

Luglio 2021

Tassi d'interesse e obbligazioni

L'inflazione sta decelerando abbastanza rapidamente?

USA

- Le curve USA si sono molto appiattite e il rendimento dei Treasury a 30 anni è sceso di 20 pb a giugno toccando brevemente l'1,92%, mentre il tratto a breve è salito dopo la riunione del FOMC.
- Le proiezioni sui tassi ufficiali dei membri del FOMC (il "dot plot") hanno sorpreso i mercati: la proiezione mediana suggerisce due rialzi di 25 pb ciascuno entro il 2023. La proiezione più restrittiva segue una serie di sorprese dei prezzi, come il balzo dell'inflazione primaria al 5% a maggio.

Eurozona

- L'inflazione in Europa è più contenuta che negli USA, quindi l'oscillazione dei tassi è stata meno pronunciata. Le curve tedesche si sono leggermente appiattite a giugno, ma la scadenza a 10 anni è rimasta pressoché invariata nel mese.
- La BCE sembra subire meno pressioni verso una stretta monetaria e per ora il programma di acquisto di obbligazioni dovrebbe restare in vigore.

Regno Unito

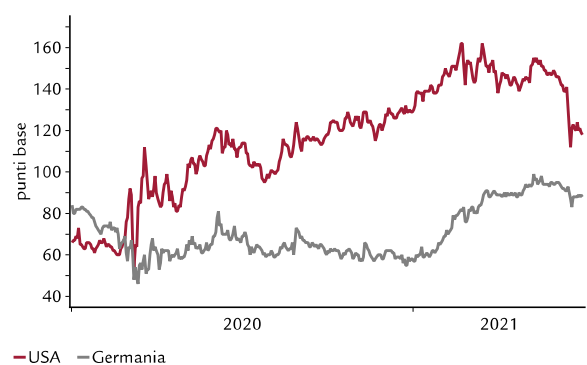
- La completa riapertura dell'economia britannica è stata rinviata a causa del nuovo aumento dei contagi da Covid-19. Ciò ha probabilmente contribuito all'appiattimento delle curve del RU. Il tratto a breve era ancorato, ma il rendimento dei titoli di Stato a 10 anni è sceso di 8 pb a giugno.
- Crediamo che la Bank of England sarà tra le prime grandi banche centrali ad assumere un orientamento più restrittivo.

Svizzera

- La curva svizzera si è leggermente appiattita: il tratto a lunghissimo termine è sceso di circa 5 pb, mentre il resto della curva è rimasto pressoché invariato.
- Malgrado la ripresa relativamente sostenuta dell'economia, le pressioni inflazionistiche sono basse e l'inflazione primaria dovrebbe rimanere sotto l'1% nei prossimi mesi. Crediamo quindi che al momento la BNS subisca poche pressioni verso un cambio di rotta.

Le curve si stanno appiattendo, soprattutto negli USA

Pendenza della curva dei rendimenti dei titoli di Stato:
Rendimento a 30 anni meno rendimento a 5 anni



MACROBOND

Quanto è transitoria l'inflazione e quanto è accettabile il superamento degli obiettivi prima che le banche centrali debbano intervenire? Al momento queste sono le domande più pressanti per gli investitori obbligazionari. Concordiamo che l'inflazione alla fine si rivelerà transitoria e che il picco negli USA potrebbe essere già stato superato, ma pensiamo anche che la politica monetaria possa essere troppo espansiva per l'attuale contesto. Nei prossimi mesi le banche centrali potrebbero quindi preparare i mercati a un graduale inasprimento monetario. La Fed ha già iniziato a farlo alla riunione di giugno, rivedendo al rialzo le proiezioni sui tassi. Finora la Fed sembra gestire bene la situazione e i mercati obbligazionari scontano un rientro perlopiù ordinato dalla politica monetaria ultra-espansiva. La curva si è appiattita: il tratto a breve è salito e le aspettative d'inflazione a più lungo termine sono scese. Gli spread sono rimasti pressoché invariati, ma se l'inflazione non decelererà notevolmente nei prossimi mesi potremmo vedere una reazione ben diversa. Non prevediamo errori politici della Fed come nel 2013 ("taper tantrum"), ma i mercati potrebbero iniziare a scontare un ritiro più rapido degli stimoli monetari. Le prossime settimane forniranno maggiore chiarezza in attesa dei dati sull'occupazione e sull'inflazione negli USA. In questo contesto, manteniamo il sottopeso sulla duration e una posizione neutrale sul rischio di credito.

Titoli azionari

Ritorno in auge delle azioni dell'Eurozona?

USA

- Giugno è stato volatile per la borsa USA, che però ha chiuso il mese in positivo. Il cambiamento del sentiment è ascrivibile alle rassicurazioni della Fed di una politica monetaria invariata per ora. Il flusso di dati economici positivi ha anche sostenuto la ripresa del settore informatico, che ha sovraperformato il mercato dopo una fase di debolezza.
- A nostro avviso il mercato USA ha ancora un potenziale di rialzo, ma dato che la crescita potrebbe aver raggiunto il picco prevediamo rendimenti più moderati e volatili in futuro.

Eurozona

- Dopo aver sovraperformato per gran parte dell'anno, a giugno le azioni dell'Eurozona sono rimaste indietro rispetto al resto del mondo, soprattutto dopo i commenti della Fed, il che suggerisce una temporanea battuta d'arresto a vantaggio del mercato USA.
- Tuttavia, i fondamentali continuano a deporre a favore dell'Eurozona. La crescita non ha ancora raggiunto il picco, la valutazione è molto più bassa che negli USA e gli utili societari evidenziano una dinamica simile. L'Eurozona dovrebbe quindi sovraperformare il resto del mondo in futuro.

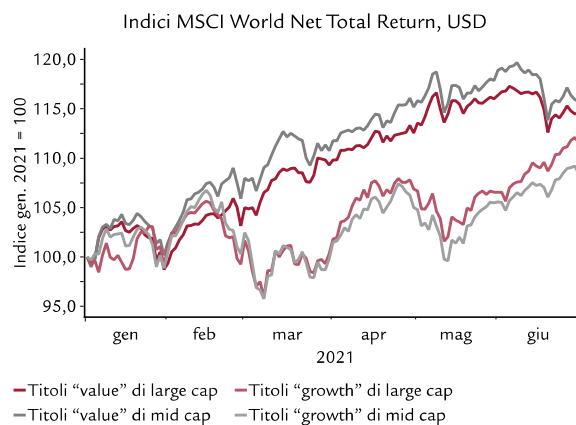
Regno Unito

- A giugno il RU è rimasto indietro rispetto al resto del mondo. Dopo l'euforia creata dai progressi nella vaccinazione, il mese scorso il sentiment è peggiorato a causa dell'impennata dei contagi, dei segnali che i disagi economici della Brexit sono lunghi dall'essere finiti e dell'idea che la banca centrale possa essere tra le prime a cambiare politica.
- Questi temi continueranno a influire sul mercato britannico, che malgrado la valutazione relativamente conveniente nel migliore dei casi dovrebbe restare in linea con il resto del mondo.

Svizzera

- La borsa svizzera ha di nuovo guadagnato terreno a giugno e un solo titolo sanitario ha contribuito notevolmente alla performance complessiva. Il mercato ha beneficiato anche del miglioramento delle aspettative di utile delle large cap, ma mid cap e small cap sono rimaste in linea con le azioni globali.
- Questa dinamica non ci sembra sostenibile e prevediamo un'inversione a favore delle small cap.

Valutazione più importante delle dimensioni nel S1 2021



MACROBOND

Spesso gli osservatori sostengono che i mercati azionari siano trainati da determinati "fattori". Ma cos'è un "fattore" e perché dovremmo preoccuparcene? In senso lato, un fattore è una caratteristica comune a molti titoli che influisce sulla loro performance. Un fattore ben noto è la capitalizzazione di mercato (dimensione o "size"): numerosi dati empirici suggeriscono che le aziende più piccole si comportino in modo diverso da quelle grandi. Ma "size" è solo uno tra tanti fattori. Altri sono, ad esempio, la valutazione ("value" per le azioni sottovalutate e "growth" per quelle sopravvalutate, per esempio in base al P/E) e il "momentum". Dovremmo preoccuparci dei fattori? Sì, perché possono influire notevolmente sulla performance e spesso ciò che un gestore di fondi vede come "valore aggiunto" deriva in larga misura da un orientamento strategico verso titoli che hanno in comune gli stessi fattori. Per illustrarlo abbiamo tracciato un grafico della performance da inizio anno di quattro indici fattoriali globali: World Large-Cap Value, World Large-Cap Growth, World Mid-Cap Value e World Mid-Cap Growth. Come si può vedere dal grafico, quest'anno i titoli "value" hanno nettamente sovraperformato i "growth". Ciò significa che finora nel 2021 è stato più importante concentrarsi su azioni con un P/E basso che scegliere tra azioni con livelli di capitalizzazione diversi. Questo è tipico delle fasi di ripresa economica dopo uno shock significativo, come la pandemia del 2020. Tuttavia, prevedere quando un fattore potrebbe sovraperformare resta piuttosto difficile.

Valute

Il carry resta dominante

USA

- Come da noi previsto, a giugno l'USD si è apprezzato contro tutte le principali valute poiché l'inflazione più alta del previsto, i dati economici positivi e i toni restrittivi della Fed hanno modificato le aspettative del mercato sulla stretta monetaria.
- Ci aspettiamo che il vantaggio degli USA in termini di tasso persista o aumenti ulteriormente nei prossimi tre mesi, sostenendo l'USD.

Eurozona

- A parte il netto deprezzamento nei confronti del USD, per l'EUR giugno è stato tranquillo e i tassi di cambio rispetto ad altri Paesi sviluppati in Europa (Svizzera, RU, Svezia, Norvegia) sono rimasti stabili.
- A differenza della Fed, la BCE rimarrà probabilmente impantanata nella sua politica monetaria ultra-espansiva. Chiaramente, l'economia dell'Eurozona acquirerà slancio nel T3, ma l'output gap ancora molto più ampio di quello USA tiene sotto controllo le pressioni inflazionistiche. Confermiamo quindi la nostra visione negativa per l'EUR/USD.

Regno Unito

- Il cambio GBP/EUR fluttua intorno a 1,60 da marzo e quasi non si è mosso a giugno.
- Con i rapidi progressi nelle vaccinazioni e le riaperture anticipate, lo slancio economico del RU ha già raggiunto il picco nel T2, ma i rischi politici abbondano e potrebbero fare più notizia nel secondo semestre. Per il GBP prevediamo quindi un deprezzamento nei confronti dell'USD nei prossimi tre mesi e un andamento laterale rispetto all'EUR.

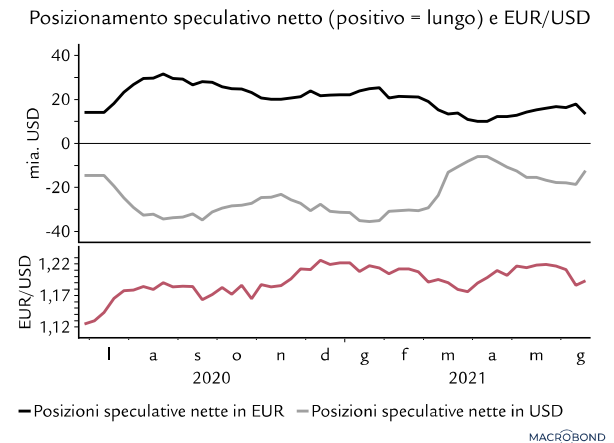
Svizzera

- Negli ultimi due mesi la nostra visione neutrale sull'EUR/CHF si è rivelata corretta e la confermiamo per i prossimi tre mesi.
- Il vantaggio in termini di tasso ("carry") ci sembra troppo ridotto per far salire l'EUR/CHF, malgrado la propensione al rischio degli investitori.

Giappone

- Nel 2021 il JPY ha subito la flessione più netta tra le valute dei mercati sviluppati.
- Difficilmente la situazione cambierà nei prossimi tre mesi: l'attuale propensione al rischio a livello globale rende molto poco attraenti le valute a basso rendimento come il JPY.

Il rally dell'USD a giugno ha sorpreso molti speculatori



Giugno è stato caratterizzato da un netto apprezzamento dell'USD ponderato per l'interscambio dopo due mesi di debolezza. La nostra visione di un USD più forte ha preso corpo, e per il motivo giusto, ossia un cambiamento delle previsioni sulle politiche monetarie delle banche centrali. Alla riunione di giugno il FOMC USA ha sorpreso i mercati con toni restrittivi, rivedendo al rialzo la proiezione mediana per il tasso ufficiale nel 2023 di 50 pb. Si tratta di un bel cambiamento rispetto a marzo, quando in media i membri del Comitato si aspettavano che i tassi restassero invariati nell'orizzonte di due anni. La svolta intransigente è stata poi minimizzata dai membri del FOMC, ma i mercati dei tassi hanno reagito alle nuove proiezioni e al continuo flusso di dati economici positivi scontando rialzi dei tassi della Fed. Il differenziale di rendimento a due anni tra i titoli di Stato USA e dell'Eurozona è aumentato, facendo scendere il cambio EUR/USD di quasi il 3% a giugno. Al rally dell'USD può aver contribuito anche il fatto che prima della riunione della Fed gli investitori speculativi avessero perlopiù posizioni corte sul biglietto verde, che hanno dovuto chiudere precipitosamente dopo la svolta a favore della valuta USA (cfr. grafico basato sui dati CFTC sulle posizioni in futures degli investitori non commerciali). Nel complesso, confermiamo ostinatamente le nostre previsioni per i prossimi tre mesi. Il vantaggio in termini di carry e la rapida chiusura dell'output gap negli USA dovrebbero quindi sostenere l'USD, mentre l'EUR/CHF continuerà a evidenziare un andamento laterale, dati i differenziali d'interesse stabili tra Svizzera ed Eurozona.

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.

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.