

Luglio 2022

Tassi d'interesse e obbligazioni

Shock e soggezione

Stati Uniti

- A giugno alti e bassi per i rendimenti dei titoli di Stato USA: un dato sull'inflazione più alto del previsto ha fatto salire il rendimento decennale di oltre 60 punti base (pb) al 3,5%, prima di un nuovo calo verso fine mese. Spread ampliati di 18 pb, causa il deterioramento delle prospettive economiche.
- A giugno la Federal Reserve ha operato un rialzo di ben 75 pb per riportare l'inflazione sotto controllo. Al momento i mercati si aspettano un picco del 3,5% dei tassi sui federal fund a inizio 2023 e tagli dei tassi nella seconda metà del 2023, in previsione di un rallentamento della crescita e dell'inflazione.

Eurozona

- Spread ampliati di 38 pb, causa l'indebolimento dei fondamentali economici e dal venir meno del supporto tecnico delle banche centrali. Anche i tassi sono saliti notevolmente.
- Malgrado l'impennata dell'inflazione, la BCE resta fedele al calendario comunicato, chiudendo ora gli acquisti di asset e iniziando a rialzare i tassi a luglio. Dato il netto aumento dei rendimenti dei titoli di Stato italiani e greci, la BCE lavora a uno strumento anti-frammentazione per evitare che i premi di rischio dei Paesi periferici salgano troppo.

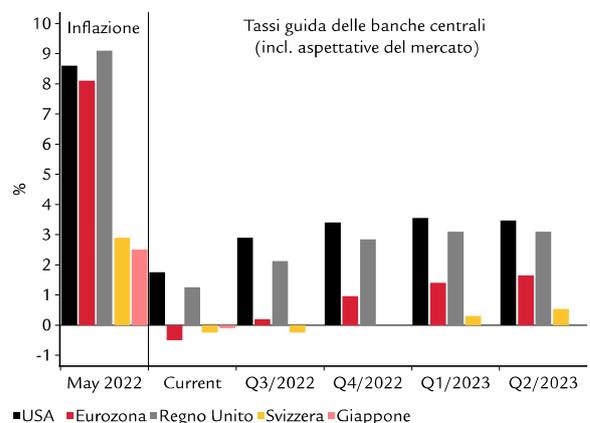
Regno Unito

- Anche nel Regno Unito i rendimenti decennali sono stati volatili a giugno salendo di 55 pb prima di ridiscendere, chiudendo con un aumento mensile di 25 pb.
- La Bank of England ha innalzato i tassi di altri 25 pb e sono previsti altri 6 rialzi entro fine anno.

Svizzera

- In linea con i tassi globali, i rendimenti dei titoli di Stato svizzeri si sono impennati fino a metà mese, prima di ridiscendere.
- A sorpresa, la BNS ha aumentato i tassi guida di 50 pb per contrastare le pressioni inflazionistiche prima che diventino eccessive e dovrebbe innalzare ancora il tasso guida a settembre.

I mercati prevedono già un primo taglio dei tassi nel 2023



Fonti: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Dopo aver valutato male l'inflazione per quasi un anno, le banche centrali devono affrontare una difficile prova: inasprire le condizioni finanziarie nel pieno di un rallentamento dell'economia globale. Causa i loro diversi mandati e i contesti economici differenti, le risposte in termini di politica monetaria sono state molto diverse. BoE, Fed e BNS più energiche e pronte a ridurre la domanda per un obiettivo d'inflazione del 2%. Altre, come la BCE, ancor prima di avviare i rialzi parlano già di nuovi acquisti di obbligazioni o di strumenti anti-frammentazione. La Bank of Japan, ancora meno preoccupata, si attiene al controllo della curva dei rendimenti, anche se ciò significa esercitare ulteriori pressioni sullo yen. Tuttavia, l'aumento dei tassi e la fine degli acquisti di asset hanno già influito sui mercati finanziari, il cui valore negli ultimi mesi è sceso di bilioni. Il mantra di un'economia forte in grado di gestire tassi più alti mostra qualche crepa: i nuovi dati indicano un rallentamento e l'inflazione rimarrà alta a lungo. Le banche centrali dovranno inasprire ancora le condizioni finanziarie; una recessione in Europa e negli Stati Uniti appare sempre più probabile. Con un contesto macroeconomico meno favorevole, il margine di rialzo dei rendimenti decennali ci sembra limitato e inizieremo a ridurre il sottopeso sulla duration. Quanto alle obbligazioni societarie, gli spread dovrebbero aumentare.

Azioni

I timori di recessione spingono il mercato al ribasso

Stati Uniti

- Anche giugno è stato terribile per la borsa USA, che è entrata in una fase ribassista perdendo il 7,4% a giugno e il 20,5% da inizio anno.
- Il calo della sua valutazione è uno dei più rapidi della storia. Tuttavia, con un P/E prospettico (rapporto tra prezzo corrente e utili attesi a un anno) di 16,8, la valutazione è neutrale e non ancora conveniente.
- Le stime di crescita degli utili e dei margini non sono ancora diminuite notevolmente, malgrado i crescenti rischi di recessione.

Eurozona

- La borsa dell'Eurozona ha perso il 6,6% a giugno e il 16,3% da inizio anno.
- Con un P/E prospettico di circa 12, ora la valutazione è allettante. Tuttavia, la BCE inizierà a innalzare i tassi a luglio e la guerra in Ucraina influisce sull'economia.

Regno Unito

- A giugno il mercato britannico non è riuscito a svincolarsi dagli altri: ha perso il 3,2%, ma è ancora in rialzo del 3,8% nel 2022.
- Tra i mercati principali, quello britannico è il più sottovalutato, ma la Bank of England aumenta rapidamente i tassi e le previsioni di crescita per il 2023 sono molto basse.

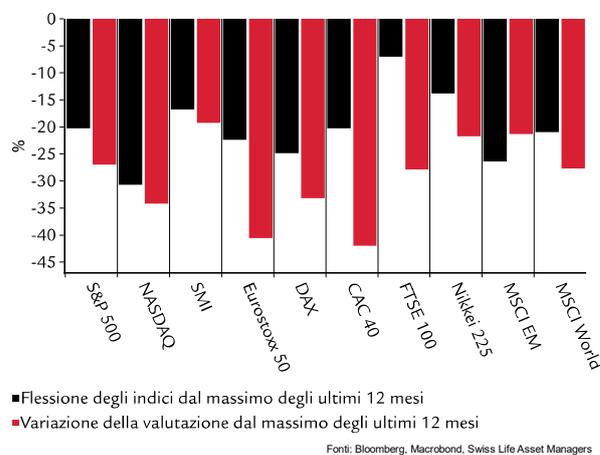
Svizzera

- Il mercato è in calo del 6,7% a maggio e del 15,4% da inizio anno. Quest'anno il suo carattere difensivo non si è tradotto in rendimenti migliori.
- Alcuni colossi dell'indice si possono acquistare a valutazioni che non si osservavano da anni.

Mercati emergenti

- I mercati emergenti hanno perso il 4,1% a giugno. La performance da inizio anno è pari al -15,4% in USD e al -11,6% in valuta locale.
- Dopo una lunga fase di sottoperformance, notiamo segnali di stabilizzazione e di recente il mercato ha leggermente sovraperformato quelli sviluppati.
- Visti i tassi d'interesse reali perlopiù positivi, nei mercati emergenti le pressioni per un rialzo dei tassi sono minori e la Cina ha varato misure di stimolo monetario e fiscale a causa delle gravi ripercussioni della politica "zero Covid". Abbiamo assunto un sovrappeso sulle azioni dei mercati emergenti.

Molti indici sono entrati in una fase ribassista



Nelle ultime settimane gran parte delle borse globali è entrata in una fase ribassista (ossia una perdita del 20% o più dal picco al minimo). La borsa globale è scesa di circa il 20%, mentre il Nasdaq Composite Index ha perso più del 28%. Le valutazioni, misurate dal rapporto prezzo/utili (P/E) prospettico, sono scese almeno quanto i prezzi, ossia tra il 25% e il 45%. Ciò significa che, a differenza di molte altre, finora questa fase ribassista non è stata trainata dal calo delle aspettative di utile. Le valutazioni attuali sono in linea con le medie storiche, il che implica una valutazione neutrale delle azioni in assenza di revisioni al ribasso degli utili. Tuttavia, rispetto ai punti di minimo delle precedenti fasi ribassiste e di recessione con alta inflazione, le valutazioni attuali sono ancora elevate. Negli ultimi due mercati ribassisti statunitensi, nel 2001-2003 e nel 2008-2009, i punti di minimo delle valutazioni (P/E prospettico) sono stati rispettivamente 15 e 12, mentre ora il rapporto è di 16,8. Tuttavia, all'epoca i tassi d'interesse reali erano molto più alti. Un altro rischio è che attualmente i margini di profitto sono ai massimi storici e le stime di crescita degli utili per il 2022 e il 2023 sono di circa il 10%. Nel nostro scenario di riferimento di lieve recessione, queste aspettative di crescita degli utili sono eccessive e i margini di profitto sono destinati a contrarsi. Gli utili del T2 2022, che inizieranno a essere pubblicati a luglio, daranno un'idea di cosa aspettarsi al riguardo. Da un lato, ora la valutazione del mercato azionario è molto più interessante rispetto a qualche tempo fa. Dall'altro, riteniamo che i mercati non scontino ancora appieno una recessione. In definitiva, è opportuno un atteggiamento difensivo, anche se un rally di sollievo a breve termine può verificarsi.

Valute

EUR/CHF: la parità è la nuova realtà

Stati Uniti

- A giugno, con il CHF, l'USD è stato la valuta dei mercati sviluppati con la migliore performance, in rialzo di quasi il 3% su base ponderata per l'interscambio.
- Le maggiori aspettative di inasprimento monetario della Fed e l'avversione al rischio degli investitori hanno contribuito al vigore dell'USD.
- A nostro avviso, la Fed rimane più impegnata nella lotta all'inflazione rispetto alle omologhe in Europa e in Giappone, quindi prevediamo un rafforzamento dell'USD nel prossimo trimestre.

Eurozona

- EUR indebolito rispetto all'USD e al CHF a giugno ma apprezzato rispetto al GBP e alle valute scandinave.
- Alla luce dell'aumento dei rischi di recessione e dei timori per gli spread nell'Europa meridionale, la BCE dovrebbe restare relativamente cauta, malgrado l'inflazione elevata. Prevediamo un'ulteriore debolezza dell'EUR rispetto a USD e CHF.

Regno Unito

- Giugno deludente per il GBP: dai nuovi dati segnalando di un indebolimento della dinamica economica.
- Siamo pessimisti riguardo a GBP/USD nei prossimi tre mesi, ma prevediamo un andamento perlopiù laterale del GBP rispetto all'EUR.

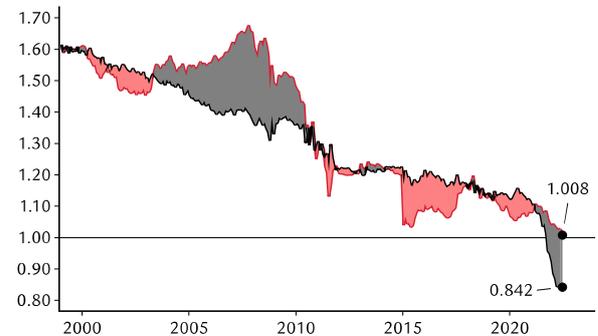
Svizzera

- Il CHF ha beneficiato dell'inatteso rialzo dei tassi della BNS, raggiungendo la parità con l'EUR.
- L'attuale avversione al rischio degli investitori, le tensioni geopolitiche, i rischi di recessione e la BNS proattiva fanno presagire un ulteriore apprezzamento del CHF sull'EUR nei prossimi tre mesi.

Giappone

- La Bank of Japan si è difesa dagli attacchi speculativi alla sua politica di controllo della curva dei rendimenti. Gli spread rispetto agli altri mercati sviluppati si sono quindi ampliati e il JPY ha continuato a deprezzarsi.
- USD/JPY ha raggiunto il massimo dal 1998 e potrebbe salire ancora nel breve termine, vista la volontà della Bank of Japan di restare ultraaccomodante. Su un orizzonte di tre mesi, ci aspettiamo però che USD/JPY scenda un po', dato che ora il JPY è nettamente sottovalutato.

EUR/CHF in parità, ma forse ancora sottovalutato



Fonti: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Il mese scorso la Banca nazionale svizzera (BNS) ha riservato la sorpresa più grande, innalzando il tasso guida di 50 pb alla riunione trimestrale del 16 giugno. È successo prima di quanto noi e gran parte degli operatori ci aspettassimo e subito dopo l'annuncio il CHF si è rafforzato di circa il 2% rispetto a tutte le principali valute. Ha continuato ad apprezzarsi per il resto del mese, raggiungendo la parità con l'EUR il 29 giugno. L'aspetto più interessante della comunicazione dell'istituto di emissione svizzero non è stato il rialzo dei tassi in sé, ma il cambio di rotta riguardo alla valuta. Sono finiti i giorni in cui la BNS si lamentava del vigore del CHF: ora sembra persino accoglierlo con favore come protezione contro l'inflazione importata. Questo netto cambio di rotta è stato reso possibile dall'enorme differenziale di inflazione tra la Svizzera e l'Eurozona, che ha fatto scendere il "valore equo" del cambio EUR/CHF. Il valore equo di una valuta si può stimare considerando la parità di potere d'acquisto (PPA), ossia il tasso di cambio che consente di acquistare la stessa quantità di beni in entrambe le economie. In base ai prezzi al consumo, il CHF è ancora sopravvalutato rispetto all'EUR, il che implica che il livello dei prezzi in Svizzera è in media più alto che nell'Eurozona. Tuttavia, considerando i prezzi medi alla produzione, che contengono un maggior numero di beni commerciabili e rispetto ai prezzi al consumo sono più pertinenti per valutare la competitività degli esportatori svizzeri, secondo i dati Bloomberg ora il CHF è persino nettamente sottovalutato (cfr. grafico). Pertanto, il CHF potrebbe apprezzarsi ulteriormente senza innervosire le autorità della BNS.

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.

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.