

Giugno 2021

Tassi d'interesse e obbligazioni

L'inflazione è solo transitoria

USA

- A maggio i rendimenti dei Treasury USA a 10 anni hanno evidenziato un andamento laterale: sono scesi bruscamente dopo i dati deludenti sull'occupazione, per poi riprendersi quando dai dati di aprile è emerso un aumento dell'inflazione al 4,2%, il picco in oltre un decennio.
- La Fed resta accomodante e ribadisce che a suo avviso l'inflazione è transitoria. Intanto, dati gli attuali timori d'inflazione, sul mercato si parla sempre più di tapering.

Eurozona

- In Europa la campagna vaccinale acquista slancio e gli indicatori del sentiment migliorano, spingendo al rialzo i tassi d'interesse: il rendimento dei Bund a 10 anni è salito di altri 5 pb.
- La BCE mantiene il ritmo di acquisti di obbligazioni più elevato, ma sembra più a suo agio con rendimenti sovrani più elevati.

Regno Unito

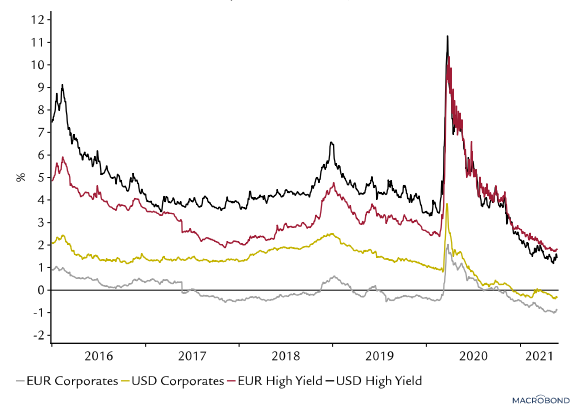
- Gli indici PMI salgono sempre più rapidamente e hard data come le vendite al dettaglio si impennano.
- I Gilt a 10 anni non sembrano reagire all'accelerazione della crescita ed evidenziano un andamento laterale da fine febbraio.
- Gli ultimi dati sull'inflazione dovrebbero permettere alla Bank of England di restare accomodante.

Svizzera

- L'inflazione primaria in Svizzera resta relativamente modesta (inflazione annuale dei prezzi al consumo di appena lo 0,3% ad aprile), ma di recente i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni sono saliti leggermente.
- L'inflazione è ancora ampiamente in linea con la stabilità dei prezzi, quindi non prevediamo modifiche della politica monetaria della BNS.

Tassi d'interesse reali su livelli depressi

Rendimenti reali attesi (yield-to-worst al netto del tasso d'inflazione di pareggio a parità di duration)



Gli spread creditizi globali restano intorno ai minimi storici, malgrado il calo generale della qualità del credito e la duration media più lunga delle nuove emissioni. Nell'ultimo mese gli spread delle obbligazioni societarie in USD sono persino scesi di altri 3 pb e quelli delle omologhe in EUR sono aumentati solo di 2 pb. Benché molto più alti rispetto all'inizio dell'anno, i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine restano bassi rispetto alla crescita e all'inflazione, come risulta evidente dal continuo calo dei tassi reali (tassi d'interesse al netto dell'inflazione). Il continuo ribadire delle banche centrali che l'inflazione è transitoria per giustificare lo stimolo monetario senza precedenti erode i rendimenti degli investitori obbligazionari: in termini reali i titoli statali in euro rendono il -1,65%, a fronte del -0,87% negli USA. Persino le obbligazioni societarie non offrono rendimenti positivi al netto dell'inflazione e i titoli high yield di pari duration in EUR e USD fruttano appena l'1,8% e l'1,4%. Alla luce del potenziale limitato di restringimento degli spread e in previsione di un ulteriore aumento dei tassi, continuiamo a sottopesare la duration e il rischio di credito.

Titoli azionari

I timori d'inflazione dominano il mercato USA

USA

- A maggio la borsa USA è stata trainata dai timori d'inflazione. Verso fine mese il nervosismo è stato placato dalle dichiarazioni della Fed e dai dati economici che suggeriscono minori pressioni su questo fronte.
- Malgrado la volatilità causata da queste apprensioni, sul mercato è proseguita la netta rotazione verso aziende più piccole e cicliche a scapito di quelle più grandi legate al trend della digitalizzazione.
- Il clima di mercato non è ottimista quanto nel T1, ma restiamo convinti che il mercato continuerà a crescere, anche se le valutazioni elevate limiteranno il potenziale di rialzo.

Eurozona

- A maggio il mercato azionario dell'Eurozona ha sovraperformato il resto del mondo.
- Ciò riflette la migliore valutazione, il maggiore potenziale di ripresa e i minori rischi d'inflazione di questa economia rispetto agli USA.
- Malgrado una serie di rischi specifici, tra cui i progressi nelle vaccinazioni, per quanto lenti, e le loro implicazioni economiche, il miglioramento è notevole, quindi dal mercato azionario dell'Eurozona ci aspettiamo una performance almeno pari a quella del resto del mondo.

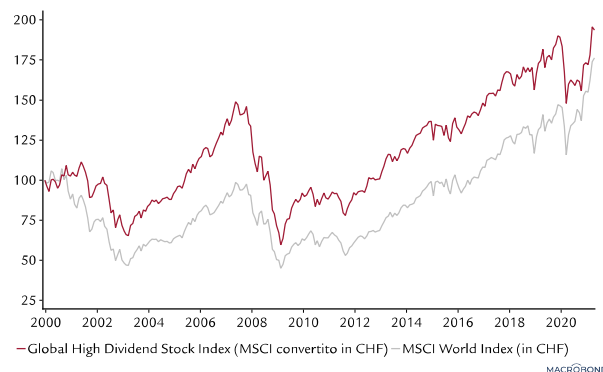
Regno Unito

- La borsa britannica ha guadagnato terreno anche a maggio.
- Il vantaggio creato dal successo delle vaccinazioni dovrebbe essersi esaurito e le attuali tensioni politiche non aiutano il clima di mercato.
- Tuttavia, le prospettive economiche del RU sono buone e paragonabili a quelle degli USA. Alla luce della sottovalutazione rispetto agli USA, ci aspettiamo che il RU continui a registrare performance almeno in linea con quelle del mercato mondiale.

Svizzera

- A maggio la borsa svizzera ha brillato.
- Tuttavia, la natura difensiva del mercato e le valutazioni elevate delle poche large cap dominanti fanno presagire una sottoperformance in futuro, salvo una correzione generalizzata.
- Le small e mid cap, che sono anche più cicliche, probabilmente conseguiranno risultati migliori.

Il ritorno delle azioni con dividend yield elevato?



Le azioni ad alto dividendo sono state a lungo le preferite degli investitori azionari più difensivi. Il reddito relativamente costante versato sotto forma di dividendi e il fatto che le società in grado e disposte a pagare dividendi elevati tendano ad essere più mature risulta attraente, per esempio per gli investitori privati. Infatti, a lungo termine le azioni ad alto dividendo hanno sovraperformato quelle “normali” risultando anche meno volatili (cfr. grafico). Tuttavia, gli ultimi anni sono stati difficili, poiché in media le azioni con dividend yield elevato hanno nettamente sottoperformato il mercato nel suo complesso. Le cause di questo andamento sono molte, come l'effetto dirompente della digitalizzazione su molti settori economici, che ha favorito le aziende “growth”, che di norma non versano dividendi elevati. Di recente i dividendi sono stati notevolmente ridotti, poiché alle aziende che hanno ricevuto il sostegno dei governi durante la pandemia è stato impedito di pagarli. Quest'anno la performance delle azioni ad alto dividendo è stata in linea con il mercato o superiore. Anche in questo caso i motivi potrebbero essere molti, ad esempio la sopravvalutazione delle aziende “growth” e la volatilità del mercato, che è aumentata e forse rimarrà più alta che negli anni scorsi. La natura più difensiva delle azioni ad alto dividendo e i loro rendimenti appetibili (anche rispetto alle obbligazioni societarie) fanno presagire un ritorno in auge di questa strategia azionaria.

Valute

Continuo rafforzamento dell'USD fino a fine anno

USA

- L'inflazione ha sorpreso al rialzo, ma la Fed è riuscita a placare i timori del mercato di un intervento monetario anticipato.
- Tuttavia, continuiamo a prevedere un rafforzamento dell'USD nella seconda metà dell'anno, in previsione di toni più restrittivi degli esponenti della Fed nelle prossime settimane.
- Questa visione, contraria al consensus, è in linea con la nostra valutazione secondo cui ora l'economia USA è il motore della crescita mondiale.

Eurozona

- Anche la nostra idea che l'EUR non si apprezzerà ancora nei confronti dell'USD o del CHF va contro il consensus.
- Con i livelli pre-crisi ancora fuori portata in gran parte degli Stati membri e una politica monetaria destinata a rimanere ultra-espansiva nel medio termine, l'Eurozona è il fanalino di coda della ripresa. Confermiamo quindi la nostra visione negativa per l'EUR/USD.

Regno Unito

- L'andamento laterale del GBP rispetto all'EUR è proseguito dopo il netto apprezzamento a inizio anno grazie ai rapidi progressi del RU nelle vaccinazioni.
- Pensiamo che molte buone notizie sulla ripresa economica siano già scontate.
- I rischi relativi agli sviluppi post-Brexit o alla richiesta di un nuovo referendum sull'indipendenza scozzese non sono trascurabili.

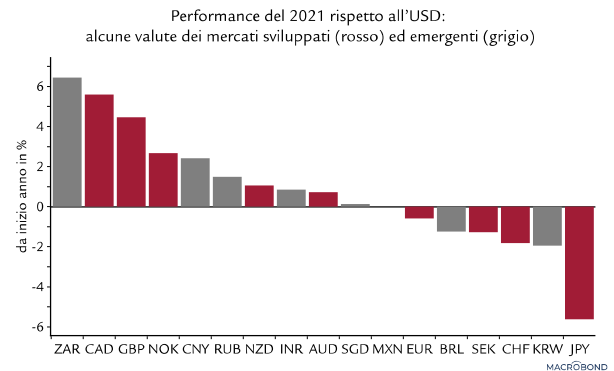
Svizzera

- Manteniamo la posizione neutrale sull'EUR/CHF. A differenza di gran parte degli analisti, restiamo convinti del netto potenziale di rialzo dell'EUR alla luce del differenziale d'interesse e della politica accomodante della BCE.
- È probabile che il CHF si deprezzi nei confronti dell'USD, in linea con il vigore generale di quest'ultimo.

Giappone

- Quest'anno la valuta del Giappone, uno dei maggiori importatori netti di materie prime, ha sotto-performato gran parte delle altre divise (cfr. grafico).
- Restiamo ottimisti sull'USD/JPY in previsione di un ulteriore miglioramento della crescita globale fino a metà anno.

Valute legate alle materie prime: le migliori nel 2021



Il più delle volte discutiamo del differenziale d'interesse e del suo stretto legame con la valutazione delle politiche monetarie per stimare le prospettive dei mercati valutari. Finora nel 2021 il rincaro delle materie prime è stato un driver di mercato importante almeno quanto i differenziali d'interesse. Il grafico qui sopra mostra che, di norma, finora le valute dei Paesi esportatori netti di materie prime si sono apprezzate rispetto all'USD, mentre quelle degli importatori netti si sono deprezzate. Il rafforzamento del GBP è un caso particolare: probabilmente è l'inversione del precedente indebolimento legato alla Brexit. Da dicembre 2020 siamo ottimisti riguardo all'USD. Questa valutazione si distingue dal consensus, che favorisce l'EUR rispetto all'USD e al CHF. Malgrado l'interessante impatto delle oscillazioni del mercato delle materie prime, i differenziali d'interesse (carry) resteranno il principale driver dei mercati valutari in futuro. Anche se l'Eurozona acquisterà slancio nel T2, l'output gap dell'Unione rimarrà molto più ampio che negli USA, e le pressioni inflazionistiche saranno quindi più deboli. Riteniamo dunque che possa ripresentarsi la situazione pre-Covid, con la BCE ferma vicino al limite inferiore dell'intervallo e impossibilitata a innalzare i tassi malgrado la ripresa economica globale, mentre i Paesi anglosassoni cercheranno di abbandonare le politiche ultra-espansive. Per verificare se questo giudizio è corretto, invitiamo i lettori a vedere se, come prevediamo, nelle prossime settimane gli esponenti della Fed inaspireranno i toni.

Swiss Life Asset Managers



Marc Brüttsch
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 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.