

Settembre 2022

## Tassi d'interesse e obbligazioni

Ribadendo l'impegno a combattere l'inflazione

### Stati Uniti

- Netto repricing dei tassi dopo i dati macroeconomici migliori del previsto e i numerosi commenti intransigenti dei membri della Fed: il rendimento del titolo di Stato a 10 anni è salito di 40 pb ad agosto.
- I mercati avevano interpretato la riunione del FOMC di luglio come una svolta accomodante della Fed, benché molte dichiarazioni suggerissero il contrario. Gli investitori hanno cambiato rotta dopo il discorso del presidente Powell a Jackson Hole, il che ha dato il via a un netto repricing di tassi e attivi rischiosi.

### Eurozona

- Negli Stati Uniti il picco dell'inflazione potrebbe essere stato superato, ma l'Europa è ancora alle prese con l'aumento dei prezzi che ad agosto ha fatto salire i rendimenti dei Bund a 10 anni di quasi 70 pb.
- L'impennata dell'inflazione mette in una posizione difficile la BCE, che deve innalzare i tassi nel pieno di un rallentamento economico e rivedere i programmi di acquisto di obbligazioni.

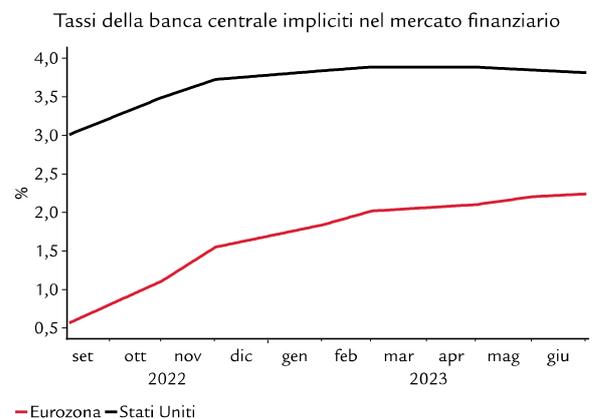
### Regno Unito

- A luglio l'inflazione ha superato il 10%. Nel T4 prevediamo un picco di quasi il 12%. In questo contesto, gli investitori evitano i titoli di Stato e ad agosto hanno fatto salire i rendimenti di oltre 80 pb.
- La BoE ha innalzato i tassi di 50 pb ad agosto e prevede una lunga recessione da fine anno, con un'inflazione che difficilmente scenderà al 2% nel prossimo futuro.

### Svizzera

- I rendimenti dei titoli di Stato svizzeri a 10 anni sono saliti di 35 pb ad agosto; a luglio l'inflazione ha raggiunto il 3,4%.
- Malgrado l'inflazione relativamente più moderata, la BNS ammette che è necessario innalzare maggiormente i tassi per prevenire gli effetti di secondo impatto del rincaro dell'energia.

### Aspettative sui tassi della Fed e della BCE



Nelle ultime settimane gli attivi rischiosi hanno registrato un rapido rally grazie al posizionamento estremamente ribassista, al miglioramento dei dati economici e alle aspettative di un cambio di rotta della Fed agli inizi del 2023. Malgrado i dati d'inflazione un po' più bassi del previsto a luglio, il tasso d'inflazione dell'8,5% e il tasso di disoccupazione del 3,5% non depongono certo a favore di una svolta accomodante della Fed. Eppure gli investitori sembrano aver ignorato tutti gli avvertimenti fino al discorso del presidente Powell, che a Jackson Hole ha ribadito l'impegno a portare l'inflazione al 2%. Commenti analoghi sono giunti dai membri della BCE e della BoE, alle prese con una situazione più difficile. Il rincaro vertiginoso dell'energia continua ad alimentare le pressioni inflazionistiche, mentre la crescita perde slancio. Dover contrastare l'inflazione rischiando al contempo una profonda recessione o, peggio, una frammentazione dell'Eurozona, rende la politica della BCE meno prevedibile. Per ora, riteniamo che arginare l'inflazione rimarrà la priorità e che le banche centrali saranno costrette a proseguire la stretta monetaria. Restiamo quindi cauti sugli attivi rischiosi e neutrali sui rendimenti dei titoli di Stato a più lunga scadenza. Continuiamo a prevedere un aumento dei tassi a breve termine e siamo posizionati di conseguenza.

## Azioni

Le banche centrali rovinano la festa

### Stati Uniti

- Dopo un rally del mercato ribassista a luglio e l'ottimo inizio di agosto, la borsa USA ha perso il 3,2% nello stesso mese. Da inizio anno la perdita ammonta al -16,7%.
- Gli utili del T2 sono stati molto soddisfacenti, in crescita del 9% in un anno. Tuttavia, escludendo il settore dell'energia, la crescita degli utili è stata negativa (cfr. analisi a destra), anche su base trimestrale.
- La valutazione è intorno alle medie storiche e quindi più alta rispetto alle recessioni passate. L'aumento dei rendimenti ha accresciuto l'attrattiva relativa delle obbligazioni.
- Il posizionamento rimane ribassista come durante la pandemia. Storicamente, questo scenario è stato spesso seguito da una ripresa del mercato azionario.

### Eurozona

- La borsa dell'Eurozona ha perso il 4,0% ad agosto e il 16,2% da inizio anno.
- La valutazione rimane interessante, ma le ripercussioni della guerra in Ucraina e il rincaro dell'energia pesano sul 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. Ha guadagnato il 5,0% da inizio anno e ad agosto è sceso solo dello 0,2%. Un motivo è il peso elevato dell'energia.
- Il mercato britannico è ancora quello con la valutazione più bassa, con un P/E prospettico di circa 9,5 e un rendimento del dividendo atteso del 4,1%.

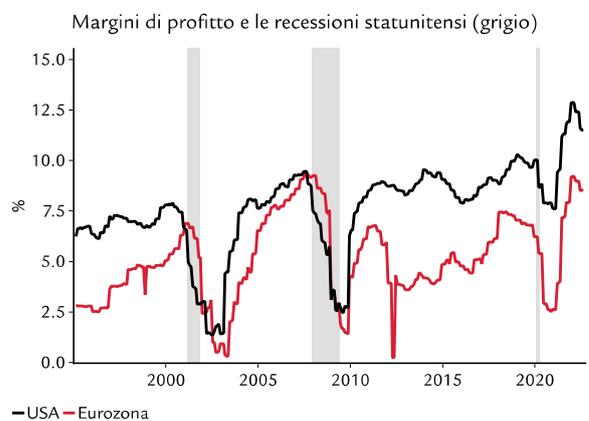
### Svizzera

- Il mercato svizzero ha perso il 2,9% ad agosto e il 14,9% da inizio anno: quest'anno non ha tratto vantaggio dal suo carattere generalmente difensivo.
- Un motivo è che il settore farmaceutico sembra aver perso il favore degli investitori malgrado valutazioni all'estremo inferiore della storia recente. Inoltre, quest'anno i titoli più ciclici hanno perso il 20-40%.

### Mercati emergenti

- Ad agosto i mercati emergenti hanno guadagnato lo 0,3% in USD ma perso il 17,6% da inizio anno.
- I dati deludenti dalla Cina penalizzano tuttora il mercato malgrado le misure del governo e della banca centrale. Le autorità monetarie dei mercati

### Stagione degli utili del T2 e prospettive



Fonte: Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Di recente le aziende hanno pubblicato i risultati del T2. Nel complesso, sono stati migliori del previsto, ma ora le prospettive sono molto più pessimistiche. La crescita degli utili ha sfiorato il 10%, mentre quella dei ricavi, (più direttamente legata al tasso d'inflazione, è del 15-25% (entrambe rispetto al T2 2021). Entrambi i tassi di crescita hanno superato le attese dell'1-6bp, ma la crescita degli utili è risultata disomogenea. Ad esempio, negli Stati Uniti, escludendo il settore dell'energia, l'utile per azione del mercato è sceso del 3%. Con una crescita eccezionale di oltre il 300%, l'energia (che ha un peso del 4,5% circa nell'indice USA) ha fatto salire gli utili dell'indice di ben il 12% (l'impatto sulla crescita del fatturato è stato del 9%). In Europa e in Giappone gli effetti sono stati gli stessi, ma meno pronunciati. I margini di profitto restano vicini ai massimi storici. Storicamente, sono crollati durante le recessioni (in grigio nel grafico in alto). Ora le prospettive sono meno ottimistiche. Molte aziende hanno annunciato un blocco delle assunzioni e alcune hanno iniziato a licenziare. La fiducia dei CEO è bassa e molti di essi hanno dichiarato di temere una recessione negli Stati Uniti e in Europa. Tuttavia, gli analisti non hanno ancora rivisto nettamente al ribasso le stime sugli utili per il 2023 e oltre. Attualmente, il mercato prevede una crescita degli utili del 10-20% nel 2022 e dello 0-8% nel 2023. Storicamente, durante le recessioni gli utili sono scesi del 15-20% e i margini si sono dimezzati. Crediamo quindi che le attuali stime sugli utili siano troppo ottimistiche e che pertanto le valutazioni attuali, misurate dal P/E prospettico in base agli utili di 12 mesi, delineino un quadro troppo roseo. L'attuale contesto di mercato rende interessanti le strategie a rischio controllato, come Minimum Volatility e Protect.

## Valute

La crisi energetica penalizza EUR, JPY e GBP

### Stati Uniti

- Anche agosto è stato favorevole all'USD, apprezzatosi di quasi il 3% su base ponderata per l'interscambio.
- Restiamo convinti che la Fed sia la banca centrale più impegnata nella lotta all'inflazione, opinione confermata dalle dichiarazioni intransigenti del presidente Powell a Jackson Hole. Anche alla luce del vantaggio già interessante in termini di tasso ("carry"), il vigore dell'USD dovrebbe perdurare.

### Eurozona

- Ora i mercati finanziari si aspettano rialzi dei tassi più aggressivi dalla BCE, ma l'EUR si è deprezzato ancora nei confronti dell'USD a causa dell'intensificarsi della crisi energetica ad agosto (cfr. testo principale).
- I crescenti rischi di recessione dovuti alla crisi energetica in Europa e l'incertezza politica in Italia faranno probabilmente scendere ulteriormente il tasso di cambio EUR/USD nelle prossime settimane.

### Regno Unito

- Ad agosto, a causa della crescente incertezza economica e politica, la sterlina ha registrato la performance più deludente tra le principali valute dei mercati sviluppati.
- A settembre la situazione non dovrebbe cambiare, quindi abbiamo una visione neutrale su GBP/USD.

### Svizzera

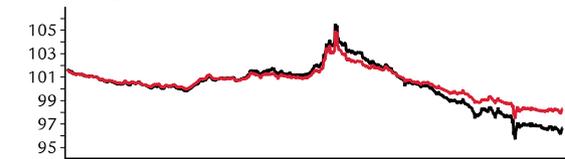
- Dopo aver raggiunto il nuovo minimo storico di 0,96, EUR/CHF ha recuperato terreno a fine agosto.
- Crediamo che la ripresa sarà di breve durata e che EUR/CHF tornerà a scendere a settembre, dato che la BNS non sembra ancora preoccupata dal netto apprezzamento nominale del CHF.

### Giappone

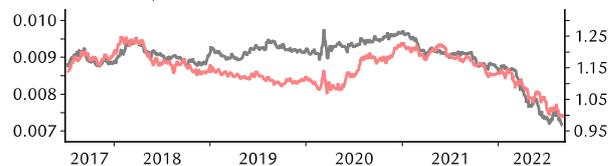
- Dopo un netto calo a fine luglio, ad agosto USD/JPY è salito di circa il 4%, restando perlopiù nell'ampio intervallo di 130-140 in essere da inizio giugno.
- Ci aspettiamo che USD/JPY rimanga in questo intervallo, quindi abbiamo una visione neutrale. La Bank of Japan si atterrà senz'altro alla sua politica monetaria ultra-espansiva, ma ora il JPY è tanto sottovalutato che il potenziale di ulteriore deprezzamento appare limitato.

*Lo shock delle ragioni di scambio contribuisce alla debolezza di EUR e JPY*

Indici delle ragioni di scambio Goldman Sachs



Tassi di cambio rispetto all'USD



— Eurozona — Giappone — EUR/USD (asse dx) — JPY/USD (asse sx)

Fonte: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

L'Europa è in preda a una crisi energetica senza precedenti che mina la fiducia degli investitori nell'EUR. La notevole impennata dell'inflazione primaria, ormai vicina al 10%, ha accresciuto le aspettative del mercato riguardo ai prossimi rialzi dei tassi. Tuttavia, l'EUR non è riuscito a beneficiare di questo repricing e ad agosto è sceso raggiungendo la parità con l'USD. Lo shock del prezzo dell'energia è uno shock esterno, quindi i prezzi delle importazioni salgono e quelli delle esportazioni non tengono il passo, causando un netto deterioramento delle cosiddette "ragioni di scambio". Inoltre, l'esplosione dei prezzi delle importazioni ha fatto crollare il saldo delle partite correnti dell'Eurozona, che nel T2 2022 è addirittura diventato negativo. Di norma, il deterioramento delle ragioni di scambio e dei saldi delle partite correnti influisce negativamente sulla performance delle valute e potrebbe essere uno dei motivi della persistente debolezza dell'EUR. Lo stesso potrebbe valere per il Giappone, un Paese molto dipendente dalle importazioni di energia e la cui valuta in questo anno turbolento non ha beneficiato del suo status di bene rifugio. In effetti, la politica monetaria ultra-espansiva della Bank of Japan resta la principale responsabile della debolezza del JPY quest'anno, ma lo shock delle ragioni di scambio ha senz'altro eroso la fiducia degli investitori nella divisa. Un caso particolare è quello del Regno Unito, un importante produttore di energia che però è alle prese con un'impennata senza precedenti dei prezzi di elettricità e gas. Il recente crollo del GBP potrebbe derivare dall'incertezza economica e politica, dato che l'attuale lotta per la leadership ritarda qualsiasi risposta decisa all'incombente crisi energetica.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Per informazioni più dettagliate vi invitiamo a visitare il nostro sito web [www.swisslife-am.com/research](http://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 VIIIs gt 1, NO-0161 Oslo.