

Maggio 2021

Tassi d'interesse e obbligazioni

L'inflazione è solo transitoria

USA

- Grazie al colossale stimolo fiscale e alla vaccinazione di una quota crescente della popolazione, negli USA l'attività economica accelera.
- La Federal Reserve resta accomodante e vede l'inflazione come un fenomeno perlopiù transitorio, sebbene i prezzi delle materie prime o degli immobili inizino a dare segni di surriscaldamento.

Eurozona

- Malgrado il continuo miglioramento degli indicatori del sentiment, in Europa i ritardi nelle vaccinazioni e le severe misure di contenimento in vigore frenano la ripresa dell'economia.
- Come annunciato, la Banca centrale europea ha ampliato i suoi acquisti di obbligazioni per mantenere accomodanti le condizioni finanziarie.

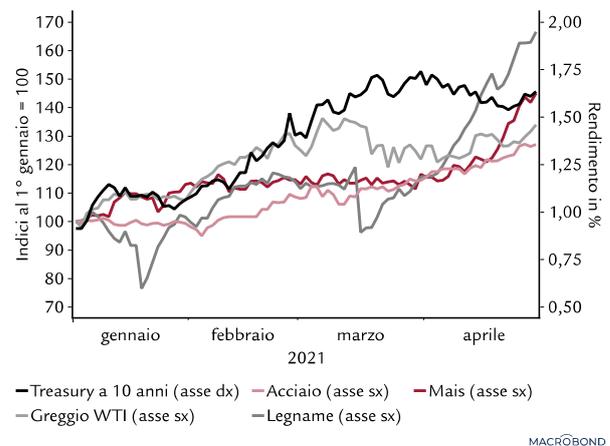
Regno Unito

- Prosegue la progressione degli indici PMI dei settori manifatturiero e dei servizi, mentre le vendite al dettaglio si impennano con la revoca delle restrizioni.
- La Bank of Canada è stata la prima grande banca centrale ad annunciare una riduzione dei suoi acquisti di asset. La Bank of England potrebbe annunciare misure simili, dato che nel RU la ripresa economica è destinata a prendere slancio.

Svizzera

- In Svizzera la campagna di vaccinazione è lenta come nel resto d'Europa, ma la riapertura dell'economia procede a grandi passi e ha riportato il PIL quasi ai livelli pre-crisi.
- Con i prezzi al consumo sul punto di entrare in territorio lievemente positivo dopo una fase deflazionistica, difficilmente la Banca nazionale svizzera modifierà la sua politica monetaria a breve.

Aprile: più pressioni inflazionistiche, rendimenti USA in calo



Inizia la fase in cui probabilmente vedremo i dati sulla crescita economica annuale più elevati o, come direbbe un ex presidente USA, "più incredibili" della nostra vita. Certo, ciò è dovuto anche a un notevole effetto base, ma persino i confronti mese su mese dei dati sull'attività mostrano continui miglioramenti. Com'era prevedibile, l'impennata degli asset rischiosi prosegue. L'S&P 500 raggiunge nuovi massimi quasi ogni giorno e gli spread sono saldamente ancorati: in aprile quelli in EUR e USD sono scesi rispettivamente di 5 e 3 pb. Eppure, la BCE sta ampliando i suoi acquisti di obbligazioni perché non vi è traccia d'inflazione, che comunque sarebbe solo transitoria, a meno che non si mangi mais o non si abbia bisogno di legname per la casa o di acciaio per costruire un'auto (cfr. grafico). L'unico asset in controtendenza rispetto al trend di reflazione è stato il Treasury USA: il rendimento a 10 anni è sceso di 12 pb in aprile, mentre il Bund è salito di 4 pb. Tuttavia, il Treasury decennale ha guadagnato 83 pb da inizio anno, quindi forse si tratta più di un consolidamento che di un'inversione di tendenza. Pertanto, manteniamo il sottopeso sulla duration, ma riduciamo la posizione. Quanto al rischio di credito, assumiamo un atteggiamento più difensivo: le valutazioni elevate rendono sfavorevole il profilo di rischio/rendimento della classe di attivi.

Titoli azionari

Fermarsi a riflettere sulla situazione

USA

- I rapidi progressi nelle vaccinazioni e il programma infrastrutturale attualmente discusso dal governo USA dovrebbero dare ulteriore slancio alla ripresa economica. Questa è una buona notizia per gli utili, ma le valutazioni elevate in borsa iniziano a diventare un problema e gli investitori hanno aspettative di utile assai elevate.
- I mercati non sanno cosa aspettarsi sull'inflazione e sui tassi e reagiscono nervosamente a ogni aumento dei rendimenti obbligazionari. Continuiamo a prevedere una sovraperformance della borsa USA, ma crediamo che i rischi siano aumentati più di quanto scontato dai mercati azionari.

Eurozona

- Dopo l'ottimo inizio del 2021, le azioni dell'Eurozona hanno perso slancio.
- Sono sottovalutate rispetto alle azioni USA, ma la ripresa degli utili è più lenta e le prospettive contrastanti. Parte del problema è forse il recente rafforzamento dell'EUR, che però ci sembra un fenomeno temporaneo (cfr. pag. 3)
- I lenti progressi della campagna vaccinale nella regione e le incertezze suscitate dalle prospettive politiche di Germania e Francia non aiutano il mercato, che ci aspettiamo sottoperformi gli USA.

Regno Unito

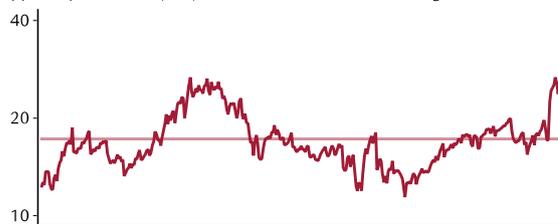
- La borsa britannica ha registrato ottime performance grazie al successo della campagna vaccinale e, in misura minore, alla ripresa dei prezzi delle materie prime.
- Tuttavia, ora gran parte delle buone notizie è scontata dal mercato e gli utili dovrebbero crescere meno che in altri mercati. Per il RU prevediamo quindi un minore slancio, in linea con l'Eurozona, ma indietro rispetto al mercato USA in valuta locale.

Svizzera

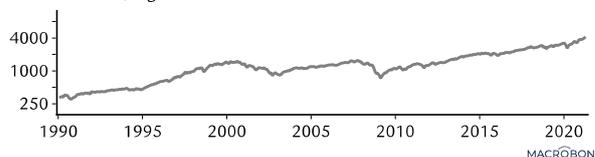
- Da inizio anno, per via della sua natura difensiva, la borsa svizzera ha nettamente sottoperformato, penalizzata dalle sorprese negative nel settore finanziario.
- Ora le azioni svizzere sono meno sopravvalutate, ma salvo un netto deterioramento del sentiment sono improbabili performance brillanti nel breve termine.

Importanza e limiti della valutazione

Rapporto prezzo/utigli (P/E) dell'S&P 500, incl. media a lungo termine



Indice S&P 500, logaritmico



Quando si parla di mercati azionari si menzionano spesso le valutazioni. Ma cosa sono le valutazioni e perché non possono essere sfruttate per individuare il momento giusto per entrare o uscire da un mercato? Di fatto, gli investitori che acquistano azioni acquisiscono una quota degli utili futuri di un'azienda. Ciò significa che per stimare il prezzo "equo" di una singola azione o di una borsa gli investitori devono stimare gli utili futuri. Non è un compito facile, perché nel corso della vita di un'azienda possono accadere molte cose: prodotti e servizi di successo potrebbero diventare obsoleti in futuro, l'azienda potrebbe sviluppare inaspettatamente un'ottima soluzione che genera enormi profitti, ecc. Pertanto, la stima degli utili futuri è avvolta nell'incertezza e investitori diversi avranno opinioni molto differenti al riguardo. Le valutazioni corrispondono approssimativamente al valore attuale degli utili futuri e possono variare notevolmente in funzione delle ipotesi degli investitori. I mercati iniziano a tenere conto delle valutazioni solo quando diventano estreme, e l'esperienza dimostra che anche in quel caso la reazione degli investitori può farsi attendere a lungo, come durante la "bolla delle dot-com" verso la fine del millennio (cfr. grafico). Spesso il motivo è che gli investitori sono affascinati dal potenziale di alcune aziende e dimenticano di verificare se il prezzo delle azioni riflette un andamento realistico degli utili futuri. Durante la "bolla delle dot-com" il potenziale di molte start-up di internet è stato sopravvalutato, come forse avviene oggi in settori quali la mobilità elettrica e l'informatica. Quindi, la valutazione è utile per analizzare rischi e opportunità, ma non andrebbe usata per prevedere l'andamento dei mercati.

Valute

USD: la debolezza potrebbe essere solo temporanea

USA

- Da marzo la situazione si è capovolta: l'USD si è deprezzato nei confronti delle principali valute, incluse quelle dei mercati emergenti, con l'unica eccezione della rupia indiana.
- La causa è stata la flessione dei rendimenti obbligazionari USA in aprile, a nostro avviso un fenomeno temporaneo. Prevediamo un certo vigore dell'USD rispetto a EUR e CHF per via del vantaggio ancora notevole in termini di tasso.

Eurozona

- In aprile, l'EUR ha recuperato il terreno perduto nel mese precedente rispetto all'USD. L'accelerazione della campagna vaccinale europea ha senz'altro alimentato l'ottimismo degli investitori nei confronti dell'EUR.
- Tuttavia, con i livelli pre-crisi ancora fuori portata in gran parte degli Stati membri e una politica monetaria destinata a rimanere ultra-espansiva nel medio termine, l'Eurozona rimarrà il fanalino di coda della ripresa. Confermiamo quindi la nostra visione negativa per l'EUR/USD.

Regno Unito

- Dopo un vigoroso rally da inizio anno alimentato dal rapido miglioramento delle prospettive di crescita del RU, in aprile il GBP ha evidenziato un andamento laterale rispetto all'USD e una correzione nei confronti dell'EUR.
- Pensiamo che molte buone notizie siano già scontate e prevediamo un deprezzamento del GBP nei confronti dell'USD nei prossimi due mesi.

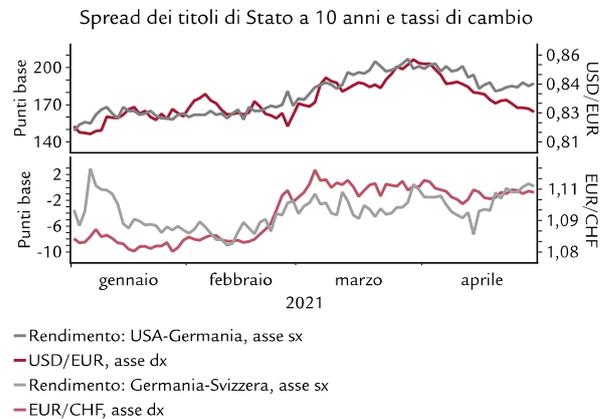
Svizzera

- Il CHF si è mosso poco nei confronti dell'EUR in aprile, poiché i mercati finanziari sono rimasti in un limbo tra propensione e avversione al rischio.
- La posizione neutrale sull'EUR/CHF ha dato i suoi frutti e manteniamo questa visione per i prossimi due mesi. Tuttavia, prevediamo un nuovo deprezzamento nei confronti dell'USD, in linea con il vigore generale di quest'ultimo.

Giappone

- In aprile, il JPY si è apprezzato rispetto all'USD, ma non quanto nei confronti di EUR e CHF.
- Restiamo positivi sull'USD/JPY in previsione di un ulteriore miglioramento del contesto di crescita e inflazione globale ("reflazione") nel T2.

Differenziali di rendimento: un importante driver nel 2021



MACROBOND

I nostri affezionati lettori ricorderanno che abbiamo cambiato la nostra visione sull'USD da negativa a positiva già nel dicembre 2020, andando contro il consensus per un lungo periodo: questa scelta ha dato i suoi frutti nel T1 2021. Con l'aumento del differenziale d'interesse, in quel periodo l'USD si è apprezzato del 4% rispetto all'EUR (cfr. grafico). Anche i differenziali di rendimento per le scadenze più lunghe hanno influito sulle oscillazioni del cambio EUR/CHF da inizio anno. Il differenziale d'interesse, ossia il "carry", è quindi tornato ad essere un importante driver per le valute, e pensiamo che lo rimarrà in futuro. Purtroppo, in aprile le fluttuazioni dei titoli di Stato non hanno confermato la nostra visione: i rendimenti USA sono scesi malgrado il flusso costante di dati economici positivi e le crescenti pressioni inflazionistiche (cfr. pag. 1). Gli spread si sono quindi ridotti, indebolendo l'USD. Pensiamo che sia un fenomeno temporaneo e restiamo dell'idea che l'USD si rafforzerà nei prossimi due mesi. Anche se l'economia dell'Eurozona acquisterà slancio nel T2, l'output gap dell'Unione rimarrà molto più ampio che negli USA, e le pressioni inflazionistiche saranno quindi più deboli. Riteniamo dunque che possa ripresentarsi lo scenario pre-Covid, con la BCE ferma vicino al limite inferiore dell'intervallo e impossibilitata a innalzare i tassi malgrado la ripresa economica globale, mentre i Paesi anglosassoni cercheranno di abbandonare le politiche ultra-espansive. In questo la Bank of Canada ha fatto da apripista, annunciando una riduzione degli acquisti di asset già nella riunione di politica monetaria di aprile.

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 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.