

Novembre / dicembre 2023

Tassi d'interesse e obbligazioni

Verso la normalizzazione della curva dei rendimenti

Stati Uniti

- A ottobre l'eccesso di offerta ha fatto salire i rendimenti dei Treasury decennali di altri 33 punti base (pb), con un impatto negativo sugli spread creditizi, che si sono ampliati di 8 pb.
- La Federal Reserve ha mantenuto i tassi invariati, ma ha ribadito la prospettiva di «tassi più alti più a lungo» alla luce della buona tenuta dell'economia USA e delle pressioni inflazionistiche ancora elevate.

Eurozona

- Nell'eurozona a ottobre gli spread si sono ampliati di 7 pb, influenzati dall'indebolimento dei dati economici e dagli dati sull'inflazione più recenti, che suggeriscono un netto rallentamento dell'economia. Di conseguenza, i rendimenti dei Bund tedeschi a 10 anni sono scesi di 3 pb.
- La Banca centrale europea ha lasciato i tassi guida invariati. Date le attuali sfide economiche, tra cui la crescita stentata, il clima geopolitico precario e il rapido rallentamento dell'inflazione, riteniamo che il ciclo di rialzo dei tassi sia giunto al termine.

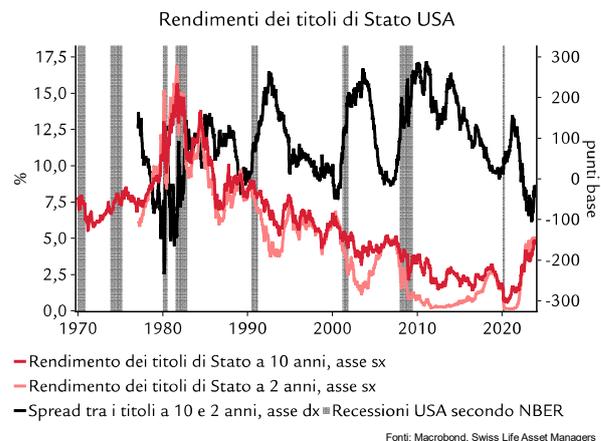
Regno Unito

- I rendimenti dei Gilt decennali sono saliti di 7 pb, sulla scia degli omologhi USA, vista l'inflazione persistentemente alta.
- Data l'attuale fragilità economica, condividiamo il consenso di mercato che attualmente non prevede ulteriori rialzi dei tassi da parte della Bank of England.

Svizzera

- Rendimenti stabili per i titoli di Stato svizzeri a ottobre: il vigore della valuta attenua in modo efficace gran parte delle pressioni inflazionistiche esterne.
- Tuttavia, gli indicatori congiunturali anticipatori segnalano un rallentamento economico. Se l'inflazione dovesse restare sotto il 2%, la Banca nazionale svizzera potrebbe prendere in considerazione un taglio dei tassi guida nel 2024.

Il «bear steepening» può ancora causare una recessione



Uno spread negativo tra i Treasury a 10 e quelli a 2 anni è tradizionalmente considerato un segnale di recessione. Ma nonostante la curva dei rendimenti sia inversa da 484 giorni, l'economia USA resta decisamente solida: la crescita del PIL del T3 si è attestata al 4,9% annualizzato e le condizioni sul mercato del lavoro restano tese. Va notato però che di norma le recessioni iniziano quando la curva si irripidisce dopo un'inversione. Da quando ha raggiunto uno spread di -108 pb a giugno, la curva si è irripidita di 90 pb. Un segnale di recessione imminente? Abbiamo opinioni contrastanti. Nei cicli precedenti, l'irripidimento sfociante in recessione era dovuto al fatto che i tassi a breve scendevano più rapidamente di quelli a lunga scadenza a causa del taglio dei tassi. Ora si osserva un «bear steepening», ossia il tratto a lunga sale più rapidamente di quello a breve, riflettendo una revisione delle previsioni di crescita e inflazione verso l'alto. Nonostante questo si discosti da quanto osservato in passato, l'inasprimento delle condizioni finanziarie causato dal «bear steepening» farà scendere a nostro avviso i prezzi degli attivi rischiosi e accrescerà il rischio di un ciclo di default, come successo nel periodo di alta inflazione degli anni '70. A. Manteniamo di conseguenza una posizione corta sul rischio di credito e lunga sulla duration concentrandoci sull'Eurozona, la cui economia si contrae più rapidamente e dove le pressioni inflazionistiche si stanno attenuando.

Azioni

Netta correzione a ottobre

Stati Uniti

- A ottobre la borsa USA ha perso il 2,3%, con una performance del +10,5% da inizio anno.
- La stagione degli utili del T3 è iniziata con risultati eterogenei. Attualmente la crescita degli utili rispetto al T3 2022 è del 2,7%. Le società con risultati peggiori del previsto subiscono perdite significative, mentre quelle con risultati superiori alle attese vedono netti rialzi delle quotazioni. Per la prima volta da un po' di tempo, però, i risultati trimestrali non sono riusciti a smuovere il mercato.
- La valutazione della borsa USA supera ancora le medie storiche. Il mercato è orientato verso i cosiddetti «magnifici sette», titoli tecnologici in rialzo da inizio anno e la cui valutazione resta molto elevata, malgrado le recenti perdite.

Eurozona

- Il mercato ha perso il 3,3% a ottobre e la performance da inizio anno è del 6,6%.
- Finora la stagione degli utili è stata piuttosto deludente.
- La valutazione del mercato europeo resta molto interessante a lungo termine.

Regno Unito

- Il mercato britannico ha perso il 3,6% a ottobre. Da inizio anno ha guadagnato l'1,4%.
- La borsa britannica continua a beneficiare della valutazione più bassa e del rendimento del dividendo più alto tra i principali mercati sviluppati. L'alta esposizione al settore dell'energia sostiene il mercato, viste le quotazioni petrolifere elevate.

Svizzera

- La borsa svizzera ha perso il 5,1% a ottobre; la performance da inizio anno è del -1,4%.
- Resta debole la performance dei titoli farmaceutici e di Nestlé, che rappresentano oltre il 40% del mercato azionario svizzero. Nell'attuale rallentamento, questo mercato non mostra il suo consueto carattere difensivo. La borsa svizzera è la più sopravvalutata dopo quella USA.

Mercati emergenti

- Ottobre è stato deludente con una performance del -3,9%. Da inizio anno questo mercato ha perso il 2,1% ed è rimasto indietro rispetto agli altri.
- Di recente la Cina sta cercando di stimolare la sua economia, ma finora il mercato non ha reagito.

Impatto degli eventi geopolitici sul mercato

Mercati ed eventi geopolitici, rendimenti dei tre mesi successivi

Evento	Data	S&P500	Treasury USA	Greggio	Oro
Invasione del Kuwait	Ago '90	-10%	1%	38%	-1%
Prima guerra del Golfo	Gen '91	20%	2%	-24%	-8%
Attentati dell'11 settembre	Set '01	4%	0%	-30%	2%
Seconda guerra del Golfo	Mar '03	12%	7%	2%	6%
Guerra in Libano	Giu '06	7%	3%	-10%	-6%
Annessione della Crimea	Mar '14	5%	3%	6%	-2%
Attentati di Parigi	Nov '15	-5%	5%	-21%	10%
Invasione dell'Ucraina	Feb '22	-4%	-8%	24%	-5%
Mediana		5%	3%	-4%	-2%

Fonti: Goldman Sachs, Swiss Life Asset Managers

Le guerre in Ucraina e in Medio Oriente hanno fatto impennare i rischi geopolitici. Ciò solleva un interrogativo: come reagiscono i mercati ai rischi geopolitici e alle guerre? La reazione è negativa e duratura o piuttosto tiepida? Contro ogni aspettativa, la reazione agli eventi geopolitici è piuttosto tiepida in quanto l'impatto sull'economia globale e sui mercati dei capitali è spesso limitato. La tabella in alto mostra i rendimenti di diverse classi d'investimento nei tre mesi successivi all'inizio di una crisi geopolitica.

Nei tre mesi dopo lo scoppio di una guerra, l'andamento dei mercati azionari è stato generalmente positivo. Soprattutto nei tre mesi successivi allo scoppio della prima guerra del Golfo, il mercato ha guadagnato il 20%. Solo in un caso (l'invasione del Kuwait) si è verificata una perdita a due cifre. In media, anche i Treasury USA hanno guadagnato terreno. Solo in un caso (guerra in Ucraina) il rendimento dei Treasury a tre mesi è stato negativo, ma ciò si spiega con l'aumento dell'inflazione e dei tassi guida, il cui effetto ha sovrastato quello della domanda di beni rifugio. La performance del greggio nei periodi di crisi è chiaramente più volatile. Di fatto, il rendimento mediano è negativo, ma vi sono anche casi decisamente positivi. Quando la causa delle turbolenze è stata una guerra in Medio Oriente, il rendimento è stato a due cifre (la prima guerra del Golfo va considerata nel contesto dell'invasione del Kuwait e il risultato netto è stato positivo). La reazione dell'oro, che in un simile contesto è considerato un bene rifugio, è alquanto sorprendente: in gran parte dei casi ha registrato una performance positiva, ma di entità piuttosto ridotta.

In sintesi, in passato le guerre e gli altri eventi geopolitici hanno avuto un effetto sorprendentemente lieve sui mercati finanziari e in gran parte dei casi gli attivi rischiosi hanno guadagnato terreno.

Valute

Guerra in Medio Oriente: impatto limitato sul CHF

Stati Uniti

- Anche ottobre è stato favorevole all'USD, grazie a ottimi dati economici e all'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato USA. L'USD ha guadagnato l'1% su base ponderata per l'interscambio.
- Confermiamo l'aspettativa positiva sull'USD per il prossimo mese. Il vantaggio in termini di tassi («carry») dovrebbe rimanere significativo e sostenere l'USD. Prevediamo un rallentamento nel T4 2023, ma è probabile che l'economia USA superi gli altri mercati sviluppati.

Eurozona

- A ottobre l'EUR si è leggermente apprezzato su base ponderata per l'interscambio. EUR/USD ha chiuso il mese invariato e il deprezzamento dell'EUR nei confronti del CHF è stato controbilanciato da un apprezzamento rispetto al GBP e dal netto rialzo nei confronti di SEK e NOK.
- Rimaniamo negativi su EUR/USD e prevediamo ancora un andamento laterale dell'EUR rispetto a GBP e CHF.

Regno Unito

- Dopo un settembre debole a causa del mancato intervento della Bank of England, ottobre è stato più tranquillo per il GBP, che si è deprezzato nei confronti di USD ed EUR.
- In linea con la nostra aspettativa di un USD vigoroso, prevediamo un calo di GBP/USD fino a fine anno.

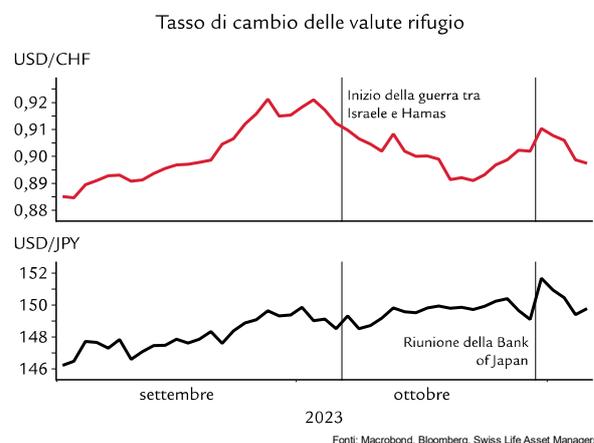
Svizzera

- A ottobre il CHF si è apprezzato dello 0,7% su base ponderata per l'interscambio, beneficiando del suo status di valuta rifugio nel contesto delle turbolenze geopolitiche.
- Ai livelli attuali, riteniamo che il potenziale di apprezzamento sia limitato; ribadiamo il giudizio neutrale su EUR/CHF e positivo su USD/CHF.

Giappone

- A ottobre è proseguito il crollo dello JPY, alimentato dall'approccio molto cauto della Bank of Japan alla normalizzazione della politica monetaria.
- Tuttavia, probabilmente l'istituto non avrà scelta e, dato che lo JPY è nettamente sottovalutato, ci aspettiamo un suo apprezzamento fino a fine anno.

JPY: performance dettata dalla Bank of Japan



L'attacco di Hamas a Israele il 7 ottobre ha rappresentato un nuovo shock geopolitico, ma l'effetto sui mercati finanziari è stato di breve durata. Inizialmente, i prezzi del petrolio sono saliti e il CHF, considerato una valuta rifugio, si è rafforzato fino a metà ottobre (cfr. grafico). Entrambe le dinamiche si sono in parte invertite nella seconda metà del mese, anche se la situazione in Medio Oriente è rimasta molto tesa. Il JPY, l'altra valuta rifugio, ha persino continuato a deprezzarsi rispetto all'USD durante il mese. La riunione della Bank of Japan del 31 ottobre ha influito sulla performance più della geopolitica: il timido tentativo di normalizzare la politica monetaria ha deluso gli investitori, causando una flessione del JPY.

Per quanto riguarda il Medio Oriente, abbiamo formulato tre scenari: (1) un conflitto circoscritto a Israele e ai territori palestinesi, con effetti quasi nulli sull'economia mondiale e sui mercati finanziari; (2) un secondo scenario, che in parte si sta già concretizzando, che vede coinvolti paesi limitrofi quali il Libano e la Siria e che si può considerare una guerra per procura tra Israele e Iran. In questo scenario, ci aspettiamo un aumento del premio di rischio per i prezzi dell'energia e per il CHF, in quanto valuta rifugio. E (3), lo scenario peggiore, ovvero un'escalation verso un conflitto diretto tra Israele e l'Iran, con un netto rincaro dell'energia, un importante apprezzamento del CHF e un forte impatto negativo sull'economia mondiale e sugli attivi rischiosi. Tuttavia, questo scenario ci sembra poco probabile.

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 VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.