

Maggio 2022

Tassi d'interesse e obbligazioni

La tendenza al rialzo dei tassi dovrebbe proseguire

Stati Uniti

- Negli Stati Uniti, i tassi a lungo termine hanno puntato al rialzo ad aprile, alla luce dell'attività economica sostenuta e dell'impennata dell'inflazione. I rendimenti reali attesi a 10 anni sono tornati a zero. I tassi a breve termine sono saliti perché ora è più probabile una stretta monetaria più rapida.
- Il mercato prevede un aumento del tasso sui federal fund al 2,25% fino a fine anno. Ci aspettiamo che la Federal Reserve innalzi il tasso guida di 50 punti base sia alla riunione di maggio che a quella di giugno.

Eurozona

- Il rincaro dell'energia fa salire l'inflazione in Europa. I rendimenti dei titoli di Stato sono nettamente aumentati nei primi mesi dell'anno. La guerra in Ucraina frena l'economia, ma secondo gli indici PMI di aprile finora l'effetto è piuttosto limitato. La Germania è il Paese più colpito.
- La Banca centrale europea (BCE) sta chiudendo il programma di acquisti di titoli, che dovrebbe concludersi nel T3 2022. I recenti commenti dei funzionari della BCE suggeriscono che i tassi potrebbero aumentare già a luglio. Lo riteniamo improbabile e ci aspettiamo un primo rialzo a settembre e un secondo a dicembre.

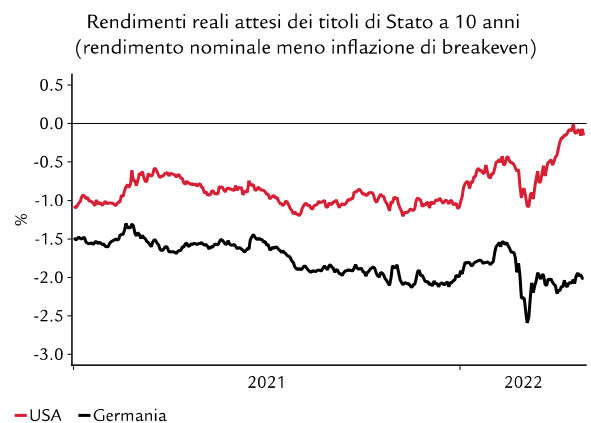
Regno Unito

- Anche nel Regno Unito i rendimenti dei titoli di Stato sono saliti, ma meno che nell'Eurozona.
- Prevediamo altri due rialzi dei tassi quest'anno a opera della Bank of England (BoE). Ciò porterebbe il totale a quattro nel 2022.

Svizzera

- In Svizzera, i tassi sono saliti in linea con quelli europei. Non vi sono quasi più obbligazioni con rendimenti negativi.
- Pensiamo che la Banca nazionale svizzera (BNS) non innalzerà i tassi prima della BCE. Ci aspettiamo un rialzo a dicembre.

I rendimenti reali attesi sono tornati a zero negli Stati Uniti



Fonte: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Nei primi mesi dell'anno i rendimenti dei titoli di Stato sono stati spinti al rialzo dall'aumento dell'inflazione, esacerbato dall'impennata dei prezzi di energia e materie prime dopo l'invasione russa dell'Ucraina. I rendimenti reali attesi sono saliti anche negli Stati Uniti e ora sono vicini allo zero. Ciò riflette le buone condizioni economiche del Paese. L'Europa evidenzia rendimenti reali ancora molto negativi, essendo economicamente più penalizzata dalla guerra in Ucraina. Secondo gli indici PMI di aprile, finora l'effetto è limitato, ma è troppo presto per un giudizio definitivo, poiché la guerra potrebbe trascinarsi a lungo. Le incertezze economiche restano elevate: un arresto delle forniture di gas russo è un rischio incombente che colpirebbe soprattutto l'economia tedesca. In Cina, la strategia zero-Covid porta al lockdown di importanti città. Sono quindi possibili nuove distorsioni della catena logistica. Entrambe le cose potrebbero far salire l'inflazione e frenare la crescita. L'impennata dell'inflazione si è tradotta in un deciso cambio di rotta delle banche centrali. L'inasprimento delle condizioni finanziarie frenerà i prestiti bancari. Ciò aumenta il rischio di recessione nel 2023 e ci esorta alla cautela sui rischi di credito. Pensiamo anche che i rendimenti dei titoli di Stato continueranno a salire a breve termine, ma a un ritmo più lento di quello recente. I gradualisti rialzi dei tassi guida faranno appiattire le curve dei rendimenti.

Azioni

L'inflazione e la crescita più lenta penalizzano i mercati

Stati Uniti

- Ad aprile, il mercato USA ha perso ben il 7,9%. La performance da inizio anno è del -12,8%.
- I margini di profitto hanno iniziato a scendere nel T3 2021 e la probabilità di un ulteriore calo è alta. Tuttavia, il consensus si aspetta che i margini raggiungano massimi storici nel T3 2022. La stagione degli utili è iniziata bene.
- Il mercato USA si conferma più sopravvalutato degli altri (P/E pari a 21) e l'aumento dei rendimenti nominali e reali rende le azioni USA meno attraenti delle obbligazioni.

Eurozona

- Il mercato azionario europeo ha perso il 3,5% ad aprile e il 12,3% da inizio anno.
- Come per gli Stati Uniti, le previsioni di crescita degli utili ci sembrano eccessive. Tuttavia, a differenza del mercato USA, i tassi reali sono ancora negativi e la valutazione è vicina alle medie storiche (P/E di 15).

Regno Unito

- Dopo alcuni anni deludenti, quest'anno il mercato britannico sovraperforma gli omologhi, cedendo lo 0,7% ad aprile e guadagnando il 4,0% 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 e i maggiori pesi settoriali in energia e materiali.

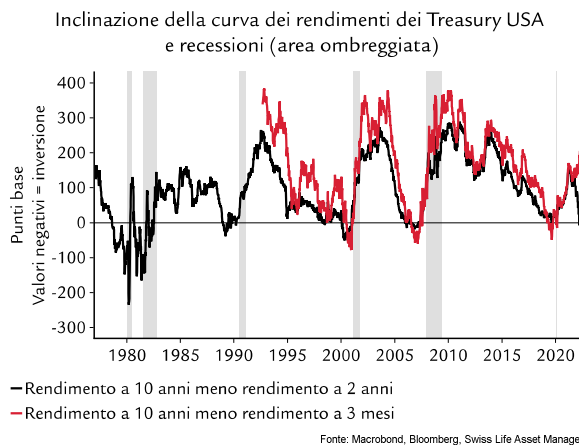
Svizzera

- Il mercato svizzero è in calo dello 0,5% ad aprile e del 6,4% da inizio anno.
- Ha beneficiato dell'ottima performance delle aziende farmaceutiche nella prima metà del mese e della sua natura nel complesso difensiva.
- In termini di valutazione, il mercato svizzero è il secondo più sopravvalutato dopo quello USA (P/E di 16,5). Pensiamo che nell'attuale contesto la sua natura difensiva giustifichi un premio di valutazione.

Mercati emergenti

- I mercati emergenti si confermano il fanalino di coda con una performance da inizio anno del -14,8% e una perdita dell'8,4% ad aprile.
- Molti Paesi emergenti sono duramente penalizzati dagli alti prezzi di alimentari, energia e prodotti agricoli. In Cina, i nuovi lockdown frenano l'attività economica e il trasporto di merci.

Le recessioni USA sono precedute da inversioni della curva



Storicamente, le inversioni della curva dei rendimenti sono state il miglior indicatore di un'imminente recessione. Dal 1967, tutte le recessioni sono state precedute da un'inversione della curva (ma non tutte le inversioni hanno portato a una recessione). Un'inversione della curva segnala che gli operatori di mercato si aspettano un calo dei tassi guida, che è tipico della recessione. Tuttavia, una breve inversione temporanea in un solo segmento (rendimento a 10 anni meno rendimento a 2 anni), come quella attuale, non è sufficiente. L'inversione deve durare almeno 1-3 mesi e devono essere invertite sia la curva a 10 anni meno 2 anni sia quella a 10 anni meno 3 mesi. Attualmente queste condizioni non sono presenti (cfr. grafico). Tuttavia, facciamo notare che il confronto con il tasso a 3 mesi è un po' fuorviante, in quanto la Federal Reserve è in ritardo nella definizione di un tasso del mercato monetario adeguato. Contrariamente a quanto si potrebbe intuire, un'inversione della curva non si traduce in rendimenti azionari negativi nei 6-12 mesi successivi. Dal 1967, il mercato azionario USA ha raggiunto il picco in media solo 11 mesi dopo l'inversione e cinque mesi prima dell'inizio della recessione. Quindi, tra l'inversione della curva e la recessione sono intercorsi in media 16 mesi. Il rendimento medio del mercato azionario tra l'inizio dell'inversione e il picco è stato del 15% ed è risultato negativo solo in un caso (embargo del petrolio arabo nel 1973: in quel caso, il mercato azionario ha raggiunto il picco prima dell'inversione). Le conclusioni di questa analisi sono le seguenti: (1) a nostro avviso, l'attuale inversione non è ancora significativa; (2) vendendo le azioni troppo presto si può perdere molta performance.

Valute

Vigore senza fine dell'USD?

Stati Uniti

- Ad aprile l'USD si è rafforzato contro tutte le principali valute sulla scia dell'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato, di una politica monetaria della Fed più restrittiva scontata dai mercati e degli attuali rischi geopolitici.
- L'US Dollar Index DXY, che è misurato rispetto a un paniere delle principali valute, è salito di oltre l'8% da inizio anno e ha raggiunto il picco dal 2002.

Eurozona

- L'EUR ha perso circa il 5% contro l'USD ad aprile, ma è stato sorprendentemente stabile rispetto ad altre valute europee come GBP, CHF, SEK e NOK.
- L'inflazione continua a salire nell'Eurozona e ora ci aspettiamo un avvio ancora più rapido della normalizzazione monetaria, con un primo rialzo dei tassi nel T3. 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. Abbiamo una visione neutrale su EUR/USD nelle prossime quattro settimane.

Regno Unito

- Anche GBP/USD è stato vittima del vigore generalizzato dell'USD, cedendo circa il 5% ad aprile.
- Manteniamo una visione neutrale su GBP/USD e GBP/EUR per le prossime quattro settimane.

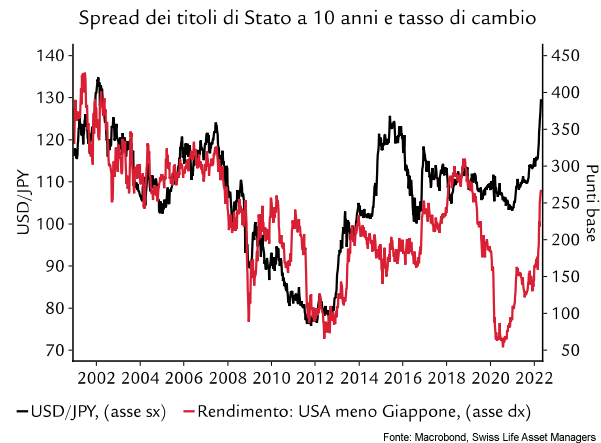
Svizzera

- Ad aprile, EUR/CHF ha fluttuato intorno a 1,02. In linea con le altre valute europee, il CHF ha perso circa il 5% rispetto all'USD.
- Il CHF resterà probabilmente una valuta ambita nell'attuale clima geopolitico e ribadiamo la nostra visione negativa per EUR/CHF.

Giappone

- Come a marzo, il JPY è stato la valuta dei mercati sviluppati con la peggiore performance, poiché la Bank of Japan ha sorpreso il mercato con toni ultra-accomodanti riguardo alle prospettive di politica monetaria.
- USD/JPY ha raggiunto il massimo degli ultimi 20 anni. A questi livelli elevati, abbiamo una visione neutrale.

USD/JPY ha raggiunto il picco degli ultimi 20 anni



La nostra idea di un USD neutrale nell'ultima edizione era prematura. Ad aprile l'USD ha continuato a rafforzarsi, sovraperformando tutte le principali valute dei mercati sviluppati ed emergenti, in particolare il JPY. Nella sua decisione di politica monetaria del 28 aprile, la Bank of Japan ha ribadito la politica di controllo della curva dei rendimenti, che mira a limitare il rendimento dei titoli di Stato a 10 anni allo 0,25%. Molti osservatori si aspettavano almeno dichiarazioni contro la netta correzione del JPY, che ha iniziato a preoccupare le autorità e le famiglie. Con i rendimenti nipponici a 10 anni fermi vicino allo zero e gli omologhi USA che aumentano inesorabilmente, il differenziale di rendimento (carry) è aumentato ancora, spingendo il cambio USD/JPY oltre 130 per la prima volta dall'aprile 2002. L'USD si è rafforzato anche nei confronti dell'EUR, malgrado l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona in previsione di una stretta monetaria della BCE. La persistente debolezza dell'EUR è probabilmente dovuta al flusso di notizie negative riguardanti la guerra in Ucraina e il rischio latente di un improvviso arresto delle forniture di gas, che potrebbe far precipitare l'Eurozona in recessione.

Agli attuali tassi di cambio dell'USD, per il prossimo mese preferiamo una visione neutrale nei confronti di EUR, GBP e JPY, ritenendo che i rendimenti USA siano già saliti abbastanza e che le aspettative del mercato riguardo al ciclo dei tassi della Fed siano eccessive. Quanto a EUR/CHF, ribadiamo la nostra visione negativa, poiché il differenziale d'inflazione ostinatamente alto tra la Svizzera e l'Eurozona spinge il valore "equo" di EUR/CHF sempre più al ribasso. Inoltre, è probabile che il CHF resti una valuta interessante nell'attuale contesto di rischio geopolitico.

Swiss Life Asset Managers



Patrick Haas
Portfolio Manager Fixed Income
patrick.haas@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.

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.