

Febbraio 2023

Tassi d'interesse e obbligazioni

Il reddito fisso torna in auge

Stati Uniti

- Da inizio anno, i rendimenti dei Treasury a 10 anni sono scesi di 35 pb e gli spread del credito societario di 11 pb, compensando in parte gli investitori obbligazionari per la performance deludente del 2022.
- La Fed è vicina alla fine del suo ciclo di rialzi, ma probabilmente non taglierà il tasso guida prima di fine 2023, per verificare che l'inflazione stia scendendo verso l'obiettivo del 2%.

Eurozona

- Anche il reddito fisso europeo ha registrato un'ottima performance: i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni sono scesi di 26 pb e gli spread di 16 pb.
- L'inflazione di fondo in Europa sale ancora, inducendo la BCE a inasprire le condizioni finanziarie, soprattutto dopo l'ultimo rally degli attivi rischiosi.

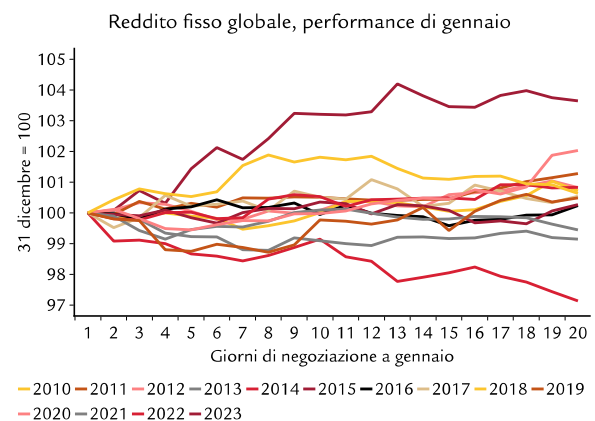
Regno Unito

- Anche i rendimenti dei titoli di Stato britannici sono scesi da inizio anno, ma nella seconda metà di gennaio non si sono ripresi come gli omologhi europei.
- Gli indici PMI segnalano una contrazione dell'attività economica, ma la BoE dovrà probabilmente alzare di nuovo i tassi per arginare l'inflazione, ancora superiore al 10%.

Svizzera

- I rendimenti dei titoli di Stato svizzeri a 10 anni continuano ad andare di pari passo con quelli dei Bund tedeschi e nelle prime settimane dell'anno sono scesi di 50 pb, prima di risalire a fine gennaio.
- Anche se l'indicatore anticipatore KOF è nettamente migliorato, ma per il resto dell'anno si prevede ancora una crescita anemica e un calo dell'inflazione sotto il 2% già nel T3. Pertanto, per questo ciclo prevediamo solo un altro rialzo da parte della BNS.

Forte rally delle obbligazioni a gennaio



Fonti: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Il reddito fisso ha avuto un ottimo inizio d'anno: a gennaio il credito investment grade in EUR e USD ha reso, rispettivamente, il 2,1% e il 3,5%. I rendimenti complessivi storicamente elevati, il contesto macro più favorevole, il calo dell'inflazione e la prossima fine della stretta monetaria a livello globale hanno creato un'opportunità d'investimento interessante nel reddito fisso. La domanda è: cosa ci aspetta? Ciò dipenderà perlopiù dalla capacità di tenuta della crescita, mentre l'inflazione continuerà a scendere verso il magico obiettivo del 2% delle banche centrali. I dati recenti lo sostengono, ma un atterraggio morbido resta difficile da realizzare, perché storicamente l'inflazione non è mai scesa così rapidamente senza una recessione. Inoltre, gli Stati Uniti iniziano a mostrare le prime crepe, che potrebbero aggravarsi se la Fed manterrà alti i tassi ancora a lungo. L'economia europea sembra in via di miglioramento, ma i fondamentali macro appaiono ancora deboli e potrebbero non reggere se la crescita USA dovesse vacillare. Dopo il vigoroso rally degli spread, rimaniamo quindi piuttosto cauti. Crediamo che i tassi possano salire un'ultima volta: le banche centrali devono mostrarsi intransigenti dopo il massiccio allentamento delle condizioni finanziarie. In futuro preferiremmo però vederli scendere o muoversi lateralmente, dato che l'economia continua a rallentare.

Azioni

Un buon inizio d'anno, ma cosa ci aspetta?

Stati Uniti

- Le azioni USA hanno iniziato l'anno in positivo, guadagnando il 6,5% a gennaio (tutti i rendimenti degli indici regionali MSCI Net Total Return). I motivi sono soprattutto il calo dell'inflazione e dei tassi e una crescita migliore del previsto.
- La stagione degli utili è iniziata con risultati eterogenei.
- La borsa USA è ancora di gran lunga la più sopravvalutata. Continuiamo a preferire gli altri mercati.

Eurozona

- Con un rialzo del 9,6%, a gennaio 2023 il mercato è stato il migliore tra i principali indici globali.
- L'andamento positivo è ascrivibile al calo dei prezzi del gas e dell'inflazione a dicembre.
- La borsa europea ha una valutazione interessante, non molto superiore a quella dei precedenti minimi di mercato. Diversi settori (come le case automobilistiche) hanno P/E nettamente inferiori a 10.

Regno Unito

- Nel gennaio 2023, la borsa britannica ha guadagnato il 4,1%, sottoperformando tutti i principali mercati. Questo risultato va considerato nella giusta prospettiva: lo scorso anno il Regno Unito ha nettamente superato tutti gli altri mercati.
- Quanto alle valutazioni, questo mercato è ancora molto interessante, ma i fondamentali economici sono molto deboli e permangono i rischi politici.

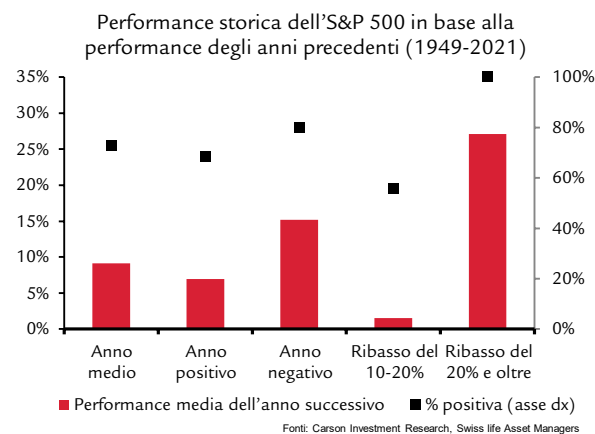
Svizzera

- La borsa svizzera è salita del 5,4% a gennaio.
- Il mercato svizzero ha sottoperformato le altre borse a causa della performance debole dei tre colossi dell'indice, Nestlé, Roche e Novartis, che hanno reso tra il -0,7% e il 3%.
- La borsa svizzera è la più sopravvalutata dopo quella USA, ma è un mercato difensivo che dovrebbe sovraperformare in un contesto più incerto.

Mercati emergenti

- A gennaio, le azioni dei mercati emergenti hanno reso il 7,9%, registrando la seconda migliore performance dopo l'eurozona.
- Il motivo principale di questo risultato è la riapertura della Cina, il colosso dell'indice, che sosterrà lo sviluppo economico nazionale e dei mercati emergenti in generale.

Rialzi dei tassi e recessioni: conseguenze per il 2023



Il modello storico è piuttosto chiaro: gli anni negativi per le borse coincidono con le recessioni, che di solito sono precedute da netti rialzi dei tassi guida. In questi casi, una perdita del 15-20% dell'S&P 500, come quella dello scorso anno, è normale. Storicamente, i rialzi dei tassi guida si sono fermati l'anno successivo e l'S&P 500 si è ripreso. Il grafico qui sopra mostra che dal 1950, in media, ogni anno con perdite superiori al 20% è stato seguito da un anno di notevoli guadagni dell'S&P 500. In anni come il 2022, in cui l'S&P 500 ha perso circa il 18%, l'anno successivo è stato storicamente il più deludente tra gli scenari descritti e solo nel 56% circa dei casi è stato positivo, con un rendimento medio a una sola cifra bassa.

A nostro avviso, quest'anno non sarà facile registrare performance superiori al track record storico. Le nostre preoccupazioni sono dovute a diversi motivi: in primis, nei sei mesi precedenti la fine del ciclo di rialzi dei tassi, storicamente la borsa ha registrato una performance mediamente negativa. In secondo luogo, le stime sugli utili prevedono ancora una crescita, cosa che non è mai accaduta in una recessione dopo la seconda guerra mondiale. Terzo, le revisioni delle stime sugli utili e le prospettive sono deboli. Però, vi sono anche segnali positivi: innanzitutto, le valutazioni sono ben più interessanti rispetto a un anno fa e i mercati non USA sono molto sottovalutati, mentre i prezzi non sono lontani dai minimi delle recessioni. In secondo luogo, il clima è ribassista. Terzo, molti investitori hanno già riallocato importi significativi nel reddito fisso e, quarto, l'inflazione è in calo e presto la Fed potrebbe smettere di alzare i tassi. Nel complesso, ci aspettiamo ancora rendimenti azionari a una cifra per l'intero anno e, a breve, un'altra correzione.

Valute

L'euro torna in auge

Stati Uniti

- Nel gennaio 2023, l'USD ha perso l'1,5% su base ponderata per l'interscambio, mentre le valute cicliche come EUR, GBP e le principali divise dei mercati emergenti sono tornate in auge in un contesto di propensione al rischio.
- Restiamo dell'idea che il ciclo positivo dell'USD sia concluso con l'avvicinarsi di una recessione USA nel 2023 e i successivi tagli dei tassi, ma riteniamo che i recenti movimenti siano stati eccessivi. Se, come crediamo, la propensione al rischio dovesse diminuire a breve, l'USD potrebbe riprendersi temporaneamente.

Eurozona

- A gennaio l'EUR si è apprezzato nei confronti dell'USD e delle valute europee, in previsione di ulteriori rialzi dei tassi della BCE. L'oscillazione è stata particolarmente forte rispetto a SEK (+1,9%) e NOK (+3,4%).
- L'apprezzamento potrebbe fermarsi o venire meno a breve, ma crediamo che nel 2023 l'EUR avrà ancora un supporto per via del ciclo di rialzi ritardato rispetto ad altre economie e dell'inflazione ostinata.

Regno Unito

- Ottimo inizio d'anno per la sterlina, che a gennaio si è apprezzata nei confronti dell'USD e ha tenuto testa all'EUR.
- Dopo il rally di gennaio, siamo negativi sul GBP rispetto all'USD, anche visto il deterioramento del mix crescita/inflazione nel Regno Unito.

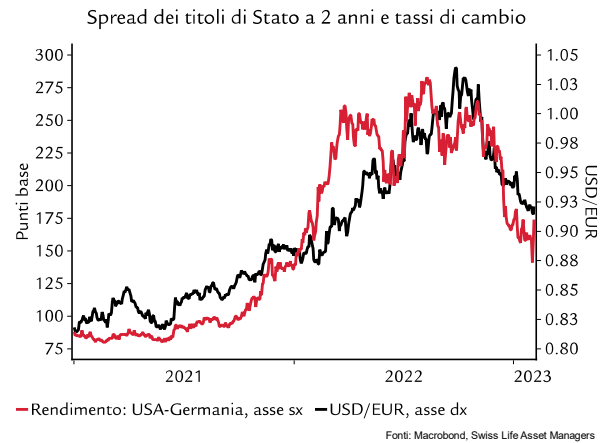
Svizzera

- A gennaio il CHF ha perso circa lo 0,5% su base ponderata per l'interscambio, consentendo alla BNS di vendere valuta estera.
- Dopo il rally di EUR/CHF oltre la parità, ci aspettiamo una moderazione a breve termine.

Giappone

- Dal picco di metà ottobre, USD/JPY è sceso di ben il 14%. A gennaio la Bank of Japan (BoJ) ha mantenuto la sua politica di controllo della curva dei rendimenti rivista, ma i mercati nutrono sempre più dubbi sulla sua sostenibilità e un nuovo governatore della BoJ potrebbe abbandonarla.
- Ciò potrebbe far salire i rendimenti obbligazionari giapponesi e avvalorare la nostra visione negativa su USD/JPY per il 2023.

Il calo dei differenziali sostiene l'EUR rispetto all'USD



Il 2023 è iniziato sulla scia del 2022: il contesto di propensione al rischio ha sostenuto le valute cicliche come EUR e GBP a scapito delle valute rifugio, ossia USD e CHF. Un driver molto importante è stato anche il calo dei differenziali d'interesse. Negli Stati Uniti, i dati sull'inflazione e sull'attività hanno confermato la visione di un rallentamento dell'economia e di continua disinflazione, mantenendo relativamente stabili le aspettative di politica monetaria (e quindi di rendimento dei titoli di Stato) su due anni. Nell'eurozona, i dati sull'attività hanno invece sorpreso al rialzo, perché grazie alla situazione energetica migliore del previsto la tanto temuta recessione invernale si rivelerà probabilmente solo un ristagno. Intanto, il vigore del mercato del lavoro e la sorprendente solidità dei consumi hanno contribuito ad ampliare le pressioni inflazionistiche. Diversamente dagli Stati Uniti, l'inflazione di fondo è salita ancora a dicembre ed è rimasta invariata a gennaio, superando le aspettative del mercato in entrambi i mesi. I mercati hanno quindi aumentato le aspettative di rialzo dei tassi della BCE, contribuendo a ridurre i differenziali d'interesse tra Stati Uniti ed eurozona. Ciò è in linea con le previsioni per l'intero 2023 descritte nell'edizione precedente, ma riteniamo che le recenti oscillazioni possano essere state eccessive e che a breve termine l'EUR possa evidenziare una moderazione rispetto all'USD e al CHF, anche alla luce dell'elevato posizionamento speculativo long sull'EUR e della nostra visione di un contesto meno favorevole agli attivi rischiosi nei prossimi mesi.

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

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.