

Novembre / dicembre 2022

Tassi d'interesse e obbligazioni

Non si tratta di una svolta

Stati Uniti

- Nuovo aumento dei tassi a ottobre e rendimenti dei Treasury decennali saliti di quasi 60 punti base (pb) prima di chiudere il mese in rialzo di 27 pb.
- A novembre la Federal Reserve ha innalzato ancora i tassi di 75 pb. Per le prossime riunioni prevediamo rialzi più contenuti, con un tasso terminale atteso del 5% circa entro il prossimo anno.

Eurozona

- Il rendimento del Bund a 10 anni ha chiuso ottobre pressoché invariato, malgrado un nuovo massimo ciclico temporaneo del 2,42% prima di una flessione.
- Come previsto, a ottobre la BCE ha innalzato i tassi guida di 75 pb e modificato altri strumenti di politica monetaria, sottolineando il rischio di rallentamento della crescita. Le aspettative sui futuri rialzi della BCE sono assai volatili nel braccio di ferro tra inflazione a due cifre e segnali di recessione.

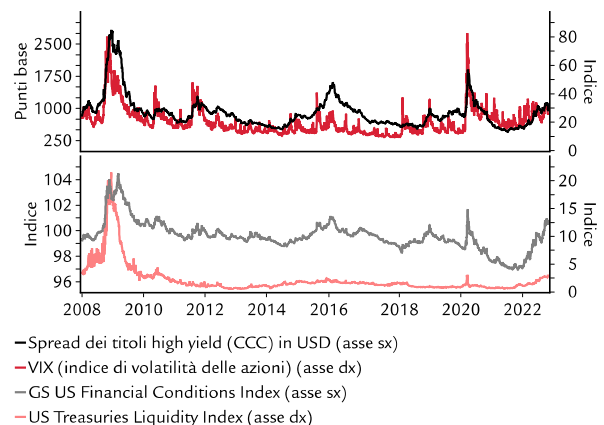
Regno Unito

- I rendimenti decennali britannici sono scesi di 60 pb grazie alla distensione politica con l'elezione di un nuovo premier e la prospettiva di una politica fiscale più restrittiva.
- La Bank of England sarà la prima banca centrale a vendere attivamente asset nell'ambito del QT (quantitative tightening), sebbene di recente abbia acquistato obbligazioni per evitare un crollo del mercato dei gilt.

Svizzera

- I rendimenti dei titoli di Stato decennali svizzeri sono scesi di 7 pb nel mese, poiché si ritiene che l'inflazione si sia nuovamente attenuata a ottobre.
- Data l'inflazione relativamente bassa, ci aspettiamo che la BNS innalzi i tassi in modo meno incisivo rispetto alle altre banche centrali, ma a dicembre probabilmente aumenterà il tasso guida di 75 pb per compensare il fatto che si riunisce solo trimestralmente, ossia meno spesso rispetto ad altre autorità monetarie.

Indicatori di stress sui mercati finanziari



Fonte: Macrobond, Bloomberg, Goldman Sachs (GS), Swiss Life Asset Managers

In un contesto di crescita a rilento e presunto stress sui mercati si torna a parlare di «svolta delle banche centrali», ossia di un'inversione di tendenza delle politiche monetarie. Le condizioni finanziarie si sono inasprite e la crescita sembra rallentare, ma la situazione non è grave e l'inflazione non è ancora a livelli da richiedere la fine della stretta monetaria. Nell'Eurozona l'inflazione supera il 10% e continua a salire. Gli Stati Uniti potrebbero aver superato il picco dell'inflazione, ma l'inflazione di fondo, dato più importante che esclude alimentari ed energia, continua a puntare al rialzo. Inoltre, le condizioni del mercato del lavoro USA si confermano solide. Gli indicatori di stress finanziario non sono attualmente a livelli allarmanti. Gli spread dei titoli CCC, la volatilità azionaria implicita (VIX), la liquidità dei Treasury e gli indici delle condizioni finanziarie non mostrano valori estremi (cfr. grafico). Detto ciò, crediamo che il ciclo di inasprimento stia per concludersi, ma non si tratta di una svolta. Le banche centrali mirano ancora a ridurre i loro bilanci e a mantenere i tassi più alti più a lungo per combattere l'inflazione. In ultima analisi, saranno necessari tassi di disoccupazione più elevati e una crescita più lenta. Quindi, prediligiamo un assetto difensivo sul rischio di credito e manteniamo il sottopeso sulla duration.

Azioni

I mercati sperano in una «svolta delle banche centrali»

Stati Uniti

- Il mercato azionario USA ha guadagnato il 7,9% a ottobre (l'indice Dow Jones è salito di oltre il 14%), compensando la debolezza di settembre. La performance da inizio anno è del -19,2%.
- La performance positiva deriva soprattutto dalla convinzione degli operatori che la Fed smetterà presto di innalzare i tassi.
- I risultati hanno superato le aspettative, ma la crescita degli utili su base annua e trimestrale è negativa. Le quotazioni delle società che hanno pubblicato risultati deludenti (ad esempio Meta) sono scese notevolmente.

Eurozona

- La borsa dell'Eurozona ha guadagnato il 7,9% a ottobre e perso il 16,2% da inizio anno.
- La stagione degli utili in Europa sembra migliore di quella USA. Malgrado il contesto economico difficile, gli utili sono saliti rispetto all'anno precedente.

Regno Unito

- Quello britannico è ancora di gran lunga il migliore mercato azionario quest'anno. Ha guadagnato l'1,5% da inizio anno e il 2,8% a ottobre.
- Il Regno Unito deve affrontare un contesto macroeconomico estremamente difficile sfociato nelle dimissioni del primo ministro e in oscillazioni selvagge dei tassi che solo l'intervento della Bank of England è riuscito a contenere.

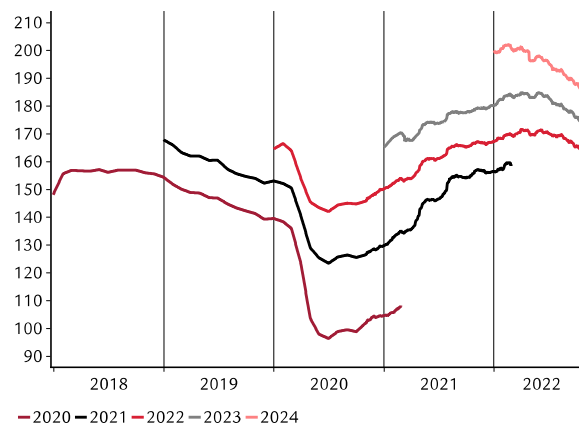
Svizzera

- Il mercato è salito del 4,8% a ottobre. La performance da inizio anno è del -16,2%. La Svizzera ha sottoperformato il mercato azionario globale del 4,2%.
- Finora le small cap hanno avuto un anno molto difficile. Lo SMIM, il benchmark delle small e mid cap, è sceso del 28,3% da inizio anno. Queste società sono in media molto più cicliche rispetto a quelle dell'indice SMI large cap.

Mercati emergenti

- I mercati emergenti hanno perso un ulteriore 3,1% a ottobre in termini di USD. La performance da inizio anno è del -29,4%.
- Questo risultato è ascrivibile soprattutto alla Cina. La fiducia nel governo di Pechino è in calo già da tempo e l'ultimo congresso del partito ha alimentato ulteriori dubbi. La borsa cinese ha perso il 15,6% a ottobre e il 40% da inizio anno.

Traiettorie dell'utile atteso per azione dell'MSCI World



Fonte: Factset, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Come sottolineiamo già da mesi, le stime sugli utili erano e forse sono ancora troppo ottimistiche, anche se nelle ultime settimane sono molto diminuite. I risultati del T3 2022 mostrano chiaramente che le aziende faticano a incrementare gli utili, soprattutto negli Stati Uniti, dove sono diminuiti del 3% su base annua, mentre il fatturato (anche per via dell'inflazione) è cresciuto del 9%. Entrambi i tassi di crescita hanno comunque superato le attese. Nei settori finanziario, materiali e servizi di comunicazione gli utili sono diminuiti di oltre il 10%, mentre nell'energia sono cresciuti del 200%. Malgrado i risultati deludenti, la borsa USA ha guadagnato circa il 9% dall'inizio della stagione degli utili. In confronto, l'Eurozona ha fatto sorprendentemente bene: gli utili sono aumentati del 6% e il fatturato del 23%. Come negli Stati Uniti, l'energia ha registrato il più alto tasso di crescita degli utili (57%), che sono diminuiti solo in due settori, IT e materiali. Il consensus prevede ancora utili in crescita del 5-9% nel 2023 e nel 2024 (cfr. grafico). Inoltre, le stime sugli utili per il 2023 superano ancora i livelli di inizio 2022. Se, come ci aspettiamo tuttora, l'Eurozona sta attraversando una recessione invernale e gli Stati Uniti entreranno in una recessione l'anno prossimo, queste aspettative ci sembrano ancora troppo ottimistiche. Dal secondo dopoguerra, durante le recessioni gli utili sono diminuiti in media del 16%. Non vi è stata una sola recessione con una crescita positiva degli utili, ma in tre casi su 11 la flessione è stata inferiore al 10%. Inoltre, il calo degli utili è stato minore quando la recessione si è verificata in una fase di alta inflazione. Tuttavia, alla luce delle attuali aspettative di utile, il mercato sembra ancora scontare un atterraggio morbido dell'economia nel 2023, uno scenario secondo noi troppo ottimistico.

Valute

Tregua solo temporanea per EUR/CHF

Stati Uniti

- A ottobre l'USD si è deprezzato su base ponderata per l'interscambio, indebolendosi nei confronti di valute cicliche come EUR e GBP, ma rafforzandosi rispetto a JPY e CNY, le divise dei principali partner commerciali asiatici degli Stati Uniti.
- L'idea di una «svolta della Fed», un'inversione di rotta della politica monetaria USA che ha penalizzato l'USD a ottobre, appare prematura. Dato il vantaggio già interessante in termini di tasso («carry»), l'USD dovrebbe restare forte fino a fine anno.

Eurozona

- A ottobre l'EUR ha beneficiato della generale propensione al rischio e delle maggiori aspettative di inasprimento monetario della BCE. Anche il netto calo dei prezzi spot di elettricità e gas potrebbe aver contribuito alla ripresa dell'EUR, dato che la precedente impennata dei prezzi dell'energia ha fatto crollare il saldo delle partite correnti dell'Eurozona.
- Tuttavia, con la recessione invernale alle porte, dubitiamo della fermezza della BCE a contrastare l'inflazione e prevediamo una nuova flessione dell'EUR nei confronti di USD e CHF fino a fine anno.

Regno Unito

- Il cambio di governo e l'inversione di rotta nelle prospettive di politica fiscale hanno portato a una netta ripresa del GBP dai minimi di fine settembre.
- Malgrado il ripristino della fiducia, i fondamentali deludenti (disavanzo di conto corrente e imminente recessione) depongono ancora a favore di un cambio GBP/USD più basso in futuro.

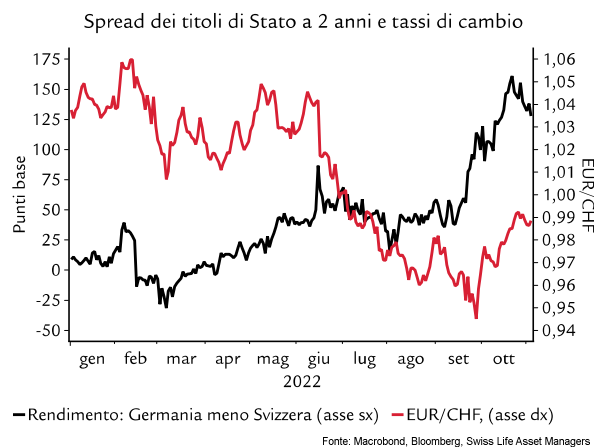
Svizzera

- Il CHF si è deprezzato rispetto a gran parte delle principali valute a ottobre.
- Tuttavia, ci aspettiamo che il CHF sia ricercato, data la bassa inflazione, la politica fiscale credibile e i rischi di recessione contenuti. Prevediamo un apprezzamento del CHF, specie nei confronti dell'EUR, appena la propensione al rischio aumenterà.

Giappone

- Il tasso USD/JPY è salito di nuovo a ottobre.
- Abbiamo una visione neutrale su USD/JPY. La Bank of Japan dovrebbe attenersi alla sua politica monetaria ultra-espansiva nel breve periodo, ma ora il JPY è tanto sottovalutato che il potenziale di ulteriore deprezzamento appare limitato.

Il carry ha sostenuto l'EUR rispetto al CHF



Oltre al JPY, a ottobre il CHF ha registrato il deprezzamento più netto tra le principali valute su base ponderata. Il movimento è stato particolarmente pronunciato nei confronti dell'EUR ed EUR/CHF ha registrato il maggiore aumento mensile (+2,6%) da luglio 2017. La BNS ha sfruttato questa finestra di opportunità per ridurre la liquidità. A fine ottobre il totale dei depositi a vista è sceso dai 754 miliardi di CHF di metà settembre a 582 miliardi di CHF, soprattutto per via dei pronti contro termine e dell'emissione di titoli della BNS, ma anche, in misura ridotta, delle vendite di valuta estera. A sostenere l'EUR nei confronti del CHF a ottobre sono stati senz'altro la generale propensione al rischio e l'aumento dei differenziali d'interesse. Il rendimento dei titoli di Stato tedeschi a 2 anni è stato più o meno pari a quello degli omologhi svizzeri nel T1 2022. Il carry è tuttavia salito molto da metà settembre, passando da circa 50 pb a 150 pb a fine ottobre. Ciò riflette l'opinione dei mercati finanziari secondo cui la BCE dovrà innalzare i tassi più spesso della BNS per riportare l'inflazione sotto controllo. Non vi sono dubbi in merito, ma riteniamo che attualmente i mercati scontino troppi rialzi della BCE alla luce dei numerosi vincoli dell'istituto, in particolare l'imminente recessione e l'elevato premio di rischio sui titoli di Stato italiani. Alla luce del differenziale d'inflazione elevato e in crescita tra Svizzera ed Eurozona, sfavorevole all'EUR, crediamo che la via di minor resistenza per EUR/CHF sia in discesa fino a fine anno.

Swiss Life Asset Managers



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



Andreas Homberger
Head Quantitative Equities
andreas.homberger@swisslife-am.com
🐦 @Homberger_A



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
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, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 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 VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.