

Marzo 2022

Tassi d'interesse e obbligazioni

Il ritorno dei premi di rischio

Stati Uniti

- A febbraio è proseguito il “bear flattening” della curva (i rendimenti a breve aumentano più rapidamente di quelli a lunga). I rendimenti dei Treasury a 2 anni sono saliti di 31 pb, poiché con l'aumento dell'inflazione i mercati scontavano più rialzi dei tassi.
- A un certo punto il mercato se ne aspettava fino a sette (di 25 pb ciascuno) quest'anno e persino uno da 50 pb per la riunione del FOMC di marzo. Mentre il conflitto in Ucraina degenerava in una vera e propria guerra, le previsioni sono scese a 5-6 rialzi.

Eurozona

- L'aumento dei rendimenti europei è stato un po' meno pronunciato. Le curve dei rendimenti sono salite di 30 pb quasi in parallelo, prima di ridiscendere con lo scoppio della guerra in Ucraina.
- L'aumento dell'inflazione anche in Europa si è tradotto in una svolta intransigente della BCE alla riunione di febbraio, ma con il deterioramento della situazione geopolitica i mercati hanno rapidamente rivisto i rialzi dei tassi scontati quest'anno.

Regno Unito

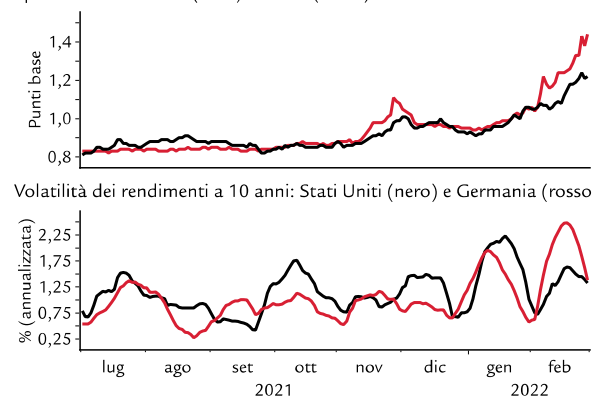
- A febbraio le curve si sono temporaneamente appiattite. Il tratto a 2 anni è salito di oltre 50 pb prima di ridiscendere di 40 pb verso fine mese, mentre il segmento lungo è salito di 20 pb.
- La Bank of England ha alzato i tassi anche a febbraio e ci aspettiamo ulteriori rialzi alle riunioni successive.

Svizzera

- Con oscillazioni dei tassi meno pronunciate, la Svizzera è stata ancora una volta un'eccezione. I rendimenti sono saliti di 10-15 pb e la curva è un po' più ripida.
- La situazione della BNS resta relativamente più favorevole, poiché l'inflazione non è un problema come per altri Paesi.

Spread in EUR più ampi di quelli in USD in questa crisi

Spread creditizi: USD (nero) ed EUR (rosso)



Fonte: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers. Volatilità = volatilità realizzata

Nell'ultima edizione abbiamo sottolineato la reazione relativamente blanda degli spread al ribasso del mercato azionario. Questo mese, con l'escalation del conflitto in Ucraina e i toni restrittivi delle principali banche centrali, gli spread hanno iniziato a recuperare terreno. Quanto alla BCE, sembra ormai possibile uno scenario (il ritiro anticipato dei programmi di acquisto per l'emergenza pandemica e il rialzo dei tassi nel 2022) che poche settimane fa i mercati finanziari avrebbero escluso. In combinazione con l'aumento della volatilità dei tassi, abbiamo visto un netto repricing del rischio: gli spread si sono ampliati di 33 pb in EUR e di 15 pb in USD. L'attuale livello di 138 pb degli spread in EUR ci sembra elevato per il rischio sottostante, poiché i dati economici sono ancora solidi. Il rischio geopolitico rimane elevato, ma storicamente l'impatto delle guerre sui mercati finanziari è stato perlopiù limitato. Se la guerra resterà circoscritta all'Ucraina e la Russia non reagirà alle sanzioni bloccando le consegne di gas all'Europa, potremmo osservare una ripresa degli attivi rischiosi. Sul fronte negativo, a marzo le abbondanti emissioni sul mercato primario potrebbero esercitare nuove pressioni al rialzo sugli spread. Approfitteremo di un eventuale calo degli spread per ridurre il rischio. Restiamo neutrali sul fronte della duration, poiché l'incertezza geopolitica compensa l'effetto dell'inflazione sui tassi.

Azioni

Alla ricerca di una direzione

Stati Uniti

- Il mercato USA ha perso il 2,8% a febbraio e l'8,6% da inizio anno. Per la prima volta in molti anni, la borsa USA è la più debole tra tutti i principali mercati.
- Questo inizio d'anno deludente è ascrivibile soprattutto alla revisione delle aspettative sulla politica monetaria USA. A fine dicembre 2021 erano previsti tre rialzi dei tassi (di 25 pb ciascuno), mentre ora il mercato ne sconta 5 o 6. La scorsa settimana, la guerra in Ucraina ha accelerato le perdite del mercato azionario.

Eurozona

- Il mercato azionario dell'Eurozona ha perso il 4,5% a febbraio e circa il 7,9% nel 2022.
- La revisione delle aspettative di politica monetaria è stata determinante anche nell'Eurozona. Contrariamente alla fine dell'anno scorso, ora i mercati scontano un primo rialzo già a fine 2022. L'escalation del conflitto in Ucraina penalizza il mercato europeo più degli altri.

Regno Unito

- Dopo alcuni anni deludenti, quest'anno il mercato britannico ha sovraperformato gli omologhi, guadagnando l'1,2% a febbraio e il 2,8% da inizio anno.
- Tra i principali mercati sviluppati, quello britannico ha ancora la valutazione più bassa.

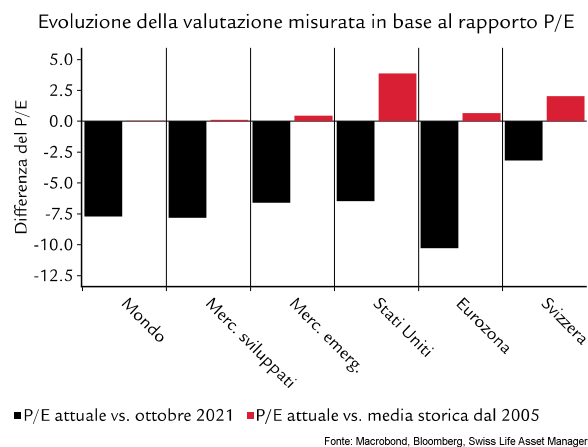
Svizzera

- La performance del mercato svizzero ha deluso anche a febbraio, con una perdita del 2,3% nel mese e del 7,9% da inizio anno.
- Nello SMI, le società industriali cicliche hanno registrato la performance più deludente.

Mercati emergenti

- Performance meno negativa per i mercati emergenti, che hanno ceduto il 4,0% da inizio anno e il 2,9% a febbraio. Da inizio anno, le azioni dei mercati emergenti hanno sovraperformato quelle dei mercati sviluppati del 2,9%.
- La valutazione è attraente e i timidi segnali di allentamento fiscale e monetario in Cina sostengono il mercato.

Le valutazioni azionarie sono scese verso le medie storiche



I dati sugli utili societari del T4 2021 sono ottimi. Negli Stati Uniti, rispetto al T4 2020 gli utili sono cresciuti del 28% e i ricavi del 16%. Nell'Eurozona, dove le restrizioni legate alla pandemia a fine 2020 sono state più severe, nel T4 2021 gli utili sono cresciuti di ben il 99% e i ricavi del 27% su base annua. In entrambi i mercati, le aspettative degli analisti sono state superate del 5-10% per gli utili e del 3-12% per i ricavi. Le aspettative per il 2022 sono pressoché invariate e prevedono tassi di crescita degli utili del 5-10%. La crescita degli utili vigorosa e la recente correzione delle borse globali hanno portato a una normalizzazione delle valutazioni. I rapporti prezzo/utili (P/E) sono diminuiti di 5-10 punti su base assoluta. Gli attuali P/E delle azioni dei mercati sviluppati (Stati Uniti esclusi) ed emergenti si situano intorno alle medie storiche. Per il mercato USA l'attuale P/E prospettico è di 21, mentre per l'Eurozona è di 15, molto più basso. Le valutazioni sono più interessanti, ma l'aumento dei tassi e la prospettiva di un minore sostegno monetario ostacoleranno senz'altro i mercati nei prossimi mesi. Storicamente, nelle fasi di aumento dei tassi le valutazioni azionarie sono scese, quindi l'attuale contesto è ampiamente in linea con i parametri storici. Inoltre, di recente l'escalation del conflitto in Ucraina ha penalizzato le borse. Storicamente, gli eventi geopolitici hanno avuto un effetto limitato e di breve durata sui mercati azionari (cfr. "Prospettive Asset Allocation"). Forse l'angoscia degli investitori riguardo al conflitto ucraino non ha ancora raggiunto il punto di minimo, quindi per ora adottiamo un atteggiamento cauto sulle azioni, ma restiamo ottimisti a medio termine.

Valute

L'USD rimarrà ben sostenuto a marzo

Stati Uniti

- La debolezza dell'USD all'inizio di febbraio è stata rapidamente superata con l'aggravarsi della situazione in Ucraina. A febbraio l'USD ha svolto il suo ruolo di valuta rifugio negli eventi di rischio geopolitico, apprezzandosi rispetto a valute più cicliche come EUR e GBP.
- A nostro parere, a marzo l'incertezza geopolitica e la scarsa probabilità che la Federal Reserve rinunci a innalzare i tassi sosterranno l'USD contro tutte le principali valute dei mercati sviluppati.

Eurozona

- Tra le principali valute dei mercati sviluppati, l'EUR è la più vulnerabile alla guerra in Ucraina. Il problema non è la vicinanza, ma soprattutto la dipendenza dalle importazioni di gas russo.
- Inoltre, la BCE potrebbe temporaneamente assumere toni più accomodanti, indebolendo ulteriormente l'EUR. Confermiamo il giudizio negativo su EUR/USD.

Regno Unito

- GBP/USD ha avuto un andamento altalenante a febbraio e ha chiuso il mese quasi invariato.
- In linea con la nostra idea di un USD forte, modifichiamo il giudizio su GBP/USD da neutrale a negativo.

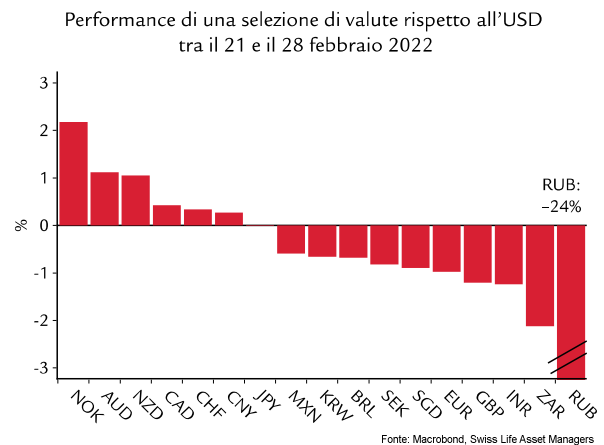
Svizzera

- EUR/CHF è sceso a 1,03 a febbraio, poiché gli investitori si sono orientati verso le valute rifugio.
- A questi bassi livelli, preferiamo un giudizio neutrale su EUR/CHF, poiché molte incertezze potrebbero essere già scontate. In caso di escalation significativa, comprese minacce militari ai Paesi occidentali, EUR/CHF potrebbe muoversi verso la parità e indurre la BNS a intervenire.

Giappone

- Il cambio USD/JPY fluttua intorno a 115 dall'inizio dell'anno.
- Crediamo che in questa crisi il JPY sarà una valuta rifugio meno centrale e che il mese prossimo sottoperformerà l'USD per i motivi menzionati nel testo principale. Inoltre, il vantaggio in termini di tasso rimane a favore di un aumento di USD/JPY.

Il rublo perde un quarto del suo valore in una settimana



La rapida escalation delle tensioni in Ucraina in una vera e propria guerra a fine febbraio ha lasciato tracce sui mercati valutari. Com'era prevedibile, il rublo è stato schiacciato dal duro regime di sanzioni perdendo un quarto del suo valore e il rincaro delle materie prime ha fatto apprezzare le valute dei maggiori Paesi esportatori, ma non il GBP: anche se il Regno Unito è un importante produttore di petrolio e gas ed è molto meno dipendente dalle esportazioni verso la Russia rispetto al continente, il GBP ha sottoperformato tutte le principali valute dei mercati sviluppati. In caso di eventi di rischio geopolitico, di solito le "valute rifugio" sono CHF e JPY, spesso anche l'USD. Il CHF ha svolto il suo ruolo come previsto, ma USD/JPY è rimasto invariato durante la crisi. Ciò non sorprende più di quel tanto, data la natura dello shock. Il maggiore impatto delle sanzioni contro la Russia è il rincaro delle materie prime, cui il Giappone è molto esposto in quanto grande importatore netto di combustibili fossili. Per il Giappone la crisi è quindi uno shock delle ragioni di scambio, che tende a indebolire la valuta. Negli Stati Uniti, che con la rivoluzione dello scisto sono diventati un grande produttore di petrolio e gas, l'impatto maggiore della crisi è l'aumento dell'inflazione al consumo, che dovrebbe indurre la Federal Reserve a continuare a inasprire. L'USD manterrà quindi il suo vantaggio in termini di tasso, che lo sosterrà contro EUR, JPY, CHF e GBP. Il giudizio negativo su EUR/USD è giustificato anche perché un'eventuale escalation geopolitica colpirà innanzitutto l'Europa continentale, sia per la sua vicinanza alla guerra sia per la sua dipendenza dal gas russo. Probabilmente gli investitori incorporeranno quindi un premio di rischio nel tasso di cambio EUR/USD.

Swiss Life Asset Managers



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
@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. **Norvegia:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.