

Agosto 2020

Tassi d'interesse e obbligazioni

I mercati non sono l'economia

USA

- Essendo il numero di infezioni negli USA aumentato a luglio, alcuni Stati hanno interrotto o in parte annullato i piani di riapertura, mentre la California è tornata in parziale lockdown. Ciò ha iniziato a pesare sul sentiment dei consumatori.
- La Fed probabilmente terminerà il riesame della sua politica a settembre, con un possibile controllo esplicito della curva dei rendimenti e un uso più attivo delle agevolazioni creditizie.

Eurozona

- L'Europa continua a uscire dalla recessione, con i PMI saldamente sopra quota 50 a luglio, mentre i tassi di infezione sono relativamente modesti.
- In un passo avanti verso un'unione fiscale senza precedenti, l'UE emetterà obbligazioni per finanziare il suo bilancio, concedendo sovvenzioni ai Paesi più colpiti dalla pandemia.

Regno Unito

- I dati economici UK stanno migliorando, ma il rischio incombente di un fallimento dei negoziati commerciali con l'UE potrebbe arrestare la ripresa.
- La Banca d'Inghilterra ha mandato segnali contrastanti di ulteriore allentamento monetario. Il governatore Bailey tiene aperta l'opzione di tassi d'interesse negativi.

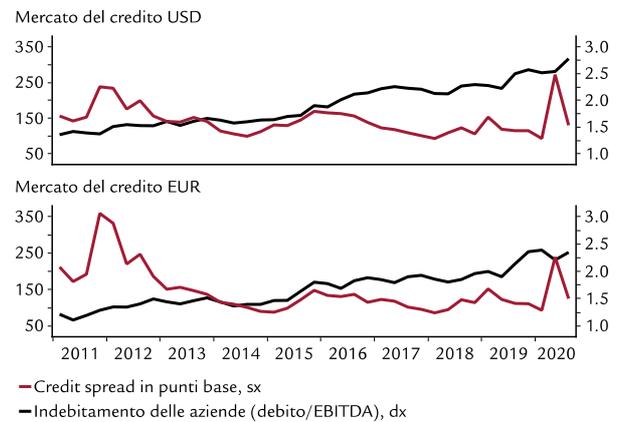
Svizzera

- Prevediamo ancora che l'economia svizzera sorpassi il resto dell'Europa nel 2020.
- Le pressioni sul CHF si sono allentate nelle settimane scorse, ma ci attendiamo che la BNS continui a intervenire, se necessario. Non prevediamo ulteriori tagli dei tassi.

Giappone

- Il Giappone ha gestito relativamente bene la pandemia, ma l'economia è ancora in profonda recessione. Perciò due agenzie hanno abbassato il loro rating.
- La Banca del Giappone ha dichiarato di essere pronta a un eventuale allentamento monetario.

Leva in aumento, credit spread ancora in ribasso



“I mercati non sono l'economia” è un mantra spesso citato in tempi come questi, in cui appaiono in contrasto. Alcuni indici azionari segnano nuovi record e gli spread hanno raggiunto livelli proporzionati a un lieve rallentamento dell'attività economica, riducendosi di altri 24 p.b. in EUR e di 18 in USD a luglio. Frattanto i ricavi societari hanno sofferto, l'indebitamento sta salendo alle stelle, le tensioni politiche globali aumentano e la pandemia sta ancora infuriando per il mondo. Tuttavia, non sono solo gli asset rischiosi ad essere andati bene. Anche asset sicuri come i titoli di Stato e l'oro sono stati apprezzati. Ovviamente, non è difficile dare una spiegazione. Quando le banche centrali iniettano miliardi nei mercati finanziari, la logica conseguenza è l'inflazione dei prezzi degli asset. Mentre il vento di coda tecnico conterrà gli spread, riteniamo che la recente contrazione si sia allontanata troppo dai fondamentali e siamo cauti circa le conseguenze a lungo termine di un'espansione della base monetaria. L'inflazione, se accelerasse, costringerebbe le banche centrali a diventare aggressive, un disastro per mercati dipendenti dagli stimoli. Ciò detto, non pensiamo che questo si verificherà a breve, benché, data la discrepanza tra la valutazione e i fondamentali, restiamo piuttosto cauti, mantenendo una posizione difensiva.

Titoli azionari

Navigare in acque sempre più insidiose

USA

- I mercati azionari USA hanno avuto rendimenti molto alti dal 1° trimestre. Questa notevole ripresa è stata favorita dal forte sostegno monetario e fiscale, dalla precoce riapertura delle aziende e dagli utili trimestrali pubblicati finora migliori del previsto.
- Ma la maggioranza delle buone notizie sembra già scontata, con il mercato esposto a choc negativi. In particolare, il recente andamento del COVID-19 negli USA e le crescenti tensioni con la Cina potrebbero guastare gli umori del mercato. Perciò, benché vediamo il mercato azionario USA sovraperformare il resto del mondo, stiamo diventando più cauti.

Eurozona

- Il rimbalzo nell'attività misurato dai PMI è un'ottima notizia economica. La borsa, tuttavia, ha rispecchiato solo in parte tali miglioramenti, sottoperformando gli USA.
- Ciò probabilmente è dovuto a una politica monetaria ritenuta meno efficace che quella USA (come l'apprezzamento dell'EUR suggerisce) e dalla composizione del mercato azionario. Il mercato dell'Eurozona ha una minore quota di società tecnologiche che stanno beneficiando dell'attuale situazione, rispetto agli USA. Perciò è improbabile che il mercato azionario dell'Eurozona raggiunga quello USA a breve.

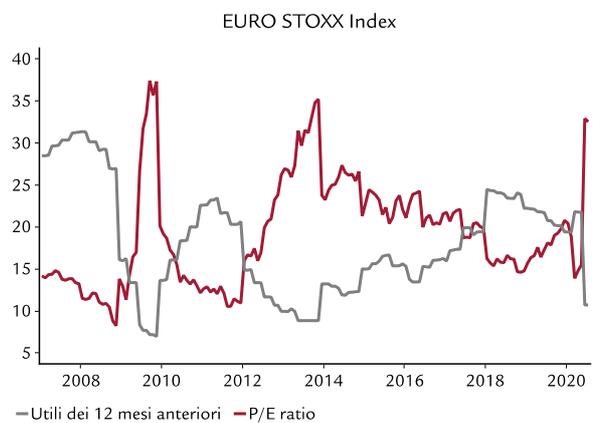
Regno Unito

- L'economia del Regno Unito è stata duramente colpita dal COVID-19 e dal doloroso lockdown, nonché da persistenti incertezze sulle relazioni commerciali con l'UE.
- Inoltre, il suo mercato azionario ha una grossa fetta di settori su cui la pandemia ha pesato negativamente. Perciò prevediamo che esso resti indietro rispetto al resto del mondo, per il momento.

Svizzera

- La solida performance del mercato azionario svizzero finora ne rispecchia la natura difensiva, come indicato dalla reazione a brevi periodi di volatilità dell'ultimo mese.
- In futuro, questo mercato dovrebbe approfittare della maggiore stabilità valutaria e dei miglioramenti economici nell'Eurozona e comportarsi in linea con i mercati azionari dell'area.

Impatto di un calo improvviso degli utili sul "P/E ratio"



MACROBOND

La valutazione di mercato è un indicatore molto dibattuto in materia di investimenti, su cui alcuni fanno un forte affidamento, mentre altri sostengono che è sostanzialmente inutile. In realtà, è difficile opporsi all'utilizzo del "fair value" di un'attività come base per una decisione di investimento: Perché, ad esempio, si dovrebbe pagare molto di più per qualcosa che non il suo valore corretto? Tuttavia, stimare il valore di un'attività finanziaria è un compito difficile, poiché una valutazione solida deve tra l'altro considerare l'andamento degli utili futuri durante vari anni. Gli investitori utilizzano quindi indicatori semplificati come il rapporto prezzo/utile (price-to-earnings ratio, P/E) basato sui guadagni storici o calcolato utilizzando come approssimazione le aspettative di guadagno per il prossimo anno degli analisti finanziari. Poiché gli utili generalmente crescono in modo abbastanza regolare, questo indicatore fornisce un'indicazione ragionevole del valore in tempi normali. Ma può fallire in modo spettacolare in tempi di improvvisi e drammatici eventi economici, come ad esempio ora, quando i guadagni e le aspettative a breve termine diventano inutilizzabili come guida per i prossimi anni. È tuttavia proprio in questi tempi che la disciplina imposta dalla valutazione è particolarmente preziosa. Cosa si può fare allora in queste circostanze? Purtroppo, gli investitori devono tornare ad analizzare i fondamentali e valutare quanto siano realistiche le aspettative di guadagno a medio termine implicite nei prezzi attuali. In un contesto di questo tipo, un indicatore semplice come il P/E non è sufficiente.

Valute

Ribadiamo il nostro giudizio negativo sull'USD

USA

- Esclusa qualche valuta ciclica dei mercati emergenti, l'USD ha perso terreno su tutte le principali valute a luglio, in linea con il nostro giudizio negativo.
- Prevediamo che i fattori negativi che hanno pesato sulla valuta (cfr. testo principale) permangano ad agosto. Perciò, vediamo l'USD deprezzarsi ulteriormente su EUR, CHF e JPY, con la sola eccezione della GBP.

Eurozona

- EUR/USD hanno subito un fortissimo rialzo a luglio, non solo per la generale debolezza dell'USD, ma anche per una ripresa sorprendentemente rapida dalla recessione e un positivo vertice UE che ha rotto il tabù dell'emissione di debito comune. Ciò ha anche aiutato un po' l'EUR rispetto al CHF a luglio.
- Ripetiamo il nostro giudizio positivo su EUR/USD, ma vediamo EUR/CHF neutro ad agosto.

Regno Unito

- Il rally del GBP/USD a luglio rispecchia la debolezza del dollaro più che la forza della sterlina. I dati economici del Regno Unito sono stati piuttosto contrastanti e i negoziati con l'UE restano al palo.
- Non ci attendiamo grandi progressi nei negoziati commerciali con l'UE nel terzo trimestre e riteniamo che, come già l'anno scorso, la situazione deve peggiorare prima di migliorare. Perciò il nostro giudizio su GBP rispetto a USD ed EUR è negativo.

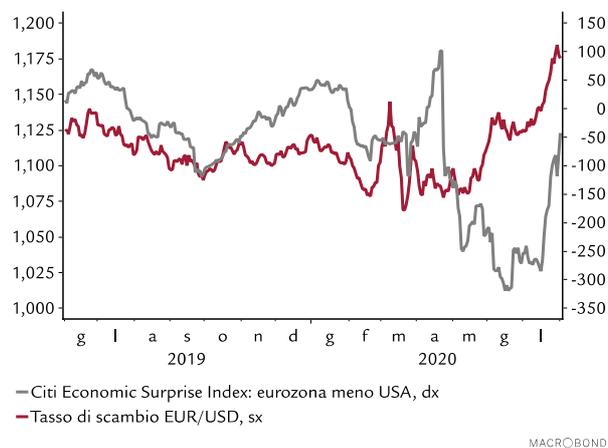
Svizzera

- Il valore esterno del CHF (su base ponderata per l'interscambio) è rimasto stabile a luglio, mentre il grande apprezzamento sull'USD è stato compensato da un modesto deprezzamento sull'EUR, il più importante partner commerciale della Svizzera.
- Prevediamo un aumento dei rischi geopolitici che potrebbero spingere ancora una volta valute rifugio come il CHF ad aumentare. Tuttavia, l'intervento valutario della BNS limiterà probabilmente i guadagni sull'EUR. Perciò prediligiamo un giudizio neutro su EUR/CHF.

Giappone

- Data la generale debolezza dell'USD, USD/JPY è sceso sotto quota 105 a fine luglio.
- Ribadiamo il nostro giudizio negativo su USD/JPY. A parte la debolezza del dollaro, lo yen è pronto a beneficiare di un aumento dei rischi geopolitici.

Spostamento dello slancio economico dall'USD all'EUR



Luglio è stato il mese peggiore da settembre 2010 per l'USD. L'indice DXY, misurato su un paniere delle principali valute dei mercati sviluppati, ha ceduto ben il 4,6%, aggravando lo scivolone iniziato a maggio 2020. I motivi sono triplici. Primo: come ripetuto in questa pubblicazione, l'USD ha perso gran parte del suo appeal in ottica carry, mentre i differenziali dei tassi rispetto ad altre valute sono crollati. Secondo: la campagna presidenziale USA si sta scaldando e i rischi politici interni crescono. Un dilagare dei democratici al Congresso e una presidenza Biden sono diventati più probabili, uno scenario che molti investitori ritengono negativo per l'USD. Infine, più di recente, il momentum economico nel terzo trimestre sta passando dagli USA all'Eurozona, mentre i primi lottano contro un peggioramento del COVID-19. Il Citi Economic Surprise Index, che misura i dati in arrivo rispetto alle attese degli economisti, sta recuperando velocemente per l'Eurozona, ma si è lasciato dietro il picco negli USA (cfr. grafico). Non prevediamo che queste 3 tendenze si invertano ad agosto, quindi manteniamo un giudizio negativo sull'USD rispetto a EUR, JPY e CHF. A luglio, l'EUR ha beneficiato inoltre dell'adozione del recovery fund, riducendo il rischio di coda di una rottura dell'euro. Benché il sentiment tra gli investitori continui a sostenere l'EUR su USD e GBP, EUR/CHF per noi è ancora neutro perché i rischi geopolitici sono tornati a crescere. In tale contesto riteniamo che il CHF sarà ancora la valuta di rifugio preferita dagli investitori, mentre l'USD ha di recente perso il suo appeal in questo ambito.

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 Economics Department, 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 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.