

Novembre / dicembre 2021

Tassi d'interesse e obbligazioni

L'inflazione forzerà la mano delle banche centrali?

Stati Uniti

- La curva dei Treasury USA si è appiattita a ottobre: i rendimenti a 5 anni sono saliti di circa 20 pb e quelli a 30 anni sono scesi di 11 pb. I mercati finanziari scontano due rialzi dei tassi della Federal Reserve entro fine 2022.
- Ci aspettiamo che la Fed innalzi i tassi solo una volta l'anno prossimo, con il rischio di un secondo aumento se l'inflazione non rallenterà.

Eurozona

- La crisi del gas in Europa e la correlazione positiva con i Treasury USA hanno fatto appiattire la curva dei rendimenti dei titoli di Stato tedeschi. A ottobre i rendimenti a 5 anni sono saliti di 17 pb.
- Secondo la BCE, i rialzi dei tassi attualmente scontati dai mercati non sono in linea con la sua forward guidance. Per dicembre ci aspettiamo l'annuncio di un nuovo programma di acquisti di asset per ampliare quello attuale e una maggiore flessibilità del PEPP (Programma di acquisti per l'emergenza pandemica).

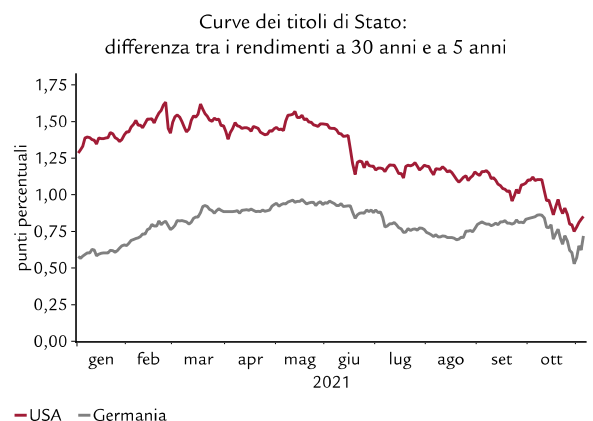
Regno Unito

- A ottobre i titoli di Stato britannici hanno evidenziato le oscillazioni più ampie. I rendimenti a 5 anni sono saliti di circa 20 pb e quelli a 30 anni sono scesi di 26 pb.
- La Bank of England è una delle banche centrali più intransigenti del G10. Diversi suoi membri ritengono possibile un innalzamento già nel 2021, ma a nostro avviso ciò è più probabile nel T1 2022.

Svizzera

- In Svizzera i tassi d'interesse si sono mossi perlopiù in linea con quelli in EUR, salvo per la scadenza a 2 anni, che è rimasta piatta nel mese.
- Il Paese non registra un'impennata dell'inflazione, ma se le omologhe europee decideranno di inasprire la politica monetaria la BNS potrebbe seguire le loro orme. Tuttavia, ciò non dovrebbe verificarsi prima del 2023.

Timori d'inflazione e di crescita più lenta: curve più piatte



A ottobre, dati i timori di persistenti pressioni inflazionistiche nei Paesi sviluppati, i mercati hanno scontato un avvio anticipato dei rialzi dei tassi. Le curve dei titoli di Stato si sono quindi molto appiattite (cfr. grafico): i rendimenti a breve termine sono saliti e quelli a più lungo termine sono scesi. Molti investitori temono che l'inflazione ostinatamente oltre l'obiettivo costringa le banche centrali a innalzare i tassi in un contesto di rallentamento della crescita. Restiamo convinti che l'inflazione si rivelerà transitoria e ci aspettiamo che le autorità monetarie respingano aspettative del mercato a nostro avviso eccessive. Anche l'impatto a breve termine del rincaro delle materie prime e delle strozzature delle catene logistiche sugli utili societari preoccupa molti investitori. Finora i risultati del T3 hanno superato le attese e le aziende hanno compensato il rincaro dei fattori produttivi aumentando i prezzi alla produzione, con effetti trascurabili sui volumi di vendita. Gli utili migliori del previsto, la proroga del tetto al debito USA e il placarsi dei timori sulla Cina hanno fatto riemergere la tendenza ad "acquistare sui minimi" in borsa, ma la volatilità dei tassi ha penalizzato l'asset class e a ottobre gli spread si sono lievemente ampliati. In futuro, prevediamo un andamento perlopiù laterale degli spread. Quanto ai tassi, crediamo che quelli a lungo termine saliranno lievemente e quelli a breve termine si stabilizzeranno dopo il recente picco.

Azioni

Recuperate tutte le perdite di settembre

Stati Uniti

- L'S&P 500 Index è salito del 7,1% a ottobre e ha chiuso il mese con un massimo storico, poco oltre 4 600. Il mercato USA ha sovraperformato gli altri mercati del 2-3% grazie alla performance stellare delle grandi aziende tecnologiche. Da inizio anno, la performance è di circa il 25%.
- La stagione degli utili USA è iniziata con ottimi risultati. Nel T3 gli utili sono aumentati del 37% e i ricavi del 16% su base annua. Questa crescita è quasi il 10% più alta di quanto previsto un mese fa e più dell'80% delle aziende ha superato le attese.

Eurozona

- A ottobre il mercato ha guadagnato il 4,7% e ora la performance da inizio anno è di circa il 21%.
- Al momento quello europeo è il mercato più interessante in base ai nostri punteggi, che combinano valutazioni e indicatori tecnici.

Regno Unito

- A ottobre, la borsa britannica ha guadagnato il 2,1% e la performance da inizio anno è del 13,9%.
- Il mercato britannico è molto attraente dal punto di vista delle valutazioni, ma risente ancora della Brexit e dell'alta esposizione ai titoli "value".

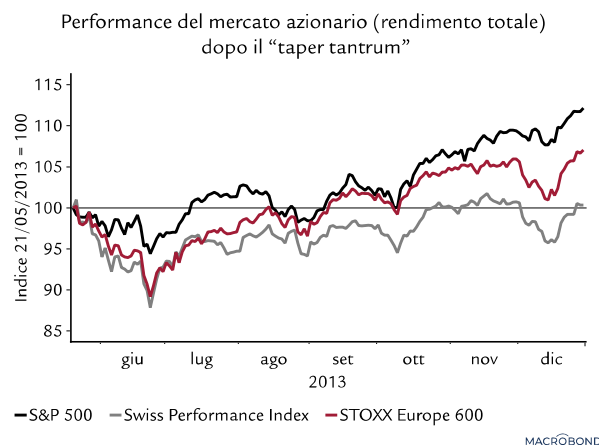
Svizzera

- A ottobre il mercato svizzero ha guadagnato il 3,8% e la sua performance da inizio anno è del 17,2%.
- Ottimo risultato mensile per i titoli finanziari, mentre il settore sanitario è rimasto in linea con l'indice.
- Il mercato azionario svizzero è il più sopravvalutato dopo quello USA, ma è un mercato difensivo che dovrebbe sovraperformare in un contesto più incerto.

Mercati emergenti

- I mercati emergenti hanno continuato a deludere in ottobre con una progressione dell'1,0%. La performance da inizio anno è nulla a causa della debolezza del mercato cinese, che rappresenta più del 35% dell'indice.

Aumento dei rendimenti e mercati azionari



L'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato da agosto, ascrivibile anche agli annunci esitanti di diverse banche centrali sul graduale ritiro degli acquisti di titoli di Stato, ha alimentato i timori di un "taper tantrum" come quello del 2013. All'annuncio della riduzione degli acquisti di asset ("tapering") della Fed nel maggio 2013 il mercato azionario ha reagito con una correzione del 5% negli Stati Uniti e di circa l'11% e il 13% in Svizzera e nell'Eurozona in pochi giorni (cfr. grafico). In quel periodo i rendimenti a 10 anni sono saliti di circa lo 0,3-1,0%. Tuttavia, a fine 2013 la borsa USA aveva guadagnato il 13% dall'inizio della correzione a maggio, il mercato europeo era salito del 7% e quello svizzero aveva perso lo 0,7%. Altri episodi di rialzo dei rendimenti obbligazionari mostrano un quadro simile: dal 1990 se ne sono verificati otto. Solo in un caso, nel 1993/1994, i rendimenti azionari sono stati negativi tra il punto di minimo e il massimo del rendimento dei Treasury a 10 anni. In media, durante queste fasi il mercato azionario è salito di oltre il 20% e il rendimento dei Treasury a 10 anni di quasi il 2%. Tuttavia, la situazione attuale è diversa dagli episodi passati per due aspetti: il livello di partenza dei rendimenti obbligazionari è molto più basso e tutte le asset class hanno valutazioni elevate. Pertanto, crediamo che un ulteriore netto rialzo dei rendimenti obbligazionari in breve tempo influirebbe sulle borse più che in passato. Ma se la crescita economica e degli utili resterà sostenuta (come prevediamo) e le politiche monetarie rimarranno accomodanti, i mercati azionari dovrebbero poter sopportare anche questa volta un aumento dei rendimenti moderato e non troppo rapido.

Valute

Il CHF rimarrà relativamente forte rispetto all'EUR

Stati Uniti

- In ottobre l'USD è rimasto pressoché invariato su base ponderata per l'interscambio.
- I timori d'inflazione si sono intensificati, inducendo la Fed a rivedere al rialzo le aspettative sui tassi. Ciò è accaduto in quasi tutte le economie sviluppate, quindi l'impatto sui tassi di cambio dell'USD è stato ridotto.
- Tuttavia, i differenziali d'interesse ("carry") restano favorevoli al biglietto verde, soprattutto contro valute a basso rendimento come EUR, CHF e JPY, contro le quali l'USD dovrebbe apprezzarsi nel medio termine.

Eurozona

- Malgrado i dati economici solidi, le sorprese sul fronte dell'inflazione e le maggiori aspettative del mercato per i rialzi dei tassi della BCE, l'EUR è rimasto debole in ottobre, deprezzandosi soprattutto nei confronti di altre valute europee come CHF, GBP, SEK e NOK.
- Riteniamo eccessiva la reazione dei mercati alla riunione di ottobre della BCE, infatti ai primi di novembre le aspettative sui tassi si sono già moderate. Confermiamo il giudizio negativo su EUR/USD.

Regno Unito

- Come pensavamo, in ottobre il GBP si è apprezzato contro l'USD per via delle maggiori aspettative del mercato sui rialzi dei tassi della Bank of England.
- Adottiamo una visione neutrale su GBP/USD, ritenendo che ora le aspettative siano equilibrate.

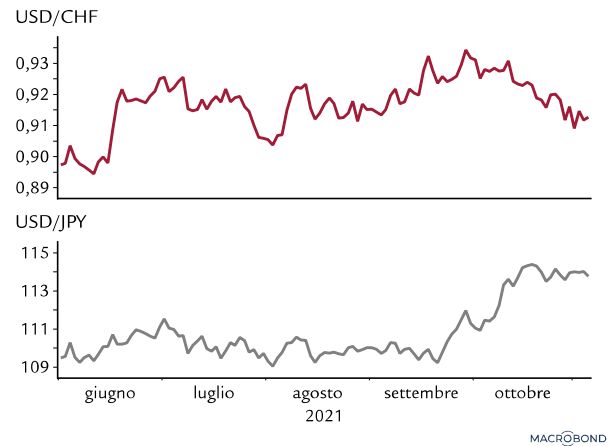
Svizzera

- Sorprendentemente, in ottobre il CHF si è apprezzato di quasi il 2% rispetto all'EUR (cfr. testo principale).
- I differenziali di rendimento tra Svizzera e Germania sono ridotti e difficilmente cambieranno, visto l'allineamento della politica monetaria tra la BNS e la BCE, quindi confermiamo la visione neutrale su EUR/CHF.

Giappone

- Nella prima metà di ottobre il JPY ha continuato a deprezzarsi contro l'USD. Il cambio USD/JPY si è poi assestato a circa 114.
- Il JPY dovrebbe restare relativamente debole contro l'USD, poiché il contesto di crescita lenta e bassa inflazione manterrà i tassi depressi in Giappone.

CHF e JPY: valute rifugio su traiettorie diverse



In ottobre, il CHF ha registrato la terza migliore performance tra le valute dei mercati sviluppati. Solo AUD e NZD hanno fatto di meglio, beneficiando entrambi di una netta revisione delle aspettative di politica monetaria. L'oscillazione è stata particolarmente eclatante contro la moneta unica: EUR/CHF è sceso sotto 1,06 a fine ottobre e si è avvicinato al minimo ciclico di maggio 2020, quando le prospettive economiche erano assai fosche. Questa volta, però, il vigore del CHF non riflette l'avversione al rischio degli investitori, al contrario: gli asset rischiosi hanno avuto un ottimo mese e l'altra nota valuta rifugio, il JPY, ha perso il 2,5% su base ponderata per l'interscambio. La propensione al rischio ha senz'altro contribuito alla debolezza del JPY, che in futuro sarà favorita anche dal contesto politico, dato che le recenti elezioni politiche hanno consolidato la maggioranza assoluta del partito LDP al governo. È quindi probabile che in Giappone la politica monetaria e fiscale resti relativamente accomodante. Senza i flussi tra le valute rifugio, la migliore spiegazione per la buona performance del CHF contro l'EUR è quindi l'assenza di "carry". Su varie scadenze i rendimenti dei titoli di Stato svizzeri superano gli omologhi tedeschi e i mercati finanziari continuano a ritenere più probabile un rialzo dei tassi da parte della BNS che non della BCE nei prossimi 12 mesi (aumento di 8 pb per la BCE contro 18 pb per la BNS mentre scriviamo). Sembra strano data l'inflazione molto più bassa in Svizzera, ma non crediamo che il "carry" dell'EUR possa tornare positivo a breve. Manteniamo quindi la visione neutrale su EUR/CHF, ma prendiamo atto dei rischi asimmetrici nel brevissimo termine: una ripresa è più probabile di un'ulteriore correzione di EUR/CHF.

Swiss Life Asset Managers



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
🐦 @MarcBruetsch



José Antonio Blanco
Head Investment Management
joseantonio.blanco@swisslife.ch

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.