

Settembre 2020

Tassi d'interesse e obbligazioni

Linea di minima resistenza

USA

- Gli ultimi dati sull'attività e le indagini tra le imprese negli USA hanno sorpreso positivamente, suggerendo l'approssimarsi di un recupero dell'economia nel T3.
- Al simposio sulle politiche economiche di «Jackson Hole» la Federal Reserve ha pubblicato la conclusione del riesame della sua politica monetaria strategica. Come previsto, la Fed opta ora per un target inflazionistico medio del 2% accettando periodi temporanei di inflazione più elevata alternati a periodi con inflazione inferiore al 2%.

Eurozona

- I dati dell'industria migliorano ancora, mentre la ripresa del settore dei servizi, secondo i dati delle indagini, è rallentata ad agosto, probabilmente a causa delle nuove misure di contenimento delle infezioni da COVID-19.
- Nel prossimo incontro della BCE, non prevediamo sostanziali cambiamenti ma solo lievi aggiustamenti nell'implementazione dei diversi programmi.

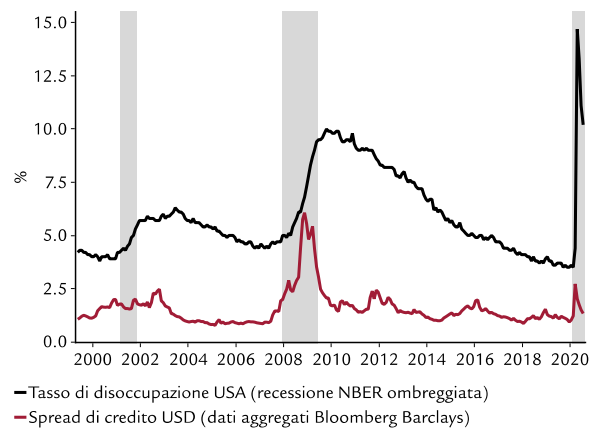
Regno Unito

- I PMI e le vendite al dettaglio continuano a migliorare nel Regno Unito, la cui economia affronta ancora fasi iniziali di riapertura rispetto all'Europa continentale e agli USA.
- La Banca d'Inghilterra sottolinea che, sebbene i tassi negativi restino un'arma a disposizione, non si intravedono vantaggi sufficienti per un tale passo, un deciso giro di vite.

Svizzera

- La Svizzera sembra affrontare piuttosto bene la crisi, come evidenzia il PIL del secondo trimestre, sceso meno rispetto ad altre economie sviluppate.
- Al momento non prevediamo grandi mosse politiche della BNS, sebbene i depositi a vista continuino ad aumentare e la BNS intervenga sul mercato valutario.

Profonda recessione, i credit spread quasi a livello normale



Agosto è sempre stato uno dei mesi più tranquilli. Mentre la temuta scadenza dell'atteso pacchetto fiscale USA è passata senza accordo e i numeri relativi ai nuovi contagi in Europa sono di nuovo in crescita, i mercati minimizzano. Sono bastati novità positive sul fronte del vaccino contestualmente all'attenuazione della guerra commerciale USA-Cina e ai continui effetti dello stimolo monetario. Ad agosto i credit spread in EUR hanno perso 14 p.b. (a 114 p.b.), per le nuove offerte; gli spread in USD hanno perso 3 p.b. (a 130 p.b.) nonostante una pipeline di nuova emissione molto ricca per questo periodo dell'anno. In USA e in Germania i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni hanno guadagnato 11 e 18 p.b. Durante il periodo degli utili e con le società che hanno superato abbastanza facilmente le previsioni, sembra che la linea di minima resistenza per i titoli di Stato sia ora inferiore. Forse abbiamo sotto-stimato la grandezza e la velocità della iniziale contrazione degli spread, per cui manteniamo una posizione difensiva dati gli attuali livelli delle valutazioni. Durante le ultime due recessioni, quando i fondamentali erano molto più solidi e la duration molto più breve, lo spread medio per le aziende statunitensi è stato di 300 p.b. Per i titoli di Stato abbiamo optato per un posizionamento lungo, con i rendimenti all'estremità superiore dell'intervallo previsto.

Titoli azionari

Brilla il settore informatico statunitense

USA

- Mentre molti mercati azionari hanno perso momentum, ad agosto i mercati USA hanno continuato la loro incredibile ripresa. Ciò è attribuibile soprattutto al grande peso delle aziende IT negli indici azionari USA.
- A meno che il settore tecnologico non subisca una brusca frenata, di cui non ci sono avvisaglie, i titoli continueranno a sovraperformare.

Eurozona

- Il Citi Economic Surprise Index, che misura i dati raccolti rispetto alle previsioni, è molto migliorato, mentre i PMI dell'Eurozona suggeriscono una forte ripresa nel terzo trimestre.
- La performance dei titoli azionari dell'Eurozona, che hanno sottoperformato rispetto ad altre regioni negli ultimi due mesi, non riflette ancora il miglioramento del momentum economico. Pensiamo che nelle prossime settimane il mercato azionario potrebbe riservare delle sorprese positive.

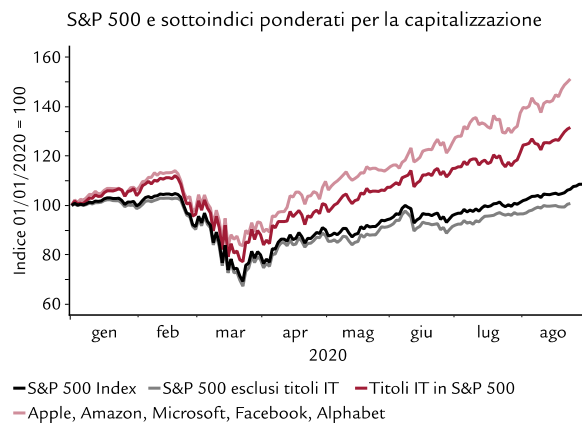
Regno Unito

- Il Regno Unito è una delle economie sviluppate più colpite dalla recessione globale. Inoltre, le negoziazioni commerciali con l'UE non sono progredite. I titoli del Regno Unito hanno registrato una sottoperformance anche ad agosto.
- Non siamo molto ottimisti e riteniamo che il mercato azionario britannico continuerà a registrare risultati negativi.

Svizzera

- In questa crisi, l'economia svizzera se l'è cavata con un occhio nero. Il PIL ha perso l'8,2% nel T2, un dato meno grave rispetto a molte altre economie sviluppate, fatta eccezione per il Giappone.
- Quindi, il mercato azionario si è mantenuto abbastanza solido negli ultimi mesi e questo dato non dovrebbe cambiare. Prevediamo che i titoli svizzeri potrebbero beneficiare di un'eventuale flessione del mercato.

Il settore tecnologico guida l'S&P 500



MACROBOND

Da inizio anno, il mercato azionario USA ha registrato un'incredibile sovraperformance nonostante la pandemia di COVID-19, la politica interna e le tensioni geopolitiche. Ciò grazie al grande peso del settore informatico all'interno dei principali indici azionari USA ponderati in base alla capitalizzazione. Senza l'IT, l'S&P 500 sarebbe ancora molto al di sotto dei livelli pre-crisi, come illustra la tabella seguente. Quanto è sostenibile un rally del settore IT negli USA? Le valutazioni sono balzate alle stelle. Nell'ultimo decennio, il rapporto prezzo/utile (P/E) del Nasdaq si è spostato nell'intervallo 13-23 e svetta ora attorno a 32. Ma, come menzionato nell'ultima edizione di questa pubblicazione, in tempi di crisi, quando le aspettative di guadagno si muovono velocemente, misurare le valutazioni non è così significativo per gli investitori. Le valutazioni elevate sottendono alcune ragioni fondamentali. Innanzitutto, la crisi stimola fortemente il passaggio strutturale alla digitalizzazione. Le società dell'IT sono le grandi vincitrici della crisi, ciò si riflette anche sui guadagni relativamente solidi. I titoli nell'S&P 500 hanno superato del 13% le aspettative di guadagno nel T2, mentre le vendite hanno superato le previsioni del 6%. Data la solida situazione, una correzione dei titoli del comparto tecnologico, che innescherebbe molto probabilmente una più ampia correzione di mercato, non sembra prossima. I tassi d'interesse costantemente bassi supportano questi "titoli growth" in chiave di business (offrono più progetti di crescita da finanziare rispetto ai tradizionali "titoli value") e della valutazione (i cash flow sono attualmente molto scontati e guardano al futuro).

Valute

Parere neutrale sul cambio EUR/USD

USA

- Dopo un grande calo a luglio, l'USD ha subito un calo marginale ad agosto, ponderato su base commerciale. Ha perso contro il renminbi e contro le valute legate alle commodity, ad esempio il CAD.
- Per il resto del T3, ci aspettiamo che l'USD torni ad affiancare EUR, CHF e JPY. I dati economici dovrebbero mantenersi solidi, mitigando un'eventuale influenza negativa derivante dai rischi politici interni.

Eurozona

- L'apprezzamento dell'euro, supportato dalla netta ripresa dell'attività economica a luglio, si è interrotto ad agosto essendo i dati economici di nuovo più contrastanti.
- Siamo neutrali su EUR/USD e osserviamo un valore di circa 1,075 per EUR/CHF nel breve periodo.

Regno Unito

- La sterlina è stata la star inaspettata di agosto. Contrariamente alle nostre aspettative, è continuato l'apprezzamento del GBP sull'USD e sull'EUR.
- La sterlina è stata supportata dai dati delle indagini sulle aziende. Dopo un terribile T2, per il T3 prevediamo una forte ripresa dell'attività, ma restiamo cauti sulle prospettive economiche a medio termine. A settembre si protrarranno le negoziazioni commerciali tra Europa e Regno Unito, il che motiva il nostro parere negativo su GBP/USD.

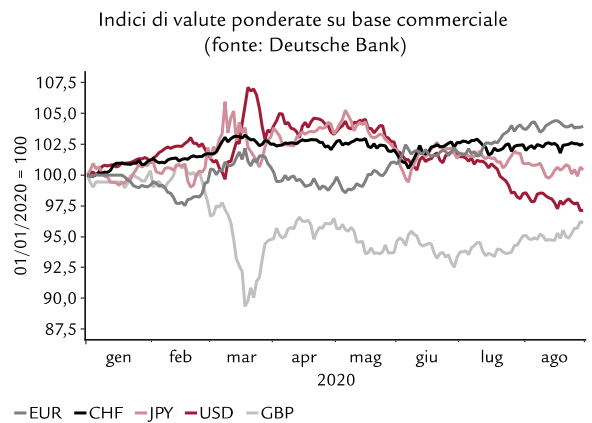
Svizzera

- Ponderato su base commerciale, il CHF si è mantenuto stabile ad agosto.
- Ribadiamo il nostro giudizio neutrale su EUR/CHF. Come dimostrato nei mesi scorsi, la BNS è pronta a contrastare eventuali apprezzamenti del CHF intervenendo sul mercato valutario.

Giappone

- Di solito una valuta molto volatile, ad agosto il JPY ha registrato movimenti irrilevanti rispetto allo USD.
- Questo dato non dovrebbe cambiare nel breve periodo, pertanto adottiamo un giudizio neutrale su USD/JPY.

Una rara circostanza: l'euro guida il plotone



MACROBOND

Dopo un rally lungo tre mesi che ha reso l'euro la migliore valuta del mondo, i tassi di cambio hanno perso vigore ad agosto. EUR/USD si trova attorno a quota 1,185, mentre EUR/CHF si trova a circa 1,075. Quest'ultimo ha goduto del sostegno della BNS considerati i continui aumenti dei depositi a vista, in media di 2 miliardi di CHF settimanali. A questo punto, riteniamo poco probabile un ulteriore apprezzamento dell'euro rispetto all'USD e manteniamo un giudizio neutrale. Mentre i rischi politici interni persistono negli USA (con probabili conseguenze negative per l'USD) il momentum economico sembra ora più equilibrato. A luglio abbiamo assistito ad una forte ripresa delle attività in Europa, ma i dati di agosto indicano un rallentamento della ripresa. Ciò potrebbe essere dovuto alle restrizioni imposte in molte economie europee a causa del nuovo aumento delle infezioni da COVID-19. Manteniamo un giudizio neutrale anche su EUR/CHF e USD/JPY, con connotazioni negative per entrambi. Per gli asset rischiosi si prevedono molti sviluppi positivi. Pertanto, il rallentamento dei dati economici o l'impennata del rischio politico potrebbero riportare in auge le valute rifugio come CHF e JPY e determinarne un apprezzamento.

La sorpresa più grande è rappresentata dalla sterlina, che ad agosto ha registrato un apprezzamento rispetto a EUR e USD. I dati delle indagini britanniche indicano un recupero nel T3, ma ci aspettiamo ancora che l'economia del Regno Unito sarà tra le ultime a tornare ai livelli pre-crisi e non progredirà nelle negoziazioni commerciali con l'Europa. Ribadiamo il nostro giudizio negativo su GBP/USD.

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 Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München 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.