

Marzo 2023

Tassi d'interesse e obbligazioni

La lotta all'inflazione non si è ancora conclusa

Stati Uniti

- Febbraio è stato in controtendenza rispetto a gennaio, con rendimenti dei Treasury decennali in rialzo di 40 punti base (pb) e spread societari più ampi di 7 pb.
- L'inflazione e la crescita economica si confermano sostenute e il mercato ha iniziato a rivalutare la politica della Fed, non prevedendo più tagli dei tassi nel 2023.

Eurozona

- Anche nell'eurozona i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono saliti di oltre 30 pb: i Bund tedeschi hanno raggiunto un nuovo massimo ciclico del 2,65%. Sorprendentemente, ciò non ha inciso sugli spread, che si sono ristretti di 5 pb.
- Dopo aver evitato una crisi energetica, l'economia europea è tornata ad accelerare e gli indici PMI sono tornati in territorio espansivo. La BCE potrebbe quindi vedersi costretta a inasprire ancora la politica monetaria per contenere l'inflazione.

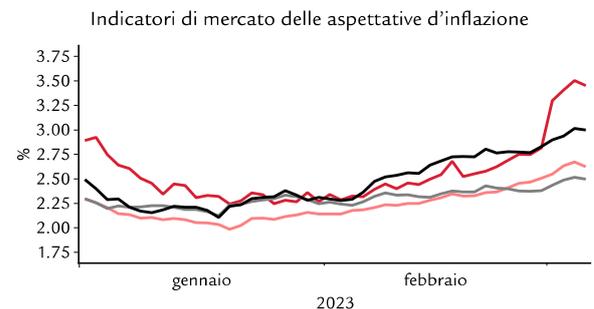
Regno Unito

- I rendimenti decennali del Regno Unito sono saliti ancora di più (+53 pb) e si avvicinano ai livelli che a settembre hanno indotto la Bank of England (BoE) a intervenire, anche se l'attuale aumento è molto più ordinato.
- Anche PMI e vendite al dettaglio hanno evidenziato una ripresa inaspettata, soprattutto nei servizi. Ciò aumenta la pressione sulla BoE per un inasprimento delle condizioni monetarie.

Svizzera

- A febbraio i rendimenti sovrani a 10 anni sono saliti di 20 pb e gli spread sono rimasti pressoché invariati, dopo l'attenuarsi del restringimento iniziale nella seconda metà del mese.
- I dati economici svizzeri restano eterogenei e l'inflazione a gennaio è di nuovo aumentata più di quanto previsto dal consensus.

Aspettative d'inflazione in aumento



- Inflation swap in USD a 2 anni
- Inflation di pareggio a 10 anni negli Stati Uniti
- Inflation swap in EUR a 2 anni
- Inflation di pareggio a 10 anni in Germania

Fonti: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Dopo un inizio d'anno tra i più brillanti della storia recente, a febbraio i rendimenti obbligazionari sono di nuovo diminuiti per via dell'impennata di quelli sovrani. Le obbligazioni societarie hanno resistito meglio: gli spread in USD si sono ampliati e quelli in EUR sono scesi un po', malgrado le aspettative di rialzi dei tassi. Negli Stati Uniti ora gli investitori prevedono un tasso terminale del 5,6%; la BCE dovrebbe raggiungere il 4,0% mentre scriviamo. L'inasprimento delle condizioni finanziarie incide negativamente sui prezzi degli attivi, ma per ora il miglioramento del quadro macro sembra compensare questi effetti. Soprattutto in Europa, gli investitori sembrano tranquilli grazie a rendimenti complessivi allettanti, alla buona tenuta degli utili societari, al miglioramento del sentiment e alla crisi energetica ormai superata. Riteniamo che nel contesto attuale il credito investment grade sia una delle classi d'investimento più appetibili, ma crediamo ancora che una maggiore avversione al rischio possa comportare rischi. Stando ai dati recenti, l'inasprimento delle condizioni finanziarie è necessario e la crescita deve rallentare ancora perché l'inflazione torni all'obiettivo del 2%. Non pensiamo che sia possibile senza danni agli attivi finanziari. Restiamo dell'idea che gli spread saliranno. I rendimenti sovrani sono più vicini ai massimi e dovrebbero scendere via via che la stretta monetaria deprimerà le prospettive di crescita.

Azioni

Interruzione del trend rialzista

Stati Uniti

- La borsa USA ha perso il 2,4% a febbraio, con una performance del +4,0% da inizio anno. Il risultato negativo di febbraio è ascrivibile perlopiù all'aumento dei rendimenti obbligazionari causato dai timori d'inflazione e dai dati economici migliori del previsto.
- La stagione degli utili è finita meglio del previsto, ma con una crescita degli utili negativa (dettagli nell'articolo a destra).
- La valutazione del mercato supera ancora le medie storiche. Continuiamo a preferire gli altri mercati.

Eurozona

- Come a gennaio, la borsa europea ha sovraperformato quella USA, guadagnando l'1,6% con una performance da inizio anno del +11,4%.
- Il mercato europeo beneficia di una valutazione molto più contenuta e dell'impulso a breve termine dei prezzi dell'energia più bassi del previsto.

Regno Unito

- A febbraio il mercato britannico è stato il più brillante, con una performance dell'1,9%. Da inizio anno, ha guadagnato il 6,1%.
- La borsa britannica beneficia della valutazione più bassa tra tutti i principali mercati, ma l'economia è debole e l'inflazione rimane una delle principali preoccupazioni.

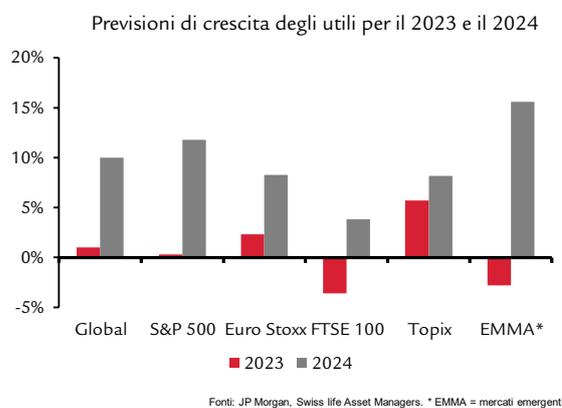
Svizzera

- Il mercato svizzero ha perso l'1,5% a febbraio, la performance da inizio anno è del +3,8%.
- Come a gennaio, la flessione è dovuta ai tre colossi dell'indice, Nestlé, Roche e Novartis, che hanno perso tra il 3,9% e il 4,8%.
- Il mercato azionario svizzero è il più sopravvalutato dopo quello USA.

Mercati emergenti

- Febbraio è stato deludente, con una performance del -6,5%. Da inizio anno questo mercato ha guadagnato poco (+0,9%) e resta ancora indietro rispetto agli altri.
- Il sottoindice europeo ha guadagnato il 3,7% a febbraio; quelli asiatico e dell'America latina hanno perso rispettivamente il 6,9% e il 6,2%.
- Questo risultato deludente è ascrivibile al rafforzamento del dollaro e all'aumento delle aspettative sui tassi.

Insegnamenti dalla stagione degli utili



La stagione degli utili del T4 2022 si è conclusa. Nel complesso, ha leggermente superato le aspettative, che però erano state riviste al ribasso per diversi mesi ed erano piuttosto basse. La crescita complessiva degli utili rispetto al T4 2021 è stata del -2% (escl. energia -6%) negli Stati Uniti e del 2% (escl. energia -2%) nell'eurozona. Se i prezzi di petrolio e gas rimarranno ai livelli attuali, l'ottimo influsso dell'energia svanirà nei prossimi trimestri. La crescita nominale dei ricavi è stata ben più sostenuta (5% negli Stati Uniti e 16% nell'eurozona). Ciò suggerisce volumi di vendita pressoché piatti rispetto all'anno scorso negli Stati Uniti, ma assai positivi in Europa. Inoltre, i margini sono scesi rispetto ai massimi storici. Le sorprese positive sono state molto più basse rispetto ai trimestri precedenti e sono sotto le medie storiche. Le stime sugli utili per l'intero 2023 sono state ancora riviste molto al ribasso. Ora la crescita degli utili per le borse sviluppate è stimata all'1,0% nel 2023. Il tasso di crescita più alto è previsto per il Giappone (5,7%) e quello più basso per il Regno Unito (-3,6%). Queste stime implicano ancora un atterraggio morbido per l'economia globale. Durante una recessione, negli Stati Uniti gli utili sono scesi in media del 15% circa. Anche una lieve recessione, ancora prevista, comporterebbe un calo degli utili a una cifra. Le stime per il 2023 suggeriscono anche che una performance positiva sarebbe accompagnata da valutazioni più alte. Le stime per il 2024 sono molto più positive, specie per i mercati emergenti, e oltre le medie di lungo periodo. Potrebbero essere realistiche se l'economia globale si riprenderà e le banche centrali inizieranno a tagliare i tassi. Manteniamo una visione cauta e riteniamo probabile un'ulteriore correzione a breve termine.

Valute

Le aspettative delle banche centrali dettano il passo

Stati Uniti

- Nel febbraio 2023, l'USD ha guadagnato il 3% su base ponderata per l'interscambio, più che recuperando le perdite di gennaio grazie ai dati economici USA migliori del previsto. L'USD si è rafforzato rispetto a tutte le principali valute, MXN escluso.
- Riteniamo che il vigore dell'USD persisterà a marzo, ma prevediamo un nuovo indebolimento su base ponderata per l'interscambio nel 2023, poiché l'economia USA dovrebbe raffreddarsi durante l'anno.

Eurozona

- Febbraio è stato contrastante per l'EUR, che si è apprezzato nei confronti di valute a basso rendimento come CHF e JPY, ma è sceso rispetto a SEK e USD.
- Prevediamo un nuovo ribasso di EUR/USD a breve termine, ma l'EUR dovrebbe rimanere sostenuto nel 2023 per via dell'inflazione ostinata e di un ciclo di rialzi dei tassi in ritardo rispetto ad altre economie.

Regno Unito

- A febbraio il GBP ha annullato i guadagni di gennaio rispetto all'USD ed è rimasto stabile rispetto all'EUR.
- Restiamo pessimisti sul GBP rispetto all'USD a breve termine. Il Regno Unito ha evitato di poco una recessione tecnica nel T4 2022, ma il mix crescita-inflazione nel Paese è ancora sfavorevole nel 2023.

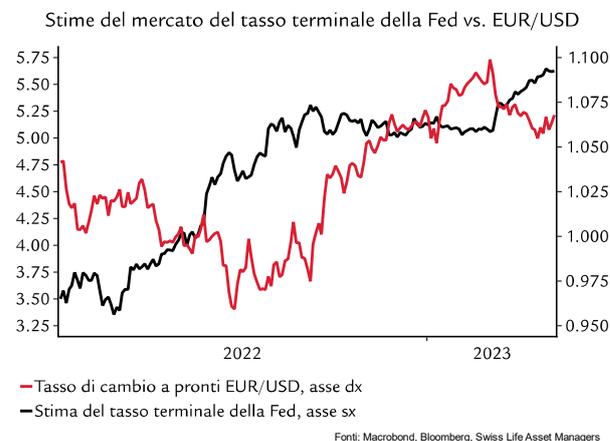
Svizzera

- A febbraio il CHF ha perso lo 0,5% su base ponderata per l'interscambio e la BNS ha continuato a vendere valuta estera.
- I rischi d'inflazione ancora più alti in Europa che in Svizzera danno alla BNS un motivo sufficiente per spingere al ribasso EUR/CHF e bloccare l'inflazione importata a breve termine. Per il 2023 prevediamo ancora un indebolimento del CHF rispetto all'EUR per via dell'aumento del differenziale d'interesse.

Giappone

- L'USD si è rafforzato anche nei confronti del JPY a febbraio, con USD/JPY in rialzo del 4,7% nel mese.
- Kazuo Ueda sarà il prossimo governatore della Bank of Japan. Con un'inflazione ormai oltre il 4% anche in Giappone, la politica di controllo della curva dei rendimenti appare sempre più insostenibile. Ciò potrebbe implicare un'ulteriore pressione al rialzo per i rendimenti obbligazionari nipponici e avvalora il nostro pessimismo su USD/JPY per il 2023.

Previsti altri aumenti dei tassi USA, USD in rialzo



Anche a febbraio le previsioni sui tassi guida, aspetto su cui si sono concentrati i mercati valutari, sono state oggetto di nette revisioni. Visti gli ottimi dati del mercato del lavoro USA e l'inflazione ancora sostenuta, soprattutto quella di fondo, che esclude alimentari ed energia, le stime del mercato sul tasso terminale della Fed sono salite al 5,6% mentre scriviamo. Non sono saliti solo i rendimenti obbligazionari USA: è stata rivista al rialzo anche gran parte dei tassi terminali dei mercati sviluppati (il tasso guida più alto previsto per il ciclo di inasprimento). La dinamica economica resta più sostenuta del previsto e gli indici PMI sorprendono al rialzo negli Stati Uniti, nell'eurozona e nel Regno Unito. Inoltre, i dati d'inflazione di febbraio più alti del previsto nell'eurozona hanno alimentato i timori di un nuovo aumento delle pressioni sui prezzi. Ciò ha accresciuto la pressione sulla BCE affinché continui a lottare con vigore contro l'inflazione, inducendo il mercato a scontare 50 pb di nuovi rialzi dei tassi da inizio febbraio e portando il tasso finale previsto al 4,0% mentre scriviamo. La dinamica economica dovrebbe rallentare verso fine anno per via della stretta monetaria. Crediamo quindi che la Fed raggiungerà il tasso guida massimo del 5,25% nel T2 2023, un valore inferiore all'attuale stima del mercato sul tasso terminale. Il vantaggio dell'USD in termini di carry resta ampio rispetto alle altre principali valute, sostenendo l'USD a breve termine, ma il differenziale tra i tassi europei e quelli USA dovrebbe diminuire durante l'anno poiché il ciclo di rialzi della BCE è in ritardo rispetto a quello della Fed. Pertanto, crediamo che l'USD perderà vigore durante l'anno e prevediamo ancora un rialzo di EUR/USD nel 2023.

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 VII's gt 1, NO-0161 Oslo.