

Novembre/dicembre 2020

Tassi d'interesse e obbligazioni

Il non-evento

USA

- I dati economici USA sono rimasti solidi a ottobre, ma il nuovo aumento di casi di COVID-19 probabilmente peserà sulla crescita e smorzerà la ripresa del mercato del lavoro nei mesi invernali.
- Dubitiamo che il presidente eletto Joe Biden godrà del pieno supporto nel Congresso. Prevediamo che i due partiti alla fine raggiungeranno un compromesso su un secondo stimolo fiscale, ma i piani di ampia portata su imposte e spesa dei Democratici non sembrano realizzabili. I mercati potranno quindi verosimilmente contare sul continuo e robusto supporto della politica monetaria.

Eurozona

- Il numero di infezioni è salito alle stelle in Europa e quasi ogni Paese ha adottato misure di contenimento. Il sentiment nel settore dei servizi ne ha già risentito, ma le prospettive delle attività industriali migliorano e il contraccolpo per il PIL sarà molto meno grave di quello del lockdown primaverile.
- La BCE ha già confermato verbalmente il proprio approccio morbido, preannunciando così maggiori misure per la riunione di dicembre.

Regno Unito

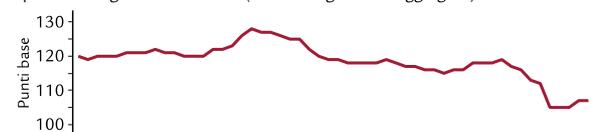
- La saga Brexit continua, ma crediamo che le controparti finiranno per accordarsi all'ultimo minuto.
- La sottoperformance dell'economia britannica e la riacutizzazione della pandemia hanno indotto la Banca d'Inghilterra ad aumentare gli acquisti obbligazionari e a considerare una riduzione dei tassi ufficiali.

Svizzera

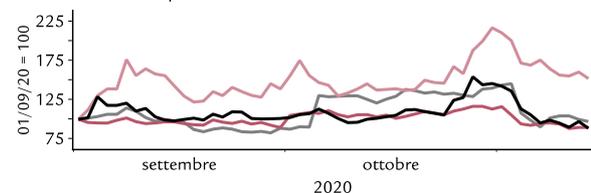
- La Svizzera sta tentando di superare la seconda ondata della pandemia solo con misure di contenimento regionali mirate. In caso di successo, registrerà di nuovo dati di crescita del PIL migliori dei Paesi vicini.
- La BNS non ha modificato la sua politica monetaria lo scorso mese e i depositi a vista sono rimasti relativamente stabili.

Spread creditizi e calo delle volatilità dopo le elezioni USA

Spread obbligazioni societarie (Bloomberg Global Aggregate)



Indici di volatilità implicita



—Azioni USA (VIX) —Greggio —Valute G10 —US Treasury

MACROBOND

Le elezioni presidenziali USA sono state uno dei principali eventi speculativi della storia dei mercati finanziari. Le volatilità implicite sono aumentate in tutte le categorie d'investimento nei giorni fino alle elezioni (v. grafico). Ma alla fine, tutte le ipotesi temute, dalle rivolte a palesi irregolarità il giorno delle elezioni, non si sono concretizzate. I mercati hanno ignorato lo scompiglio creato dal presidente Trump, posizionandosi velocemente per una presidenza Biden e un Congresso diviso, una prospettiva che molti partecipanti del mercato sembrano accogliere. Nemmeno la riacutizzazione della pandemia è riuscita a rovinare l'umore, a fronte di notizie positive sul vaccino e del conseguente miglioramento delle prospettive economiche a medio termine. In sintesi, le volatilità implicite sono crollate a inizio novembre e gli asset di rischio hanno corso al rialzo. Da fine settembre gli spread creditizi in EUR e USD si sono contratti rispettivamente di 21 e 25 pb. I premi di rischio si sono avvicinati ai livelli di febbraio, anche se le obbligazioni societarie sono diventate più rischiose, sia in termini di fondamentali che di duration. I dati tecnici restano solidi, soprattutto considerata la minore quantità di nuove emissioni previste a fine anno. La via è meno chiara per i rendimenti dei titoli di Stato, come evidenziato dall'andamento altalenante delle scorse settimane. Manteniamo quindi una posizione neutra per la duration.

Titoli azionari

Un'occasione per i mercati?

USA

- I mercati azionari hanno reagito positivamente all'esito delle elezioni USA. Joe Biden porterà maggiore prevedibilità nella politica commerciale e l'assenza di una "ondata blu", ovvero di una netta maggioranza democratica in entrambe le camere del Congresso, implica un minor rischio di cambiamenti radicali nelle regolamentazioni e nel codice fiscale, che potrebbero danneggiare gli utili societari.
- Sul fronte negativo, prevediamo un rapido peggioramento della pandemia di COVID-19, con un offuscamento delle prospettive economiche a medio termine, data la probabile introduzione di maggiori restrizioni in vari Stati. Ciò è controbilanciato in certa misura da migliori prospettive a medio termine, date le notizie positive sul vaccino.
- Nel complesso, prevediamo un andamento volatile ma moderatamente positivo dei mercati azionari fino a fine anno.

Eurozona

- I governi europei sembrano essere più sensibili all'andamento del COVID-19, imponendo di nuovo, come per la prima ondata, misure di contenimento più rigide degli USA. Per questo, le notizie positive sul vaccino BioNTech/Pfizer hanno favorito i titoli dell'eurozona molto di più di quelli omologhi USA il giorno dell'annuncio.
- Se le notizie sul fronte del vaccino restassero positive, ciò potrebbe dare nuovo slancio ai titoli UEM che nel corso dell'anno hanno registrato un'enorme sottoperformance.

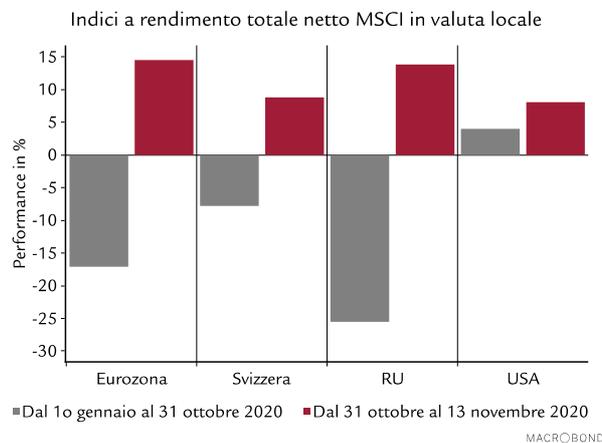
Regno Unito

- Il nostro appello alla cautela per i titoli britannici si è dimostrato corretto. L'economia del Regno Unito è entrata nella seconda ondata della pandemia con basi più fragili rispetto alle altre economie.
- Prevediamo che i titoli britannici continueranno a sottoperformare. Nemmeno un accordo commerciale RU-UE limitato cambierebbe radicalmente la situazione, visto che questo esito sembra già essere scontato.

Svizzera

- In quanto difensivo, il mercato azionario svizzero ha sottoperformato i suoi peer più ciclici durante il rally della prima metà di novembre.
- Prevediamo che in futuro si muoverà più in linea con le azioni globali.

È già iniziata la rotazione dei Paesi?



Secondo molti partecipanti del mercato, le elezioni USA hanno espresso "il meglio dei due mondi", ovvero una presidenza più prevedibile sotto Joe Biden (meno volatilità causata da Twitter, in particolare per le relazioni commerciali) e un Congresso diviso, che riduce i suoi poteri su altre questioni. Esiste ancora il rischio del ballottaggio del 5 gennaio in Georgia, perché una vittoria democratica dei due seggi del Senato potrebbe determinare una situazione di parità, che farebbe avanzare i piani democratici grazie al voto decisivo della vicepresidente. Una maggioranza tanto esigua richiederebbe comunque significativi compromessi e bloccherebbe molti progetti fiscali ambiziosi, motivo per cui, per ora, i mercati azionari sembrano affrontare il rischio con tranquillità. In ogni caso, i mercati hanno rapidamente spostato lo sguardo sulla pandemia di COVID-19. Su questo fronte le notizie negative di un'enorme impennata di nuove infezioni in Europa e negli USA si contrappongono a quelle positive sull'elevata efficacia dimostrata dal vaccino BioNTech/Pfizer nella fase III dei test clinici, con conseguente miglioramento delle prospettive a medio termine dopo il superamento della cupa situazione economica dei mesi invernali. Finora è prevalso l'ottimismo, e anche se le valutazioni tengono già conto di molte buone notizie, prevediamo che la dinamica positiva dei mercati azionari si estenderà moderatamente per alcune settimane. In particolare, non ci sorprenderebbe se la rotazione settoriale e regionale proseguisse (v. grafico) man mano che i riflettori saranno puntati su società finora danneggiate dalla pandemia.

Valute

Rischi messi in conto

USA

- Le elezioni USA hanno determinato una debolezza generalizzata dell'USD perché sono state messe in conto le incertezze politiche e perché, in linea di massima, la presidenza Biden viene considerata negativa per il biglietto verde.
- Prevediamo una svalutazione dell'USD rispetto a EUR e CHF fino a fine anno a fronte di un sentiment favorevole al rischio sui mercati finanziari, anche se la misura del deprezzamento probabilmente sarà limitata.

Eurozona

- Le valute cicliche come l'EUR hanno beneficiato del sentiment più propenso al rischio sui mercati finanziari nella prima metà di novembre.
- Prevediamo che l'EUR continuerà a giovare di questo fattore per le prossime settimane, ma la misura del suo apprezzamento rimarrà contenuta, date le dinamiche economiche fragili in tutta Europa e la linea molto accomodante della BCE.

Regno Unito

- La sterlina ha recuperato terreno rispetto ai livelli minimi di settembre, a fronte di mercati finanziari più convinti della conclusione di un accordo commerciale RU-UE limitato, opinione che condividiamo.
- Prevediamo però che il GBP si indebolirà di misura rispetto all'EUR, vista la sottoperformance economica del Regno Unito alla vigilia di un nuovo rigido lockdown. Manteniamo una posizione neutra su GBP/USD.

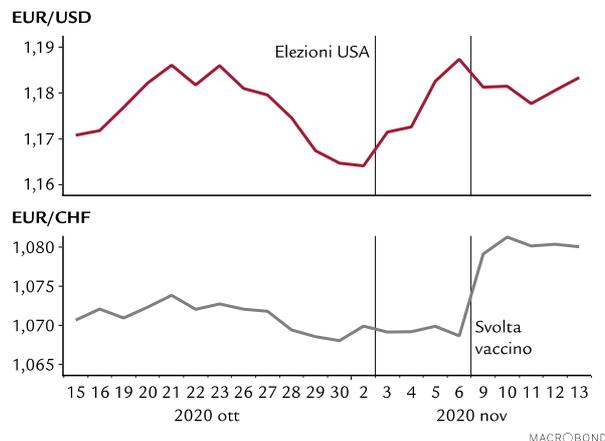
Svizzera

- Il CHF si è rafforzato rispetto all'EUR a ottobre, ma il ritorno ad un sentiment "risk-on" dei mercati finanziari, in particolare sulla scia delle notizie positive sul vaccino, ha riportato EUR/CHF rapidamente oltre 1,08.
- Manteniamo una posizione neutra su EUR/CHF e prevediamo un apprezzamento del CHF rispetto all'USD, in linea con la nostra opinione, generalmente cauta, sull'USD.

Giappone

- Il JPY si è indebolito dopo le "notizie del vaccino", ma il suo trend generale di apprezzamento rispetto all'USD prosegue da aprile - e prevediamo che continuerà.

USD indebolito dalle elezioni, CHF dalle news sul vaccino



Due temi hanno dominato i mercati finanziari, cambi inclusi, nell'ultimo mese e mezzo: le elezioni USA e la notizia che il vaccino BioNTech/Pfizer si è dimostrato molto efficace nella fase III dei test clinici. Come previsto, l'elezione di Joe Biden a presidente si è rivelata negativa per l'USD, che si è deprezzato del 2% circa sull'EUR la settimana dopo le elezioni. In particolare, gli investitori associano alla presidenza Biden meno rischio di escalation delle tensioni USA-Cina, e di conseguenza per il dollaro è venuto meno il premio di rischio. È interessante notare che le elezioni USA non hanno inciso sul tasso di cambio EUR/CHF, che aveva perso l'1% a ottobre. Il corso EUR/CHF ha però reagito fortemente alla svolta del vaccino, tornando al livello di 1,08 di agosto e settembre. La notizia ha causato anche una svendita del JPY. La disponibilità di un vaccino riduce chiaramente il rischio di coda relativo a occasionali recessioni correlate alla pandemia nel 2022 e oltre, diminuendo l'attrattiva di queste valute rifugio. Riteniamo che in futuro ci sia ancora margine per un apprezzamento di valute cicliche come l'EUR e il CAD nei confronti dell'USD perché prevediamo che il sentiment dei mercati finanziari rimarrà propenso al rischio. Fa eccezione il GBP, che ha già recuperato il 3% rispetto ai minimi di settembre su base ponderata per l'interscambio, perché la maggior parte dei partecipanti del mercato si aspetta che RU e UE finiranno per raggiungere un accordo commerciale. A questi livelli, optiamo per una posizione neutra su GBP/USD e prevediamo un indebolimento rispetto all'EUR, a fronte di dati deboli e in ulteriore drastico deterioramento a causa del riemergere della pandemia.

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.