

Gennaio 2022

Tassi d'interesse e obbligazioni

Il mercato obbligazionario ignora la Fed

Stati Uniti

- A novembre le curve dei rendimenti obbligazionari USA si sono appiattite dopo la notizia della nuova variante Omicron e gli spread sono usciti dal letargo ampliandosi di 12 pb.
- L'inflazione continua ad accelerare e la Federal Reserve è diventata sempre più intransigente, archiviando finalmente la teoria dell'"inflazione transitoria". Alla riunione di dicembre ha infatti annunciato l'accelerazione del tapering e ci aspettiamo un primo rialzo dei tassi nel giugno 2022.

Eurozona

- A novembre i rendimenti dei titoli di Stato tedeschi sono scesi e il segmento a 5 anni ha ceduto 24 pb. Con un brusco repricing, gli spread in EUR si sono ampliati di 20 pb.
- Anche la BCE è diventata più intransigente e la fine di alcuni programmi di acquisto di obbligazioni potrebbe essere vicina. Il ritiro dello stimolo monetario si prospetta però più lento che negli Stati Uniti e non prevediamo rialzi dei tassi della BCE nel 2022.

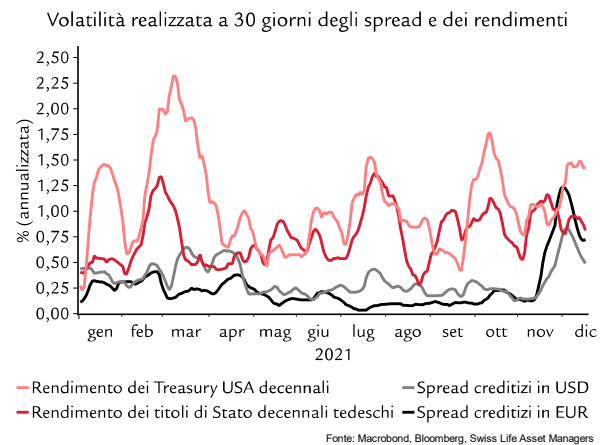
Regno Unito

- A novembre gli spread britannici sono saliti di 10 pb e la curva dei rendimenti continua ad appiattirsi, con uno spread di soli 8 pb tra il decennale e il trentennale.
- Dopo l'assenza di rialzi a novembre, a dicembre la Bank of England ha inaspettatamente innalzato il tasso guida di 15 pb, dato che il Monetary Policy Committee vede maggiori pressioni inflazionistiche anche a causa della variante Omicron.

Svizzera

- I rendimenti dei titoli di Stato svizzeri sono scesi a novembre, ma meno degli omologhi tedeschi: le scadenze a 10 e 30 anni hanno perso solo 10 pb circa.
- Pur non dovendo temere l'inflazione, la BNS è di nuovo sotto pressione affinché intervenga sui mercati valutari nel contesto di una fuga verso le valute rifugio.

Volatilità mediamente depressa nel 2021



Il 2021 ci ha mostrato che cosa significa repressione finanziaria da parte delle banche centrali. Gli ampi programmi di acquisto di obbligazioni hanno fatto crollare la volatilità degli spread: la media in EUR è pari a circa un terzo della media storica e quella in USD alla metà. Nel 2021 i credit spread si sono ridotti, la dispersione minima e le curve si sono appiattite lungo la dimensione del rischio e della duration. Gli investitori sono stati costretti a incrementare il rischio per generare un minimo di rendimento positivo, soprattutto dopo il balzo dei tassi nei primi mesi dell'anno. Gli spread sono rimasti perlopiù invariati, ma i tassi hanno oscillato prima di stabilizzarsi in un intervallo piuttosto ampio, poiché il rallentamento economico causato dalla variante Delta in estate ha fatto scendere i rendimenti malgrado l'impennata dell'inflazione. Dato il graduale ritiro dei programmi di acquisto di obbligazioni, dal 2022 ci aspettiamo uno scenario diverso. La dispersione e la volatilità del credito dovrebbero aumentare e la selezione degli emittenti e l'allocatione settoriale torneranno a essere importanti driver di performance. Ciò dovrebbe far ampliare gli spread, e i rendimenti dei titoli di Stato dovrebbero salire nel 2022 visto che l'inflazione non è stata transitoria. Ciò detto, crediamo che la variazione sarà più pronunciata sul tratto a breve. Una brusca correzione delle attività rischiose o una decelerazione più netta della crescita e dell'inflazione farebbero scendere i tassi.

Azioni

Un ottimo 2021, malgrado le recenti turbolenze

Stati Uniti

- La borsa USA ha guadagnato il 25% da inizio anno: la migliore performance tra i mercati sviluppati. Dall'inizio di novembre, il mercato ha guadagnato il 2,5% malgrado una correzione a fine novembre.
- La performance USA è di nuovo ascrivibile ai titoli tecnologici, in primis ai FAANGM (Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google, Microsoft), che da soli hanno contribuito per il 15% alla performance del 20% del Nasdaq quest'anno.
- Il mercato USA è decisamente sopravvalutato e il differenziale di valutazione rispetto agli altri mercati è ai massimi storici.

Eurozona

- Nel 2021 il mercato europeo è in rialzo di circa il 20%, quindi ha nuovamente sottoperformato quello USA. Da fine ottobre 2021 la performance è piatta.
- Rispetto alle medie storiche, la valutazione del mercato è neutrale. Nel 2022 la crescita degli utili e dei ricavi in Europa sarà probabilmente simile a quella del mercato USA.

Regno Unito

- Il mercato britannico ha guadagnato il 18% nel 2021 (da inizio anno) e l'1,1% da fine ottobre.
- È molto interessante in termini di valutazione, ma i rischi politici legati alla Brexit, i potenziali rialzi dei tassi guida e l'alta esposizione ai titoli "value" potrebbero continuare a penalizzarlo.

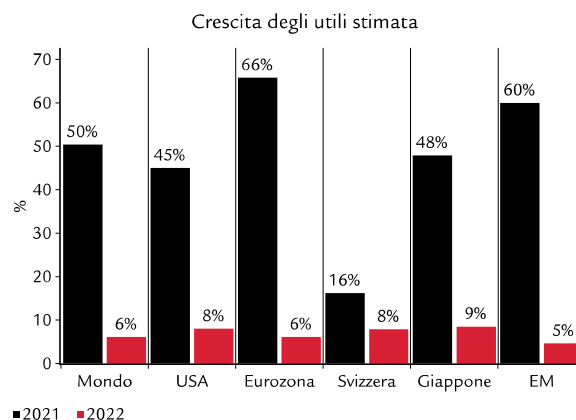
Svizzera

- Con un rendimento totale da inizio anno del 21%, il mercato svizzero ha sovraperformato quello USA dello 0,5% da fine ottobre.
- Il mercato azionario svizzero è il secondo più sopravvalutato a livello globale. Tuttavia, le valutazioni dei colossi farmaceutici e finanziari dell'indice non sono eccessive e di norma la borsa svizzera consegue buone performance in contesti altamente volatili.

Mercati emergenti (EM)

- Performance piatta per i mercati emergenti da inizio anno e flessione del 2% da fine ottobre. La Cina, che costituisce il 35% dell'indice, ha perso quasi il 20% da inizio anno.
- Le valutazioni delle azioni dei mercati emergenti sono interessanti e il recente allentamento della politica monetaria in Cina potrebbero innescare una ripresa.

2022: prospettive positive grazie alla crescita degli utili



Fonte: Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Dopo l'ottima performance del 2021 e una crescita degli utili del 50% e più, il potenziale di rendimento delle azioni nel 2022 è inferiore, ma a nostro avviso ancora dell'ordine del 7-9%. I motivi sono i seguenti: innanzitutto, la crescita economica rimarrà sostenuta e superiore alla norma per gran parte delle economie. Una correzione può verificarsi in qualsiasi momento, ma storicamente i crolli prolungati delle borse hanno quasi sempre coinciso con una recessione, uno scenario assai improbabile. In secondo luogo, per il 2022 ci aspettiamo un calo dell'inflazione che ridurrà le pressioni sulle banche centrali verso una stretta monetaria. Terzo, gli utili societari dovrebbero crescere del 7-9% in tutti i principali mercati. Se le valutazioni rimanessero al livello attuale, il rendimento del mercato azionario nel 2022 sarebbe del 5-10%. Quarto, l'argomento TINA ("there is no alternative") è ancora valido, alla luce dei tassi nominali e reali negativi in Europa e in Svizzera. Naturalmente, occorre monitorare diversi fattori di rischio. Un'inflazione persistentemente superiore al 2% costringerebbe le banche centrali a innalzare i tassi più rapidamente del previsto. In un simile scenario, le alte valutazioni dei mercati azionari, specie negli Stati Uniti, potrebbero finire sotto pressione. Gli altri rischi principali a breve termine sono perlopiù politici. Per esempio, continuiamo a monitorare la guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina e le tensioni tra la Russia e l'Ucraina. Infine, anche il Covid-19 può causare stress a breve termine per il mercato azionario. Ci aspettiamo quindi una volatilità elevata l'anno prossimo.

Valute

USD e CHF rimarranno forti nel 2022

Stati Uniti

- Come da noi previsto, l'USD ponderato per l'intercambio ha guadagnato quasi il 2% a novembre e si è stabilizzato nella prima metà di dicembre, grazie alle sorprese sul fronte dell'inflazione e alle aspettative di una stretta monetaria più energica.
- La reazione iniziale alla riunione del FOMC di dicembre è stata "buy the rumour, sell the fact". Di fatto la Fed ha inasprito i toni, ma l'USD ha leggermente perso terreno subito dopo la riunione. Tuttavia, l'aumento dei differenziali d'interesse dovrebbe nuovamente sostenere l'USD nei prossimi tre mesi.

Eurozona

- Dall'ultima edizione di questa pubblicazione, l'EUR ha continuato a deprezzarsi nei confronti di USD e CHF. Intanto, l'EUR ha riguadagnato il terreno perso contro SEK e NOK, mentre ha evidenziato un andamento laterale contro il GBP.
- Crediamo ancora fermamente che l'impennata dell'inflazione nell'Eurozona sia un fenomeno transitorio ascrivibile ai prezzi dell'energia e che la politica della BCE rimarrà accomodante nel 2022. Confermiamo il giudizio negativo su EUR/USD.

Regno Unito

- Dopo un ottobre positivo, GBP/USD ha temporaneamente perso il 3,5% dopo la riduzione delle aspettative di rialzo dei tassi della Bank of England. L'inatteso innalzamento dei tassi a dicembre ha dato nuovo sostegno al GBP.
- Manteniamo una visione neutrale su GBP/USD per i prossimi tre mesi.

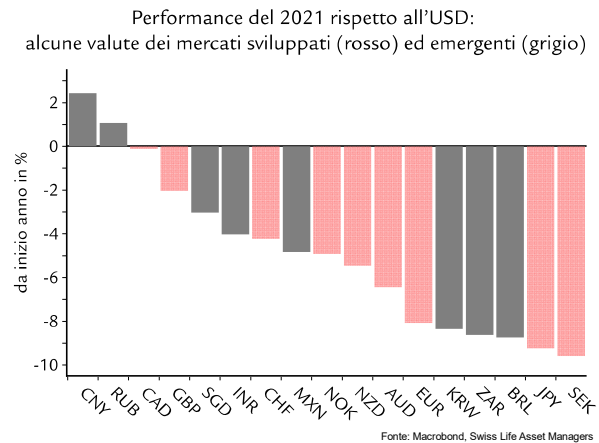
Svizzera

- EUR/CHF ha continuato a scendere a novembre e a inizio dicembre è scivolato brevemente sotto 1,04, un livello che non si registrava dal 2015.
- Ravvisiamo un ulteriore potenziale di apprezzamento del CHF nei confronti dell'EUR nei prossimi tre mesi (cfr. testo principale). A breve termine, i rischi geopolitici legati alle tensioni tra Russia e Ucraina potrebbero indebolire EUR/CHF.

Giappone

- USD/JPY ha continuato a oscillare intorno a 114 a novembre e a inizio dicembre.
- In linea con la nostra visione di un vigore generale dell'USD, prevediamo un rialzo di USD/JPY nei prossimi tre mesi.

Ottima performance dell'USD nel 2021



Il 2021 è stato l'anno dell'USD. Mentre scriviamo, il biglietto verde ha battuto tutte le principali valute dei mercati sviluppati ed emergenti, tranne CNY e RUB. Il CNY ha senz'altro beneficiato della forte ripresa delle esportazioni e della politica monetaria relativamente restrittiva della People's Bank of China. La valuta russa ha tratto vantaggio dal netto rincaro dell'energia, in linea con altre divise sensibili alle materie prime come il CAD e il NOK, che si sono deprezzate contro l'USD meno di altre valute cicliche. Tra queste, nei mercati sviluppati EUR, JPY e SEK sono state le più deludenti nel 2021, avendo perso fino al 10% contro l'USD. Oltre alla loro natura ciclica, queste valute sono state indebolite dall'aumento dei differenziali d'interesse ("carry") rispetto all'USD. Fa eccezione il CHF, che si è notevolmente rafforzato rispetto all'EUR nel 2021. Per il 2022, continuiamo innanzitutto ad aspettarci un USD forte, in particolare contro l'EUR. Alla riunione del FOMC di dicembre la Federal Reserve ha inasprito i toni e ora segnala tre rialzi di 25 pb nel 2022, il che incrementerà ancora il vantaggio dell'USD in termini di tasso. In secondo luogo, riteniamo assai probabile un ulteriore apprezzamento del CHF contro l'EUR. La BNS sembra essere diventata più tollerante all'apprezzamento del CHF, forse perché non è sopravvalutato quanto in passato. Il notevole differenziale d'inflazione tra la Svizzera e l'Eurozona ha contribuito a una valutazione più equa del CHF, come misurato dai modelli di parità dei poteri d'acquisto (PPP). Inoltre, nel 2021 le esportazioni nette svizzere hanno raggiunto nuovi massimi, quindi diversi settori sono in grado di far fronte agli attuali livelli dei tassi di cambio.

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.