

Novembre/dicembre 2020

Messaggi chiave

- Nuove misure di contenimento per fermare la seconda ondata ci inducono a rivedere al ribasso le previsioni
- Le elezioni statunitensi non alterano le nostre prospettive economiche, offuscate dalla riemergente pandemia
- Una rapida e diffusa disponibilità del vaccino cambierebbe radicalmente la situazione il prossimo anno

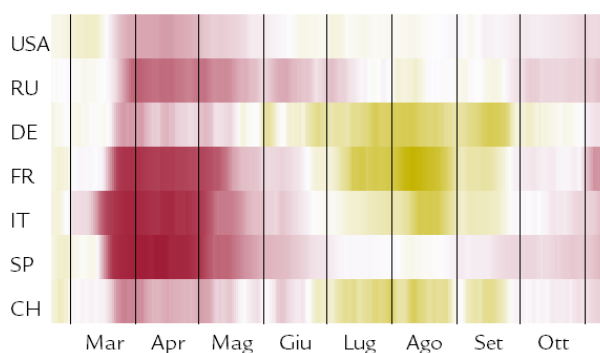
Previsioni: un raffronto

	Crescita PIL 2020		Crescita PIL 2021		Tasso d'inflazione 2020		Tasso d'inflazione 2021	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
USA	-3,6% ↓	-3,7% ↑	2,4% ↓	3,8% ↑	1,2%	1,2%	1,9%	2,0%
Eurozona	-6,8% ↓	-7,3% ↑	3,2% ↓	4,7% ↓	0,3% ↓	0,3%	1,0% ↓	0,9%
Germania	-5,5% ↓	-5,5%	2,2% ↓	3,8% ↓	0,5% ↓	0,5%	1,5% ↓	1,5%
Francia	-8,7% ↓	-9,5%	4,7% ↓	5,9% ↓	0,5% ↓	0,5%	1,1% ↓	0,8% ↓
Regno Unito	-10,5% ↓	-11,0% ↓	3,9% ↓	4,7% ↓	0,8%	0,9%	1,5%	1,5%
Svizzera	-3,8%	-4,3% ↑	2,9% ↓	3,4% ↓	-0,7% ↓	-0,7% ↑	0,5% ↓	0,2%
Giappone	-4,8%	-5,5% ↑	2,6%	2,5%	0,1%	0,0%	0,0% ↓	0,0%
Cina	2,0% ↓	2,0% ↓	8,2% ↑	7,9%	2,7%	2,7% ↓	1,9%	1,9% ↓

Le frecce indicano la differenza rispetto al mese precedente
Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 9 novembre 2020

Grafico del mese

Indicatori di mobilità Google 2020
Media retail e attività ricreative, negozi alimentari e farmacie,
parchi, stazioni di transito



Colta di sorpresa dalla seconda ondata di COVID-19, l'Europa sta attuando nuove misure nazionali di contenimento. Le misure incideranno sugli indicatori di mobilità, ma anche sull'attività economica generale del T4. L'emisfero nord dovrà affrontare il primo inverno con il coronavirus ma senza vaccino, nonostante le recenti notizie positive. Regno Unito e Francia ne risentiranno più di Germania e Svizzera. I primi due sono tornati essenzialmente al lockdown della scorsa primavera, seppur con importanti differenze: scuole, fabbriche e cantieri restano aperti. La Germania ha optato per una chiusura degli intrattenimenti meno rigorosa, mentre la Svizzera lascia perlopiù ai Cantoni l'adozione di misure rigide.

USA

Focus di nuovo sulla pandemia

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020: -3,6%	2020: -3,7%
2021: 2,4%	2021: 3,8%

I mercati finanziari hanno reagito positivamente all'esito delle elezioni USA. In primo luogo, il presidente eletto Joe Biden manterrà una linea dura con la Cina, ma il suo approccio sarà probabilmente più prevedibile e meno incentrato su dannose minacce tariffarie. In secondo luogo, pur accompagnate dal previsto scompiglio causato dal presidente Trump, le elezioni si sono svolte in modo pacifico e corretto. Una lunga disputa, potenzialmente violenta, sul loro esito è dunque improbabile. In terzo luogo, non si è verificata la vittoria schiacciante dei Democratici prevista dai sondaggi. Se il Congresso resta diviso tra i due partiti, il margine di manovra del governo Biden sarà nettamente ridotto, in particolare sul fronte fiscale, dove era prevista una revoca parziale dei tagli di Trump. Il controllo democratico del Senato resta comunque possibile perché per i due seggi della Georgia è previsto un ballottaggio il 5 gennaio. Nel complesso, le elezioni USA non cambiano le nostre prospettive economiche. La revisione al ribasso delle previsioni sulla crescita USA dipende dalla riacutizzazione della pandemia. Finora le restrizioni adottate sono esigue perché attualmente sono soprattutto gli stati rurali conservatori a essere colpiti. Prevediamo però che, con l'avanzare dell'inverno, la pandemia raggiungerà di nuovo le aree costiere più popolate. Dal lato positivo per il 2021, gli USA saranno probabilmente i primi a beneficiare di un potenziale vaccino.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020: 1,2%	2020: 1,2%
2021: 1,9%	2021: 2,0%

Come atteso, l'inflazione di fondo USA si è stabilizzata sull'1,7% ad agosto e settembre, dopo un netto calo dovuto alla crisi dei mesi precedenti. Dovrebbe restare invariata fino a marzo 2021. L'inflazione primaria subirà invece forti fluttuazioni dovute a oscillazioni significative dei prezzi energetici e agli effetti base correlati. L'inflazione primaria dovrebbe scendere fino all'1,0% a dicembre, prima di balzare temporaneamente oltre il target del 2% nel T2 2021.

Eurozona

Seconda ondata meno dannosa

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020: -6,8%	2020: -7,3%
2021: 3,2%	2021: 4,7%

Una nuova serie di dati ad alta periodicità è utile per valutare accuratamente le dinamiche economiche nel corso della pandemia. Per il T3 avevamo previsto un recupero dell'11,6% del PIL dell'eurozona rispetto al trimestre precedente, percentuale nettamente superiore al consensus del 9,6% riportato da Bloomberg. Con una crescita trimestrale del 12,7%, i dati ufficiali hanno rivelato una ripresa ancora più rapida. Senza altri cambiamenti, i dati storici ci costringerebbero a rivedere nettamente al rialzo la previsione per il 2020. L'aumento dei casi d'infezione e il nuovo irrigidimento delle misure di contenimento delle autorità incidono però negativamente sulle dinamiche economiche. Gli attuali regimi variano dai livelli relativamente moderati di Estonia e Finlandia a misure quasi identiche a quelle primaverili di Irlanda, Austria, Spagna e Francia. Prevediamo che il PIL si ridurrà dello 0,7% nel T4 2020, ovvero molto meno di quanto accaduto nel T2. Le differenze rispetto alla situazione molto incerta di marzo sono molteplici: la percettibilità sulla possibile durata del nuovo lockdown è migliore. La mobilità individuale è molto meno limitata rispetto ad aprile secondo le informazioni di Google. Le catene logistiche globali sono state ripristinate e gli esportatori riferiscono di una solida domanda di Asia e USA. Inoltre, i timori di una crisi finanziaria si sono affievoliti e il momento di svolta nella ricerca del vaccino è vicino.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020: 0,3%	2020: 0,3%
2021: 1,0%	2021: 0,9%

Secondo dati ufficiali, l'inflazione è rimasta in territorio negativo all'inizio del T4 2020. Secondo le stime preliminari di Eurostat i prezzi al consumo sono scesi dello 0,3% fino a ottobre di quest'anno. Prevediamo che l'inflazione resterà negativa fino a gennaio 2021. La percezione dell'opinione pubblica sull'andamento dei prezzi sembra divergere totalmente dalle statistiche: secondo un sondaggio della Commissione europea, la risposta media sull'inflazione effettiva percepita nell'eurozona è stata di 7,5%.

Germania

The show must not go on

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020: -5,5%	2020: -5,5%
2021: 2,2%	2021: 3,8%

Dal 2 novembre la Germania ha iniziato un lockdown di almeno un mese nel settore dell'intrattenimento, limitando i contatti a due nuclei familiari e chiudendo ristoranti, bar e altri centri ricreativi. Le misure contro l'impennata di COVID-19 sono meno severe di quelle primaverili ma più rigide di quanto anticipato, con conseguente revisione al ribasso della previsione del PIL. L'impatto delle nuove restrizioni dovrebbe essere visibile prima negli indicatori di mobilità di Google (v. grafico del mese) e poi, si spera presto, nel numero di casi di COVID-19. Le chiusure di aziende nei settori dei servizi più colpiti probabilmente aumenteranno, nonostante le generose misure di sostegno fiscale, da poco annunciate, a compensazione del fatturato. Si prevede anche un nuovo aumento del tasso di disoccupazione, che ad ottobre era sceso al 6,2% (6,4% durante l'estate). Nel settore manifatturiero vediamo però un ulteriore potenziale di ripresa, con input positivi da Cina e USA. La produzione industriale è salita dell'1,6% a settembre, meno delle previsioni del consensus, ma il PMI manifatturiero è aumentato di altri 58,2 punti a ottobre, restando chiaramente in territorio di crescita. Riteniamo tuttavia che la crescita generale ristagnerà nel T4 2020 e che recupererà solo lentamente durante l'inverno. Il PIL del T3 superiore alle aspettative (crescita trimestrale dell'8,2%, previsione del 7,7%) smorza la revisione al ribasso per il 2020, ma il carry-over statistico porta comunque a una revisione della crescita del PIL 2021 dal 4,1% al 2,2%.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020: 0,5%	2020: 0,5%
2021: 1,5%	2021: 1,5%

L'inflazione armonizzata dei prezzi al consumo è rimasta in territorio negativo a settembre e ottobre (-0,4% e -0,5% rispetto all'anno precedente). Gli effetti base derivanti dai prezzi energetici bassi e dal taglio dell'IVA estivo sono ancora fattori trainanti. I dettagli sull'inflazione di ottobre saranno noti dopo la pubblicazione di questo testo. Resta chiaro che finora la pandemia ha avuto un effetto disinflazionistico.

Francia

Disoccupazione: netto aumento

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020: -8,7%	2020: -9,5%
2021: 4,7%	2021: 5,9%

Prevediamo che l'impatto del COVID-19 sull'economia francese, già relativamente elevato nella prima ondata, sarà di nuovo significativo nel trimestre in corso, a fronte delle nuove e relativamente restrittive misure di contenimento delle autorità francesi. I settori manifatturieri saranno meno colpiti rispetto al primo lockdown: le catene logistiche globali sono di nuovo funzionanti e la domanda dall'Asia e dagli USA risente solo minimamente dell'attuale andamento della pandemia in Europa. I sondaggi sulle aziende nei settori manifatturieri evidenziano infatti risultati migliori per il trimestre di quanto finora temuto dagli analisti. I dati finali dell'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) del settore manifatturiero di ottobre sono persino superiori a quelli preliminari e indicano che il peggioramento della situazione sanitaria di fine ottobre ha inciso solo limitatamente sull'attività industriale e sugli ordini pervenuti. Scenario diverso nei settori dei servizi, in cui le prospettive a breve termine sono chiaramente peggiorate: il PMI del settore è rimasto al di sotto della soglia di espansione di 50 punti per due mesi consecutivi e l'aumento del tasso di disoccupazione dal 7,0% all'8,8% nel T3 pesa sull'umore dei consumatori. A differenza di altre regioni europee, il secondo lockdown ha un impatto materiale sulla mobilità individuale in termini di tempo trascorso nei centri ricreativi e di vendita retail. Dato il peggioramento della situazione nazionale, abbiamo abbassato la previsione di crescita per l'anno dal -8,0% al -8,7%.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020: 0,5%	2020: 0,5%
2021: 1,1%	2021: 0,8%

L'inflazione primaria annuale è scesa dall'1,7% di gennaio a zero lo scorso mese. L'inflazione è stata estremamente volatile nel corso dei mesi, soprattutto per la diversa tempistica (rispetto ad anni normali) dei fattori stagionali. Prevediamo meno volatilità nei prossimi mesi e un potere di definizione dei prezzi ancora contenuto nei settori dei servizi nazionali, con conseguente bassa pressione inflazionistica nel T1 2021.

Regno Unito Debole nella seconda ondata

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020: -10,5%	2020: -11,0%
2021: 3,9%	2021: 4,7%

Quando la seconda ondata ha colpito il RU, l'economia si era solo leggermente ripresa dalla prima. Secondo le nostre stime, a settembre il PIL del RU si attestava circa al 94% del livello pre-crisi, molto meno di Germania e Francia (entrambe al 97%) e persino dell'Italia (96%). L'approccio discontinuo adottato altrove in Europa è stato ancora più estremo nel RU, dove ad agosto il governo ha incoraggiato i britannici, con un apposito piano fiscale, a spendere denaro nei ristoranti, per poi chiudere di nuovo tutti i bar e i ristoranti nel secondo lockdown di novembre. I negozi non essenziali restano chiusi, ma l'aumento delle vendite retail online e l'apertura di scuole e fabbriche contengono i danni. Inoltre, il punto di partenza in termini di utilizzo delle capacità è così basso rispetto alla primavera che il secondo lockdown dovrebbe indurre un calo mensile del PIL del 5,4% a novembre, circa un quarto del crollo di aprile. Per la Brexit prevediamo un esito positivo, poiché l'elezione di Joe Biden a presidente USA incita ironicamente il governo del RU a concludere un accordo commerciale con l'UE. Il progetto di legge del RU sul mercato interno, teso a spingere l'UE a un compromesso, è stato denunciato dai Democratici USA perché rischioso per il processo di riappacificazione in Irlanda del Nord. Ancora bloccato in Parlamento, il progetto è ora una minaccia vana, perché probabilmente impedirebbe la conclusione di un accordo commerciale transatlantico.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020: 0,8%	2020: 0,9%
2021: 1,5%	2021: 1,5%

Il programma di incentivazione della ristorazione ha indotto un calo dell'inflazione ad agosto e un recupero tecnico a settembre (0,5% inflazione primaria e 1,3% di fondo). L'inflazione primaria rimarrà inferiore a quella di fondo nei prossimi mesi dati i prezzi energetici bassi, ma il venir meno dell'IVA temporanea dovrebbe riportare l'inflazione primaria al di sopra dell'1% a inizio 2021.

Svizzera Un'isola in Europa

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020: -3,8%	2020: -4,3%
2021: 2,9%	2021: 3,4%

Per contrastare la seconda ondata della pandemia, la Svizzera ha optato per una serie di misure di contenimento relativamente moderate. I dati ad alta periodicità indicano quindi che l'impatto sull'attività economica è molto meno duro di quello del lockdown precedente. A inizio novembre, gli indicatori di mobilità di Google suggeriscono che la permanenza nei centri ricreativi e di vendita retail ha una durata inferiore del 28% rispetto a febbraio. Nel periodo di maggior calo, la prima settimana di aprile, questo valore era un quinto del livello di febbraio. I dati sull'utilizzo delle carte di debito e le vendite di auto di ottobre indicano un solido consumo privato fino a tempi recenti. Le catene logistiche globali del settore manifatturiero sono ripristinate e intatte persino nelle regioni con regimi di contenimento più restrittivi di quelli svizzeri. Abbiamo ridotto le aspettative per il T4 2020, prevedendo un lieve calo temporaneo dello 0,5%. Pur essendo una riduzione relativamente modesta delle attività, ricordiamo gli effetti a lungo termine della recessione: un'altra serie di dati ad alta periodicità indica che un crescente numero di persone sta attivamente cercando lavoro perché teme di perdere quello attuale. Prevediamo che il tasso di disoccupazione supererà il 4% nel T1 2021 e che i fallimenti aziendali aumenteranno. Una rapida e diffusa disponibilità del vaccino cambierebbe radicalmente la situazione e indurrebbe una maggiore crescita già nel 2021. Notizie recenti segnalano che questo scenario sta diventando verosimile.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020: -0,7%	2020: -0,7%
2021: 0,5%	2021: 0,2%

L'inflazione annua dei prezzi al consumo resterà negativa fino a inizio 2021, quando svaniranno gli effetti di base derivanti dai prezzi energetici bassi. L'inflazione di ottobre è stata leggermente inferiore alle attese: questo mese abbiamo rivisto leggermente al ribasso la previsione annuale. Il sondaggio della SECO sulla fiducia dei consumatori dimostra che le aspettative delle famiglie svizzere rispetto all'inflazione sono stabili.

Giappone

Aumento della domanda estera

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020: -4,8%	2020: -5,5%
2021: 2,6%	2021: 2,5%

La recente impennata di infezioni in Europa e le attuali dinamiche regionali negli USA, dove vediamo una stretta correlazione tra temperature e tassi d'infezione, indicano che il COVID-19 segue andamenti stagionali che colpiranno sicuramente anche il Giappone in inverno. I nuovi casi stanno infatti già accelerando, in particolare a Hokkaido, l'isola più a nord del Paese. Ciò crea rischi di ribasso per la lenta ripresa in corso, in particolare nel settore dei servizi. Misure economicamente punitive restano però improbabili, dato che finora il governo è riuscito a fare affidamento sulla riduzione volontaria di interazioni sociali della popolazione. Intanto l'"incontinenza fiscale" prosegue senza soluzione di continuità sotto il nuovo governo di Yoshihide Suga, che ha appena annunciato un altro budget supplementare a sostegno dell'economia. Un altro fattore che dovrebbe mantenere l'economia giapponese sulla buona strada è la domanda estera: i due principali partner commerciali, Cina e USA, stanno vivendo una sana ripresa. I sottocomponenti relativi agli ordini esteri nel PMI del settore manifatturiero si stanno infatti espandendo per la prima volta in due anni. La produzione industriale è in costante aumento da maggio e a settembre ha toccato il 92% dei livelli pre-crisi, trainata da una forte ripresa del settore auto giapponese, particolarmente danneggiato dalla crisi di COVID-19.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020: 0,1%	2020: 0,0%
2021: 0,0%	2021: 0,0%

A ottobre l'inflazione primaria annuale è scesa in territorio negativo (-0,3%) per la prima volta in quattro anni. Il motivo è che gli effetti base positivi derivanti dall'aumento delle imposte sui consumi dell'anno scorso non vengono inclusi nei calcoli. Poiché l'aumento delle imposte ha interessato i consumatori solo gradualmente, l'inflazione continuerà a ridursi, scendendo fino al -0,8% a gennaio 2021.

Cina

Tecnologia in prima linea

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020: 2,0%	2020: 2,0%
2021: 8,2%	2021: 7,9%

L'economia cinese è cresciuta del 4,9% nel T3 rispetto all'anno scorso, meno delle stime (nostre e del consensus): abbiamo quindi rivisto al ribasso, dal 2,5% al 2,0%, la nostra previsione di crescita del PIL annuale. Nonostante il recupero più lento del previsto, gli indicatori delle attività mensili cinesi evidenziano comunque che la ripresa del Paese resta intatta. In particolare, l'accelerazione delle vendite retail di settembre, in aumento del 3,3% rispetto all'anno scorso, conferma che la domanda privata sta nettamente migliorando e che la ripresa inizialmente non omogenea, trainata dal settore industriale, si sta ora espandendo. Inoltre, la Cina ha lasciato intravedere il proprio piano economico per i prossimi cinque anni. I dettagli del nuovo piano quinquennale saranno rivelati solo in primavera al Congresso nazionale del popolo, ma uno dei messaggi chiave è stato che il progresso tecnologico sarà in prima linea. In particolare, l'autosufficienza tecnologica ha assunto maggiore importanza in risposta alle imminenti restrizioni sulle importazioni estere imposte da altri Paesi, specialmente gli USA. Ciò si tradurrà in una maggiore spesa di R&D in campi quali i semiconduttori, le biotecnologie e i veicoli a nuove energie. Una potenziale presidenza Biden probabilmente si allontanerà da una politica incentrata su tariffe unilaterali, ma la linea dura con la Cina proseguirà e le tensioni tra i due Paesi non si dissiperanno.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020: 2,7%	2020: 2,7%
2021: 1,9%	2021: 1,9%

L'abbassamento dei prezzi dei suini ha determinato un notevole rallentamento dell'inflazione primaria in Cina, che è scesa dal 2,4% di agosto all'1,7% di settembre. Dato che i prezzi dei suini continueranno a scendere, prevediamo che il trend al ribasso dell'inflazione proseguirà. Anche se l'inflazione di base è rimasta contenuta (0,5%), i prezzi delle attività ricreative sono saliti per la prima volta da maggio, evidenziando la ripresa in atto nel settore dei servizi.

Economic Research



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
🐦 @MarcBruetsch



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife.ch



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife.ch



Francesca Boucard
Economist Real Estate
francesca.boucard@swisslife.ch
🐦 @f_boucard



Rita Flier
Economist Quantitative Analysis
rita.flier@swisslife.ch

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Switzerland 2019

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Euro zone 2019

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 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.

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

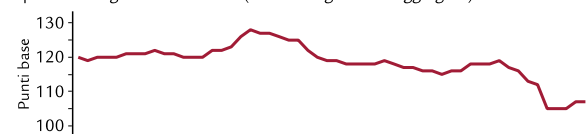
- La saga Brexit continua, ma crediamo che le controparti finiranno per accordarsi all'ultimo minuto.
- La sottoperformance dell'economia britannica e la riacutizzazione della pandemia hanno indotto la Banca d'Inghilterra ad aumentare gli acquisti obbligazionari e a considerare una riduzione dei tassi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

Svizzera

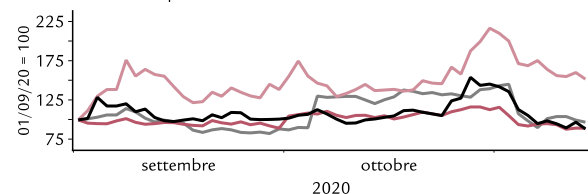
- La Svizzera sta tentando di superare la seconda ondata della pandemia solo con misure di contenimento regionali mirate. In caso di successo, registrerà di nuovo dati di crescita del PIL migliori dei Paesi vicini.
- La BNS non ha modificato la sua politica monetaria lo scorso mese e i depositi a vista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

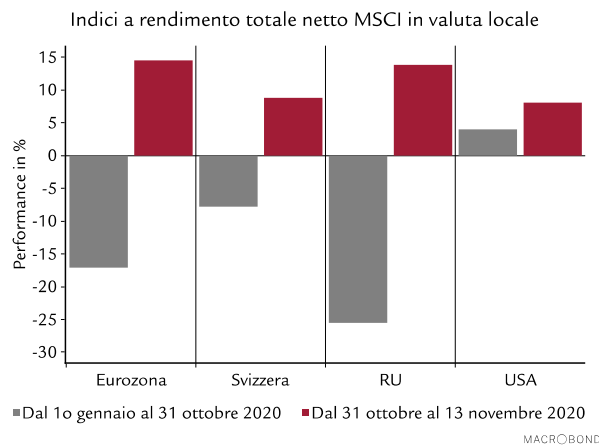
Regno Unito

- 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.

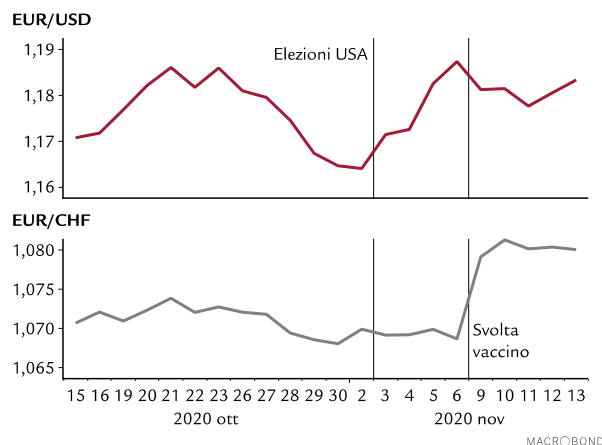
Svizzera

- 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 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 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.

Asset allocation

Molte buone notizie sono già scontate

Sintesi

- Superate alcune incertezze, i mercati azionari hanno registrato un netto rialzo dopo le elezioni USA. La svolta del vaccino ha fornito ulteriore sostegno, soprattutto per le regioni e i settori azionari più colpiti dalla pandemia.
- Con il rally gli spread creditizi hanno raggiunto livelli che rendono improbabile un'ulteriore contrazione, riducendo l'attrattiva delle obbligazioni societarie. Il recente aumento dei rendimenti dei titoli di Stato ha soprattutto natura tecnica: non si prevede un ulteriore forte rialzo.

Tassi d'interesse e obbligazioni

- Dopo un calo temporaneo, i rendimenti dei Treasury USA a 10 anni sono saliti, superando finalmente l'intervallo 0,5%-0,8% registrato da aprile 2020. La svendita obbligazionaria non ha natura macroeconomica, essendo il risultato del passaggio ad asset di rischio.
- Gli spread creditizi sono scesi ai livelli di febbraio 2020, fornendo un esiguo compenso per il rischio di credito. L'“effetto vaccino” cambia la situazione, sostenendo le obbligazioni di settori che stanno ricorrendo agli aiuti (linee aeree, ospitalità ecc.). La gestione attiva (la selezione degli emittenti giusti) può fornire valore aggiunto in questo periodo.

Titoli azionari

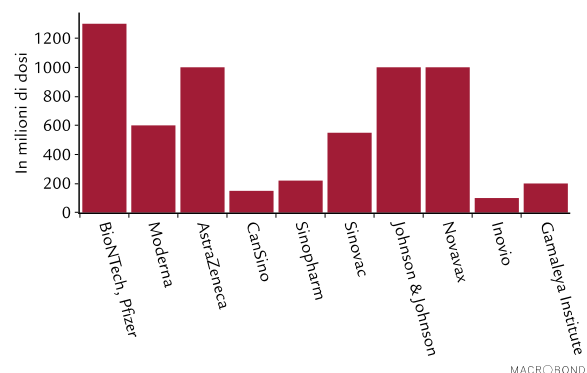
- Le elezioni USA non hanno visto né una vittoria schiacciante dei Democratici, né il caos (proteste violente per strada) temuti da molti. Le azioni hanno quindi registrato un rally dopo le elezioni.
- Ora gli occhi sono puntati sul COVID-19: la seconda ondata sta offuscando le prospettive economiche a breve, ma le notizie sul vaccino le stanno nettamente migliorando a medio termine. Il contesto azionario è migliore di qualche settimana fa, ma molte notizie positive sono già riflesse nel rally post-elettorale.

Vaccini: questioni aperte da monitorare

Dopo i risultati positivi iniziali del vaccino COVID-19 di BioNTech/Pfizer, i mercati hanno cominciato a immaginare la fine della pandemia. La notizia rappresenta sicuramente un passo scientifico importante, ma restano dubbi sull'efficacia per tutte le fasce di età, la durata della copertura e la sicurezza. Nelle settimane e mesi a venire giungeranno maggiori informazioni sui vaccini, che resteranno un fattore trainante dei mercati. L'attenzione resterà puntata sulle capacità produttive e sulle sfide distributive (il vaccino BioNTech/Pfizer deve essere conservato e trasportato a temperature molto basse). Gli USA e l'UE sono idealmente posizionati per iniziare una vaccinazione generalizzata il prossimo anno, ma globalmente la domanda supererà nettamente l'offerta, visto che i vaccini richiederanno due dosi. Le questioni aperte sono molte, ma la risoluzione del “problema coronavirus” non è più un sogno lontano.

Immunità di gregge globale non immediata

Vaccini contro il COVID-19 entrati nella fase III:
capacità potenziali di produzione del vaccino nel 2021



Implicazioni per il portafoglio

In generale, ci sono motivi di maggiore ottimismo per le prospettive a medio termine. Dati i significativi movimenti dei mercati, crediamo che molte buone notizie siano già scontate negli asset di rischio.

Swiss Life Asset Managers



José Antonio Blanco
Head Investment Management
joseantonio.blanco@swisslife.ch



Daniel Rempfler
Head Fixed Income Switzerland
daniel.rempfler@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.