

Luglio 2023

Tassi d'interesse e obbligazioni

Le banche centrali causeranno una recessione?

Stati Uniti

- Negli Stati Uniti, a giugno l'andamento dei titoli di Stato e del credito è stato piuttosto favorevole. I rendimenti sono saliti un po' e gli spread delle obbligazioni societarie si sono ristretti, vista la domanda sostenuta di attivi rischiosi.
- Come previsto, la Federal Reserve ha mantenuto fermi i tassi: potrà così osservare l'effetto ritardato dell'aumento dei costi di finanziamento sull'economia. Il mercato sconta un ulteriore rialzo dei tassi quest'anno, seguito da potenziali tagli nel 2024.

Eurozona

- I rendimenti dei titoli di Stato restano confinati in una fascia ristretta. Sono saliti nella prima metà di giugno e poi sono scesi; gli spread delle obbligazioni societarie si sono ristretti.
- La BCE ha alzato i tassi di 25 punti base (pb), rivedendo al rialzo le previsioni d'inflazione con dichiarazioni restrittive nel contesto di segnali di un rallentamento dell'economia e di una netta flessione dei dati dei sondaggi, che fa presagire una recessione. Tuttavia, gli investitori prevedono altri due rialzi dei tassi quest'anno.

Regno Unito

- Il Regno Unito è alle prese con una potenziale stagflazione, ossia un contesto di alta inflazione e crescita economica lenta. I consumatori risentono dell'erosione del loro potere d'acquisto e dell'aumento dei tassi.
- La Bank of England (BoE) ha sorpreso il mercato con un rialzo dei tassi di 50 pb. Il mercato sconta ancora 100 pb di ulteriori rialzi fino a fine anno, vista l'inflazione persistentemente alta nel Paese.

Svizzera

- I rendimenti svizzeri sono rimasti stabili malgrado il previsto rialzo di 25 pb del tasso guida della BNS.
- L'inflazione sembra decelerare: ora è al 2,2%, leggermente oltre l'obiettivo della BNS, ma potrebbe risalire con gli aumenti degli affitti previsti durante l'anno.

Indicatori economici: la sofferenza non è finita

Tasso sui depositi della BCE



Indagini dell'eurozona



– Indagine ZEW: aspettative di crescita, asse sx – PMI manifatturiero, asse dx

Fonti: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

A giugno, la BCE ha effettuato l'ottavo rialzo consecutivo dei tassi, che in tutto sono saliti del 4% in meno di un anno. Tuttavia, nell'eurozona l'inflazione di fondo è rimasta al 5,3%, quindi questa stretta monetaria senza precedenti ha avuto un impatto limitato sull'economia. Il tasso di disoccupazione è ai minimi da diversi decenni e gli utili aziendali sono vicini ai massimi storici, il che non indica un'imminente recessione, e qui sta la sfida. L'obiettivo primario della BCE è mantenere l'inflazione intorno al 2% e per raggiungerlo ricorre ai rialzi dei tassi e al quantitative tightening. Tuttavia, questi strumenti sono piuttosto blandi e hanno effetti molto ritardati sulla crescita e sull'inflazione, quindi è difficile orchestrare un atterraggio morbido. A complicare ancora il quadro c'è il fatto che l'inflazione è di per sé un indicatore economico ritardato, che spesso raggiunge il picco durante o poco prima di una recessione. Alla luce di queste complessità, percepiamo un rischio elevato che le banche centrali possano inasprire troppo la politica monetaria per un periodo prolungato senza cogliere importanti segnali di recessione. Gli indici PMI e i prezzi alla produzione sono già in netto calo, ma è probabile che la BCE continui ad alzare i tassi e a ridurre il bilancio, rischiando di aggravare la crisi economica. Alla luce di queste prospettive, restiamo cauti sul rischio di credito e incrementiamo la duration, puntando su un calo dei tassi a lungo termine.

Azioni

I titoli tecnologici USA trainano ancora il mercato

Stati Uniti

- La borsa USA ha guadagnato il 4,9% a giugno, con una performance da inizio anno del +14,9% (tutti i dati di questo testo sono aggiornati al 27 giugno).
- Il recente rally è limitato a un gruppo ristretto di titoli. L'indice FANG+, che include le grandi aziende tecnologiche, ha guadagnato il 70% da inizio anno. In confronto, l'indice che assegna la stessa ponderazione a ogni titolo dell'S&P 500 è salito solo del 5,4%.
- La valutazione della borsa USA supera ancora le medie storiche. Preferiamo ancora gli altri mercati. La performance sbilanciata di quest'anno è fonte di preoccupazione.

Eurozona

- A giugno il mercato azionario europeo ha guadagnato l'1,5% e la performance da inizio anno è del 10,9%.
- I recenti dati economici dell'eurozona hanno deluso, mentre quelli degli Stati Uniti sono stati in linea con le aspettative.
- La valutazione del mercato europeo è ancora molto interessante in termini storici.

Regno Unito

- Il Regno Unito ha guadagnato lo 0,3% a giugno e solo lo 0,3% da inizio anno.
- La borsa britannica beneficia ancora della valutazione più bassa tra tutti i principali mercati, ma a nostro avviso a ragione, in quanto il Paese è alle prese con un'elevata incertezza economica.

Svizzera

- La borsa svizzera ha perso lo 0,8% a giugno, portando la performance da inizio anno al 6%.
- Il mercato azionario svizzero è il più sopravvalutato dopo quello USA.

Mercati emergenti

- Giugno è stato un mese molto positivo per le azioni dei mercati emergenti, con una performance del 4,2%. Da inizio anno questo mercato ha guadagnato il 5,4% e resta ancora indietro rispetto agli altri.
- I dati economici cinesi continuano a deludere e questo pesa sul clima di mercato.

Azioni mercati emergenti: perché non vanno meglio?



Anche nel 2023 le azioni dei mercati emergenti sono indietro rispetto alle omologhe dei mercati sviluppati. Negli ultimi 10 anni, la sottoperformance ha superato il 100% e le azioni dei mercati sviluppati hanno sovraperformato in 7 di questi 10 anni. Dopo il 2000, le azioni dei mercati emergenti hanno battuto i mercati sviluppati di circa il 50%. Di recente le loro valutazioni sono apparse piuttosto interessanti. Attualmente, il P/E prospettico è di circa 12,1, quindi leggermente superiore alla mediana su 17 anni. Per le azioni dei mercati sviluppati tale rapporto è invece pari a 16,9. La differenza tra i due valori supera la media storica. La chiave per comprendere la performance delle azioni dei mercati emergenti è la Cina, la cui borsa ha trainato le performance dei mercati emergenti negli ultimi 10 anni ed è di gran lunga la principale componente dell'indice di mercato (peso del 29%). Il problema della Cina è che la crescita economica e la fiducia dei mercati nelle sue istituzioni hanno subito un deterioramento negli ultimi 10 anni, soprattutto con la pandemia. La crescita economica è scesa da oltre il 10% del 2010 all'attuale 5% circa. Gli investitori sono preoccupati per le questioni interne (soprattutto per il settore immobiliare), demografiche e geopolitiche. Crediamo che questi problemi penalizzeranno la borsa cinese in futuro e che possano prevalere sulla valutazione interessante delle azioni dei mercati emergenti e sulla politica monetaria molto più accomodante della Cina. Pertanto, al momento non vediamo alcun catalizzatore di una netta sovraperformance delle azioni dei mercati emergenti. Anche l'aspettativa di una lieve recessione globale non parla a favore di un'esposizione aggiuntiva alle azioni dei mercati emergenti.

Valute

Eurozona: l'EUR risente delle prospettive meno rosee

Stati Uniti

- Dopo l'ottimo maggio, a giugno l'USD si è indebolito nei confronti di gran parte delle principali valute, salvo quelle di Cina e Turchia.
- Tuttavia, prevediamo un suo nuovo apprezzamento nel T3 2023. I rischi di recessione sembrano già sufficientemente scontati per gli Stati Uniti, mentre le prospettive economiche in Europa si deteriorano più rapidamente del previsto. Abbiamo quindi aspettative negative su EUR/USD per i prossimi tre mesi.

Eurozona

- Mentre scriviamo, a giugno l'EUR si è apprezzato dell'1,7% su base ponderata per l'interscambio.
- Oltre ai fondamentali già citati, ci aspettiamo che i fattori tecnici contribuisca all'indebolimento di EUR/USD nei prossimi tre mesi. Il posizionamento speculativo è ancora favorevole all'EUR e la chiusura di queste posizioni potrebbe indebolirlo ancora nel breve termine.

Regno Unito

- Il GBP si è apprezzato rispetto a USD ed EUR nella prima metà di giugno, ma ha perso nuovamente terreno nella seconda.
- Il mercato si aspetta altri rialzi della Bank of England, ma le previsioni potrebbero essere eccessive. Abbiamo quindi adottato una visione negativa su GBP/USD a tre mesi.

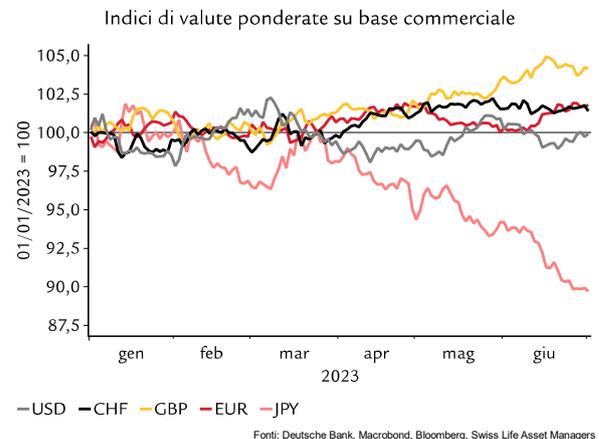
Svizzera

- Su base ponderata per l'interscambio, a giugno la performance del CHF è stata piatta.
- Abbiamo un'aspettativa neutrale su EUR/CHF per il T3 2023. I toni sorprendentemente restrittivi della BNS malgrado l'inflazione bassa potrebbero suggerire che l'autorità monetaria svizzera non è disposta ad accettare un indebolimento del CHF.

Giappone

- USD/JPY ha registrato un altro netto rialzo del 4% a giugno.
- Data la notevole sottovalutazione del JPY ai livelli attuali, siamo passati a un'aspettativa neutrale su USD/JPY per i prossimi tre mesi.

Finora un anno perso per il JPY



Dopo la prima metà del 2023, tra le principali valute dei mercati sviluppati possiamo individuare alcuni vincitori e un grande sconfitto (v. grafico). Su base ponderata per l'interscambio, nella prima metà dell'anno il JPY ha perso circa il 10%. Sebbene l'inflazione abbia guadagnato terreno anche in Giappone e sia ora ben oltre l'obiettivo del 2% della Bank of Japan (BoJ), le aspettative di una linea dura del nuovo governatore sono state deluse. Kazuo Ueda ha scelto la continuità con il suo predecessore Haruhiko Kuroda, che aveva previsto un lungo periodo di politica monetaria ultra-accomodante, e a giugno ha ribadito che la BoJ cambierà rotta solo se avrà la «ragionevole certezza» che l'inflazione accelererà nel 2024. Queste dichiarazioni hanno intensificato la correzione del JPY e i differenziali d'interesse rispetto agli altri principali mercati sviluppati si sono ampliati.

Intanto, finora nel 2023 la medaglia d'oro va alla valuta più improbabile, ossia la sterlina. Nonostante il ristagno dell'economia, la divisa britannica si è apprezzata di quasi il 4% su base ponderata per l'interscambio. Il motivo principale è il netto ampliamento dei differenziali d'interesse, in quanto i mercati scontano più rialzi dei tassi da parte della BoE per contrastare l'inflazione elevata e in aumento. Sembra che attualmente siano i differenziali d'interesse a dettare l'andamento delle valute; ciò potrebbe non essere passato inosservato alla Banca nazionale svizzera ed essere all'origine dei suoi toni restrittivi di giugno, in quanto un indebolimento della valuta rappresenterebbe un ulteriore rischio d'inflazione.

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 Swiss Life Asset Managers UK 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.