

Marzo 2021

## Tassi d'interesse e obbligazioni

Impennata dei tassi d'interesse

### USA

- La crescita economica USA continua ad accelerare. Gli assegni del piano fiscale di dicembre hanno fatto impennare le vendite al dettaglio di gennaio ed è in preparazione un altro piano fiscale. Gli indici PMI sono rimasti saldamente in territorio espansivo.
- La Federal Reserve continua a sottolineare che il previsto aumento dell'inflazione è solo transitorio e non giustifica un cambio di politica.

### Eurozona

- L'attività economica europea dovrebbe rafforzarsi già a marzo, con il graduale ritiro delle misure di contenimento. Intanto, agli inizi del 2021 l'inflazione ha accelerato molto più del previsto, ma ciò è ascrivibile perlopiù a fattori temporanei e tecnici, non alla politica monetaria.
- Dopo il rapido irripidirsi delle curve dei rendimenti nelle ultime settimane, la BCE ha iniziato a rilasciare dichiarazioni, mantenendo le condizioni finanziarie il più accomodanti possibile.

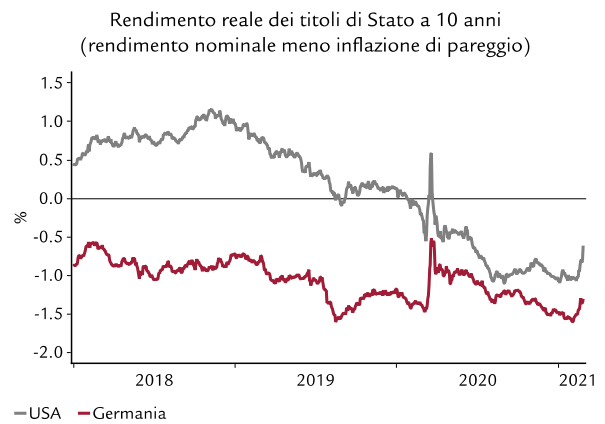
### Regno Unito

- Le restrizioni legate al COVID-19 nel RU restano tra le più severe in Europa. Le vendite al dettaglio di gennaio hanno deluso, ma alcuni indicatori anticipatori del sentiment hanno sorpreso al rialzo.
- La sterlina si è nettamente apprezzata, con un conseguente inasprimento delle condizioni finanziarie nel RU. Ciò potrebbe incrementare le pressioni sulla Banca d'Inghilterra, che però a nostro avviso difficilmente ricorrerà ai tassi negativi.

### Svizzera

- L'economia svizzera dovrebbe tornare ai livelli pre-crisi già nel 2021, prima di quasi tutti gli altri Paesi europei.
- Con la normalizzazione dell'inflazione e l'indebolimento del CHF, non vediamo la necessità di un cambio di rotta della BNS.

*I tassi d'interesse reali hanno raggiunto il punto di minimo*



Dopo il breve picco di volatilità di gennaio, gli spread hanno continuato a diminuire inesorabilmente. A febbraio, i differenziali in EUR e USD sono scesi rispettivamente di 6 e 5 punti base (pb). In sostanza, si sono mossi in un'unica direzione da aprile 2020, ma i tassi d'interesse sono saliti nelle ultime settimane. I rendimenti dei Treasury USA e dei Bund tedeschi a 10 anni sono aumentati rispettivamente di 30 e 20 pb a febbraio. Sembra tanto, ma a nostro avviso questa dinamica può proseguire nelle prossime settimane. Ci aspettiamo una graduale riapertura e una crescita sostenuta e ampiamente sincronizzata delle economie sviluppate nel T2 2021. Inoltre, è probabile che presto negli USA venga approvato un ampio piano fiscale, mentre le banche centrali continuano a immettere liquidità nell'economia. Questi tre importanti fattori depongono a favore di un ritorno dell'inflazione. Anche se nel T2 i dati sull'inflazione fossero spinti al rialzo da fattori transitori e da un notevole effetto base positivo dei prezzi dell'energia, persiste un rischio al rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato in quanto i tassi sono troppo bassi rispetto alle aspettative d'inflazione. Manteniamo quindi il sottopeso di duration in previsione di un ulteriore irripidirsi delle curve dei rendimenti. Quanto alle obbligazioni societarie, per gli spread prevediamo un andamento laterale, ma manteniamo un lieve sovrappeso per fini di carry.

## Titoli azionari

Fattori tecnici positivi

### USA

- A febbraio il mercato USA ha evidenziato una rotazione settoriale. La tecnologia ha sottoperformato nonostante il contesto degli utili favorevole (vedi grafico), mentre le small e mid cap cicliche hanno sovraperformato. Da inizio anno l'andamento del mercato USA è stato perlopiù in linea con quello delle azioni globali.
- Le valutazioni scontano già numerose notizie positive, il che rende il mercato vulnerabile a episodi di volatilità. Tuttavia, ci aspettiamo che il trend favorevole della borsa USA prosegua.

### Eurozona

- Le vaccinazioni sono molto più lente che negli USA e l'Eurozona potrebbe tardare a riaprire le sue economie, ma il recente flusso di notizie su questi temi è migliorato, con una conseguente sovraperformance delle azioni dell'UEM a febbraio.
- In futuro, il mercato azionario dell'Eurozona dovrebbe muoversi in linea con il resto del mondo grazie alla ripresa economica globale e alle politiche monetarie accomodanti.

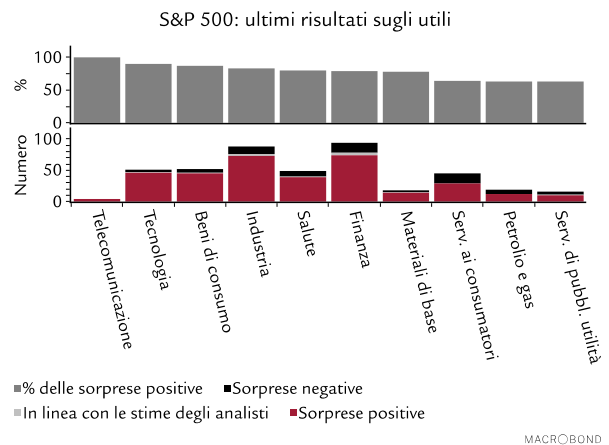
### Regno Unito

- Malgrado il netto apprezzamento della sterlina, da inizio anno la borsa britannica ha superato le attese grazie al miglioramento delle prospettive di crescita economica.
- Tuttavia, per le aziende britanniche si moltiplicano gli ostacoli legati alla Brexit, soprattutto nell'exportazione. A nostro avviso, in futuro la borsa britannica non riuscirà a mantenere il ritmo recente e resterà indietro rispetto al resto del mondo.

### Svizzera

- Dalla comparsa del "tema della reflazione", le azioni svizzere hanno nettamente sottoperformato quelle globali per via della loro natura difensiva.
- È improbabile che ciò cambi a breve, ma le società più cicliche a capitalizzazione medio-bassa dovrebbero continuare a sovraperformare le blue chip.

### USA: utili solidi, soprattutto per il settore informatico



Nonostante la volatilità elevata, a febbraio le borse globali hanno continuato a guadagnare terreno. I motivi per essere ottimisti riguardo alle azioni sono molti, soprattutto le migliori prospettive di crescita globale grazie alle campagne vaccinali e il continuo sostegno monetario e fiscale. A ciò si aggiunge il contesto degli utili relativamente solido, che è passato più inosservato. In questa stagione dei risultati, quasi tutte le società USA hanno superato le attese degli analisti (vedi grafico). La sorpresa media degli utili è stata lievemente inferiore rispetto alla stagione precedente (17,9% contro 18,7%), ma la sorpresa media del fatturato è aumentata (dal 2,5% al 3,0%), il che riflette dinamiche economiche più favorevoli. La tecnologia, peso massimo dell'S&P 500, ha pubblicato dati particolarmente positivi: il 90% delle società ha superato le stime di utile (del 18,7%) con una sorpresa media del fatturato del 6,0%. Malgrado i fondamentali in miglioramento, le valutazioni azionarie sono rimaste elevate per via dei bassi tassi e dell'assenza di alternative. Su questo fronte, la situazione è diventata più difficile. Sia negli USA che in Europa i rendimenti reali, ossia corretti per l'inflazione, dei titoli di Stato sono risaliti da livelli depressi, aumentando l'attrattiva relativa di questa classe di attivi. Il tasso di sconto più alto è particolarmente problematico per i titoli "growth", infatti l'informatica ha sottoperformato. Tuttavia, grazie ai fattori tecnici, le azioni dovrebbero mantenere un trend moderatamente positivo.

## Valute

L'USD beneficerà della sovraperformance economica

### USA

- A febbraio l'USD ha perso su base ponderata per l'interscambio, mentre le valute cicliche (EUR, GBP) e quelle legate alle materie prime (AUD, CAD) hanno beneficiato di aspettative di crescita globale più favorevoli.
- Non ci aspettiamo che la debolezza dell'USD persista a marzo: probabilmente la crescita USA supererà quella di altri Paesi sviluppati. Inoltre, le aspettative del mercato riguardo all'inasprimento monetario della Fed sono cambiate: per i prossimi tre anni si prevedono almeno due rialzi di 25 punti base. Questi sviluppi dovrebbero persistere e fornire un nuovo sostegno al biglietto verde.

### Eurozona

- A febbraio il sentiment nei confronti degli attivi dell'Eurozona e dell'EUR è migliorato. La nomina di Mario Draghi a nuovo Primo Ministro italiano ha reso il contesto ancora più favorevole.
- In questo rallentamento economico, la politica accomodante della BCE scongiura un ulteriore apprezzamento. Su un mese, la nostra visione è negativa su EUR/USD e neutrale su EUR/CHF.

### Regno Unito

- Il rally del GBP è proseguito grazie alle aspettative di crescita più favorevoli e al rincaro del petrolio.
- Tuttavia, l'ultima oscillazione ci sembra eccessiva e abbiamo una visione neutrale sul GBP contro l'USD.

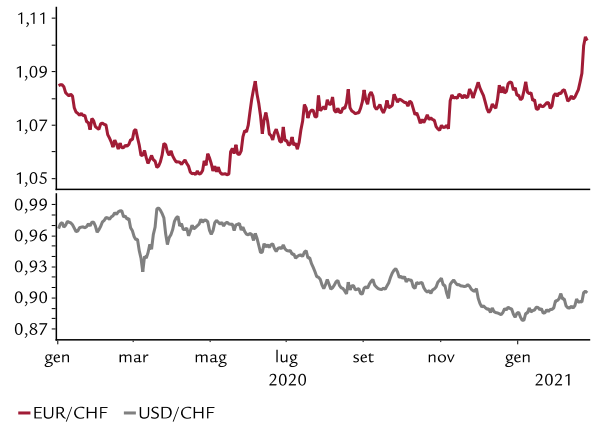
### Svizzera

- A febbraio la performance del CHF è stata la più deludente nei mercati sviluppati, mentre il "tema della reflazione" ha acquistato slancio.
- Tuttavia, i driver strutturali depongono a favore del vigore del CHF, quindi non prevediamo una prosecuzione della tendenza al rialzo del cambio EUR/CHF, sul quale per il prossimo mese abbiamo una visione neutrale.

### Giappone

- Il JPY, una valuta rifugio come il CHF, è caduto vittima del "tema della reflazione", cedendo circa il 3,5% su base ponderata per l'interscambio da inizio 2021.
- Nelle prossime settimane il cambio USD/JPY dovrebbe scendere, perlopiù per via del vigore dell'USD.

### "Tema della reflazione" globale: correzione del CHF



MACROBOND

Nell'ultimo mese sui mercati valutari vi sono stati due sviluppi sorprendenti. Innanzitutto, il cambio EUR/CHF è uscito dal suo recente range di 1,075-1,085, superando la soglia di 1,10 per la prima volta dal novembre 2019. I tempi e la portata di questa oscillazione a fine febbraio sono stati sorprendenti. In realtà, l'EUR/CHF si è mosso perlopiù in linea con la propensione al rischio globale: in quanto "valuta rifugio", il CHF si è apprezzato all'apice della crisi e ha perso terreno da maggio 2020, quando gli investitori hanno gradualmente ritrovato la fiducia. Nel complesso, però, le fluttuazioni sono state minime, malgrado il flusso di notizie sorprendente (le elezioni USA, gli annunci sui vaccini ecc.). L'impennata dell'EUR/CHF può essere interpretata come una reazione ritardata ai potenti driver macroeconomici a livello globale (aumento dell'inflazione e migliori aspettative di crescita), che hanno spinto al rialzo i rendimenti obbligazionari e le borse da inizio anno (il "tema della reflazione"). La seconda sorpresa è stata l'accelerazione dell'apprezzamento del GBP a febbraio. Su base ponderata per l'interscambio, il GBP ha conseguito la seconda migliore performance da inizio anno tra le valute dei mercati sviluppati dopo l'AUD. Ha beneficiato del rincaro del petrolio e dei rapidi progressi nelle vaccinazioni, che hanno migliorato le aspettative di crescita per il 2021. Tuttavia, l'ultima oscillazione ci sembra eccessiva e abbiamo una visione neutrale sul GBP contro l'USD.

## 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://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.