

Aprile 2023

Tassi d'interesse e obbligazioni

Tra l'incudine e il martello

Stati Uniti

- A marzo, gli Stati Uniti hanno registrato una notevole volatilità dei tassi, con diverse oscillazioni intraday di oltre 50 punti base (pb) dei rendimenti dei Treasury a 2 anni. Alla fine, i rendimenti dei Buoni decennali sono scesi di circa 40 pb, mascherando la volatilità effettiva, che ha fatto salire gli spread creditizi di 34 pb.
- La Fed ha aumentato il tasso guida di altri 25 pb a marzo, malgrado il notevole stress del settore bancario, perché l'economia ancora relativamente robusta e la scarsità di manodopera mantengono alta l'inflazione.

Eurozona

- Nell'eurozona, a marzo gli spread creditizi sono aumentati sulla scia di quelli finanziari in rialzo di 55 pb. I rendimenti dei titoli di Stato sono scesi di 23 pb ed è riemerso il timore di una nuova crisi bancaria.
- Ciò nonostante, la BCE ha alzato i tassi di 50 pb, in quanto l'inflazione di fondo continua a salire e i dati delle indagini indicano una crescita sostenuta malgrado l'aumento record dei tassi nell'ultimo anno.

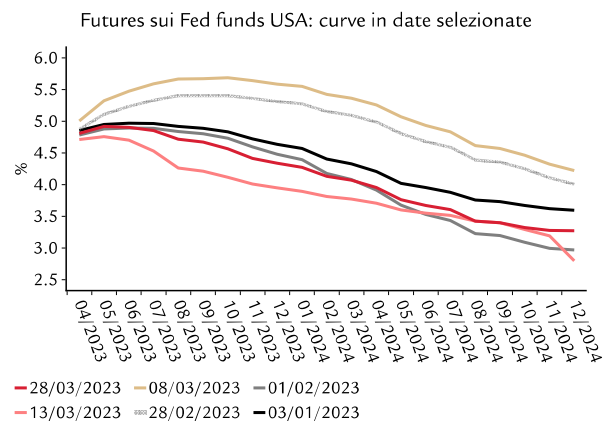
Regno Unito

- Nel Regno Unito, a marzo i rendimenti dei titoli di Stato sono crollati di 46 pb con un andamento irregolare che ha fatto salire gli spread.
- La Bank of England ha alzato i tassi di 25 pb perché l'inflazione non cala e i dati economici hanno sorpreso in positivo.

Svizzera

- In Svizzera, i rendimenti dei titoli di Stato sono scesi di 26 pb ed il Paese ha vissuto il maggiore stress del settore bancario dalla crisi finanziaria globale.
- Dopo aver orchestrato una fusione di emergenza senza precedenti tra le maggiori banche del Paese, la BNS ha alzato i tassi di 50 pb mentre l'inflazione continua a salire.

Tassi d'interesse: Incertezza è in aumento



I rischi prendono forma lentamente e poi esplodono tutti insieme. Ciò è vero soprattutto nel settore bancario, in cui il salto al rischio d'insolvenza può essere un fattore chiave nelle fasi di stress. Con l'insolvenza delle banche regionali USA e la fusione forzata dei due maggiori istituti svizzeri, gli spread e la volatilità dei tassi si sono impennati. L'indice MOVE, che misura la volatilità implicita delle obbligazioni, ha raggiunto livelli che non si osservavano dall'apice della crisi finanziaria globale. Le oscillazioni cumulative intraday dei rendimenti dei titoli di Stato hanno talvolta superato i 100 pb destabilizzando gli investitori, mentre i mercati cercavano di metabolizzare, da un lato, i dati economici solidi e l'alta inflazione e, dall'altro, la prospettiva di una recessione più grave e di una possibile crisi bancaria. Gli interventi di emergenza di Fed e BNS hanno salvato il sistema dal contagio, ma il danno potrebbe essere già stato fatto. È quasi certo che i criteri di concessione dei prestiti diventeranno più restrittivi, il che peserà sulla crescita futura e potrebbe portare al default le aziende più deboli. Al contempo, data l'inflazione sempre più ostinata, a breve le banche centrali potrebbero alzare i tassi. Prevediamo quindi spread in aumento e manteniamo un posizionamento difensivo. Dato l'andamento incerto dei tassi, preferiamo una duration vicina al benchmark, ma con l'indebolimento delle economie i tassi dovrebbero scendere nel 2023.

Azioni

Il mercato azionario inizia a mostrare qualche crepa

Stati Uniti

- A marzo il mercato USA ha perso lo 0,1%, portando la performance da inizio anno al +3,9% (tutti i dati di questa colonna al 28 marzo, indici MSCI). Le «big tech» hanno favorito la performance, mentre il settore bancario l'ha erosa.
- La borsa USA ha evidenziato una tenuta eccellente, visto lo stress del sistema bancario e il default di due banche regionali. Il sottoindice di queste ultime ha perso il 26% a marzo.
- La valutazione della borsa USA supera ancora le medie storiche. Preferiamo ancora gli altri mercati.

Eurozona

- A marzo, la borsa europea ha sottoperformato quella USA, perdendo il 2,6% con una performance da inizio anno del +8,6%.
- Lo stress del settore bancario ha influito negativamente sulla performance (il settore ha perso il 12%).
- Il mercato europeo beneficia di una valutazione molto più bassa.

Regno Unito

- A marzo il mercato britannico è stato il più deludente, con una performance del -4,5%. Da inizio anno ha guadagnato solo l'1,3%.
- La borsa britannica beneficia della valutazione più bassa tra tutti i principali mercati, ma l'economia è debole e i titoli finanziari hanno un peso elevato nell'indice.

Svizzera

- Il mercato svizzero ha perso l'1,0% a marzo, la performance da inizio anno è del +2,8%.
- Lo stress nel settore bancario con la fusione di UBS e CS e la performance ancora deludente dei tre colossi dell'indice hanno penalizzato il mercato.
- Il mercato azionario svizzero è il più sopravvalutato dopo quello USA.

Mercati emergenti

- Marzo è stato deludente, con una performance del -0,9%. Da inizio anno questi mercati hanno reso poco (+1,8%) e restano indietro rispetto agli altri. Finora, la riapertura in Cina e la fine del ciclo di rialzi dei tassi non hanno avuto un effetto positivo visibile.
- Le valutazioni dei mercati emergenti sono appetibili sia su base relativa che assoluta.

Insegnamenti tratti dalle turbolenze del settore bancario

A marzo, due banche regionali USA hanno dovuto essere salvate dalla banca centrale e dallo Stato. Appena una settimana dopo, Credit Suisse (CS) ha dovuto essere rilevata da UBS e la BNS e lo Stato hanno dovuto concedere garanzie e fornire liquidità. In tutti e tre i casi l'emergenza è stata causata da una corsa agli sportelli: i depositanti hanno ritirato rapidamente grandi quantità di denaro. All'origine di questa corsa c'è stata una perdita di fiducia nella solidità delle banche. Nel caso della Silicon Valley Bank (SVB), i deflussi sono stati dovuti, tra l'altro, al fabbisogno di liquidità delle società di venture capital, alle prese con costi di finanziamento molto più alti e cash burn rate in aumento. Quanto a Credit Suisse, i deflussi, ascrivibili ai dubbi sulla sostenibilità del modello di business, hanno messo l'istituto di fronte a un problema di liquidità, mentre SVB ha dovuto rivalutare le proprie posizioni in Treasury USA ed è diventata insolvente. Cosa ci insegna questa crisi? Innanzitutto, dimostra che la regolamentazione attuale non evita le corse agli sportelli causate da un calo della fiducia. Nemmeno i coefficienti patrimoniali più elevati e le normative «Too Big To Fail» (TBTF) per le banche di rilevanza sistemica hanno aiutato. Le corse agli sportelli potrebbero essere evitate solo con una piena corrispondenza tra depositi e liquidità, e quindi abolendo il sistema bancario a riserva frazionaria. Secondo, le normative TBTF sono risultate inefficaci o sono state considerate troppo rischiose per essere applicate nel contesto attuale. Terzo, la vigilanza non è stata abbastanza rigorosa. Quanto a SVB, le autorità di vigilanza non sono intervenute malgrado gli avvertimenti ricevuti.

I punti chiave da dibattere: 1. Le banche sono troppo grandi per assicurare una liquidazione ordinata in caso di crisi? 2. È possibile inasprire le normative per ridurre ancora il rischio di corse agli sportelli e di insolvenza? 3. Come si può affrontare il «moral hazard» derivante dai salvataggi statali?

Quale che sia l'esito del dibattito, i punti importanti per gli investitori sono tre: 1. Il sistema bancario non è ben regolamentato quanto pensavamo. 2. È molto probabile che i costi di regolamentazione per le banche salgano ancora, pesando sulla redditività. 3. C'è il rischio che le banche inaspriscano le condizioni di finanziamento o concedano meno prestiti, con un aumento del rischio di recessione.

Valute

Repricing della politica monetaria: USD in calo

Stati Uniti

- A marzo, l'USD si è deprezzato rispetto a gran parte delle principali valute globali, perdendo circa il 2% su base ponderata per l'interscambio.
- Il motivo è un chiaro repricing della politica monetaria statunitense: ora i mercati finanziari scontano tagli dei tassi già nella seconda metà di quest'anno (cfr. pag. 1).
- Prevediamo infatti che gli Stati Uniti saranno la prima grande economia sviluppata ad avviare una svolta del ciclo dei tassi; quindi, pensiamo che l'USD possa restare debole nei prossimi tre mesi.

Eurozona

- A marzo l'EUR si è apprezzato del 3% rispetto all'USD e alle valute nordiche, ma si è mosso lateralmente rispetto a CHF e GBP.
- Nel 2023 l'EUR dovrebbe rimanere sostenuto per via di un'inflazione più persistente e del ciclo di rialzi dei tassi in ritardo rispetto ad altre economie.

Regno Unito

- A marzo il GBP si è mosso in linea con l'EUR.
- La nostra aspettativa a tre mesi su GBP/USD è neutrale con una certa debolezza del GBP nei confronti dell'EUR, date le prospettive economiche ancora sottotono del Regno Unito.

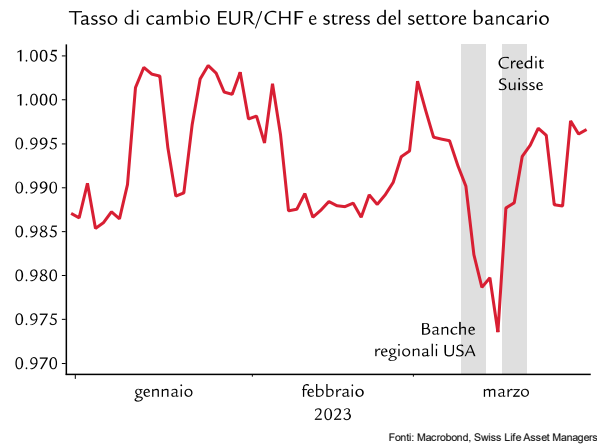
Svizzera

- Dopo ampie oscillazioni, EUR/CHF ha chiuso il mese più o meno allo stesso livello di inizio marzo. Rispetto all'USD, il CHF si è apprezzato di circa il 3%.
- La nostra aspettativa a tre mesi su EUR/CHF è positiva, il che implica un'aspettativa neutrale su USD/CHF (cfr. testo principale).

Giappone

- Come altre valute dei mercati sviluppati, a marzo il JPY si è apprezzato molto rispetto all'USD.
- La nostra aspettativa a tre mesi su USD/JPY resta negativa. Il motivo non è solo la nostra opinione sulla debolezza generale dell'USD, ma anche il rischio che il nuovo governatore della Bank of Japan, Kazuo Ueda, acceleri la normalizzazione della politica monetaria.

Il franco svizzero è ancora una valuta rifugio?



Marzo è stato estremamente volatile per il franco svizzero. Con l'intensificarsi dello stress nel settore bancario USA, all'origine di una notevole avversione al rischio degli investitori, il CHF ha svolto il suo ruolo di valuta rifugio e si è apprezzato rispetto all'USD e all'EUR (cfr. grafico). Lo stesso vale per il JPY, l'altra tradizionale valuta rifugio globale. Le strade di CHF e JPY si sono divise la settimana dopo, quando Credit Suisse (CS) è diventata la principale preoccupazione dei mercati finanziari globali. Lo shock di avere una banca svizzera di rilevanza sistemica sull'orlo del collasso e l'incertezza regolamentare creata dalle misure di emergenza, come l'azzeramento delle obbligazioni AT1 di CS, hanno indotto alcuni operatori di mercato a mettere in dubbio la stabilità del sistema finanziario svizzero e lo status del CHF come valuta rifugio. Probabilmente queste preoccupazioni sono eccessive, ma vediamo altri motivi di debolezza del CHF nei prossimi mesi, specie nei confronti dell'EUR. Dato che di recente le banche centrali sono intervenute sui mercati fornendo un supporto di liquidità, la volatilità dei mercati finanziari potrebbe normalizzarsi un po', a vantaggio di valute cicliche come l'EUR. Inoltre, l'attenzione della BNS potrebbe spostarsi dall'inflazione importata a quella generata a livello nazionale; quindi, l'istituto potrebbe non far rafforzare attivamente il CHF. Intanto, le pressioni inflazionistiche restano più elevate nell'eurozona che in Svizzera, il che potrebbe portare a differenziali d'interesse più ampi e sostenere EUR/CHF.

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



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@swisslife-am.com

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, Clever Strasse 36, D-50668 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.