

Allianz Research

Il crollo del mercato dei Gilt: una prima analisi e le principali indicazioni



4 Ottobre 2022

Jordi Basco Carrera
Lead Investment Expert
jordi.basco_carrera@allianz.com

Ana Boata
Head of Economic Research
ana.boata@allianz-trade.com

Roberta Fortes
Senior Economist
roberta.fortes@allianz-trade.com

Patrick Krizan
Senior Investment Strategist
patrick.krizan@allianz.com

EXECUTIVE SUMMARY

- **Il crollo del Gilt nel Regno Unito non è stato una ripetizione della crisi del debito sovrano dell'Eurozona, ma piuttosto un incidente di mercato indotto dalla liquidità che ha messo a rischio la stabilità finanziaria.** Poiché i credit default swap (CDS) per il Regno Unito non hanno seguito l'impennata dei rendimenti sovrani, il rischio di liquidità ha causato il movimento dei gilt, piuttosto che del rischio di credito. Inoltre, non si è trattato di un conflitto di posizione finanziaria tra banche centrali e mercati, in quanto la Banca d'Inghilterra ha agito a favore e non contro i mercati. A nostro avviso, l'elevato rischio per la stabilità finanziaria renderà più probabile che le banche centrali esercitino pressioni al rialzo sui tassi a breve termine, mantenendo sotto controllo quelli a lungo termine.
- **Il trading sul mercato dei Gilt continuerà ad essere accidentato per un po'. Ma il Regno Unito non è un'eccezione quando si tratta di rischio di liquidità.** È stato colpito per primo a causa della sfortunata interazione dei segnali monetari (inasprimento) e di politica fiscale (allentamento). Simili strette di liquidità potrebbero svilupparsi, principalmente nell'Eurozona, ma anche negli Stati Uniti, poiché la volatilità del mercato obbligazionario ha raggiunto livelli mai visti dal 2008-09 e le garanzie sicure sono ancora scarse.
- **Riteniamo che la BoE dovrà rimanere il "prestatore di ultima istanza" oltre la fine di ottobre e ritardare il suo programma di inasprimento quantitativo per ripristinare la fiducia. Una vera e propria inversione a U della politica fiscale è ancora necessaria, andando oltre la cancellazione dell'aliquota fiscale del 45% (che farà risparmiare 2,5 miliardi di sterline).** Allo stato attuale, il pacchetto fiscale spingerà il deficit fiscale del Regno Unito a quasi il -7% del PIL nel 2023 e il debito pubblico al 103% del PIL. Quindi, tutti gli occhi saranno sul percorso fiscale a medio termine, che la cancelliera dovrebbe presentare già questo mese, data la crisi. Con l'aumento dei tassi sovrani pari a +100 pb pari agli sforzi fiscali dello 0,5% del PIL per la stabilizzazione del debito e con l'avvicinarsi delle elezioni generali, il rischio di slittamento fiscale rimane molto elevato in un contesto di crescita potenziale intorno al +1%. Di conseguenza, sembra difficile per la BoE avviare operazioni di vendita di Gilt per 10 miliardi di sterline al trimestre il 31 ottobre, come attualmente previsto..
- **Alla luce degli elevati disavanzi gemelli, non si può escludere un ulteriore deprezzamento della GBP.** Prevediamo un calo del -7% rispetto all'USD se la credibilità fiscale sarà nuovamente messa in discussione entro la fine di novembre. In un contesto così fragile, la BoE sarebbe costretta ad alzare i tassi di interesse più velocemente (al 4% a fine 2022, 150 pb al di sopra delle aspettative precedenti) ma con un impatto limitato sulla GBP.

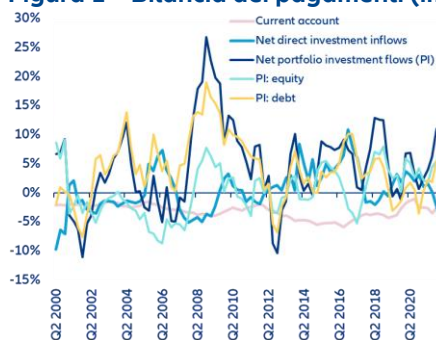
- **Costi di finanziamento più elevati potrebbero far aumentare il rischio aziendale.** L'ulteriore aumento dei tassi di +150 pb ridurrà i margini societari di quasi -2 punti percentuali e spingerà al rialzo i tassi sui prestiti bancari aziendali di +130 punti base. Le riserve di cassa rimangono superiori del 35% rispetto ai livelli del 2019, ma si concentrano principalmente tra le grandi aziende. Pertanto, il potenziale stress di liquidità unito all'aumento dei costi energetici aumenterà la quota di PMI a rischio di insolvenza oltre il 20% nel Regno Unito, tornando ai livelli pre-Covid. Nel complesso, prevediamo che le insolvenze aziendali saliranno a +15% rispetto ai livelli pre-Covid nel 2023 (a 25.400 casi).

I mercati hanno immediatamente contestato il massiccio pacchetto di allentamento fiscale del Regno Unito, che doveva essere interamente finanziato da ulteriori fatture ed emissioni obbligazionarie, anche se la BoE stava iniziando a vendere gilt. Eliminare il taglio delle tasse per i redditi più alti è un passo nella giusta direzione, ma sarà necessario fare di più per arrivare a un percorso credibile a medio termine. Il 23 settembre, il cancelliere Kwasi Kwarteng ha annunciato un ambizioso [spending package](#) di circa il 7% del PIL (o più di 200 miliardi di sterline) nei prossimi due anni per combattere la crisi energetica. Il pacchetto includeva 45 miliardi di sterline di tagli fiscali, che dovrebbero essere finanziati da ulteriori prestiti, e rappresenta il più grande allentamento fiscale dal 1972, 15 miliardi di sterline più grande del previsto. Equivale a oltre il 50% del pacchetto totale Covid-19 e dovrebbe spingere il debito pubblico al 103% del PIL nel 2023, dal 96% nel 2022, creando un deficit di bilancio del -7% del PIL.

L'annuncio dello stimolo fiscale quando il Regno Unito ha già un considerevole disavanzo delle partite correnti (cfr. tabella 2) e quando la Banca d'Inghilterra era pronta ad avviare una stretta quantitativa, ha innescato una crisi di fiducia nei mercati. La sterlina è precipitata contro il dollaro USA il 23 settembre (-3,5%), raggiungendo il livello più basso dal 1985. Mentre il recente annuncio della BoE di impegnarsi in acquisti mirati di QE di gilt a lunga scadenza ha dato un certo sollievo ai mercati, l'effetto sarà certamente di breve durata in quanto le ragioni del sell-off non sono state completamente affrontate. L'inversione a U nei tagli fiscali per i redditi più alti ha dato un po' di respiro alla valuta, ma c'è ancora molta strada da fare per recuperare credibilità fiscale e governativa. Dopotutto, questa parte del pacchetto costa meno e i dubbi sul finanziamento del deficit fiscale devono ancora essere chiariti.

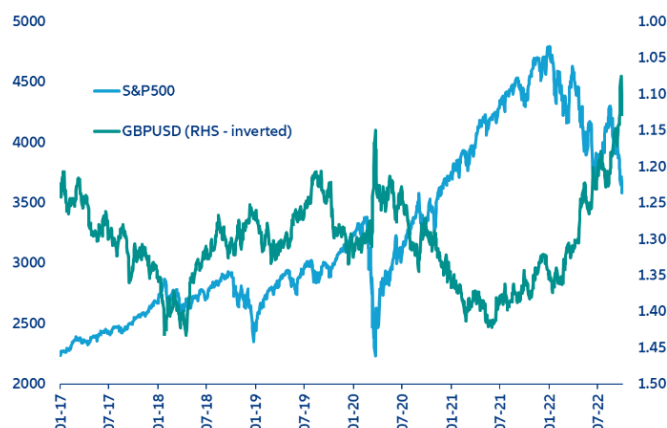
Gli investimenti di portafoglio sono stati una fonte estremamente importante di finanziamento dei conti esterni nel Regno Unito (figura 1), soprattutto negli ultimi anni. Tuttavia, i problemi possono certamente sorgere se gli investitori perdono fiducia nel paese. Per la GBP, questo potrebbe essere un problema importante in quanto la valuta è stata altamente correlata negativamente con l'avversione al rischio (Figura 2). In caso di "arresto improvviso" degli afflussi di capitali, il conto corrente sarebbe costretto a invertire quasi immediatamente la direzione e questo innescherebbe a sua volta un (ulteriore) deprezzamento della valuta..

Figura 1 – Bilancia dei pagamenti (importo mobile 4q, % PIL)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Figura 2 – GBP vs S&P500



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Modelli di valutazione dei tassi di cambio¹ (Tabella 1) mostrano che mentre la GBP è già sottovalutata, non è la valuta più economica: tra il G10, la corona svedese (SEK), la corona norvegese (NOK) e lo yen giapponese (JPY) sono nelle posizioni peggiori. È interessante notare che il modello FEER, che considera le dinamiche del settore esterno, suggerisce che la sterlina è ancora sopravvalutata nonostante il significativo deficit delle partite correnti del Regno Unito. Mettendo tutto insieme, i modelli suggeriscono che la GBP non è in realtà estremamente economica; di conseguenza, non si può escludere un ulteriore deprezzamento.

Se sottolineiamo le ipotesi del modello FEER e assumiamo che sia necessario un aggiustamento completo delle partite correnti, una stima approssimativa mostra che la sterlina dovrebbe deprezzarsi di quasi il 30% in termini reali effettivi. Sarebbe necessario un deprezzamento del 7% nella coppia gbp rispetto all'USD, che spingerebbe la coppia di valute alla parità. Detto questo, la politica monetaria dovrebbe giocare un ruolo importante nella storia, con la BoE che deve alzare i tassi di interesse più velocemente e certamente in misura più forte del previsto, il che dovrebbe dare un certo sostegno – anche se limitato – alla valuta. Dopo tutto, i tassi di interesse più elevati dovrebbero pesare sulla crescita già anemica e sul lato fiscale. Fino a quando non saranno annunciati i piani di politica monetaria e i dettagli del piano fiscale, ci aspettiamo che la sterlina rimanga altamente volatile, con le notizie sul fronte fiscale che danno il tono.

¹ Valutare il peso di una valuta non è un compito facile ed è disponibile un'ampia gamma di modelli per stabilirne il valore. Uno dei più utilizzati è la parità di potere d'acquisto (PPP): uno dei modi per considerarla è misurare la deviazione del tasso di cambio effettivo reale (REER) rispetto alla sua media di lungo periodo. Tuttavia, è chiaro che le fluttuazioni del REER sono principalmente legate alle ragioni di scambio e alle variazioni della produttività relativa di un Paese. Per questo motivo, abbiamo realizzato un modello di Behavioral Equilibrium Exchange Rate (BEER), che tiene conto di queste variabili. L'andamento del tasso di cambio reale è ovviamente legato alla dinamica della bilancia dei pagamenti, che cattura tutti i flussi finanziari e le transazioni tra residenti e non residenti. I modelli di Equilibrio Fondamentale del Tasso di Cambio (FEER), in particolare, affermano che un saldo delle partite correnti troppo alto richiede un apprezzamento della valuta, mentre uno troppo basso richiede un deprezzamento della valuta..

Tabella 1 - Valutazione FX

| | PPP | BEER | FEER | average | |
|-----|--------|--------|--------|---------|-------------|
| CZK | 35.8% | 64.4% | 7.7% | 36.0% | Overvalued |
| USD | 21.8% | 26.5% | 21.5% | 23.3% | |
| RUB | 52.4% | 24.7% | -13.7% | 21.1% | |
| HKD | 5.5% | 36.3% | -4.6% | 12.4% | |
| SGD | 10.9% | 28.9% | -2.7% | 12.3% | |
| PHP | 11.2% | 5.6% | 10.6% | 9.1% | |
| THB | 3.4% | 9.1% | 10.4% | 7.7% | |
| NZD | 2.7% | 3.1% | 12.9% | 6.2% | |
| ILS | 12.5% | 6.3% | -2.6% | 5.4% | |
| CNY | 23.2% | -5.0% | -3.7% | 4.8% | |
| CHF | 8.4% | 9.9% | -6.0% | 4.1% | |
| PEN | 4.0% | -1.0% | 5.0% | 2.7% | |
| INR | 10.5% | -2.1% | -9.8% | -0.5% | |
| PLN | -0.4% | -5.4% | 3.2% | -0.9% | |
| EUR | -9.6% | 0.4% | 1.6% | -2.6% | |
| IDR | 8.4% | -4.8% | -12.0% | -2.8% | |
| KRW | -11.0% | -0.2% | -1.9% | -4.3% | |
| CLP | -16.7% | -11.1% | 14.6% | -4.4% | |
| MXN | -9.2% | -1.5% | -2.8% | -4.5% | |
| HUF | -10.1% | -12.0% | 8.3% | -4.6% | |
| AUD | 3.2% | 0.2% | -17.6% | -4.7% | |
| GBP | -14.3% | -9.8% | 9.7% | -4.8% | |
| CAD | -3.7% | -2.7% | -8.4% | -4.9% | |
| TWD | -5.1% | -5.0% | -8.0% | -6.0% | |
| BRL | -15.4% | -9.5% | -5.0% | -10.0% | |
| MYR | -13.7% | -16.9% | 0.0% | -10.2% | |
| COP | -21.5% | -29.1% | 14.0% | -12.2% | |
| SEK | -20.9% | -17.7% | -3.9% | -14.2% | |
| ZAR | -16.8% | -9.6% | -22.5% | -16.3% | |
| JPY | -39.0% | -18.2% | -1.1% | -19.4% | |
| NOK | -15.1% | -27.9% | -25.8% | -22.9% | |
| TRY | -39.7% | -45.0% | -8.5% | -31.1% | |
| | | | | | Undervalued |

Fonti: Refinitiv, Allianz Research.

Tutti gli occhi saranno puntati sul piano fiscale a medio termine, che potrebbe essere presentato già questo mese. Oltre alla cancellazione del taglio delle tasse, che dovrebbe ridurre il pacchetto di allentamento di 2,5 miliardi di sterline, sarà necessario fare di più per garantire la credibilità. In particolare, l'obiettivo di crescita annuale molto ottimistico del +2,5% si confronta con la performance passata del +2,1% tra il 2010-15 e del +1,9% dopo il referendum sulla Brexit e prima della crisi del Covid-19. Per il contesto, dopo la Brexit, la crescita potenziale del PIL reale del Regno Unito è scesa al +1% all'anno.

Prevediamo che il pacchetto fiscale fornirà una spinta di +1,1 punti percentuali dopo un anno, che in termini netti dovrebbe raggiungere solo +0,5 punti percentuali (cfr. tabella 2). Ciò non è all'altezza di quanto necessario per stabilizzare il debito pubblico, in particolare in un contesto di aumento dei tassi di interesse, che richiedono ulteriori aggiustamenti di bilancio (+100 punti base di tassi sovrani più alti pari a sforzi di bilancio equivalenti allo 0,5% del PIL).

Tabella 2 – Impatto delle misure di allentamento fiscale nel Regno Unito

| | | |
|--|---------------------------------------|------|
| Pacchetto di tagli fiscali (escluso il taglio delle aliquote fiscali del 45% per i redditi più alti) | GBPbn | 42.5 |
| Moltiplicatore fiscale per il primo anno | % del PIL | 1.8% |
| Impatto sulla crescita del PIL reale derivante dall'allentamento fiscale (pp) | Shock fiscale esogeno dell'1% del PIL | 0.6 |
| Aumento dei tassi di interesse di riferimento necessari per compensare l'inflazione (pb) | | +1.0 |
| | | 100 |

| | |
|---|------|
| Impatto sulla crescita del PIL reale derivante dall'aumento dei tassi | -0.5 |
| Impatto netto sulla crescita del PIL reale | 0.5 |

Fonti: FMI, fonti nazionali, Allianz Research

Tabella 3 – Principali previsioni economiche

| UK | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|----------------------------|--------|-------|-------|--------|
| GDP | -9.3% | 7.4% | 3.4% | -0.2% |
| Consumer Spending | -10.6% | 6.2% | 4.2% | 0.5% |
| Public Spending | -5.9% | 14.3% | 0.7% | 8.5% |
| Investment | -9.5% | 5.9% | 5.0% | 2.1% |
| Stocks* | -0.8% | 0.9% | 2.7% | -1.4% |
| Exports | -13.0% | -1.3% | 2.3% | 0.1% |
| Imports | -15.8% | 3.8% | 14.4% | 2.8% |
| Net exports | 1.0% | -1.5% | -3.5% | -0.9% |
| Current account (% of GDP) | -2.5% | -2.6% | -6.0% | -6.5% |
| Employment | -0.8% | -0.5% | 2.5% | 0.5% |
| Unemployment rate | 5.1% | 4.5% | 3.8% | 4.0% |
| Wages | 1.8% | 5.9% | 5.0% | 4.9% |
| Inflation | 0.9% | 2.6% | 9.1% | 7.5% |
| BoE rate | 0.10% | 0.25% | 4.00% | 4.00% |
| Fiscal balance (% of GDP) | -16.9% | -8.1% | -6.0% | -7.0% |
| Public debt (% of GDP) | 103.0% | 95.0% | 96.0% | 103.0% |

Change over the period, unless otherwise indicated: * contribution to GDP growth

** mds de £

Fonti: Fonti nazionali, Allianz Research

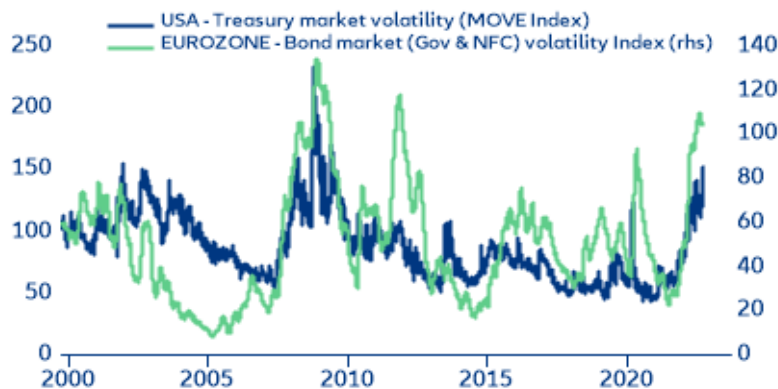
Nel frattempo, la BoE potrebbe dover rimanere il "prestatore di ultima istanza" oltre la metà di ottobre e ritardare il suo programma di quantitative tightening (QT) per ripristinare la fiducia. Alla BoE è stato duramente ricordato che la sua sfida non è solo quella di bilanciare i rialzi dei tassi contro i rischi di recessione, ma anche di garantire la stabilità finanziaria. Per molti investitori, la combinazione di un pacchetto fiscale consistente e di un orientamento monetario aggressivamente falco è diventato un segnale di vendita di titoli. Considerate le condizioni di liquidità già strette, ciò ha portato a una spirale negativa, con un'impennata della volatilità che ha innescato richieste di margini, esacerbando la stretta di liquidità fino al crollo totale del mercato. Per evitare una crisi sistemica, la BoE è stata costretta a ritardare i suoi piani di quantitative tightening (QT) e a intervenire come market maker di ultima istanza riprendendo gli acquisti di titoli di Stato (5 miliardi di sterline di acquisti al giorno per 13 giorni, per un totale di 65 miliardi di sterline). Il crollo dei gilt non è stato una ripetizione della crisi del debito sovrano vista l'ultima volta nell'Eurozona nel 2012, ma piuttosto un incidente di mercato indotto dalla liquidità. Poiché i credit-default swap per il Regno Unito non hanno seguito l'impennata dei rendimenti sovrani britannici, il movimento dei gilt è stato causato dal rischio di liquidità piuttosto che dal rischio di credito. Inoltre, non si è trattato di un conflitto di dominanza finanziaria tra banche centrali e mercati, in quanto la BoE ha agito da riserva per i mercati e non contro di essi.

Dopo l'annuncio del bilancio, i mercati si aspettano che i tassi di interesse britannici raggiungano un picco di circa il 6% la prossima estate, più del doppio dei livelli attuali del 2,25%. Un aumento più aggressivo dei tassi di interesse favorirebbe un apprezzamento della sterlina al di sopra di 1,10/USD, elemento fondamentale per tenere sotto controllo l'inflazione. Nel Regno Unito, il passaggio ai prezzi delle importazioni è uno dei più alti del mondo avanzato: si stima che il 55% dei prezzi delle importazioni rifletta le variazioni del tasso di cambio, rispetto al 10% della Germania o al 5% della Francia. Inoltre, il 30% della spesa dei consumatori dipende dalle importazioni. Di conseguenza, se consideriamo il processo storico di trasferimento, notiamo che un deprezzamento del -10% significherebbe un aumento dell'inflazione di quasi +3pp dopo un anno. D'altra parte, la spinta alla crescita è limitata, poiché si stima che il

deprezzamento della sterlina si traduca in una variazione dei prezzi all'esportazione pari solo al 40% delle variazioni del tasso di cambio. Il trasferimento potrebbe essere ancora più basso, data la debolezza del contesto di crescita globale, con il commercio mondiale destinato a crescere al ritmo più basso dal 2019 (+1,2%). Pertanto, per compensare l'aumento dell'inflazione, riteniamo che la BoE debba aumentare i tassi di interesse al 4% entro la fine del 2022, prima di fare una pausa nel 2023.

Il trading sul mercato dei Gilt continuerà ad essere accidentato per un po'. Ma il Regno Unito non è un'eccezione quando si tratta di rischio di liquidità. È stato colpito per primo a causa della sfortunata interazione dei segnali di politica monetaria e fiscale. Simili strette di liquidità potrebbero svilupparsi nell'Eurozona e negli Stati Uniti, poiché la volatilità del mercato obbligazionario ha raggiunto livelli mai visti dalla crisi finanziaria del 2008, e le garanzie sicure sono ancora scarse. Riteniamo che i titoli di Stato in euro siano maggiormente a rischio (cfr. figura 3).

Figura 3 – Volatilità del mercato obbligazionario vicina ai livelli di GFC

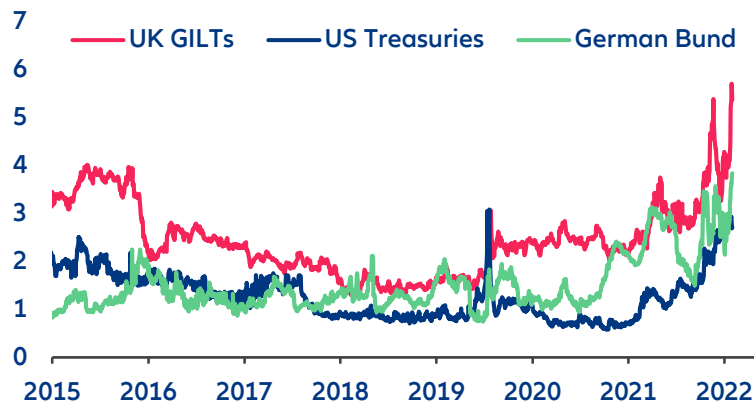


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Traiamo le seguenti lezioni dal crollo del Gilt:

- Oltre al potenziale di recessione, il rischio per la stabilità finanziaria potrebbe limitare gli aumenti dei tassi di interesse e portare a una svolta monetaria.
- Il crollo dei gilt potrebbe significare la fine della sequenza del QE, in cui gli acquisti di obbligazioni e gli aumenti dei tassi erano considerati reciprocamente esclusivi. Il nuovo modello potrebbe prevedere che le banche centrali esercitino pressioni al rialzo sulla parte più corta della curva, mantenendo sotto controllo quella più lunga (controllo dell'appiattimento della curva dei rendimenti).
- Il paragone tra l'attuale ciclo di rialzo e quello degli anni '70 e '80 va evitato perché il sistema finanziario è oggi molto più vulnerabile alla volatilità dei tassi d'interesse a causa dell'estensione della finanziarizzazione, della leva finanziaria e dell'esposizione ai derivati. La gestione della volatilità riceverà ora molta più attenzione nella politica monetaria.
- La clausola "put" della banca centrale è ancora presente, ma si applica solo alle attività necessarie per il funzionamento del sistema finanziario (attività sicure, idonee per i repo). Ciò rafforzerà una biforcazione dei prezzi, perché questi asset incorporeranno un premio di convenienza..

Figura 4 – Rischio di liquidità nei mercati dei titoli di Stato del Regno Unito, degli Stati Uniti e della Germania*



* Indici che misurano le deviazioni aggregate del prezzo bid/ask dalla curva del fair value
 Fonti: Bloomberg, Allianz Research

Il FTSE 100 rimane resiliente nonostante la recente volatilità del reddito fisso, ma il premio di rischio è aumentato. Per la maggior parte del 2022, il FTSE 100 è riuscito a sovraperformare gli altri mercati globali grazie al suo intrinseco orientamento "difensivo" e al peso relativamente elevato dei settori legati alle materie prime, che hanno goduto di un superciclo delle quotazioni. Allo stesso tempo, per quanto riguarda i ricavi, il fatto che la maggior parte delle società che compongono il FTSE 100 tendano a generare ricavi al di fuori del Regno Unito (~75%), pur riportando i ricavi in GBP, classifica il FTSE 100 come un asset poco dipendente dal Regno Unito, favorendo o prevenendo un calo strutturale dei suoi utili riportati. Di conseguenza, anche se i mercati del credito sovrano e societario del Regno Unito sono stati molto volatili, il FTSE 100 è rimasto resistente, con un continuo deprezzamento della sterlina che ha compensato positivamente il deterioramento del contesto economico globale. Questa resilienza strutturale è applicabile solo ai 100 maggiori operatori del mercato. Le società tra le 101 e le 350 maggiori che compongono l'indice FTSE 250 hanno registrato una performance pari a quella degli altri mercati azionari globali, soprattutto perché l'universo azionario delle 250 società non ha un orientamento difensivo e incentrato sulle materie prime, e la sua principale fonte di ricavi è il mercato interno britannico (Figura 5).

Figura 5 – Performance dei mercati azionari globali da inizio anno (%)

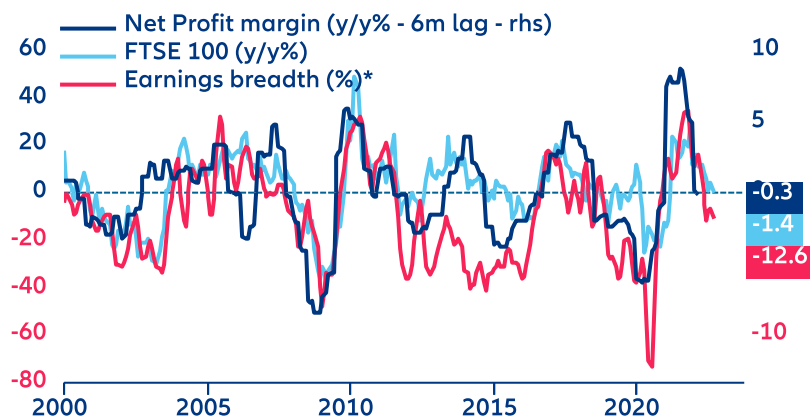


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Questa resilienza del mercato sarà messa alla prova in futuro, ma i fondamentali imprimono ancora un'etichetta "economica". Anche se il FTSE 100 ha mostrato una certa resistenza da un anno all'altro, il rallentamento dell'economia globale è destinato ad avere effetti di ricaduta

strutturale sui bilanci delle società britanniche, con la prevista erosione della domanda globale che eserciterà una pressione non trascurabile, soprattutto sulle società che dipendono dalle materie prime, in prospettiva. A questo proposito, gli analisti continuano a rivedere al ribasso le stime sugli utili, accelerando le aspettative di un ampio degrado dei bilanci, unito alle previsioni di un rallentamento della domanda globale. Ciò dovrebbe mantenere l'indice sotto pressione fino alla fine dell'anno. Tuttavia, anche se il consenso al ribasso è stato prezzato in una certa misura, il fatto che l'indice principale sia scambiato vicino all'estremità inferiore dello spettro prezzo-utili continua a imprimere all'indice l'etichetta di "già a buon mercato". Inoltre, i dividendi e i riacquisti di azioni relativamente elevati continuano a fornire una pressione al rialzo, soprattutto perché una parte non trascurabile dei dividendi del FTSE 100 proviene da ricavi denominati in USD, coprendo gli investitori da una sterlina più debole. Infine, dal punto di vista della composizione, l'elevata inclinazione dei mercati difensivi e ad alta intensità di materie prime, abbinata a un'alta concentrazione di titoli finanziari nell'indice e a una scarsa esposizione ai titoli "growth", che dovrebbero coprire dalle pressioni sui tassi d'interesse provenienti dagli asset a lunga durata di liquidità, dovrebbe portare a una continua resilienza del FTSE 100 in futuro. Inoltre, il fatto che la BoE sembri pronta a intervenire nel caso in cui la situazione dovesse precipitare sul fronte della liquidità, le misure di allentamento della politica fiscale (che dovrebbero andare a vantaggio del mercato locale, in particolare del FTSE 250), dovrebbero consentire ai mercati di riprezzare una certa quantità di protezione da politiche di vendita. Ciò dovrebbe portare il FTSE 100 a una performance annuale vicina al -2%/0% nel 2022 e a una performance bassa ma positiva nel 2023.

Figura 6 – Performance azionaria del Regno Unito rispetto ai margini di profitto netto e all'ampiezza degli utili *



Fonti: IBES, Worldscope, Refinitiv Datastream, Allianz Research

Nota: * # di revisioni al rialzo dell'EPS - # di revisioni al ribasso dell'EPS come % del totale # delle stime

Il rischio aziendale è in aumento sotto le aspettative di maggiori costi di finanziamento.

Diversamente dalle azioni, e non godendo della resilienza rappresentata dal FTSE 100, il rischio societario ha seguito lo stesso percorso dei suoi fratelli europei. La prospettiva di un percorso di politica monetaria più ripido e più lungo, unita alla crescente incertezza macroeconomica incentrata sul Regno Unito, sta portando a un riprezzamento strutturale del rischio di credito lungo la curva societaria. Tuttavia, a causa dei bassi volumi di emissione del credito societario in sterline, l'aumento dei costi di finanziamento non sta ancora avendo un impatto significativo sulla cedola media del debito societario negoziato, che è rimasta relativamente stabile intorno al 3,6% per l'Investment Grade. Allo stesso tempo, e soprattutto grazie a un pacchetto fiscale più consistente del previsto e agli acquisti mirati della BoE, il credito societario in sterline ha

scontato ancora una volta un certo grado di protezione da politiche di vendita, limitando di fatto un aumento selvaggio del rischio di credito societario (Figura 7).

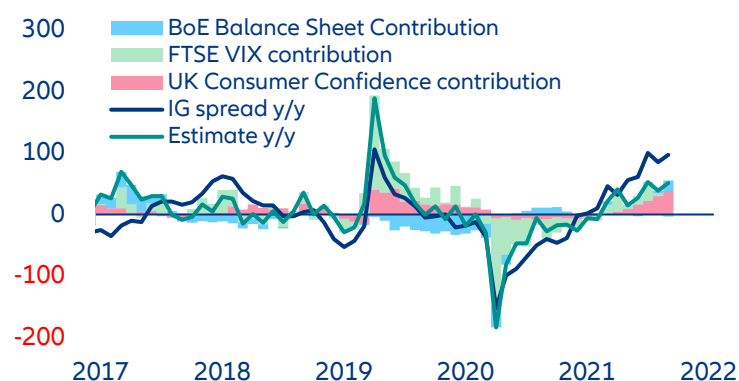
Figura 7 – Spread societari Investment Grade (variazione da inizio anno dei bps)



Fonti: BofA, Refinitiv Datastream, Allianz Research

Il nostro modello di scomposizione degli spread societari mostra che la componente di volatilità azionaria del modello non svolge un ruolo significativo nel recente allargamento degli stessi. I principali fattori alla base del recente riprezzamento del rischio di credito sono stati il calo delle condizioni economiche (rappresentate dalla fiducia dei consumatori) a causa di un'inflazione più elevata del previsto e lo svuotamento passivo del bilancio della BoE (contributo del bilancio della BoE). Gli attuali fattori determinano una situazione altamente instabile, poiché il deterioramento economico dovrebbe ancora aggiungere pressioni crescenti agli spread creditizi, mentre l'effetto netto dell'equilibrio tra QT e QE sarà impegnativo (Figura 8). Tuttavia, la forte spinta fiscale combinata con l'ancora elevata resilienza fondamentale delle società britanniche, sia in termini di posizioni di cassa che di rapporti di servizio del debito, ci inducono a ritenere che gli spread societari in sterline rimarranno vicini ai 200 pb e ai 600 pb per Investment grade e High Yield, rispettivamente (rispetto agli attuali 230 pb e 660 pb).

Figura 8 – Scomposizione del credito societario Investment Grade nel Regno Unito (a/a – pb)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Nonostante le prospettive piuttosto resilienti e favorevoli per gli asset a rischio, è importante riaffermare l'elevata vulnerabilità e volatilità del mercato agli attuali fattori endogeni ed esogeni. Per questo motivo, e soprattutto se le banche centrali continuano a spostarsi verso una posizione da falco più accentuata per un periodo più lungo, è giustificato un approccio cauto, soprattutto per il 2022..

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una serie di servizi forniti da Euler Hermes.