

Agosto 2022

Tassi d'interesse e obbligazioni

Punto di minimo o ulteriore sofferenza?

Stati Uniti

- Malgrado il nuovo aumento dell'inflazione al consumo, a luglio i rendimenti dei Treasury decennali sono scesi di oltre 30 punti base (pb): a giudicare dai dati macroeconomici deludenti e dal calo dei prezzi delle materie prime, il picco dell'inflazione sembra essere vicino, mentre la crescita rallenta.
- Il mercato sconta ancora un picco anticipato del tasso sui federal fund e tagli dei tassi più energici, tra cui uno di 50 pb già nel 2023.

Eurozona

- La BCE ha effettuato il primo rialzo dei tassi in oltre 10 anni, ma i rendimenti dei titoli di Stato tedeschi a 10 anni sono scesi di 50 pb a causa dei dati economici deboli e dei timori di recessione legati alla crisi energetica europea.
- Il nuovo “strumento anti-frammentazione” della BCE, il cosiddetto Transmission Protection Instrument (TPI), non è riuscito a contenere lo spread tra i titoli di Stato italiani e tedeschi, che a luglio è salito di 40 pb sulla scia delle dimissioni di Mario Draghi.

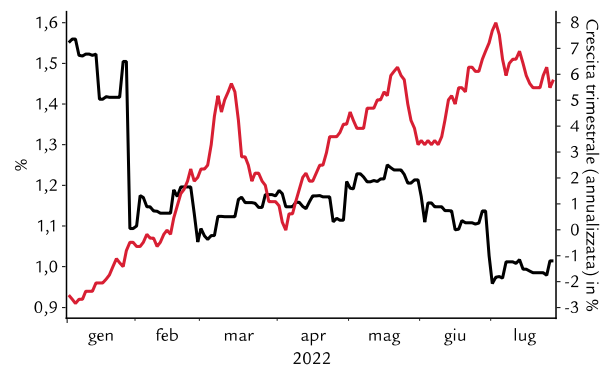
Regno Unito

- A luglio, i rendimenti dei titoli di Stato britannici a 10 anni sono scesi di oltre 30 pb, mentre quelli a 2 anni hanno ceduto circa 10 pb.
- I mercati continuano a ritenere più probabile un rialzo di 50 pb che non uno di 25 pb in agosto a opera della Bank of England, malgrado l'apparente rallentamento dell'economia.

Svizzera

- Anche in Svizzera le curve dei rendimenti si sono appiattite sulla scia dei timori di recessione a livello globale e lo spread tra i rendimenti dei titoli di Stato a 2 e 10 anni è sceso di circa 50 pb.
- Dopo un primo energico rialzo dei tassi di 50 pb a opera della BNS, ora i mercati si aspettano un ciclo di rialzi molto breve.

Spread USA in aumento con il rallentamento dell'economia



— Spread del credito investment grade USA (asse sx)
— Atlanta Fed GDPNow (PIL USA "Nowcast") (asse dx)

Fonte: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Secondo le autorità monetarie e politiche, le economie e i consumatori dei mercati sviluppati sono in buone condizioni e i bilanci delle aziende sono solidi, quindi possono far fronte all'inasprimento delle condizioni finanziarie. Questo mantra è stato ripetuto spesso negli ultimi mesi e presto potrebbe essere ricordato come quello dell'"inflazione transitoria". Gli indici dei responsabili degli acquisti (PMI) sono appena scesi sotto 50, a indicare una contrazione del settore manifatturiero, e la fiducia dei consumatori è negativa ormai da tempo a causa dell'impennata dell'inflazione e della crescita negativa dei salari reali. Finora gli utili delle aziende per il T2 sono scesi del 6% negli Stati Uniti e del 41% in Europa, mentre il PIL USA si è contratto nella prima metà del 2022. Tuttavia, l'inflazione non ha nemmeno iniziato a scendere e si prevede che la Fed e la BCE continueranno a innalzare i tassi, rispettivamente, di 90 e 100 pb fino a fine anno, riducendo al contempo i propri bilanci. Non è certo un contesto favorevole per un punto di minimo, per non parlare della situazione geopolitica. I rally all'interno di un trend ribassista sono comuni e possono protrarsi nel tempo, ma riteniamo che gli spread del credito aumenteranno ancora. Quanto ai rendimenti dei titoli di Stato, pensiamo che i picchi possano essere già stati superati, ma dopo il recente calo potrebbero salire nel breve termine.

Azioni

Ripresa a luglio

Stati Uniti

- Dopo un giugno terribile, a luglio la borsa USA si è ripresa, ma quest'anno ha perso il 16,6% (tutti i dati di questa rubrica sono aggiornati al 25 luglio).
- Finora, con poche eccezioni, la stagione dei risultati è in linea con le aspettative. Molte aziende sono diventate più pessimiste per i prossimi trimestri.
- Gli analisti prevedono un aumento degli utili del 5-10% nel 2022 e nel 2023, ma in recessione questi scendono in media del 15% circa (cfr. articolo principale), quindi la valutazione di mercato non riflette ancora il rischio di una recessione anche moderata.

Eurozona

- La borsa dell'Eurozona ha registrato un rendimento positivo a luglio e ha perso il 15,2% da inizio anno.
- La valutazione è interessante, ma l'impatto della guerra in Ucraina e la situazione politica in Italia sono seri ostacoli per il mercato. L'indebolimento dell'euro fa aumentare la competitività, ma anche i prezzi dei fattori produttivi importati.

Regno Unito

- Quello britannico è ancora di gran lunga il migliore mercato azionario quest'anno. Da inizio anno ha guadagnato il 3,0% e la performance di luglio è stata positiva, benché inferiore alla media globale.
- Il mercato britannico è ancora quello con la valutazione più bassa, con un P/E prospettico di circa 10 e un rendimento del dividendo del 4,1%.

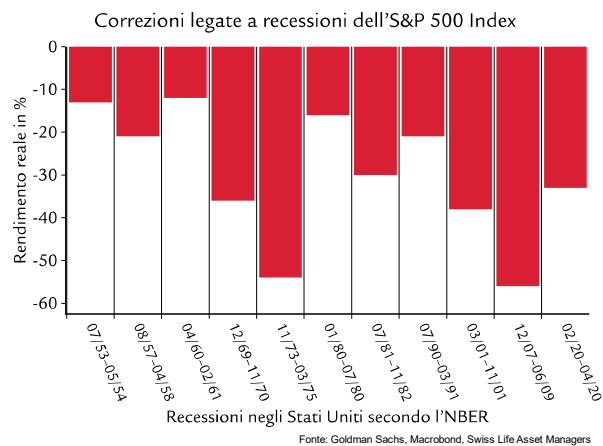
Svizzera

- Il mercato è in rialzo a luglio, ma la performance da inizio anno rimane negativa, al -12,8%. Nel complesso, nel 2022 il mercato svizzero ha fatto meglio di Stati Uniti ed Europa, ma peggio di Regno Unito e Giappone.
- Di conseguenza, la valutazione è migliorata e alcuni colossi dell'indice si possono acquistare a valutazioni che non si osservavano da anni.

Mercati emergenti

- Luglio è stato sfavorevole per i mercati emergenti. La performance da inizio anno è del -18,1%.
- I dati economici deludenti e le brutte notizie provenienti dal settore immobiliare cinese hanno penalizzato il mercato a luglio, ma la Cina sta adottando stimoli fiscali e monetari. Salvo ulteriori lockdown, la borsa ha una valutazione molto appetibile e un potenziale di ripresa, ma i rischi rimangono elevati.

Recessioni USA: correzione media del 30% delle azioni



La borsa USA ha subito una correzione di oltre il 20% dal picco e ora si trova in una fase ribassista. Storicamente, in gran parte dei casi i mercati ribassisti si sono verificati in concomitanza con le recessioni. In base alle nostre prospettive economiche, che prevedono una recessione negli USA nel 2023, questa volta non sarà diverso. Nelle 11 correzioni legate a una recessione dal secondo dopoguerra, la borsa USA ha perso in media il 30% in termini corretti per l'inflazione (cfr. grafico). Pertanto, l'attuale flessione è prossima alla media storica. La perdita peggiore (-56%) si è verificata durante la crisi finanziaria globale tra il 2007 e il 2009, quella minore nella recessione del 1960 (-12%). Gli utili aziendali sono diminuiti in media solo del 15% circa e di norma il declino del mercato azionario è iniziato circa sette mesi prima dell'inizio della recessione. Il periodo tra il picco e il minimo è durato in media circa 14 mesi. Nei quattro trimestri dopo la fine della recessione, gli utili sono cresciuti in media del 17%, tornando ai livelli pre-recessione entro un anno dalla fine di quest'ultima. La situazione attuale è particolare per diversi aspetti. Innanzitutto, siamo nel pieno di un ciclo di rialzi dei tassi, con l'inflazione più elevata degli ultimi 40 anni. Secondo, gli analisti prevedono un aumento degli utili il prossimo anno e margini ancora a livelli record, mentre storicamente in recessione i margini sono scesi di diversi punti percentuali. L'attuale valutazione del mercato azionario è in linea con le medie storiche o leggermente inferiore, ma resta ben più alta rispetto ai minimi dei mercati ribassisti precedenti e delle recessioni. Ciò limita il potenziale di rialzo delle azioni in questa fase, ma è possibile un rally temporaneo se le aspettative sui tassi cambieranno o le tensioni geopolitiche si attenueranno.

Valute

Non si intravede la fine della debolezza dell'EUR

Stati Uniti

- Anche luglio è stato favorevole per l'USD, apprezzatosi rispetto a gran parte delle valute dei mercati sviluppati, salvo quelle di importanti esportatori di materie prime (CAD, AUD e NOK).
- L'USD ha beneficiato dell'aumento dei differenziali d'interesse lungo la curva dei rendimenti: i mercati finanziari hanno rivisto al ribasso le aspettative di politica monetaria in molte economie, soprattutto in Europa.
- 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 il prossimo mese.

Eurozona

- Tra le valute dei mercati sviluppati, a luglio l'EUR ha registrato la performance di gran lunga più deludente (-2,7%) su base ponderata per l'interscambio.
- I crescenti rischi di recessione dovuti alla crisi energetica europea e l'incertezza politica in Italia faranno probabilmente scendere ulteriormente il tasso di cambio EUR/USD nelle prossime settimane.

Regno Unito

- A luglio la sterlina è rimasta stabile rispetto all'USD, ma si è rafforzata rispetto all'EUR.
- Gli ultimi dati economici sono migliori del previsto, mentre l'inflazione resta molto elevata. Ciò dovrebbe portare a un inasprimento monetario più rapido del previsto da parte della Bank of England. Per GBP/USD passiamo da un giudizio negativo a uno neutrale.

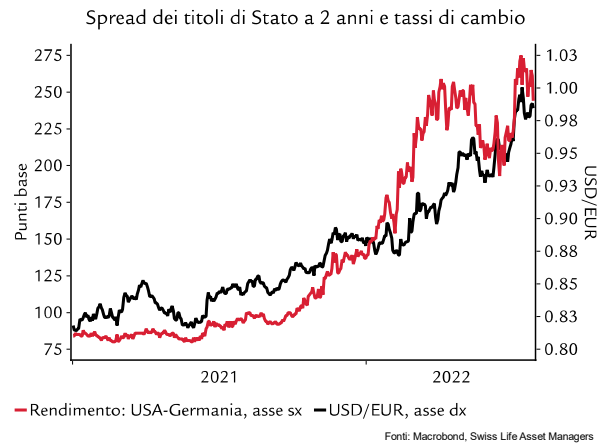
Svizzera

- A luglio il CHF si è apprezzato dell'1,4% su base ponderata per l'interscambio. EUR/CHF è sceso a nuovi minimi storici.
- A questi livelli, per EUR/CHF passiamo da un giudizio negativo a uno neutrale.

Giappone

- L'inarrestabile trend rialzista di USD/JPY ha avuto una pausa a luglio, oscillando tra 135 e 140.
- La Bank of Japan mantiene la sua politica monetaria ultraespansiva al rischio di indebolire ulteriormente lo yen il mese prossimo, dato che i differenziali d'interesse, soprattutto rispetto agli Stati Uniti, sono destinati ad aumentare.

I differenziali di rendimento USA-Europa dettano il passo



Come la Banca nazionale svizzera (BNS) il mese prima, la Banca centrale europea (BCE) ha sorpreso tutti il 21 luglio innalzando il tasso guida di 50 pb, più dei 25 pb previsti. Nella conferenza stampa successiva alla riunione, la Presidente della BCE Lagarde ha inoltre menzionato l'euro come ulteriore driver dell'inflazione, lasciando intendere il disagio del Consiglio direttivo per il netto deprezzamento dell'euro da inizio anno. La riunione del FOMC di luglio è stata tranquilla e la Fed ha innalzato i tassi di 75 pb, come previsto dai mercati. Si tratta di condizioni perfette per la ripresa dell'EUR contro l'USD? Non proprio. Nella seconda metà del mese EUR/USD è rimasto su livelli vicini alla parità. Inoltre, nelle prossime settimane prevediamo un apprezzamento dell'USD rispetto a EUR, JPY e CHF. Come nei mesi scorsi, il differenziale d'interesse ("carry") è destinato a rimanere il principale driver del vigore dell'USD (cfr. grafico). Malgrado la sorpresa positiva, i mercati nutrono ancora dubbi sulla capacità della BCE di realizzare un ciclo di rialzi incisivo a causa dei notevoli rischi di recessione legati alla crisi energetica europea. Siamo d'accordo con questa visione, ma riteniamo che i mercati finanziari sottovalutino ancora la portata del ciclo di rialzi negli Stati Uniti. La Fed potrebbe essere costretta a innalzare i tassi più volte del previsto per contrastare la pressione inflazionistica ancora elevata. Pertanto, il carry, che è già favorevole all'USD, potrebbe aumentare ancora e sostenere il biglietto verde il prossimo mese. Quanto a EUR/CHF, abbiamo adottato una visione neutrale dopo il netto calo di giugno e luglio.

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.