

Aprile 2022

## Tassi d'interesse e obbligazioni

Andamento parabolico dei tassi

### Stati Uniti

- I rendimenti dei Treasury a 2 anni hanno registrato un'impennata, con un rialzo di quasi 90 pb a marzo. Lo spread con i titoli a 10 anni ha evidenziato un'inversione per la prima volta dal 2019.
- Il rialzo di marzo della Fed di 25 pb è stato cauto, ma gli interventi successivi hanno invocato altri rialzi più aggressivi, anche dell'ordine di 50 pb nelle prossime sedute.

### Eurozona

- Nonostante la guerra in Ucraina e i suoi effetti negativi per l'economia europea, il motore trainante resta l'inflazione, come risulta dal netto rialzo nella curva dei rendimenti. Il segmento a breve ha guadagnato quasi 70 pb contro i 56 pb dei rendimenti a 30 anni.
- Il programma pandemico di acquisto volge al termine e l'APP (programma di acquisto di attività) si conclude nei prossimi mesi: i rialzi dei tassi sono già stati calcolati dal mercato a fronte della necessità della BCE di frenare l'inflazione.

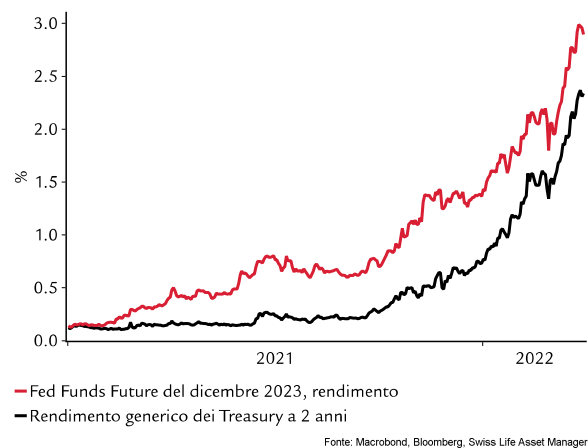
### Regno Unito

- Anche i tassi del RU sono aumentati, ma con un intervallo più modesto lungo la curva (20-30 pb).
- La Bank of England ha deciso un altro rialzo di 25 pb a marzo dato il continuo rincaro.

### Svizzera

- In linea con i tassi europei, anche i rendimenti dei titoli di Stato svizzeri sono aumentati di circa 40 pb su tutta la curva.
- Mentre ultimamente l'inflazione dei prezzi al consumo in Svizzera è relativamente modesta (2,2%), in netto contrasto con il trend globale, quelli alla produzione e importazione hanno continuato ad accelerare (5,8%).

USA: impennata dei rendimenti obbligazionari mentre cresce l'attesa sul rialzo dei tassi



A fronte dell'impennata inflazionistica, i tassi mostrano un andamento parabolico. Le banche centrali non vedono più l'inflazione come un problema transitorio e sono ora pronte a contrastarla con qualunque mezzo. Appena sei mesi fa il mercato aveva calcolato solo 2 rialzi dei tassi della Fed entro fine 2023, nonostante il trend in aumento dell'inflazione. Oggi, il mercato ne vede invece 12 (da 25 pb l'uno), con il 70% di probabilità di un rialzo di 50 pb a maggio. Il mercato creditizio ha reagito meglio del previsto, ma riteniamo che l'ultima contrazione degli spread rifletta una ripresa delle obbligazioni societarie di carattere tecnico. Il contesto macroeconomico si sta deteriorando da tempo e l'inflazione elevata perdurante, unita al rapido irrigidimento delle condizioni finanziarie, graverà su consumatori e utili aziendali. Con il ritiro dello stimolo delle banche centrali e quindi dello strumento di arresto del deterioramento dei mercati creditizi, prevediamo livelli elevati di volatilità e di spread creditizi. Persistono inoltre rischi geopolitici elevati: optiamo quindi per un posizionamento difensivo. Per la duration, siamo più neutrali sui tassi in USD, date le previsioni già elevate, ma riteniamo che i rendimenti dei titoli di Stato europei aumenteranno.

## Azioni

Rimbando delle azioni a marzo

### Stati Uniti

- A marzo, il mercato USA ha guadagnato il 5,1%, con una performance da inizio anno del -4,1%.
- Il mercato USA ha sovraperformato gli altri a marzo, perché la sua economia risente molto meno della guerra in Ucraina e delle sanzioni contro la Russia, soprattutto rispetto all'Europa continentale.
- Il mercato USA resta molto più caro degli altri. Il rapporto prezzo/utigli atteso è però sceso da 24 a marzo 2021 a circa 20.

### Eurozona

- Il mercato azionario europeo ha guadagnato lo 0,6% a marzo e perso l'8,1% da inizio 2022.
- Data la guerra in Ucraina, l'Eurozona è di nuovo il mercato principale più debole e la sua sovraperformance di inizio anno si è invertita. La portata dell'impatto economico della guerra e delle sanzioni deve essere ancora compresa e percepita nell'Eurozona.
- Le valutazioni sono molto allettanti, il rapporto prezzo/utigli atteso è circa 14 e il rendimento del dividendo 2,8%. Utigli e previsioni di crescita dei ricavi sono aumentati da inizio anno.

### Regno Unito

- Dopo alcuni anni deludenti, quest'anno il mercato britannico sovraperforma gli omologhi, guadagnando il 2,9% a marzo e il 5,3% da inizio anno. È l'unico mercato importante in territorio positivo da inizio 2022.
- Tra i principali mercati sviluppati, quello britannico ha ancora la valutazione più bassa.

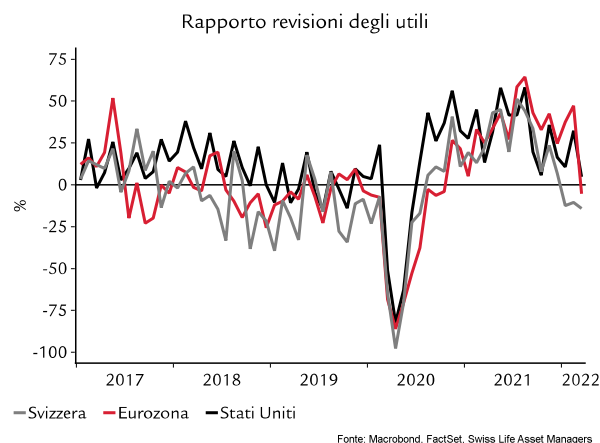
### Svizzera

- Il mercato ha guadagnato il 3,2% a marzo, perdendo però il 4,8% da inizio anno.
- In termini di valutazioni, è il secondo mercato più caro. Il suo rapporto prezzo/utigli prospettico attuale è 19, il rendimento del dividendo 2,4%.

### Mercati emergenti

- Da inizio anno, la performance dei mercati emergenti è stata del -5,7%, l'1,7% in meno rispetto ai mercati sviluppati. La performance di marzo è stata del -4,2%.
- Le valutazioni sono appetibili e le autorità cinesi hanno annunciato di recente varie misure politico-economiche di sostegno al mercato azionario (la Cina rappresenta il 32% dell'indice MSCI Emerging Markets).

### Utigli Eurozona: più revisioni al ribasso che al rialzo



Negli ultimi mesi, le previsioni di crescita economica sono state riviste al ribasso mentre quelle dell'inflazione al rialzo. In contemporanea, le azioni si sono corrette, le stime di mercato sui futuri aumenti dei tassi delle banche centrali sono state riviste al rialzo e la guerra in Ucraina è già stata messa in conto nelle aspettative. Le previsioni e revisioni degli utigli hanno espresso solo in parte questi sviluppi. A fine 2021, per il 2022 si prevedeva una crescita degli utigli del mercato USA ed europeo rispettivamente del 9,2% e del 7,7% e una crescita dei ricavi del 7,3% negli USA e del 5,0% nell'Eurozona. Attualmente, il consenso di mercato per la crescita degli utigli 2022 è del 10,9% negli USA e del 14,5% nell'Eurozona, ovvero le aspettative ora sono superiori a quelle di fine 2021. Il rapporto di revisione degli utigli (revisioni al rialzo meno revisioni al ribasso divise per il numero totale di modifiche di valutazione) si è ridotto notevolmente, diventando negativo a marzo (v. grafico). Ciò indica che le previsioni sugli utigli potrebbero essere riviste al ribasso nei prossimi mesi.

Se gli utigli aziendali cresceranno quest'anno, i mercati azionari potrebbero ancora finire l'anno in territorio positivo. Dai livelli attuali, ciò implicherebbe rendimenti del 5-15% per il resto dell'anno. La guerra in Ucraina e la spirale inflazionistica sono ancora gravi rischi che esortano alla prudenza e sono indice di un'elevata probabilità di ribasso per gli utigli. Riscontriamo un eccessivo ottimismo dei mercati a tale riguardo. D'altro canto, come precisato lo scorso mese, le valutazioni sono nettamente calate e sono ora perlopiù in linea con le medie storiche. Rimaniamo positivi rispetto alle azioni, ma siamo cauti a breve termine, data la guerra in Ucraina.

## Valute

USD: verso una visione neutrale

### Stati Uniti

- Dati gli sviluppi della guerra in Ucraina, nella prima settimana di marzo la propensione al rischio sui mercati finanziari è deteriorata, sostenendo l'USD. È poi leggermente migliorata le settimane seguenti, a seguito di una netta ripresa del mercato azionario USA, e l'USD si è stabilizzato per il resto del mese.
- Siamo passati da una visione positiva a neutrale per l'USD rispetto a EUR, GBP e JPY. I differenziali dei tassi d'interesse sostengono ancora il dollaro, ma riteniamo che le aspettative d'inasprimento della politica monetaria USA siano eccessive.

### Eurozona

- Dopo la correzione iniziale a inizio marzo, il corso EUR/USD si è ripreso, finendo il mese quasi senza variazioni.
- Data l'impennata inflazionistica nell'Eurozona abbiamo anticipato i rialzi dei tassi della politica BCE da inizio 2023 al quarto trimestre 2022. A differenza degli USA, rileviamo un ulteriore potenziale di rialzo per i rendimenti obbligazionari a lungo termine. Ciò dovrebbe limitare lo svantaggio del corso EUR/USD, nonostante gli elevati rischi legati alla guerra in Ucraina. Per il corso EUR/USD siamo quindi passati da una visione negativa a neutrale per i prossimi tre mesi.

### Regno Unito

- Il corso GBP/USD si è indebolito a marzo a fronte di un sorprendente abbassamento dei toni della Bank of England.
- Manteniamo una visione neutrale su GBP/USD e GBP/EUR per i prossimi tre mesi.

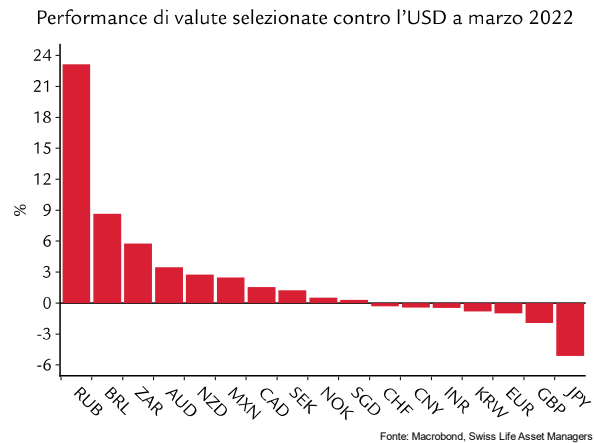
### Svizzera

- Il corso EUR/CHF ha toccato brevemente la parità il 7 marzo, recuperando poi terreno e assestandosi sull'intervallo 1,02-1,04.
- Il CHF resterà probabilmente una valuta ambita nell'attuale clima geopolitico e la nostra visione a tre mesi per EUR/CHF è negativa.

### Giappone

- Il corso USD/JPY ha guadagnato il 6% a marzo, toccando il picco da inizio 2016.
- A questi livelli elevati, siamo passati da una visione positiva a neutrale per USD/JPY.

### Lo yen perde terreno, il rublo rimbalza in modo spettacolare



Marzo ha esibito schemi sorprendenti sui mercati dei cambi. Il rublo russo è rimbalzato in modo eclatante dopo le svendite successive all'invasione russa e all'implementazione delle sanzioni. Anche se la portata del rimbalzo è controversa data la ridotta liquidità del mercato, è emerso che le misure di controllo del capitale della Russia e l'afflusso continuo ed elevato di valuta estera per le esportazioni di gas e petrolio sono riuscite a sostenere il rublo. I prezzi elevati di energia e materie prime hanno favorito anche le altre valute correlate alle commodity come BRL, ZAR, AUD e NZD, con conseguente loro rivalutazione sull'USD a marzo (v. grafico). Anomalo il comportamento della sterlina, che ha probabilmente risentito degli sbalzi d'umore della Bank of England, i cui toni sono ora meno aggressivi. Nel frattempo il JPY è stato svenduto e la Banca centrale giapponese ha mantenuto toni molto sommessi a fronte di un'inflazione ancora relativamente debole. Il Giappone continua anche a risentire dello shock patito dai suoi terms of trade (rapporto tra i prezzi all'esportazione e all'importazione) dato che il Paese dipende completamente dalle importazioni di combustibili fossili.

Per i prossimi tre mesi siamo passati da una visione positiva a neutrale sull'USD. I differenziali dei tassi d'interesse sostengono ancora il dollaro, ma riteniamo che le aspettative d'inasprimento della politica monetaria USA siano eccessive. Manteniamo la nostra visione negativa su EUR/CHF, perché il differenziale d'inflazione elevato tra Svizzera ed Eurozona abbassa il valore "equo" del corso di cambio EUR/CHF ed è probabile che il CHF mantenga la sua attrattiva nell'attuale ambiente geopolitico rischioso.

## Swiss Life Asset Managers



**Thomas Rauh**  
**Portfolio Manager Fixed Income**  
thomas.rauh@swisslife-am.com



**Andreas Homberger**  
**Product Specialist**  
**Equity and Multi Asset**  
andreas.homberger@swisslife-am.com  
🐦 @Homberger\_A



**Damian Künzi**  
**Economist Developed Markets**  
damian.kuenzi@swisslife-am.com  
🐦 @kunzi\_damian

### Avete delle domande o desiderate registrarvi per ricevere questa pubblicazione?

Inviare un'e-mail all'indirizzo [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Per informazioni più dettagliate vi invitiamo a visitare il nostro sito web [www.swisslife-am.com/research](http://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.