

Ottobre 2022

Tassi d'interesse e obbligazioni

Segnali di sofferenza

Stati Uniti

- I rendimenti dei titoli di Stato sono saliti molto negli ultimi due mesi e la curva si è invertita sempre più: rendimenti a 10 anni in rialzo di 64 punti base (pb) e spread rispetto ai titoli a 2 anni a -44 pb.
- A settembre la Federal Reserve ha alzato i tassi guida di 75 pb, come previsto dal mercato, ma la forward guidance è stata molto restrittiva: il Presidente Powell ha annunciato nuovi rialzi e che i tassi potrebbero restare alti anche in caso di recessione.

Eurozona

- A settembre i rendimenti dei Bund a 10 anni sono saliti di 55 pb e la curva dei rendimenti si è appiattita ancora. L'avversione al rischio nei mercati finanziari e i rischi politici in Italia hanno spinto al rialzo i rendimenti del debito italiano, oltre il livello critico di 250 pb di spread rispetto ai Bund.
- La BCE prende finalmente sul serio l'inflazione e a settembre ha alzato i tassi di 75 pb, segnalando nuovi rialzi. I mercati prevedono un picco del tasso guida intorno al 3% nel 2023, malgrado le prospettive fosche per l'economia europea.

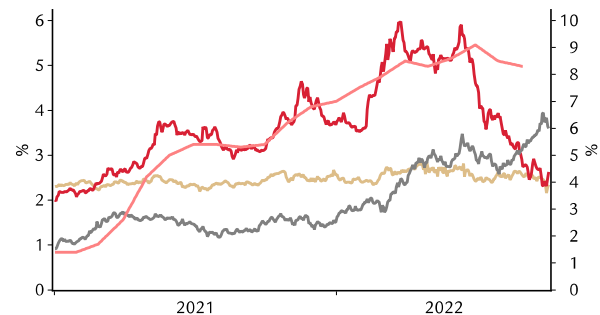
Regno Unito

- Nel Regno Unito i rendimenti sono andati in tilt dopo un annuncio sulla spesa pubblica accolto male dai mercati. I rendimenti obbligazionari si sono impennati e la sterlina è scesa a un minimo storico rispetto all'USD.
- Il rialzo dei tassi guida di 50 pb è stato una goccia nel mare e il governo ha gettato benzina sul fuoco dell'inflazione con sgravi fiscali per i ricchi e un enorme pacchetto di stimoli per compensare l'impatto degli alti prezzi dell'energia.

Svizzera

- Con un'inflazione modesta del 3,5%, la Svizzera si conferma l'eccezione, ma a settembre i rendimenti obbligazionari sono comunque saliti di circa 50 pb.
- La BNS continua ad affrontare attivamente il problema dell'inflazione e di recente ha alzato il tasso guida di 75 pb, riportandolo in territorio positivo.

Stati Uniti: le stime d'inflazione scendono e i tassi salgono



— Inflation swap in USD a 5 anni su un orizzonte quinquennale, sx
— Inflation swap in USD a 1 anno, sx
— Rendimento dei Treasury USA a 10 anni, sx
— Inflazione del CPI USA (interpolato), dx

Fonti: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Di norma, settembre non è favorevole agli investitori obbligazionari, e questo mese non ha fatto eccezione. I rendimenti totali delle obbligazioni investment grade (IG) in EUR e in USD sono stati molto negativi, al -2,8% e -4,7%: le banche centrali sono decise a frenare l'inflazione anche a scapito dei mercati finanziari e dell'economia globale. Le autorità monetarie si concentrano su inflazione e mercato del lavoro, entrambi indicatori economici ritardati, e soprattutto la Fed potrebbe non notare i primi segnali di calo delle pressioni inflazionistiche, già visibili nei mercati delle materie prime o nelle aspettative d'inflazione implicite nel mercato, in ribasso da giugno (cfr. grafico). In Europa, l'inflazione resta imprevedibile a causa della crisi energetica e della risposta fiscale in corso. Con la stretta monetaria in atto malgrado gli alti rischi di recessione, in questi giorni i mercati hanno mostrato i primi segnali di sofferenza con oscillazioni giornaliere fuori misura, specie nei mercati valutari e del reddito fisso. I mercati del credito resistono ancora tra bassi volumi delle nuove emissioni e posizionamento difensivo degli investitori, ma la prospettiva di un rallentamento più netto e lungo potrebbe pesare ancora sugli spread. Manteniamo quindi l'assetto difensivo sul rischio di credito e il sottopeso sulla duration: nel T4 le banche centrali saranno ancora sollecitate a innalzare i tassi.

Azioni

Le banche centrali mettono sotto pressione i mercati

Stati Uniti

- A settembre la borsa USA ha perso il 7,8% e ora la performance da inizio anno è del -23,8% (tutti i dati di questa colonna sono aggiornati al 27 settembre). La performance deludente è ascrivibile perlopiù ai toni restrittivi della banca centrale, ai netti rialzi dei tassi e all'inflazione superiore alle attese.
- La valutazione non è ancora conveniente (cfr. la più ampia analisi nella colonna a destra), mentre in molti degli altri principali mercati azionari è inferiore alle medie storiche.
- Il posizionamento degli investitori è molto ribassista e pessimista quanto durante la crisi del Covid.

Eurozona

- La borsa dell'Eurozona ha perso il 6,0% a settembre e il 22,1% da inizio anno. I rischi geopolitici sono aumentati notevolmente.
- La valutazione delle azioni dell'Eurozona è bassa e i titoli value hanno un P/E di circa 9.

Regno Unito

- Quello britannico è ancora di gran lunga il migliore mercato azionario quest'anno. Ha perso appena lo 0,1% da inizio anno, mentre la performance di settembre è stata del -3,8%.
- Il mercato britannico si conferma quello con la valutazione più bassa, con un P/E prospettico di circa 8 e un rendimento del dividendo del 4,1%.

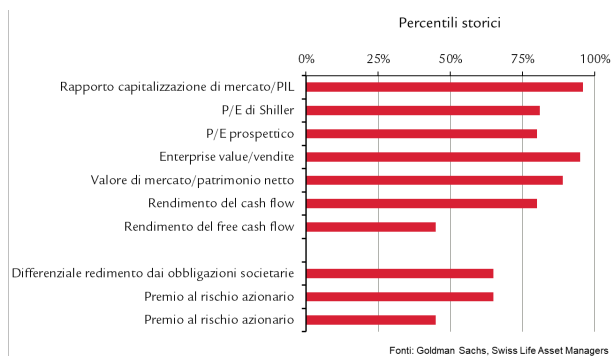
Svizzera

- A settembre, il mercato svizzero ha perso il 7,0%. La performance da inizio anno è del -21,1%. Quest'anno non ha beneficiato del suo carattere difensivo.
- Uno dei motivi è che diverse aziende con un'ottima performance negli ultimi anni, come Geberit o Partners Group, hanno perso più del 40%, mentre tra i tre colossi solo Novartis è andata bene.

Mercati emergenti

- I mercati emergenti hanno perso ben il 10,1% a settembre in termini di USD. La performance da inizio anno è del -25,9%.
- Questo risultato deriva nuovamente dai mercati emergenti asiatici, il cui peso nell'indice complessivo supera il 70%. Quindi, la discreta performance relativa dei mercati emergenti europei e dell'America latina (entrambi -3,7%) non ha compensato la debolezza dell'Asia. Il mercato cinese ha perso circa il 12% a settembre.

Valutazione delle azioni USA in termini storici



A seconda del parametro usato, la valutazione della borsa USA è tra neutrale ed eccessiva in termini storici. Se osserviamo le valutazioni assolute (i primi sette indicatori nel grafico qui sopra), l'attuale rapporto prezzo/utigli secondo la metodologia del premio Nobel Robert Shiller ("P/E di Shiller") si situa nel 20% più alto, mentre il parametro di Warren Buffett (il rapporto capitalizzazione di mercato/PIL) si colloca al 96° percentile, ossia è stato più alto solo nel 4% delle osservazioni storiche. Tuttavia, in base al rendimento del free cash flow, il mercato è più sottovalutato rispetto alla media storica. Il free cash flow indica quanto denaro resta a disposizione di un'azienda per le distribuzioni di liquidità (p.es. i dividendi). La valutazione relativa delle azioni rispetto alle obbligazioni (i tre indicatori in basso nel grafico) è molto migliore e nel complesso neutrale.

La valutazione corrente è piuttosto alta, vista la crescente probabilità di recessione negli Stati Uniti. Storicamente, il punto di minimo del P/E prospettico durante le recessioni è stato di circa 12, mentre per il mercato USA il valore attuale è di circa 17. Se a ciò aggiungiamo il rischio di compressione dei margini aziendali e di calo degli utili, le prospettive non sono affatto rosee. Notiamo che la valutazione degli altri principali mercati azionari è molto più bassa e, in molti casi, ora è inferiore alla media storica. Ora le azioni dei mercati europei ed emergenti sono decisamente sottovalutate. Tuttavia, la valutazione è un indicatore a medio termine che non torna utile per le decisioni sulle tempistiche. Malgrado il pessimismo degli investitori, gli afflussi netti verso le azioni sono ben più alti di quanto suggerisca questo quadro desolante. Per ora confermiamo le prospettive negative per le azioni, ma sfrutteremo l'eccesso di pessimismo come opportunità d'acquisto.

Valute

Il CHF è una roccia nel mare della debolezza europea

Stati Uniti

- Dopo un ottimo agosto, anche a settembre l'USD si è apprezzato del 4% su base ponderata per l'interscambio.
- Restiamo convinti che la Fed sia la banca centrale più impegnata nella lotta all'inflazione. Anche alla luce del vantaggio già interessante in termini di tasso ("carry"), il vigore dell'USD dovrebbe perdurare.

Eurozona

- La BCE ha innalzato ancora i tassi a settembre e probabilmente continuerà a farlo, dato che l'inflazione nell'Eurozona continua a salire.
- Tuttavia, la crisi energetica si aggrava e secondo i sondaggi l'Eurozona potrebbe essere già entrata in recessione. Anche alla luce dei rischi (geo)politici, riteniamo che la tendenza al ribasso di EUR/USD proseguirà fino a fine anno.

Regno Unito

- La sterlina è crollata dopo l'annuncio del "mini-bilancio" espansivo del nuovo governo.
- Gli interventi di emergenza della Bank of England hanno contribuito a ristabilire l'ordine sul mercato obbligazionario e stabilizzato temporaneamente i tassi di cambio del GBP. Tuttavia, il Primo Ministro Liz Truss ha ribadito l'intenzione di procedere con gli sgravi fiscali proposti e crediamo che nei prossimi mesi il GBP rimarrà sotto pressione a causa del rapido deterioramento dei conti pubblici.

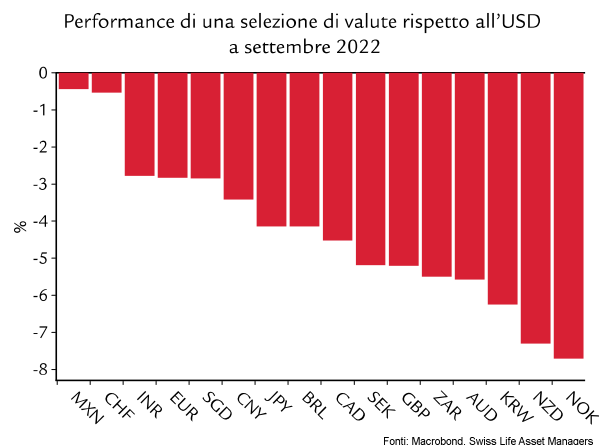
Svizzera

- Tra le principali valute, a settembre il CHF ha registrato la migliore performance dopo l'USD.
- Anche se la BNS si limita a seguire le altre banche centrali nei rialzi dei tassi, crediamo che il CHF sia una valuta ambita nell'attuale contesto di avversione al rischio. Ribadiamo il giudizio negativo su EUR/CHF.

Giappone

- Rialzo di USD/JPY agli inizi di settembre e stabilizzazione intorno a 145.
- Abbiamo una visione neutrale su USD/JPY. La Bank of Japan dovrebbe attenersi alla sua politica monetaria ultra-espansiva, ma ora il JPY è tanto sottovalutato che il potenziale di ulteriore deprezzamento appare limitato.

Apprezzamento dell'USD contro tutte le valute a settembre



Anche settembre è stato all'insegna del vigore dell'USD: la Federal Reserve ha inasprito ancora i toni e prosegue con la rapida stretta monetaria per frenare l'inflazione. Anche le banche centrali in Europa hanno innalzato molto i tassi nel mese, ma molti investitori (noi inclusi) mettono in dubbio la loro fermezza, poiché con la crisi energetica diverse economie europee sono sull'orlo della recessione. L'EUR ha risentito anche dell'aumento dei rischi geopolitici e dei costi di finanziamento per l'Italia, che potrebbe limitare il margine di manovra della BCE. In Europa, GBP e NOK hanno registrato le peggiori performance di settembre. Il GBP è crollato perché gli investitori hanno perso fiducia nel nuovo governo dopo la presentazione del "mini-bilancio", che include netti sgravi fiscali non finanziati e incrementerà l'emissione di debito già quest'anno. Per ripristinare la fiducia nella valuta saranno probabilmente necessari netti rialzi dei tassi da parte della Bank of England e/o un dietrofront sul bilancio. La debolezza del NOK è ascrivibile agli accenni della Norges Bank a un possibile rallentamento della stretta monetaria e al calo dei prezzi del petrolio. Riteniamo che i driver fondamentali per i mercati dei cambi resteranno pressoché invariati fino a fine anno. Continuiamo quindi a prevedere un USD forte sostenuto dalla stretta monetaria e dalla debolezza delle valute europee con l'aggravarsi della crisi energetica. In Europa, il CHF resterà probabilmente l'eccezione e i crescenti rischi geopolitici dovrebbero continuare a sostenerlo.

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, 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 VII's gt 1, NO-0161 Oslo.