

Febbraio 2022

Tassi d'interesse e obbligazioni

Gennaio come modello per il resto del 2022?

Stati Uniti

- Le curve dei rendimenti si sono appiattite a gennaio, poiché i rendimenti sul tratto a breve sono saliti di più che su quello a lungo termine. Il mercato ha iniziato a scontare ulteriori innalzamenti dei tassi per via dell'inflazione persistentemente alta.
- È praticamente certo che la Fed avvierà i rialzi dei tassi a marzo. Ora ci aspettiamo un totale di quattro aumenti di 25 punti base (bps) ciascuno nel 2022 e che la Fed inizi a ridurre il suo bilancio nei prossimi mesi.

Eurozona

- Nell'Eurozona i tassi sono “a pancia in su”: il tratto intermedio delle curve è salito mentre i segmenti più a breve e a lunga scadenza sono rimasti perlopiù invariati.
- La BCE inizia a diventare più intransigente, ma riteniamo improbabili rialzi dei tassi quest'anno. Tuttavia, la fine delle TLTRO (operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine) ridurrà il bilancio dell'istituto per la prima volta in quasi dieci anni.

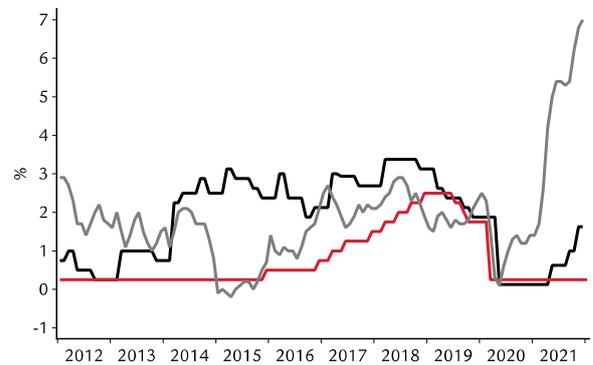
Regno Unito

- Nel Regno Unito a gennaio i tassi sono saliti quasi in parallelo.
- Il rischio legato alla variante Omicron viene meno e dopo l'inatteso mancato rialzo di novembre e l'altrettanto sorprendente aumento di dicembre riteniamo che la Bank of England continuerà a innalzare i tassi.

Svizzera

- Anche in Svizzera nell'ultimo mese i tassi sono saliti e la curva si è appiattita.
- Per la BNS il vigore del CHF è un problema più grande dell'inflazione, quindi non ci aspettiamo inasprimenti monetari nel 2022 e forse neanche nel 2023 per consentire un aumento del differenziale d'interesse con l'Eurozona.

Quanto può diventare aggressiva la Fed?



— Inflazione primaria — Tasso target sui federal fund, estremità superiore
— Proiezione mediana dei membri del FOMC sui tassi guida tra 2 anni

Fonti: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Spesso gennaio scandisce il ritmo per il resto dell'anno. Finora il 2022 è iniziato male: i rendimenti dei titoli sovrani e gli spread creditizi sono saliti e i rendimenti totali sono negativi. Le obbligazioni societarie in EUR hanno perso 66 pb e quelle in USD hanno subito una flessione ancora più pronunciata di 346 pb a causa dell'oscillazione più ampia dei tassi e della duration maggiore del segmento in USD. Chiaramente, la prospettiva di un più rapido inasprimento monetario non è andata a genio agli investitori, anche se le condizioni sono ancora accomodanti e i bilanci delle banche centrali aumentano. Senz'altro non è un buon inizio d'anno, ma la reazione degli spread è stata moderata: i differenziali in EUR e USD si sono ampliati, rispettivamente, di soli 7 e 8 pb. Soprattutto dopo la correzione del mercato azionario, le obbligazioni societarie sono state piuttosto ben sostenute. Ciò detto, potremmo aver avuto un assaggio di ciò che ci aspetta nel 2022. Una cosa quasi certa è il ritorno della volatilità degli spread con il venir meno del sostegno delle banche centrali. Ci aspettiamo quindi un ampliamento degli spread. A breve termine, notiamo anche un maggiore potenziale di rialzo dei tassi poiché l'inflazione rimane elevata e le banche centrali potrebbero essere costrette a modificare le loro politiche in modo più energico. Rimaniamo cauti sul rischio di credito, mantenendo un sottopeso sulla duration nei nostri portafogli.

Azioni

Rotazione dai titoli “growth” ai “value”

Stati Uniti

- Nel 2022 il mercato USA ha perso l’8,8% (tutti i dati al 25 gennaio). Si tratta dell’inizio d’anno più deludente dal 2009, quando l’S&P 500 ha perso l’8,6% a gennaio. La correzione è ascrivibile soprattutto alla prospettiva di quattro rialzi dei tassi della Fed e all’aumento dei rendimenti dei Treasury.
- Rispetto ad altri mercati sviluppati, quello USA è sopravvalutato e più orientato verso i titoli “growth” (cfr. testo principale), quindi potremmo essere di fronte al primo caso di sottoperformance del mercato USA rispetto agli omologhi da molti anni.

Eurozona

- Nelle prime settimane del 2022 il mercato azionario dell’Eurozona ha perso il 5,9%.
- Rispetto al mercato USA, presenta una valutazione più interessante e una struttura settoriale con un maggiore orientamento “value”. Le azioni dell’Eurozona sono favorite anche dal fatto che quest’anno la BCE non dovrebbe innalzare i tassi.

Regno Unito

- Dopo alcuni anni deludenti, a inizio 2022 il mercato britannico ha sovraperformato. Il FTSE 100 ha perso solo lo 0,4%. L’ultimo anno in cui il mercato britannico ha superato quello globale è stato il 2011.
- Tra i principali mercati sviluppati, quello britannico ha la valutazione più bassa e il rendimento del dividendo più alto. Inoltre, è più ciclico di altri mercati e ha un’esposizione relativamente elevata ai titoli che ottengono buoni risultati nel contesto attuale (finanziari, energia, beni di prima necessità).

Svizzera

- Anche il mercato svizzero ha avuto un inizio d’anno deludente ed è in calo del 7,8%. I colossi dell’indice, come Roche o Lonza, hanno avuto un impatto notevole, ma anche altri titoli minori dei settori tecnologico e farmaceutico sono stati messi alla prova.
- Le azioni svizzere beneficiano della crescita globale, ma le valutazioni sono elevate.

Mercati emergenti

- Con una perdita dell’1,0%, i titoli dei mercati emergenti hanno evidenziato una buona tenuta, superando nettamente quelli dei mercati sviluppati.
- La valutazione è attraente e i timidi segnali di allentamento fiscale e monetario in Cina hanno sostenuto il mercato.

Titoli “growth” e “value”: gap di valutazione in calo



Negli ultimi 12 mesi, i titoli “value” globali hanno nettamente superato i “growth” (17% contro 2%), soprattutto grazie alla sovraperformance dell’11% da inizio anno, ma la lunga fase ascendente dei titoli “growth” si era già arrestata nel luglio 2021, a nostro avviso per due motivi: innanzitutto, è ormai chiaro da mesi che le politiche delle banche centrali di tutto il mondo diventeranno meno accomodanti. L’aumento dei tassi è un problema più grande per le aziende altamente indebitate con bassa redditività corrente, come le aziende tecnologiche, biotecnologiche o SPAC (special-purpose acquisition company). In secondo luogo, di recente il differenziale di valutazione tra i titoli “value” e “growth” ha raggiunto un massimo storico: alla fine dell’anno scorso la differenza nel rapporto prezzo/utili (P/E) prospettico era superiore a 20 (39,5 per i “growth” e 18,8 per i “value”, cfr. grafico). In futuro, il divario di performance e di valutazione tra i titoli “value” e “growth” dovrebbe diminuire. Il contesto dei tassi diventerà sempre meno favorevole ai titoli “growth” e il gap di valutazione è ancora troppo ampio. Inoltre, i tassi di crescita dei ricavi e degli utili previsti per i titoli “growth” sono ancora molto alti e forse troppo ambiziosi. Per esempio, Tesla vale più delle altre 10 maggiori case automobilistiche messe insieme, malgrado una quota di mercato molto inferiore al 5% e gli utili quasi nulli. Per giustificare le valutazioni attuali Tesla dovrebbe conquistare il 50% del mercato automobilistico. Se la nostra valutazione si rivelerà corretta, gli investitori “value” e orientati ai fondamentali dovrebbero essere avvantaggiati. Inoltre, i mercati azionari non USA potrebbero sovraperformare nel 2022.

Valute

Crescente divergenza tra le politiche monetarie

Stati Uniti

- Dopo la riunione della Fed del 26 gennaio l'USD si è rafforzato, guadagnando circa l'1% da inizio anno su base ponderata per l'interscambio.
- Confermiamo la visione di un apprezzamento dell'USD contro l'EUR e il JPY il mese prossimo, soprattutto visto l'aumento dei differenziali d'interesse ("carry").

Eurozona

- Performance contrastante dell'EUR da inizio anno: in calo contro USD e GBP, stagnante contro il CHF, ma in rialzo dell'1,7% contro la SEK.
- Ci aspettiamo che l'inflazione scenda più rapidamente nell'Eurozona che negli Stati Uniti. Il rincaro dell'energia dovuto alle crescenti tensioni geopolitiche è un rischio al rialzo per le nostre previsioni d'inflazione, ma difficilmente scatenerà una reazione della BCE. Confermiamo il giudizio negativo su EUR/USD.

Regno Unito

- La sterlina è relativamente ben sostenuta da inizio anno, con una lieve flessione contro l'USD e un guadagno di quasi l'1% contro l'EUR.
- Prevediamo altri rialzi dei tassi da parte della Bank of England quest'anno, con un conseguente ulteriore apprezzamento sull'EUR. Il nostro giudizio su GBP/USD rimane neutrale.

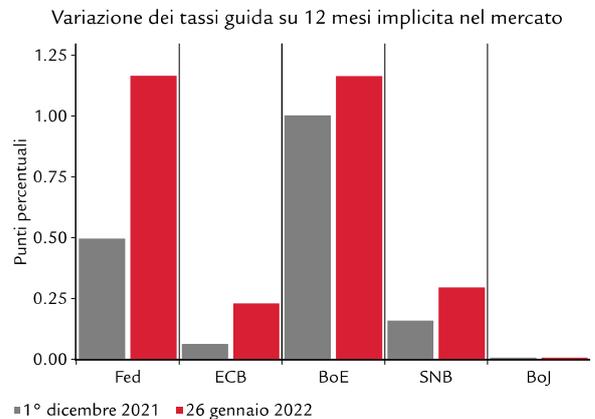
Svizzera

- EUR/CHF ha sfiorato quota 1,05 a gennaio, ma è disceso rapidamente sotto 1,04.
- Ravvisiamo un ulteriore potenziale di apprezzamento del CHF contro l'EUR a medio termine: il differenziale d'interesse rispetto alla Germania è quasi nullo. I rischi geopolitici legati alle tensioni tra Russia e Ucraina potrebbero indebolire ulteriormente EUR/CHF.

Giappone

- Il cambio USD/JPY fluttua intorno a 115 dall'inizio dell'anno.
- In linea con la nostra visione di un vigore generale dell'USD, prevediamo un rialzo di USD/JPY nei prossimi mesi.

I mercati ora scontano 4 o 5 rialzi della Fed in 12 mesi



A nostro avviso, quest'anno la divergenza tra le politiche monetarie sarà un fattore decisivo per i mercati dei cambi. Il mercato sconta in misura crescente un inasprimento della politica monetaria USA. All'inizio di dicembre 2021 i mercati dei tassi scontavano due rialzi della Fed (di 25 punti base ciascuno) su 12 mesi, ma subito dopo la riunione del FOMC del 26 gennaio sono passati da quattro a cinque rialzi (cfr. grafico). Le aspettative sui tassi per le banche centrali dei principali Paesi sviluppati sono aumentate poco o nulla, come nel caso della Bank of Japan (BoJ), malgrado le voci temporanee di un possibile epilogo della politica monetaria ultraespansiva. La più grande sorpresa è stata la reazione blanda dell'USD alla maggiore divergenza tra le politiche monetarie da inizio dicembre. EUR/USD ha fluttuato intorno a 1,13 e USD/JPY è aumentato solo di poco. Solo i commenti restrittivi del presidente della Fed Powell il 26 gennaio, alla conferenza stampa dopo la riunione del FOMC, hanno dato nuovo slancio al biglietto verde. Questa reazione tiepida potrebbe essere ascrivibile al fatto che già nel corso del 2021 la nostra visione di un USD forte è diventata unanime e già da tempo le posizioni speculative dei trader sono nettamente favorevoli all'USD. Inoltre, contro ogni aspettativa, i crescenti rischi geopolitici legati alle tensioni tra Russia e Ucraina non hanno innescato un rally delle valute rifugio come CHF e JPY. Tuttavia, confermiamo le opinioni principali per il 2022 da noi espresse un mese fa, ossia il persistente apprezzamento dell'USD su base ponderata per l'interscambio e il continuo vigore del CHF contro l'EUR.

Swiss Life Asset Managers



Marc Brüttsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
@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.