

Il parere dell'economista capo di Raiffeisen

Dove sono i fori dei proiettili?



Sui mercati obbligazionari si spara a raffica. I tassi d'interesse sui mercati dei capitali sono saliti a livelli che non si vedevano da molto tempo. Già ad agosto il ministro delle finanze statunitense si è visto costretto a intervenire. Ma la sua mossa non è stata delle più felici e ha finito per accrescere ulteriormente i livelli di incertezza sui mercati. Gli spari, dunque, si sono sentiti eccome. Ma dove sono i fori dei proiettili? Di norma, quando i tassi salgono così rapidamente e con tanta veemenza, i corsi azionari finiscono sotto pressione. Eppure, ad oggi le borse si collocano invece appena al di sotto dei loro massimi storici. Come si spiega una simile dinamica?

Pioggia di vendite sui mercati obbligazionari

L'epicentro del terremoto obbligazionario si trova negli Stati Uniti. A fine settembre, i rendimenti dei Treasury decennali statunitensi hanno raggiunto il livello più alto degli ultimi 24 anni. Negli ultimi tempi, ben poco è cambiato sul fronte delle cause strutturali che giustificano un livello più elevato dei tassi, come l'evoluzione demografica e il rallentamento della globalizzazione. La brusca impennata è stata piuttosto innescata da una combinazione di fattori. Tra questi figurano le recenti escalation militari nel Golfo, il calo della fiducia nella gestione delle finanze pubbliche e delle crisi da parte dello Stato in quanto istituzione, l'enorme fabbisogno di capitali delle grandi aziende statunitensi attive nel campo dell'intelligenza artificiale e il rafforzamento congiunturale dell'economia mondiale. In particolare, la situazione in Medio Oriente rimane fragile. Nuove escalation potrebbero compromettere ulteriormente e in misura significativa le capacità degli oleodotti e delle raffinerie negli Stati del Golfo. Questi rischi spingono al rialzo i prezzi dei prodotti petroliferi e del gas, mantengono l'inflazione ostinatamente elevata e costringono le banche centrali ad aumentare i tassi guida.

L'aumento dei tassi non si limita agli Stati Uniti

Anche in altri grandi paesi industrializzati i rendimenti dei titoli di Stato hanno registrato un forte aumento. In Giappone, i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni hanno superato la soglia del 3%, per la prima volta dal 1996. Nel Regno Unito, il 1° ottobre i tassi a lungo termine hanno superato temporaneamente il 6%, toccando livelli che non si vedevano da 30 anni. All'aumento contribuisce anche l'incremento dei premi di durata. A fronte di un'inflazione in crescita e in

assenza di prospettive di una maggiore disciplina di bilancio, gli investitori chiedono una remunerazione più elevata per detenere titoli di Stato a lungo termine.

L'aumento dei costi di finanziamento fa sentire il suo peso

Il terremoto sui mercati dei capitali difficilmente resterà senza conseguenze. Di pari passo con i rendimenti dei titoli di Stato aumentano anche i tassi applicati ai tradizionali crediti alle imprese e al consumo, nonché ai mutui ipotecari. Il rischio di turbolenze nel sistema finanziario è quindi cresciuto sensibilmente. Inoltre, di norma l'aumento dei tassi sul mercato dei capitali è veleno per le azioni. Comporta infatti tassi di attualizzazione più elevati e riduce così il valore attuale degli utili societari futuri. Al tempo stesso, le obbligazioni diventano più interessanti come alternativa d'investimento, mentre l'aumento dei costi di finanziamento grava sugli utili delle imprese. Il rialzo dei tassi si ripercuote dunque sulle azioni con una manovra a tenaglia su più fronti.

Correzioni limitate sui mercati azionari

Finora, tuttavia, i mercati azionari hanno ceduto terreno soltanto in misura marginale. Negli Stati Uniti, l'S&P 500 e il Nasdaq Composite Index si mantengono in prossimità dei rispettivi massimi storici. All'inizio di ottobre, le borse di Regno Unito, Europa e Giappone si collocavano tutte appena il 5% circa al di sotto dei massimi annui raggiunti in estate. Secondo i principi della teoria finanziaria, la reazione dovrebbe essere decisamente più marcata. Sotto la superficie, tuttavia, alcune correzioni si sono già verificate. I rapporti prezzo/utili sui mercati azionari sono già diminuiti sensibilmente. Gli investitori pagano quindi meno per ogni dollaro di utile atteso. Finora, tuttavia, ciò ha lasciato poche tracce sulle valutazioni di borsa, perché l'aumento delle aspettative sugli utili ha continuato a sostenerle. Nel frattempo, molti fattori positivi sono già incorporati nei prezzi. Alla luce dell'aumento dei costi, sarà probabilmente più difficile rivedere ulteriormente al rialzo le aspettative sugli utili. Se queste dovessero essere deluse, anche i corsi azionari potrebbero finire sotto pressione. Per molti titoli, il calo è peraltro già iniziato. A settembre, nell'S&P 500 è stata soltanto la forte performance dei grandi gruppi tecnologici a mascherare la debolezza del resto del mercato.

Altre vittime?

I fori dei proiettili potrebbero però trovarsi anche al di fuori dei mercati azionari. La pioggia di vendite abbattutasi sui Treasury statunitensi – definita una «febbre» dal ministro delle finanze Scott Bessent – si è già propagata all'altra sponda dell'Atlantico, contagiando i titoli di Stato francesi. E questi ultimi si stanno avviando verso una vera e propria crisi. All'inizio di ottobre, il differenziale di rendimento rispetto ai Bund tedeschi si è ampliato in misura nettamente maggiore rispetto a quello di altri paesi industrializzati europei, raggiungendo il livello più alto dalla crisi dell'euro di fine 2011. Con un debito pubblico che, secondo il governo, il prossimo anno dovrebbe salire al 122% del PIL e un disavanzo di bilancio attualmente pari al 5,4% del PIL, la credibilità della politica di bilancio francese risulta fortemente compromessa. A gettare ulteriore benzina sul fuoco del clima di nervosismo in Francia vi sono inoltre le dense incertezze politiche in vista dell'imminente dibattito sul bilancio e delle elezioni presidenziali del 2027.

I porti sicuri tornano in auge

Le crescenti preoccupazioni per le finanze pubbliche francesi stanno assumendo una dinamica propria e rischiano di

innescare una nuova crisi dell'euro. Dall'inizio di settembre, la moneta unica europea ha perso il 3% nei confronti del dollaro. Nei primi giorni di ottobre è poi finito sotto pressione anche lo stesso biglietto verde. Dati più deboli sul mercato del lavoro e commenti accomodanti da parte di diversi governatori della Fed hanno ridimensionato le aspettative di ulteriori aumenti dei tassi guida statunitensi. Di conseguenza, molti investitori hanno cercato rifugio nel franco svizzero. La valuta elvetica si è apprezzata sensibilmente sia contro dollaro che rispetto all'euro. Gli investitori tornano quindi a orientarsi verso i porti sicuri. Ciò lascia supporre che, a lungo andare, neppure i mercati azionari, finora robusti, potranno sottrarsi alle conseguenze del rialzo dei tassi.



Fredy Hasenmaile

Economista capo
Raiffeisen Svizzera

Editore

Raiffeisen Svizzera
Economic Research
The Circle 66
8058 Zurigo Aeroporto
economic-research@raiffeisen.ch

Internet

raiffeisen.ch/abitazione
raiffeisen.ch/investire

Pubblicazioni

Scoprite la nostra attuale visione dei mercati finanziari nelle nostre pubblicazioni
raiffeisen.ch/mercati-opinioni

Consulenza

Vogliate mettervi in contatto con il vostro consulente agli investimenti oppure con la vostra Banca Raiffeisen locale:
raiffeisen.ch/web/la+mia+banca

Note legali

Il presente documento ha esclusivamente finalità pubblicitarie e informative di carattere generale e non è riferito alla situazione individuale del destinatario. Il destinatario rimane direttamente responsabile di richiedere i necessari chiarimenti, di effettuare le necessarie verifiche e di consultare gli specialisti (ad es. consulente fiscale, assicurativo o legale). Gli esempi, le spiegazioni e le indicazioni menzionati hanno carattere generale e possono presentare scostamenti a seconda dei casi. Gli arrotondamenti possono infatti dare luogo a differenze rispetto ai valori effettivi.

Il presente documento non costituisce una consulenza agli investimenti o una raccomandazione individuale né un'offerta, un invito o una raccomandazione all'acquisto o all'alienazione di strumenti finanziari. In particolare il documento non rappresenta né un prospetto né un foglio informativo di base ai sensi degli art. 35 segg. o art. 58 segg. LSerFi. Le sole condizioni complete facenti fede e le esaurienti avvertenze sui rischi degli strumenti finanziari citati sono contenute nei rispettivi documenti di vendita giuridicamente vincolanti (es. prospetto [base], contratto del fondo e foglio informativo di base [FIB]/Key Information Document [KID], rapporti annuali e semestrali). Questi documenti possono essere ottenuti gratuitamente da Raiffeisen Svizzera società cooperativa, Raiffeisenplatz, 9001 San Gallo o all'indirizzo raiffeisen.ch. Gli strumenti finanziari andrebbero acquistati solo a seguito di una consulenza personale e dell'analisi dei documenti di vendita giuridicamente vincolanti e dell'opuscolo «*Rischi nel commercio di strumenti finanziari*» dell'Associazione Svizzera dei Banchieri (ASB). Le decisioni prese in base al presente documento sono a rischio esclusivo del destinatario. A causa delle restrizioni legali in alcuni Paesi, queste informazioni non sono rivolte a persone la cui nazionalità, sede o domicilio si trovi in un paese in cui l'autorizzazione degli strumenti finanziari o dei servizi finanziari descritti nel presente documento è soggetta a limitazioni. Per quanto riguarda i dati di performance indicati si tratta di dati storici, da cui non si può ricavare l'andamento attuale o futuro.

Il presente documento contiene affermazioni previsionali che si basano su stime, ipotesi e aspettative formulate da Raiffeisen Svizzera al momento della redazione. In seguito al subentrare di rischi, incertezze e altri fattori, i risultati futuri potrebbero discostarsi dalle dichiarazioni previsionali. Di conseguenza tali dichiarazioni non costituiscono una garanzia di risultati e andamenti futuri. Tra i rischi e le incertezze si annoverano anche quelli descritti nel rispettivo [rapporto di gestione del Gruppo Raiffeisen](#).

Raiffeisen Svizzera e le Banche Raiffeisen adottano ogni misura ragionevole per garantire l'affidabilità dei dati e contenuti presentati. Declinano però qualsiasi responsabilità in merito all'attualità, esattezza e completezza delle informazioni pubblicate nel presente documento e non rispondono di eventuali perdite o danni (diretti, indiretti e conseguenti) che dovessero derivare dalla diffusione e dall'utilizzo del presente documento o del suo contenuto. In particolare non rispondono di eventuali perdite derivanti dai rischi intrinseci ai mercati finanziari. Le opinioni espresse in questo documento sono quelle di Raiffeisen Svizzera al momento della stesura e possono cambiare in qualsiasi momento e senza ulteriore comunicazione. Raiffeisen Svizzera non è tenuta ad aggiornare il presente documento. Si declina qualsiasi responsabilità in relazione a eventuali conseguenze fiscali che dovessero verificarsi. Senza l'approvazione scritta di Raiffeisen Svizzera il presente documento non può essere riprodotto né trasmesso ad altri né in tutto né in parte.