

Agosto 2021

Tassi d'interesse e obbligazioni

Occhi puntati su inflazione e mercato del lavoro USA

Stati Uniti

- A luglio le curve dei rendimenti USA hanno continuato ad appiattirsi e i rendimenti reali dei Treasury a 10 anni sono tornati ai minimi storici, al -1,1%.
- La Fed vuole vedere maggiori progressi sull'occupazione prima di ridurre gli acquisti di obbligazioni. Ritiene che l'attuale dinamica dell'inflazione sia perlopiù transitoria.

Eurozona

- I rendimenti dei titoli di Stato europei hanno seguito gli omologhi USA e le curve si sono appiattite. I rendimenti tedeschi a 30 anni sono circa 25 pb più bassi rispetto allo scorso mese.
- Alla sua ultima riunione dopo la revisione della strategia la BCE ha assunto toni accomodanti. Manterrà le misure di stimolo finché l'inflazione non raggiungerà il nuovo obiettivo simmetrico del 2% in modo sostenibile.

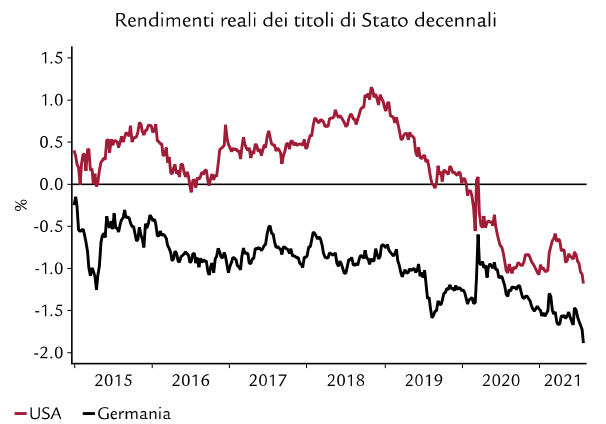
Regno Unito

- Come per i titoli di Stato USA ed europei, la struttura a termine britannica si è molto appiattita con rendimenti più bassi su tutta la curva a luglio. I rendimenti dei gilt a 10 anni sono scesi di 16 pb.
- Si fanno più insistenti le voci secondo cui la Bank of England adotterà un approccio più restrittivo.

Svizzera

- I rendimenti dei titoli di Stato svizzeri sono crollati a luglio. Le obbligazioni con scadenze più lunghe hanno sovraperformato e la curva si è ulteriormente appiattita.
- I depositi a vista sono saliti a 712 mia. di CHF e la valuta si è apprezzata. L'EUR/CHF è sceso sotto 1,08, livelli che non si vedevano da febbraio. Con l'inflazione pari allo 0,6% a giugno e inferiore alle attese, la BNS è destinata a mantenere la sua politica monetaria accomodante.

Rendimenti delle obbligazioni reali verso i minimi storici



Negli ultimi due mesi i rendimenti dei titoli di Stato nominali sono scesi, ma per motivi diversi: a giugno il calo delle aspettative d'inflazione dopo la riunione del FOMC e a luglio i rendimenti reali più bassi. Forse i mercati hanno iniziato a scontare una crescita più lenta a causa della variante Delta. Difficilmente i Paesi sviluppati adotteranno lockdown severi, ma restrizioni mirate alla mobilità influirebbero comunque sulla crescita. I rischi sono più alti nei mercati emergenti con tassi di vaccinazione più bassi. Ampliamento solo lieve degli spread, forse perché la crescita più lenta giustifica il mantenimento delle misure di stimolo. Intanto, l'inflazione USA continua a sorprendere al rialzo. La Fed lo considera un fenomeno transitorio e inizierà a ritirare le misure solo quando vedrà più progressi sul mercato del lavoro, che forse ha raggiunto un punto critico: con la scadenza dei sussidi di disoccupazione potenziati a settembre, più persone potrebbero entrare nel mercato del lavoro. Se l'inflazione restasse elevata e l'occupazione negli Stati Uniti sorprendesse al rialzo, i mercati potrebbero iniziare a scontare un ritiro più rapido dello stimolo monetario. I rendimenti reali ai minimi storici non ci sembrano coerenti con il contesto macro ancora favorevole e manteniamo il sottopeso sulla duration nei nostri portafogli. Siamo neutrali sul rischio di credito: le valutazioni sono elevate ma i fattori tecnici dovrebbero restare favorevoli.

Titoli azionari

La variante Delta causa una maggiore volatilità

Stati Uniti

- Verso metà luglio gli investitori hanno iniziato a dubitare della ripresa economica post-Covid, con una conseguente flessione dei rendimenti obbligazionari e del mercato azionario.
- Le energiche dichiarazioni della Fed, secondo cui la politica monetaria resterà accomodante ancora a lungo, hanno nuovamente risolto il problema, innescando una ripresa alimentata anche dagli ottimi utili e prospettive delle aziende.
- La situazione non è cambiata molto e il mercato azionario è ancora sopravvalutato in termini assoluti, ma per ora il sostegno della Fed e le buone notizie sugli utili dovrebbero continuare a sostenere il mercato USA.

Eurozona

- Le borse dell'Eurozona hanno continuato a perdere slancio a luglio, anche se al momento le economie della regione riservano più sorprese positive degli Stati Uniti.
- Il netto aumento dei contagi con la variante Delta e le incertezze politiche in Francia e Germania hanno contribuito a inasprire il clima di mercato, almeno temporaneamente.
- Tuttavia, i fondamentali economici e di mercato depongono ancora a favore di questa regione e più di recente i toni accomodanti dalla BCE hanno posto le basi per una ripresa.

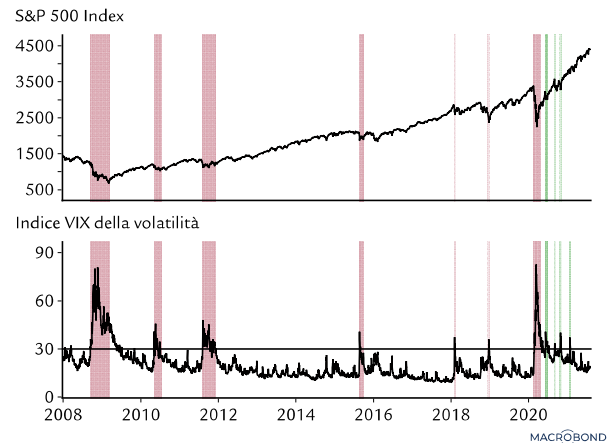
Regno Unito

- Il mercato britannico è rimasto indietro rispetto al resto del mondo a luglio. L'impennata dei casi di Covid-19 con la revoca delle restrizioni ha senz'altro influito negativamente, al pari delle crescenti tensioni tra il Regno Unito e l'UE sui controlli doganali in Irlanda del Nord, poiché il rischio di ritorsioni commerciali da parte dell'UE è aumentato.
- Ci aspettiamo che il mercato britannico continui a sottoperformare nel prossimo futuro.

Svizzera

- Il mercato svizzero è rimasto in linea con le azioni globali a luglio.
- Buone performance per small e mid cap, in linea con il miglioramento del contesto economico globale.

Vendere sui picchi di volatilità? No, sfruttare i ribassi!



Durante le correzioni, la volatilità implicita delle borse aumenta notevolmente. La volatilità implicita è il livello di volatilità in base al quale i trader determinano i prezzi di strumenti come le opzioni, quindi è un indicatore di come il mercato valuta il rischio. Spesso gli investitori analizzano i picchi di volatilità implicita per individuare condizioni di mercato potenzialmente pericolose e ridurre il rischio. Questo approccio ha funzionato bene in passato, poiché dopo una netta correzione i mercati sono rimasti deboli per un po' (le aree rosse nel grafico). Tuttavia, ultimamente gli interventi rapidi e incisivi delle banche centrali sembrano aver ridotto l'utilità di questo indicatore, poiché spesso gli investitori sfruttano i ribassi prevedendo una reazione delle banche centrali per sostenere indirettamente il mercato. Come mostra il grafico (aree verdi), dopo i recenti picchi di volatilità la ripresa delle borse è stata molto rapida e ha penalizzato gli investitori che in base a questo segnale avevano ridotto l'esposizione azionaria.

Ciò significa che non vedremo più correzioni significative? No. Appena gli investitori inizieranno a dubitare dell'impatto positivo immediato dell'allentamento monetario sui mercati azionari, l'umore cambierà e l'indicatore di volatilità tornerà a essere utile. Potrebbe accadere se gli investitori tornassero a concentrarsi sull'impatto inflazionistico della politica monetaria. Tuttavia, per ora non è opportuno fare troppo affidamento sui picchi di volatilità per determinare l'allocatione azionaria.

Valute

In attesa che le acque si calmino

Stati Uniti

- Dopo un iniziale vigore dovuto all'avversione al rischio degli investitori, l'USD si è indebolito a fine luglio in seguito a una riunione del FOMC più accomodante del previsto e a dati deludenti sul PIL del T2 per gli Stati Uniti.
- Le previsioni di crescita erano fin troppo ottimistiche, ma il continuo crollo dei rendimenti obbligazionari USA a 10 anni a luglio ci è sembrato eccessivo. Nei prossimi mesi prevediamo una ripresa dei rendimenti USA che dovrebbe mantenere intatto il vantaggio in termini di tasso degli Stati Uniti rispetto ad altri mercati sviluppati.
- Nel secondo semestre i fondamentali dovrebbero continuare a sostenere l'USD, ma per agosto manteniamo un posizionamento tatticamente neutrale.

Eurozona

- La BCE è rimasta assai accomodante nella riunione di luglio, ma gli ultimi dati sul sentiment e sull'inflazione dell'Eurozona hanno sorpreso in positivo, sostenendo l'EUR contro l'USD a fine mese.
- La dinamica economica dovrebbe restare positiva nel T3, ma rimaniamo più cauti del consensus per le prospettive di crescita del 2022, anche per il venir meno dello stimolo fiscale. La BCE rimarrà impanatanata nella sua politica monetaria ultra-espansiva, il che giustifica prospettive negative a medio termine per l'EUR contro l'USD.

Regno Unito

- La sorpresa di luglio è stata il GBP, poiché i mercati hanno ignorato l'aumento dei contagi e mantenuto invariate le previsioni sui rialzi dei tassi da parte della Bank of England (cfr. grafico).
- Per il prossimo mese abbiamo una visione neutrale su GBP/USD.

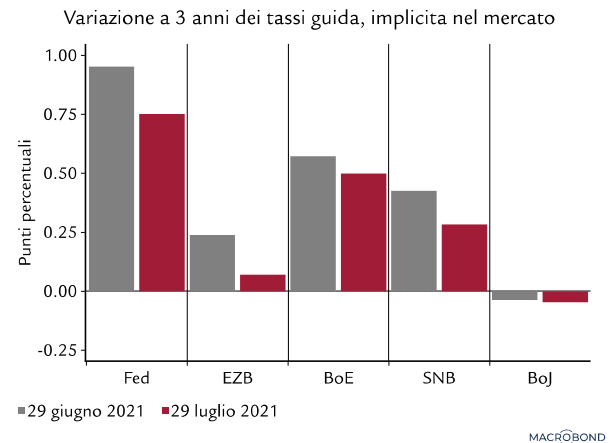
Svizzera

- A luglio gli investitori si sono riversati sulle valute rifugio e il CHF è salito di quasi il 2% contro l'EUR.
- La propensione al rischio potrebbe restare bassa in agosto, quindi adottiamo una visione neutrale su EUR/CHF.

Giappone

- Come per il CHF, a luglio gli investitori hanno cercato rifugio nel JPY.
- Per il prossimo mese abbiamo una visione neutrale su USD/JPY.

Anche dopo il cambio di rotta, la Fed resta una pioniera



Luglio ha visto una notevole rivalutazione dei rischi economici. Nel T2, i rapidi progressi nelle vaccinazioni e la riapertura delle economie avevano suscitato un ottimismo a nostro avviso un po' eccessivo riguardo alla crescita economica, soprattutto negli Stati Uniti. Infatti, a luglio le stime di crescita del PIL USA nel 2021 del consensus sono state riviste al ribasso per la prima volta dall'ottobre 2020 e l'aumento dei contagi nel Regno Unito ha ricordato agli investitori che la pandemia non è ancora finita. Inoltre, il giro di vite delle autorità e la conseguente correzione della borsa cinese hanno chiarito che la Cina non riuscirà a riempire il vuoto come "motore della crescita globale" se l'economia USA dovesse indebolirsi molto più del previsto. Quindi, i primi 20 giorni di luglio sono stati caratterizzati da un clima teso e da mercati degli attivi rischiosi agitati, a vantaggio di valute rifugio come CHF, JPY e USD. Verso fine mese il sentiment è migliorato, anche grazie a una riunione della Fed rivelatasi più accomodante del previsto. I mercati hanno quindi scontato un rialzo dei tassi di 25 pb nei prossimi tre anni, più che per le altre principali banche centrali (cfr. grafico), con un conseguente indebolimento dell'USD. Il CHF è rimasto comunque molto richiesto per tutto il mese, un chiaro segnale che la propensione al rischio non è ancora del tutto tornata. Per il prossimo mese optiamo per una visione neutrale su tutti i principali tassi di cambio: non è ancora chiaro come l'"ondata Delta" colpirà le varie economie e gli investitori potrebbero mantenere un atteggiamento attendista. Tuttavia, quando le acque si saranno calmate il trend dell'USD dovrebbe tornare positivo, poiché le prospettive per l'economia e la politica monetaria USA restano invariate.

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.

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 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.