamento degli spread ci sembra limitato. La volatilità degli spread è pressoché inesistente e troppa moneta è a caccia di rendimenti sempre più bassi, ma riteniamo che diventare eccessivamente rialzisti offra pochi vantaggi. Ci aspettiamo infatti un lieve ampliamento degli spread sulla scia di un aumento dell'offerta e del possibile acuirsi della pandemia in inverno. In assenza di una netta avversione al rischio, prevediamo un andamento laterale o un lieve rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato.

## Titoli azionari

Ottimi risultati trimestrali, ma valutazioni elevate

### Stati Uniti

- Il mercato USA è salito del 2,9% ad agosto. Dopo un'ottima prima metà del mese, i crescenti timori sulla pandemia e le notizie negative dalla Cina hanno causato una flessione, che però è stata lieve e di breve durata, poiché gli investitori hanno sfruttato il ribasso per (ri)entrare nel mercato. L'S&P 500 ha raggiunto un nuovo massimo storico e ora supera i 4 500 punti.
- La stagione degli utili ha dato ottimi risultati e la Fed ha rassicurato i mercati sul mantenimento del sostegno monetario.
- Nel complesso, tra i principali mercati quello USA è il più sopravvalutato e crediamo che presenti uno scarso potenziale di rialzo.

### Eurozona

- Ad agosto il mercato è salito del 2,0%. La correzione di metà mese è stata meno marcata che negli Stati Uniti.
- Le prospettive per i mercati europei sono buone. L'economia acquisterà slancio, la valutazione è più attraente rispetto ad altre borse e la politica monetaria della BCE è più accomodante di quella USA.

### Regno Unito

- La borsa britannica è indietro rispetto ai mercati europei e USA di quasi il 10% da inizio anno e ad agosto ha continuato a sottoperformare.
- Il mercato britannico ha un rendimento dei dividendi molto alto e la sua valutazione è tra le più basse nei principali mercati.

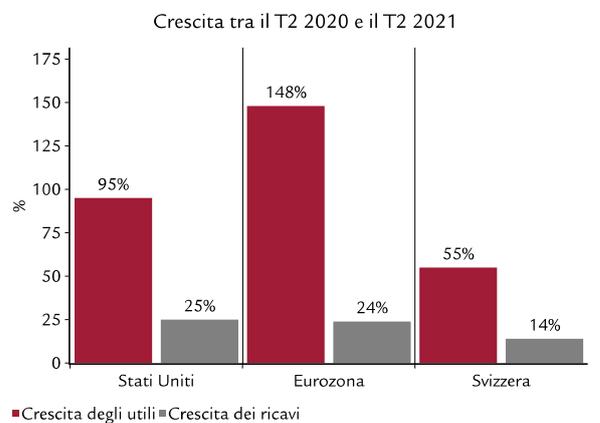
### Svizzera

- Ad agosto il mercato svizzero è rimasto in linea con i benchmark globali.
- La valutazione della borsa svizzera è inferiore a quella del mercato USA, ma superiore alla maggior parte degli altri listini.

### Mercati emergenti

- Quest'anno i mercati emergenti hanno conseguito i risultati più deludenti: da inizio anno hanno guadagnato solo il 3,0% e ad agosto sono saliti del 2,6%.
- I mercati emergenti sono penalizzati da due problemi: il ritardo nelle vaccinazioni anti-Covid e la flessione della borsa cinese dopo il giro di vite normativo di Pechino.

### Ottimi risultati aziendali nel T2 2021



MACROBOND

La stagione degli utili del T2 2021 è stata impressionante e ha superato le aspettative. Negli Stati Uniti gli utili sono quasi raddoppiati rispetto al 2020, mentre l'Eurozona e la Svizzera hanno registrato una crescita del 148% e del 55%. Circa il 90% delle aziende ha superato le attese, e con uno dei margini più elevati in assoluto. Anche la crescita dei ricavi è stata formidabile. Negli Stati Uniti i ricavi sono cresciuti del 25%, mentre in Europa e in Svizzera, rispettivamente, del 24% e del 14%. I tassi di crescita più bassi in Svizzera sono ascrivibili a due fattori: innanzitutto, il calo degli utili meno pronunciato l'anno scorso. In secondo luogo, i settori ciclici (industria, energia), che hanno registrato risultati particolarmente positivi durante la ripresa, hanno un peso molto basso nell'indice svizzero. Dopo questi risultati, ora nell'Eurozona e in Svizzera gli utili sono ai massimi pre-crisi e negli USA li superano. Nonostante questo sviluppo positivo, la nostra visione del mercato azionario è un po' più cauta per tre motivi: in primo luogo, il sostegno monetario ai mercati è diminuito rispetto a qualche mese fa, come mostra la minore crescita dell'offerta di moneta. In secondo luogo, le valutazioni, specie negli USA, sono molto alte. L'S&P 500, per esempio, supera il livello di fine 2019 del 40%, mentre gli utili aziendali sono cresciuti di circa il 15%. Terzo, è già passato molto tempo dall'ultima correzione del 5% o più dei mercati azionari.

## Valute

Nessun “taper tantrum”, ma ancora sostegno all’USD

### Stati Uniti

- Con l’intensificarsi delle discussioni sul “tapering”, nella prima metà di agosto il dollaro si è apprezzato. I toni piuttosto accomodanti del presidente della Fed Jerome Powell a Jackson Hole hanno contribuito a indebolire l’USD verso fine mese.
- Manteniamo la nostra visione a medio termine di un USD ben sostenuto, con un possibile nuovo apprezzamento a settembre grazie al vantaggio in termini di tasso (“carry”).

### Eurozona

- L’attività economica dell’Eurozona ha sorpreso in positivo ad agosto, specie nella periferia, e l’inflazione ha continuato ad accelerare. Ciò ha causato l’allarmismo dei media e alcuni commenti intransigenti dei funzionari della BCE.
- Tuttavia, l’orientamento del consiglio direttivo non dovrebbe diventare più restrittivo, il che limita il margine di apprezzamento dell’EUR. Per questo mese abbiamo una visione negativa su EUR/USD.

### Regno Unito

- Grazie ai dati economici positivi, il cambio GBP/EUR ha raggiunto un nuovo massimo post-crisi di 1,18 nella prima metà di agosto, prima di perdere slancio nella seconda.
- Per questo mese abbiamo una visione neutrale su GBP/USD, ma il GBP dovrebbe apprezzarsi contro l’EUR.

### Svizzera

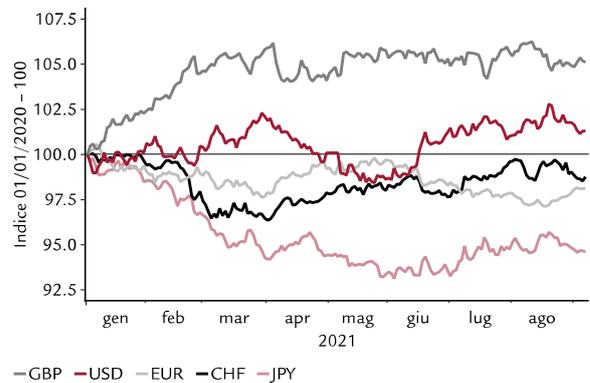
- Dopo il netto calo a luglio, l’aumento della propensione al rischio degli investitori ha fatto apprezzare l’EUR rispetto al CHF.
- Tuttavia, non ravvisiamo un notevole potenziale di rialzo per EUR/CHF, visti gli spread assai ridotti e i rischi ancora significativi sul fronte della pandemia.

### Giappone

- Agosto è stato un mese tranquillo per JPY/USD, che ha oscillato intorno a 110.
- In linea con la nostra visione nel complesso positiva sull’USD, siamo ottimisti anche su USD/JPY.

### L’USD continuerà a sovraperformare il prossimo mese

Indici valutari ponderati per l’interscambio (fonte: Deutsche Bank)



MACROBOND

Ad agosto, il principale driver dei mercati valutari sono state le aspettative sulla politica monetaria USA. La discussione sul “tapering” si è intensificata nel corso del mese, con un conseguente rialzo dell’USD. Nei loro discorsi, i falchi del Federal Open Market Committee (FOMC) hanno persino auspicato un “tapering” il prima possibile. Stando ai verbali della riunione del 27-28 luglio, pubblicati il 18 agosto, secondo «la maggior parte dei partecipanti» le condizioni economiche per ridurre gli acquisti di asset dovrebbero presentarsi già quest’anno. Nel suo atteso discorso alla riunione dei banchieri centrali mondiali di Jackson Hole, Jerome Powell ha ribadito questa visione condivisa. Ci aspettiamo quindi un “avvertimento” del FOMC il 22 settembre, quando sarà pubblicata la dichiarazione della prossima riunione, e un annuncio ufficiale con un programma dettagliato di tapering per novembre 2021. La volontà della Fed di preparare con cautela i mercati alla riduzione degli acquisti dovrebbe prevenire un “taper tantrum” come quello del 2013. Jerome Powell ha inoltre tranquillizzato gli investitori affermando che la decisione «non comporterà un segnale diretto riguardo ai tempi di un rialzo dei tassi, per il quale abbiamo stabilito condizioni diverse e ben più rigorose». Dopo queste dichiarazioni, l’USD ha perso slancio. Prevediamo un primo rialzo dei tassi USA solo nel T2 2023, e comunque prima che nella maggior parte degli altri mercati sviluppati. Pertanto, l’USD dovrebbe continuare a essere sostenuto dal carry e rimanere tra le valute dei mercati sviluppati con le migliori performance nel 2021 (cfr. grafico).

## Swiss Life Asset Managers



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



@MarcBruetsch



**José Antonio Blanco**  
**Head Investment Management**  
joseantonio.blanco@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 Paris ai clienti già in portafoglio e ai clienti potenziali. **Germania:** la presente pubblicazione è distribuita in Germania da Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln, da Swiss Life Asset Managers Luxembourg Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main e da BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Regno Unito:** la presente pubblicazione è distribuita nel Regno Unito da Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Svizzera:** la presente pubblicazione è distribuita in Svizzera da Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurigo.