

Settembre 2023

Tassi d'interesse e obbligazioni

Chi acquisterà tutte queste obbligazioni?

Stati Uniti

- Nuovo massimo ciclico dei tassi USA dovuto ai dati economici solidi, al maggiore fabbisogno di finanziamento del Tesoro ed al declassamento del loro rating, che ha spinto gli investitori a cedere i Treasury e fatto salire gli spread del credito societario di 7 punti base (pb) ad agosto.
- Alla riunione annuale di Jackson Hole, il presidente della Fed Powell ha mantenuto toni restrittivi, malgrado la netta flessione dell'inflazione primaria.

Eurozona

- Malgrado le prospettive economiche poco incoraggianti e il deterioramento delle indagini congiunturali, specie nei servizi, ad agosto i rendimenti dei Bund tedeschi sono saliti sulla scia dei Treasury. Anche gli spread sono saliti di 8 pb, dato il contesto meno favorevole per le società europee.
- La fine del ciclo di rialzi della BCE sembra vicina e il calo dei prezzi alla produzione dovrebbe far rallentare l'inflazione dei prezzi al consumo.

Regno Unito

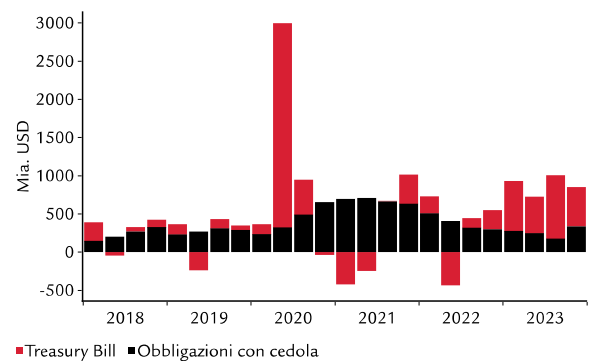
- Nel Regno Unito aumentano i rischi di stagflazione: l'inflazione di fondo è ferma al 6,9% e l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) dei servizi è inaspettatamente scivolato in area di contrazione.
- Ad agosto la Bank of England ha alzato il tasso guida di 25 pb. Con l'alta inflazione, i tassi a lungo termine hanno raggiunto un nuovo massimo ciclico prima di scendere verso fine mese.

Svizzera

- In contrasto con l'impennata dei rendimenti osservata in altri paesi, i tassi a lungo termine in Franchi si sono mossi poco e restano bassi, nonostante l'inflazione dell'1,6%.
- Il PMI manifatturiero svizzero è sceso inaspettatamente a 38, un livello mai registrato, nemmeno al culmine della pandemia. Di conseguenza, la BNS dovrebbe poter mantenere un atteggiamento attendista. Quindi, per il momento, non prevediamo altri rialzi dei tassi.

Debito USA: T-Bill in vetta alle nuove emissioni

Stati Uniti: emissione di Treasury Bill e obbligazioni con cedola a confronto, su base trimestrale



Fonti: Macrobond, US Treasury, Swiss Life Asset Managers

Malgrado l'economia solida e l'inflazione tenace, il governo USA ha un deficit dell'8,4% del PIL, un record se si escludono i periodi di recessione e di guerra. Secondo l'Ufficio di bilancio del Congresso, entro il 2053 il rapporto debito/PIL raggiungerà un insostenibile 181%. Anche per via della politica fiscale precaria, Fitch ha declassato il rating USA da AAA. Di per sé ciò non è motivo di preoccupazione immediata per gli investitori: il vero problema è la necessità di finanziare il crescente deficit. Per il secondo semestre 2023 il governo punta a emettere nuovo debito per 1,9 bn di USD. Con la contrazione dei bilanci delle banche centrali, l'onere di assorbire queste nuove obbligazioni ricade sul settore privato, che potrebbe escludere altri strumenti d'investimento. Per ora il Tesoro USA mitiga l'impatto emettendo soprattutto debito a breve termine (T-Bill), ma questa tattica ha i suoi limiti. I T-Bill, che storicamente hanno costituito solo il 23% del debito totale, rappresentano ora circa il 70% delle nuove emissioni. Quando questo rapporto ritornerà ai livelli storici, gli attivi rischiosi e i titoli di Stato potrebbero subire nuove pressioni. Restiamo cauti sul rischio di credito, ritenendo che il mercato non sconti ancora appieno queste incertezze. D'altro canto, i tassi scontano già alcuni di questi aspetti e, dato il volume modesto di obbligazioni con cedola, sul breve i rendimenti a lungo termine potrebbero persino scendere.

Azioni

Correzione dopo un'ottima performance di mercato

Stati Uniti

- Ad agosto il mercato USA ha perso il 2,1% e la sua performance da inizio anno è del 18,3% (dati al 29 agosto).
- La stagione degli utili è stata ancora una volta migliore del previsto. La crescita degli utili (rispetto al T2 2022) è stata del -8% e quella delle vendite del -1%. La sorpresa sugli utili è stata del 4% e l'80% delle società ha superato le attese. Gli analisti hanno quindi rivisto al rialzo le proiezioni per gli utili del 2023 e 2024.
- La valutazione della borsa USA supera le medie storiche. La performance da inizio anno è ascrivibile all'espansione dei multipli azionari, ovvero alla valutazione più elevata.

Eurozona

- Il mercato ha perso il 2,6% ad agosto e la performance da inizio anno è del 14,4%.
- La stagione degli utili è stata migliore del previsto. La crescita degli utili è stata del -8% e quella delle vendite del -7%. Il 60% delle società ha superato le attese sugli utili del 4%.
- La valutazione del mercato europeo è ancora molto interessante a lungo termine.

Regno Unito

- Il Regno Unito ha registrato una performance del -2,3% ad agosto. Da inizio anno ha guadagnato il 2,8%.
- Nonostante la valutazione più bassa ed il rendimento dei dividendi più alto tra i principali mercati sviluppati, la borsa britannica stenta a riprendersi ed al momento è una «value trap».

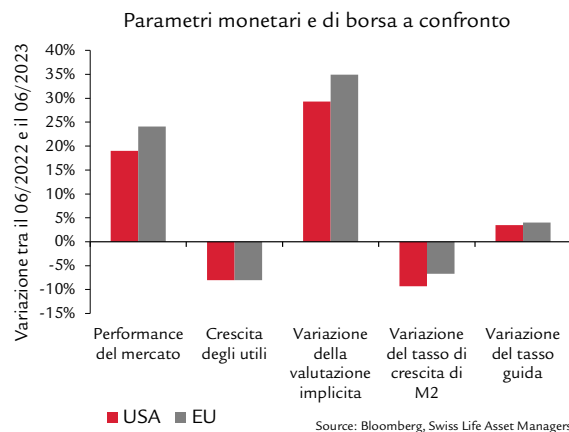
Svizzera

- Il mercato svizzero ha perso l'1,9% ad agosto, portando la performance da inizio anno al 5,8%.
- Hanno deluso soprattutto i titoli farmaceutici e Nestlé, che rappresentano oltre il 40% del mercato.
- La borsa svizzera è la più sopravvalutata dopo quella USA.

Mercati emergenti

- Agosto è stato molto negativo, con una performance del -5,5%. Da inizio anno questo mercato ha guadagnato il 5,2% ed è indietro rispetto agli altri.
- I dati economici cinesi continuano a deludere, il Paese è in deflazione e finora le misure di stimolo del governo sono state limitate.

Tassi più alti e meno liquidità, ma valutazioni più elevate



Da metà 2022, i mercati azionari hanno guadagnato circa il 20%. L'andamento positivo di quest'anno si spiega in gran parte con l'aumento delle valutazioni, che è piuttosto sorprendente alla luce dell'andamento dell'economia e della dinamica degli utili. Dal T2 2022 al T2 2023, in Europa e negli Stati Uniti gli utili sono scesi dell'8%. Contemporaneamente, la politica monetaria è diventata piuttosto restrittiva: il tasso di crescita massa monetaria è diminuito e ora negli Stati Uniti è negativo. Inoltre, le banche centrali hanno alzato i tassi di circa il 4-5%, uno degli aumenti più rapidi e netti della storia. La progressione dei mercati azionari e il calo degli utili si sono tradotti in un aumento implicito delle valutazioni di circa il 30%. Un'espansione di questo tipo in un contesto di politica monetaria restrittiva e tassi di crescita in calo si è verificata di rado nella storia. Di conseguenza, ora la borsa USA è sopravvalutata in termini sia assoluti che relativi rispetto alle obbligazioni. In Europa la situazione è diversa. Nonostante l'aumento, le valutazioni sono ancora inferiori alle medie storiche. Sulla base di ciò, si può concludere che la recente correzione fosse prevedibile e che possa proseguire. Tuttavia, vi sono anche aspetti positivi. I due più importanti sono: negli ultimi due trimestri gli utili hanno evidenziato un'ottima tenuta e superato le attese. Inoltre, gli analisti prevedono una crescita degli utili di circa il 10% nel 2024 e, con il calo dell'inflazione e l'indebolimento dell'economia, è possibile che le banche centrali taglino i tassi. Infine, è possibile che l'intelligenza artificiale porti a un netto aumento della produttività. Nel complesso, abbiamo una visione neutrale e un'allocazione neutrale alle azioni nel breve termine.

Valute

La debolezza dell'USD dovrebbe essere temporanea

Stati Uniti

- Come prevedevamo, dopo due mesi di debolezza ad agosto l'USD si è apprezzato rispetto a gran parte delle valute principali. Il motivo è che l'economia USA ha continuato a sovraperformare, specie rispetto all'Europa, e la Federal Reserve mantiene toni restrittivi. La scarsa propensione al rischio nei mercati finanziari ha sostenuto l'USD anche ad agosto.
- Manteniamo la nostra visione positiva sull'USD per il resto del trimestre. Pur prevedendo un calo dell'inflazione USA, riteniamo probabile che i dati economici restino abbastanza solidi da preoccupare la Federal Reserve quanto ai rischi d'inflazione. Il vantaggio in termini di tasso («carry») dovrebbe quindi rimanere significativo e sostenere l'USD.

Eurozona

- Il cambio EUR/USD è ridisceso sotto 1,10 ad agosto. Il deprezzamento dell'EUR è ascrivibile perlopiù ai dati economici deboli, in particolare alla netta flessione degli indici PMI verso fine mese.
- Rimaniamo negativi su EUR/USD e per le prossime quattro settimane prevediamo un andamento laterale dell'EUR rispetto a GBP e CHF.

Regno Unito

- Dopo due mesi positivi, ad agosto il GBP ha perso l'1,5% nei confronti dell'USD. Per il terzo mese consecutivo, la performance del GBP nei confronti dell'EUR è stata piatta.
- Ci aspettiamo un altro rialzo dei tassi da parte della Bank of England, ma questo intervento è già ampiamente scontato dai mercati. Ribadiamo la previsione di un calo di GBP/USD.

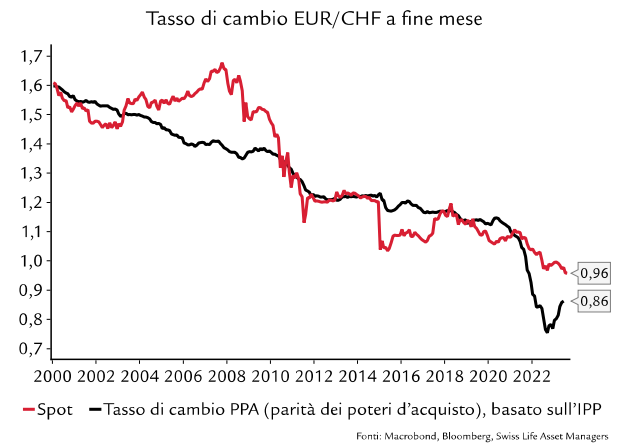
Svizzera

- Ad agosto, USD/CHF ha recuperato dai minimi di luglio e un «rally di sollievo» a fine mese ha portato a una performance positiva per EUR/CHF.
- Ribadiamo il nostro giudizio neutrale su EUR/CHF e positivo su USD/CHF.

Giappone

- USD/JPY è salito del 2,5% ad agosto. Il calo di luglio è stato quindi solo un breve episodio in una tendenza al rialzo apparentemente ininterrotta per USD/JPY.
- Prevediamo un altro mese di debolezza del JPY nei confronti dell'USD, visti i differenziali d'interesse ancora molto alti, a scapito del JPY.

Il CHF è meno sottovalutato



Uno degli aspetti più sorprendenti della normalizzazione post-pandemia delle politiche delle banche centrali è stata la tolleranza della Banca nazionale svizzera per un CHF più forte. Oltre ad aver abbandonato il mantra di una valuta sopravvalutata, l'istituto sembra persino aver abbracciato il rafforzamento della divisa come mezzo per tenere a bada l'inflazione importata. L'atteggiamento rilassato della BNS è stato giustificato dal netto aumento del differenziale d'inflazione tra la Svizzera e il resto del mondo sviluppato, che ha fatto scendere il «fair value» delle valute estere. Applicando un modello di parità dei poteri d'acquisto (PPA) basato sull'inflazione dei prezzi alla produzione, secondo alcune stime il fair value di EUR/CHF sarebbe persino sceso a 0,80 nel 2022, rendendo il CHF sottovalutato rispetto all'EUR. Certo, se si applica un modello PPA basato sui prezzi al consumo il CHF è ancora considerato sopravvalutato, ma per valutare la competitività dell'economia, in particolare dei Paesi esportatori, i prezzi alla produzione potrebbero essere più adatti per elaborare un modello del fair value.

Tuttavia, negli ultimi mesi la situazione è cambiata rapidamente. Se in Svizzera è probabile che l'inflazione resti stabile vicino al 2% nei prossimi mesi, altrove sta scendendo rapidamente dagli alti livelli del 2022. Il calo del differenziale d'inflazione implica un aumento del «fair value» di EUR/CHF (cfr. grafico) e di USD/CHF. Con il deterioramento delle indagini congiunturali, soprattutto nel settore manifatturiero, gli esportatori svizzeri potrebbero tornare a esortare la BNS a una maggiore cautela nel ciclo di rialzi, rendendo più delicato il suo lavoro di contenimento dell'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 gr 1, NO-0161 Oslo.