

Ottobre 2021

## Tassi d'interesse e obbligazioni

Il ritorno della reflazione

### Stati Uniti

- A settembre i rendimenti obbligazionari USA sono aumentati: il decennale è salito di 20 punti base (pb), il tratto a breve ben ancorato ha guadagnato 9 pb e le curve dei rendimenti sono diventate più ripide.
- La riunione del FOMC di settembre è stata più restrittiva del previsto e il presidente Powell ha assicurato che il tapering avrà inizio prima di fine anno.

### Eurozona

- Anche i rendimenti dei titoli di Stato tedeschi sono saliti, in linea con gli omologhi USA. Inoltre, il rischio estremo dell'elezione di un governo molto di sinistra in Germania è venuto meno. Il rendimento decennale è salito di 24 pb e le curve sono diventate più ripide.
- Intanto, la presidente della BCE Lagarde ha sottolineato che l'inflazione è dovuta perlopiù a shock temporanei dell'offerta e che le banche centrali non dovrebbero reagire in modo eccessivo. Ciò ha smorzato le aspettative di rialzi dei tassi nel prossimo futuro.

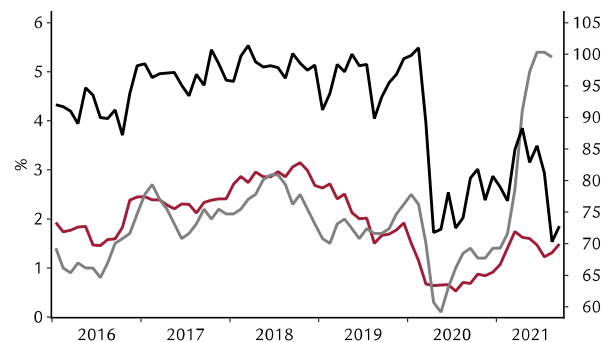
### Regno Unito

- A settembre i titoli di Stato britannici sono stati i più deludenti: il decennale è salito di quasi 40 pb rispetto a fine agosto, raggiungendo un nuovo massimo ciclico di circa l'1%.
- La Bank of England ha sorpreso i mercati con dichiarazioni assai restrittive e potenziali rialzi dei tassi tra qualche mese: dai verbali sono emersi i crescenti timori dei suoi membri per l'inflazione.

### Svizzera

- In Svizzera i rendimenti obbligazionari hanno confermato la loro forte correlazione con quelli in EUR e sono saliti di 20 pb. Il titolo a 5 anni ha raggiunto il picco da inizio anno, al -0,5%.
- A differenza di gran parte delle altre economie, la Svizzera evidenzia una ripresa sostenuta senza picchi d'inflazione, quindi la BNS non ha fretta di insprare la politica monetaria.

### L'impennata dell'inflazione deprime la fiducia dei consumatori



— Rendimento dei Treasury USA a 10 anni (asse sx)  
— Inflazione complessiva del CPI USA (asse sx)  
— University of Michigan Consumer Sentiment Index (asse dx)

MACROBOND

Con spread fermi intorno ai minimi storici, l'andamento altalenante dei tassi d'interesse prosegue a livello globale. A fine settembre i rendimenti obbligazionari sono saliti sulla scia dei toni sempre più restrittivi delle banche centrali per via dei timori d'inflazione. Soprattutto gli alti prezzi delle materie prime e le strozzature dal lato dell'offerta, dalla carenza di semiconduttori ai distributori di benzina vuoti nel Regno Unito, sono chiari segnali d'inflazione. Ciò detto, molti di questi fattori si riveleranno probabilmente temporanei: gli attriti nell'economia fanno notizia, ma di solito sono di breve durata e si risolvono per effetto delle forze di mercato. Inoltre, dato il netto calo della fiducia dei consumatori USA (cfr. grafico), ci aspettiamo che la dinamica di crescita rallenti. Ciò dovrebbe alleviare le pressioni inflazionistiche, ma nel prossimo futuro i dati sull'inflazione dovrebbero stabilizzarsi oltre l'obiettivo del 2% della Federal Reserve. Il picco d'inflazione è probabilmente già superato e non crediamo che i rendimenti obbligazionari continueranno a salire. Riteniamo che l'ultima oscillazione sia un assestamento dai minimi dell'estate e ci aspettiamo che si affermi un nuovo range. Gli asset rischiosi potrebbero evidenziare un nuovo rally alimentato dalla reflazione, ma nulla rispetto a ciò che abbiamo visto nell'ultimo anno. Siamo cauti riguardo alla duration e manteniamo una visione neutrale sugli spread di credito, dati i livelli già ridotti.

## Azioni

Mese debole, ma buone prospettive a medio termine

### Stati Uniti

- A settembre il mercato USA ha perso il 4,8%, registrando il primo mese negativo da gennaio. Le principali cause della correzione sono state l'incertezza sugli sviluppi economici in Cina, l'aumento dei tassi d'interesse e gli sviluppi politici negli Stati Uniti. Tuttavia, da inizio anno il rendimento totale del mercato USA è del 16,7%.
- Dopo l'ottima stagione dei risultati e la recente correzione, il rapporto prezzo/utili è sceso da 30 a circa 26. Tuttavia, tra i principali mercati quello USA resta il più sopravvalutato e crediamo che presenti uno scarso potenziale di rialzo.

### Eurozona

- A settembre il mercato ha ceduto il 3,4%, ma la performance da inizio anno è ancora intorno al 16,5%.
- Le valutazioni e le attuali dinamiche economiche favoriscono la borsa europea rispetto a quella USA.

### Regno Unito

- A settembre, il mercato azionario britannico ha perso lo 0,5%, mentre la performance da inizio anno è del 11,4%.
- La borsa britannica è un mercato difensivo e ha il rendimento del dividendo più alto tra i principali listini.

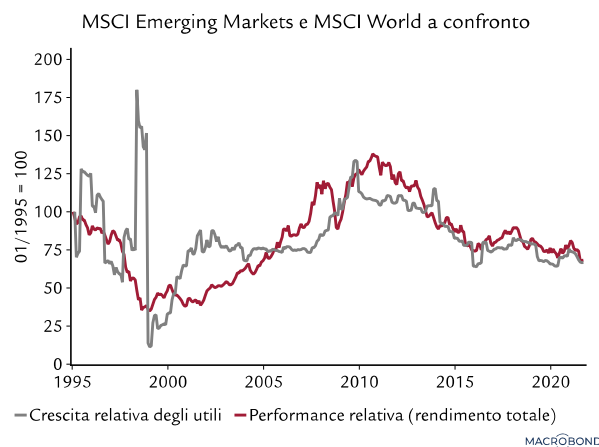
### Svizzera

- A settembre il mercato svizzero ha perso il 6,8% e la sua performance da inizio anno è dell'12,9%.
- La performance delle azioni svizzere è stata frenata soprattutto dal settore farmaceutico, che è un colosso dell'indice.

### Mercati emergenti

- Con una flessione del 4,0%, a settembre i mercati emergenti sono rimasti in linea con quelli sviluppati. Tuttavia, con una performance da inizio anno del -1,1%, sono molto indietro rispetto alle azioni delle economie sviluppate (14,2%).
- Le azioni dei mercati emergenti hanno valutazioni interessanti rispetto a quelle dei Paesi sviluppati, ma la situazione politica in Cina rimane un'importante fonte di preoccupazione.

### Mercati emergenti – Rischi e opportunità



Le azioni dei mercati emergenti hanno registrato performance deludenti dalla crisi finanziaria del 2009 e nel 2021. Dal 2009 hanno sottoperformato l'indice dei mercati sviluppati (MSCI World) di ben il 160% e il divario di performance da inizio anno supera il 15%. Anche la performance a lungo termine dal 1995 è ora inferiore a quella dei mercati sviluppati. Tuttavia, dal lancio dell'indice dei mercati emergenti nel 1987 vi è ancora una sovraperformance di quasi il 2% all'anno. Come mostra il grafico, la performance relativa a lungo termine è strettamente legata all'andamento relativo degli utili. Quindi, per una ripresa dei mercati emergenti nei prossimi anni è essenziale una crescita sostenuta degli utili. Le condizioni ci sono: la produttività e la popolazione dovrebbero aumentare ancora, gli utili e la redditività sono piuttosto bassi e la fine della pandemia darebbe impulso a queste economie. Inoltre, la maggior parte delle divise è sottovalutata. A breve termine, tuttavia, le prospettive sono meno chiare. Al momento i dati economici cinesi sono piuttosto deboli (p.es. la crescita del credito è più lenta, ma sembra vicina ai minimi) e l'approccio delle autorità alla regolamentazione delle società tecnologiche e del mercato immobiliare è molto più restrittivo. Da febbraio, i titoli tecnologici cinesi (15% dell'indice MSCI Emerging Markets) hanno sottoperformato gli omologhi globali di quasi il 50%. Altre economie emergenti sono ancora nel pieno della pandemia e hanno bassi tassi di vaccinazione. Un miglioramento di questi indicatori giustificerebbe un sovrappeso sulle azioni dei mercati emergenti.

## Valute

USD e GBP più forti con l'inasprimento monetario

### Stati Uniti

- Anche se i dati economici USA, specie il rapporto sul mercato del lavoro di agosto, hanno sorpreso in negativo a settembre e i dati sull'inflazione sembrano confermare la tesi dell'"inflazione transitoria", la Fed ha chiuso la riunione di settembre con toni restrittivi (cfr. testo principale).
- Il conseguente aumento dei rendimenti obbligazionari ha causato un apprezzamento dell'USD contro tutte le principali valute dei Paesi sviluppati ed emergenti, con l'eccezione di RUB e CNY.
- Ci aspettiamo che il vigore dell'USD persista fino a fine anno per via del vantaggio in termini di tasso ("carry").

### Eurozona

- A settembre, l'EUR ha perso il 2% rispetto all'USD, ma è rimasto stabile rispetto al CHF.
- Le sorprese sul fronte dell'inflazione si sono spostate dagli Stati Uniti all'Europa, dove nei prossimi mesi l'impennata dei prezzi di gas ed elettricità farà accelerare l'inflazione.
- L'aumento dell'inflazione sarà probabilmente temporaneo, quindi non ci aspettiamo inasprimenti da parte della BCE e ribadiamo la visione negativa su EUR/USD.

### Regno Unito

- Malgrado i problemi della catena logistica nel Regno Unito, la Bank of England si aspetta una continua ripresa economica e ha annunciato un inasprimento monetario a breve.
- La svolta restrittiva non ha influito sui tassi di cambio: a settembre GBP/EUR ha evidenziato un andamento laterale e GBP/USD è sceso, ma dovrebbe invertire la rotta nei prossimi tre mesi.

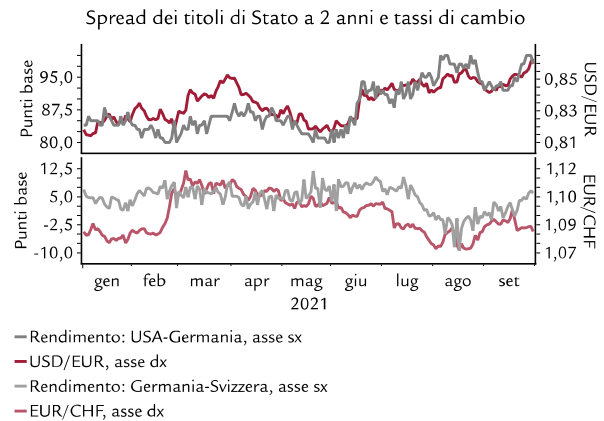
### Svizzera

- A settembre EUR/CHF ha oscillato tra 1,08 e 1,09.
- I differenziali di rendimento tra Svizzera e Germania sono ridotti e difficilmente cambieranno, visto l'allineamento della politica monetaria tra la BNS e la BCE, quindi confermiamo la visione neutrale su EUR/CHF per i prossimi tre mesi.

### Giappone

- Il JPY ha perso circa l'1% contro l'USD a settembre.
- In linea con la nostra visione nel complesso positiva sull'USD, siamo ottimisti anche su USD/JPY per i prossimi tre mesi.

### Differenziali di rendimento: il principale driver dei cambi



MACROBOND

A settembre, le aspettative del mercato per la politica monetaria si sono confermate il principale driver dei mercati valutari. Anche se era ampiamente previsto che la Fed avrebbe preparato i mercati alla riduzione degli acquisti di asset ("tapering"), la riunione del FOMC di settembre è comunque riuscita a sorprendere gli investitori per i toni restrittivi. Il motivo è stato l'aggiornamento delle proiezioni del FOMC sui tassi guida ("dot plot"), da cui è emersa l'intenzione di gran parte dei membri di effettuare rialzi più rapidi e incisivi. L'attuale proiezione mediana per fine 2022 è un rialzo di 25 punti base, seguito da altri due o tre nel 2023. Il rendimento dei Treasury USA a due anni si è impennato, mentre gli omologhi europei si sono mossi molto meno, con un conseguente aumento del differenziale d'interesse e un calo dell' EUR/USD. In effetti, il carry non è mai stato efficace come quest'anno per spiegare le oscillazioni dell' EUR/USD (cfr. grafico) e dovrebbe continuare a sostenere l'USD rispetto a tutte le principali valute. Tra l'altro, il carry, o piuttosto la sua assenza, si conferma il motivo principale della nostra visione neutrale su EUR/CHF. Tra le principali valute, l'unica che dovrebbe apprezzarsi rispetto all'USD è la sterlina. Dopo la svolta restrittiva della Bank of England, che probabilmente innalzerà il tasso guida già nel T1 2022, per la prima volta dal 2015 i rendimenti delle obbligazioni a 2 anni del Regno Unito hanno superato quelli delle omologhe USA. Malgrado questa variazione del carry, a settembre GBP/USD è sceso, ma ci aspettiamo un'inversione almeno parziale nei prossimi tre mesi.

## 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.