

Ottobre 2020

Tassi d'interesse e obbligazioni

Tanto rumore per nulla o inizio di una correzione?

USA

- Le nuove misure di stimolo fiscale non saranno approvate prima delle elezioni di novembre e i programmi di sostegno sono a corto di fondi: la ripresa economica è a rischio.
- La Federal Reserve ha ripetuto che i tassi d'interesse non subiranno incrementi, ma i funzionari sottolineano sempre la necessità di una maggiore spesa fiscale.

Eurozona

- Con la recente impennata di contagi e le nuove misure di contenimento, il sentiment nel settore dei servizi ha ripreso a scendere, segno della fragilità delle economie.
- La BCE non cambierà la sua posizione moderata e prevediamo che accresca i suoi tanti programmi in caso di deterioramento delle condizioni finanziarie.

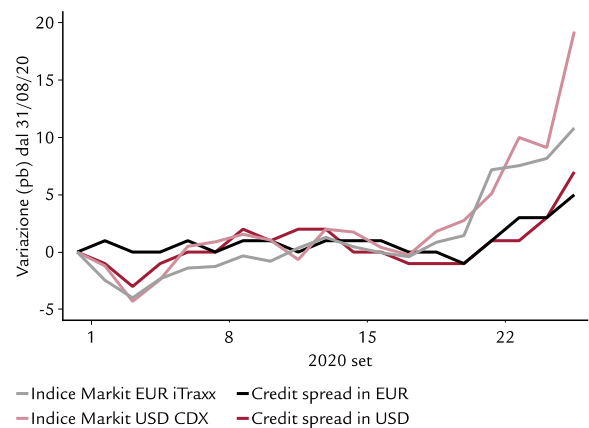
Regno Unito

- L'economia UK affronta le continue incertezze legate alle negoziazioni con l'UE e alle nuove misure di contenimento per contrastare l'impennata di casi di COVID-19.
- Riteniamo che la Banca d'Inghilterra potrebbe essere costretta a fare di più, dati i deboli risultati economici nazionali.

Svizzera

- In linea con le nostre previsioni, la Svizzera ha registrato risultati migliori rispetto a molte altre economie sviluppate e a quanto previsto dal consensus per il T2.
- I dati del T3 sono finora incoraggianti, con l'indicatore KOF di agosto schizzato a 110,2 punti.
- La BNS ha mantenuto inalterata il suo tasso guida a -0,75%, mentre i depositi a vista hanno registrato un moderato incremento a settembre.

Credito: divergenza tra mercato spot e mercato dei derivati



MACROBOND

Sembra che i prezzi degli asset si muovano in varie direzioni, non più solo in aumento. Soprattutto per i preferiti di sempre, i titoli tecnologici USA, la progressione ha subito un brusco arresto. Il calo del mercato azionario di settembre si è riversato parzialmente su altri mercati, ma resta da vedere se si è trattato di tanto rumore per nulla o di una correzione prolungata. Gli spread di credito non hanno reagito con chiarezza. Gli spread dei corporate bond si sono allargati di circa 5 punti base (pb, cfr. grafico), mentre i rendimenti dei titoli di Stato fluttuano negli intervalli osservati nei mesi scorsi. Osservando il mercato dei derivati del credito, il quadro è più preoccupante. L'indice US CDX è già superiore di 18 pb, mentre l'European ITRX si è allargato di 10 pb. Questo mostra come gli investitori si stiano proteggendo dal rischio di ribasso, senza rinunciare alle posizioni lunghe. Questa situazione potrebbe cambiare velocemente e osserviamo i primi deflussi dagli ETF relativi a crediti investment grade. Pur non trattandosi di un sell-off erratico, bisogna stare attenti, soprattutto data l'ondata di rischi politici legati alle elezioni USA e alle scadenze Brexit all'orizzonte. Gli indicatori tecnici sono ancora positivi, ma non sono una sicurezza. E sul mercato obbligazionario, nessuno desidera vendere quando tutti fuggono. Manteniamo pertanto un posizionamento difensivo e un bias lungo sulla duration.

Titoli azionari

Come prepararsi ai rischi legati alle elezioni USA?

USA

- Da marzo 2020, per la prima volta l'S&P 500 ha registrato una performance negativa in settembre. I titoli del settore tecnologico hanno sottoperformato rispetto al mercato, annullando la sovraperformance dei titoli USA rispetto alle altre regioni nello stesso mese.
- Notizie aziendali peculiari, una crescente divergenza tra mercati azionari forti e un'economia con capacità sottoutilizzate e rischi legati alle elezioni USA possono aver contribuito alla presa di profitti. Prevediamo un andamento laterale del mercato prima delle elezioni.

Eurozona

- Le notizie sulla crescita dei contagi e le nuove misure di contenimento, soprattutto nelle principali città europee, hanno pesato sui titoli dell'Eurozona i quali, però, hanno registrato prestazioni meno negative che i titoli USA.
- La possibilità per i titoli dell'Eurozona di sovraperformare i titoli USA dipende molto dal settore tecnologico, il cui peso è sproporzionatamente più elevato negli indici americani.

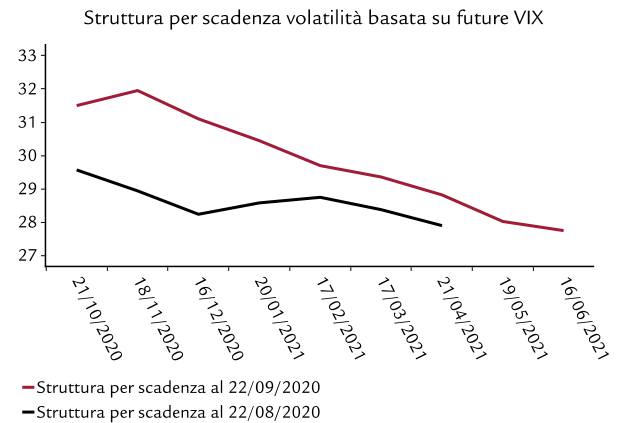
Regno Unito

- Mentre scriviamo, i titoli UK registrano prestazioni leggermente meno negative rispetto ai titoli globali. Ciononostante, le sfide abbondano. Il recupero dell'economia britannica è ancora fragile e le incertezze per i negoziati UE-UK restano alte, soprattutto dopo il lancio dell'Internal Market Bill, che ha aumentato le tensioni tra le parti.
- Ci manteniamo cauti sui titoli UK poiché riteniamo che i rischi economici e politici non siano ancora totalmente scontati nelle valutazioni dei titoli UK.

Svizzera

- Sebbene il mercato azionario svizzero abbia perso momentum, è stato la star di settembre e resta, ad oggi, uno dei mercati più forti in questo anno.
- Il contesto economico per i titoli svizzeri resta più favorevole che altrove. La Svizzera è stata colpita più lievemente dalla crisi rispetto ai Paesi vicini e, inoltre, dispone di misure fiscali tali da rispondere a eventuali peggioramenti.

La "put elettorale" – costosa, ma redditizia



MACROBOND

In questa fase, la corsa tra Trump e Biden per la presidenza è quasi arrivata al capolinea, e i sondaggi si dividono sul Senato. Nel caso in cui il nuovo Presidente debba affrontare un Congresso ostile o diviso, come già accade, la continuità sarà molto probabile e l'impatto sui mercati azionari sarà marginale. Una vittoria dei Democratici, con Biden Presidente e il totale supporto del Congresso, è ritenuta negativa per i titoli da molti attori del mercato, poiché Biden ha in programma un aumento delle tasse per le aziende. L'unico risultato che temiamo davvero è tuttavia un risultato incerto, cioè una controversia lunga e confusa sull'esito delle presidenziali. Ciò potrebbe rendere i mercati territori sconosciuti per un lungo periodo, causando un forte declino. Sebbene delle elezioni caotiche siano peggiori del nostro scenario base, gli investitori devono farsi trovare pronti. Potrebbero ad esempio ridurre i rischi di calo a discapito di una minore partecipazione al rialzo. Ciò richiede una soluzione basata su opzioni put. Per arginare questo rischio di coda in modo efficiente, è necessario considerare la struttura per scadenza della volatilità. Come si evince dalla struttura per scadenza VIX in alto, le opzioni che maturano a ridosso della data delle elezioni sono le più costose. Ciò è positivo per la raccolta dei premi, cioè per la vendita di opzioni per finanziare l'acquisto di opzioni put. Essendo queste ultime costose vicino alla data delle elezioni, optiamo per scadenze più lunghe, poiché il caos post-elettorale avrà implicazioni negative sulle azioni oltre la data delle elezioni.

Valute

L'USD potrebbe trovarsi di nuovo sotto pressione

USA

- Grazie al sentiment “risk-off” dei mercati finanziari, l'USD si è rafforzato a settembre, soprattutto rispetto alle valute cicliche quali EUR e GBP, o a valute legate alle commodity quali AUD o CAD.
- Ciononostante, prevediamo una nuova debolezza in futuro. I differenziali dei tassi d'interesse sono troppo ridotti per supportare l'USD in modo significativo. Ci aspettiamo conseguenze piuttosto negative dalle elezioni USA per il dollaro (cfr. testo principale).

Eurozona

- Dopo aver stazionato attorno a quota 1,18 per un mese e mezzo, EUR/USD ha perso terreno nella seconda metà di settembre. L'aumento dei casi di COVID-19 e le nuove misure di contenimento nell'Eurozona potrebbero aver contribuito alla cautela degli investitori sull'EUR.
- Il giudizio positivo su EUR/USD riflette le aspettative di una generale debolezza dell'USD fino a fine anno (cfr. sopra).

Regno Unito

- In linea con le nostre previsioni, la sterlina ha subito un calo a settembre a seguito dell'aumento delle tensioni per le negoziazioni UE-UK dopo l'annuncio dell'Internal Market Bill.
- Con questi rischi che si riflettono sui tassi di cambio del GBP, passiamo a un giudizio neutrale sulla sterlina rispetto all'USD, ma prevediamo una debolezza rispetto all'EUR.

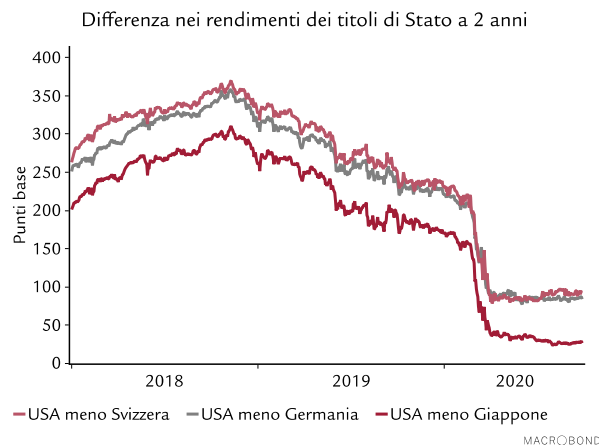
Svizzera

- Nonostante il sentiment negativo dei mercati finanziari, il CHF ha registrato buoni valori rispetto all'EUR a settembre. Al contempo, il calo del CHF rispetto all'USD ha consentito alla BNS di ridurre gli interventi valutari.
- Manteniamo un giudizio neutrale su EUR/CHF ma prevediamo una ripresa del CHF rispetto all'USD.

Giappone

- A settembre, il JPY ha registrato un apprezzamento.
- Con molti rischi all'orizzonte (elezioni USA) optiamo per un giudizio positivo sullo JPY rispetto all'USD.

Vantaggio dei tassi in USD in diminuzione



Le elezioni USA sono le “note sconosciute” del T3. Non è solo incerto il risultato, lo è anche il potenziale impatto sulle classi d'investimento e sull'USD. Molti analisti ritengono che una vittoria di Biden, avanti nei sondaggi, sarebbe negativa per l'USD, soprattutto in caso di totale supporto del Congresso. Siamo tendenzialmente d'accordo. Dobbiamo prepararci a una combinazione di maggiori deficit fiscali causati da generosi piani di stimolo e tassi d'interesse costantemente bassi. Biden potrebbe mantenere un atteggiamento aggressivo verso la Cina, ma i mercati potrebbero presumere un minore rischio di escalation delle tensioni commerciali a causa di un approccio meno diretto. Ma gli investitori potrebbero preferire giudizi più cauti sui titoli USA a causa dei piani fiscali di Biden. Tutti questi argomenti avvalorano la tesi di un dollaro più debole. Con Joe Biden Presidente e un Senato ostile, le probabilità di uno USD debole sarebbero minori. La rielezione del Presidente Trump non avrebbe alcun impatto materiale sull'USD. Nell'infausto caso di elezioni dal risultato incerto, il dollaro potrebbe addirittura vedersi rafforzato, rimanendo una valuta di rifugio, anche se non ne siamo molto convinti.

In questa fase preferiamo un giudizio negativo sull'USD, anche perché il supporto cruciale del vantaggio dei tassi in USD è sfumato durante la crisi e tornerà con poche probabilità data la posizione moderata della Fed (cfr. grafico).

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 ci assumiamo tuttavia alcuna responsabilità per l'accuratezza e la completezza delle informazioni utilizzate. Il presente documento contiene affermazioni previsionali che riflettono la nostra valutazione e le nostre aspettative in un determinato momento. Non ci assumiamo alcun obbligo di aggiornare o rivedere tali ipotesi in un secondo momento. 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 esistenti ed ai clienti potenziali. **Germania:** la presente pubblicazione è distribuita in Germania da Corpus Sireo Real Estate 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.