

Giugno 2022

Tassi d'interesse e obbligazioni

Nel complesso, i rendimenti diventano interessanti

Stati Uniti

- Picco dei rendimenti dei Treasury decennali a maggio poco oltre il 3,1%, prima che la flessione degli asset rischiosi li spingesse al 2,7% circa. Spread più ampi di 14 pb, ma pressoché invariati a fine mese.
- Se l'inflazione non rallenterà nei prossimi mesi, la Fed potrebbe dover accelerare il ritmo della stretta monetaria.

Eurozona

- Con il ritiro della BCE dal mercato, il mercato del credito in EUR continua a sottoperformare quello USA. Spread aumentati di 16 pb a maggio, mentre i tassi sono saliti leggermente.
- I mercati scontano il primo rialzo dei tassi a luglio e altri interventi nelle riunioni successive in un contesto di inflazione in crescita. A medio termine, non è chiaro se la BCE agirà con lo stesso rigore della banca centrale USA.

Regno Unito

- I tassi nel Regno Unito sono scesi leggermente nella prima metà del mese, ma hanno chiuso maggio invariati.
- I mercati hanno faticato a metabolizzare l'aumento dei tassi da parte della BoE all'1% e il simultaneo monito sui rischi di recessione. La BoE prevede altri cinque rialzi dei tassi nel 2022 per frenare la pressione inflazionistica, che rallenterà anche l'economia.

Svizzera

- I rendimenti dei titoli di Stato svizzeri sono stati l'eccezione, essendo scesi per tutto il mese. Lo spread rispetto ai Bund è tornato a -27 pb, un livello che non si registrava da prima della pandemia.
- Anche la BNS diventa più intransigente, malgrado l'inflazione ancora relativamente contenuta in Svizzera.

Rendimenti dei titoli investment grade in EUR e USD



– Rendimento delle obbligazioni investment grade (in EUR)
– Rendimento delle obbligazioni investment grade (in USD)

Fonti: Bloomberg, Macrobond

Con il netto aumento dei tassi e degli spread, i fondi obbligazionari hanno registrato il peggior inizio d'anno di sempre. Il rendimento totale delle obbligazioni investment grade USA è pari al -11,5% a fine maggio, mentre le omologhe in EUR hanno ceduto il -8,2%. Intanto, l'inflazione è ancora ben oltre gli obiettivi delle banche centrali, le tensioni geopolitiche sono elevate e i timori di recessione aumentano, smorzando l'entusiasmo per gli asset rischiosi. Tuttavia, il credito investment grade ricomincia ad apparire interessante. Ora le obbligazioni investment grade in EUR rendono il 2,3%, un livello che non si osservava dal 2013. Anche quelle USA offrono rendimenti appetibili del 4,15%, quasi pari ai picchi raggiunti a dicembre 2018 o con lo scoppio della pandemia a marzo 2020. Gli spread potrebbero ampliarsi ancora in un contesto di crescita più lenta, ma i tassi dovrebbero ricominciare a proteggere da una flessione degli asset rischiosi. Inoltre, pensiamo di aver raggiunto il picco dell'inflazione e della crescita, che storicamente è un buon momento per investire in titoli di Stato. Tuttavia, per ora restiamo cauti sul fronte della duration e del rischio. Prevediamo un calo degli spread a breve termine, che sfrutteremo per ridurre l'esposizione agli emittenti ciclici o con rating più bassi e per aumentare la qualità sul tratto a lunga della curva.

Azioni

Buoni risultati, meno interessanti delle obbligazioni

Stati Uniti

- A maggio il mercato USA è stato molto volatile. Fino al 20 maggio era in calo del 5%, ma un vigoroso rally ha ridotto la perdita allo 0,3% alla fine del mese. La performance da inizio anno è del -14,1%.
- Negli ultimi mesi le valutazioni sono scese, ma la borsa USA è ancora sopravvalutata in termini assoluti e relativi (rispetto ad altri mercati azionari).
- Su base relativa, la politica monetaria USA è la meno accomodante.

Eurozona

- Il mercato azionario dell'Eurozona ha guadagnato lo 0,6% a maggio e perso il 10,4% da inizio 2022.
- La stagione dei risultati è stata eccellente, nonostante l'impatto della guerra in Ucraina.
- La politica monetaria è un'arma a doppio taglio per l'Eurozona: è molto più accomodante che negli Stati Uniti, ma è palesemente necessario un inasprimento.

Regno Unito

- Quello britannico è ancora il migliore mercato azionario di quest'anno. Ha guadagnato l'1,3% a maggio e il 7,2% nel 2022.
- Tra i principali mercati, ha la valutazione più bassa e l'allocazione settoriale più ciclica. Ad esempio, il peso del settore dell'energia è del 14%, mentre nei Paesi sviluppati è solo del 5%.

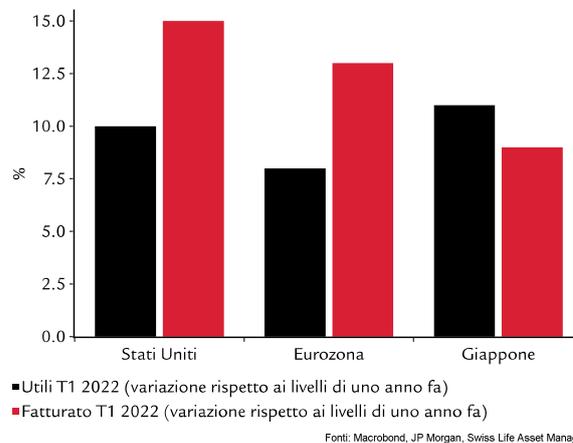
Svizzera

- Il mercato è in calo del 4,5% a maggio e del 9,4% da inizio anno. A maggio il mercato non ha partecipato alla ripresa di fine mese.
- La performance debole rispetto ad altri mercati è ascrivibile perlopiù all'andamento di Roche e Nestlé, che hanno un peso del 32% nello SPI e hanno perso rispettivamente il 7% e il 10% a maggio.

Mercati emergenti

- I mercati emergenti hanno guadagnato lo 0,4% a maggio. La performance da inizio anno è del -11,8%.
- I mercati emergenti risentono della debolezza dell'economia cinese, degli alti prezzi dei prodotti alimentari e agricoli, del rialzo dei rendimenti USA e dei gravi effetti della guerra in Ucraina.
- La valutazione è interessante, ma i timori per l'economia cinese giustificano un atteggiamento cauto per ora.

Stagione dei risultati, prospettive di utile e valutazioni.



La stagione dei risultati del T1 2022 si è appena conclusa. Nel complesso, è stata ottima. La crescita degli utili (rispetto al T1 2021) è dell'8-11% e i ricavi sono saliti ancora di più. Tutti questi dati hanno superato le aspettative del 2-14%. Le previsioni per l'intero 2022 hanno beneficiato di queste sorprese positive e sono più alte rispetto a inizio anno, malgrado le apprensioni per l'aumento dell'inflazione, i tassi e la guerra in Ucraina. Poiché gli analisti hanno aumentato le stime di crescita degli utili per l'intero anno, le revisioni delle stime sugli utili (revisioni al rialzo meno revisioni al ribasso) sono tornate positive. Le previsioni per il 2023 sono state riviste al ribasso solo lievemente. Se questi tassi di crescita si concretizzeranno, significherà che ora la valutazione di gran parte delle borse è pari o inferiore alla media storica sulla base del P/E. Nel complesso, le prospettive di utile e le valutazioni indicano che la valutazione dei mercati azionari è ragionevole e che una volta attenuatisi i timori per l'inflazione persistentemente elevata, la stagflazione e gli effetti della guerra potrebbe verificarsi un rally di sollievo. D'altra parte, ora le obbligazioni sono molto più allettanti delle azioni, quindi l'argomento TINA (there is no alternative) ha meno appeal rispetto a qualche mese fa.

Valute

Una Fed più impegnata favorisce il vigore del dollaro

Stati Uniti

- A maggio, l'USD si è un po' indebolito rispetto all'EUR e al CHF poiché i mercati hanno iniziato a scontare l'avvio della normalizzazione della politica monetaria della BCE e della BNS prima del previsto.
- A nostro avviso, la Fed rimane più impegnata nella lotta all'inflazione rispetto alle omologhe europee, quindi prevediamo un rafforzamento dell'USD nei prossimi trimestri.

Eurozona

- Vista la nuova accelerazione dell'inflazione a maggio, la BCE deve avviare la normalizzazione della politica monetaria prima del previsto. I primi rialzi dei tassi sono ormai scontati appieno.
- La BCE è meno impegnata della Fed nella lotta all'inflazione. Prevediamo quindi un nuovo indebolimento dell'EUR quando la BCE inizierà a innalzare i tassi.

Regno Unito

- GBP/USD scenderà in linea con il previsto rafforzamento dell'USD nelle prossime settimane.
- I rischi al rialzo per la sterlina sono una Bank of England più restrittiva o una maggiore propensione al rischio degli investitori.

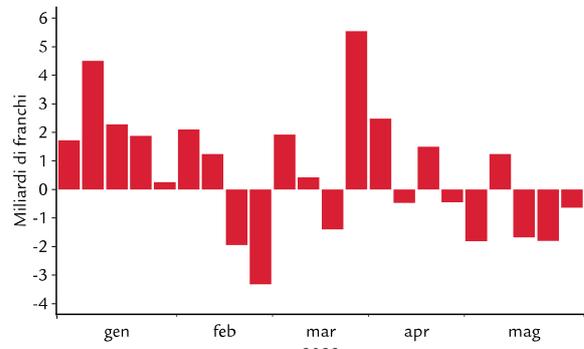
Svizzera

- A giudicare dal calo dei depositi a vista delle banche nazionali, a maggio la BNS sembra non essere intervenuta sui mercati valutari.
- Il CHF resterà probabilmente una valuta ambita nell'attuale clima geopolitico e ribadiamo la nostra visione negativa per EUR/CHF.

Giappone

- La Bank of Japan è l'ultima banca centrale rimasta accomodante. I toni sulle prospettive di politica monetaria restano invariati.
- USD/JPY è prossimo al massimo degli ultimi 20 anni. A questi livelli elevati, abbiamo una visione neutrale.

Svizzera: calo dei depositi a vista



■ BNS: depositi a vista delle banche nazionali
(variazione rispetto ai livelli della settimana precedente)

Fonti: SNB, Bloomberg, Macrobond

Ciò che ci aspettavamo avvenisse all'inizio del trimestre si è finalmente concretizzato a maggio: l'USD si è indebolito rispetto a tutte le principali valute dei Paesi sviluppati. Il motivo è stato un repricing delle aspettative del mercato in merito alla normalizzazione della politica monetaria della BCE e della BNS. A nostro avviso, l'apprezzamento dell'EUR sarà temporaneo anche se i tassi di deposito nell'Eurozona diventassero positivi nei prossimi 12 mesi. La BCE è meno determinata della Fed nella lotta all'inflazione. I differenziali d'interesse reali dovrebbero quindi sostenere l'USD in futuro. In netto contrasto con le nostre ipotesi di inizio anno, ora prevediamo che anche la Banca nazionale svizzera innalzi i tassi nel secondo semestre. Si tratterebbe del primo rialzo dal 2007. Di recente, gli interventi della BNS per impedire l'apprezzamento del CHF sull'EUR si sono diradati. A giudicare dall'entità dei depositi a vista delle banche nazionali, a maggio la BNS non è intervenuta (cfr. grafico). Ne deduciamo che la BNS tollera un certo apprezzamento del CHF rispetto all'EUR e continuiamo a prevedere che EUR/CHF tenda alla parità. Il differenziale di inflazione ostinatamente alto tra la Svizzera e l'Eurozona spinge il valore "equo" di EUR/CHF sempre più al ribasso. L'EUR potrebbe subire ulteriori pressioni in caso di nuove notizie negative sulla guerra in Ucraina e sul rischio latente di un improvviso arresto delle forniture di gas, che potrebbe far precipitare l'Eurozona in recessione. I rischi per la nostra previsione di un indebolimento dell'EUR rispetto all'USD e al CHF sono un'improbabile attenuazione della guerra in Ucraina e il potenziale stimolo ciclico per le economie europee se la Cina abbandonerà la politica "zero Covid". Entrambi sono eventi improbabili, almeno nel breve periodo.

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.