

Prospettive annuali 2023

## Tassi d'interesse e obbligazioni

L'argomento TINA è morto, lunga vita a TIAA

### Stati Uniti

- Nel 2022 le banche centrali hanno alzato i tassi per arginare l'inflazione più alta da un decennio e per le obbligazioni è stato l'anno peggiore della storia, con tassi e spread in rialzo all'unisono.
- Il picco dell'inflazione USA sembra superato e ravvisiamo meno volatilità e una minore pressione al rialzo sui tassi, il che dovrebbe favorire il credito investment grade nel 2023. Gli spread potrebbero aumentare. Ciò nonostante, il rendimento più elevato della classe d'investimento fa presagire rendimenti totali interessanti nel 2023.

### Eurozona

- La BCE ha inasprito meno della Fed, ma gli spread europei sono saliti più di quelli USA per la vicinanza alla guerra in Ucraina e la crisi energetica in Europa.
- L'Europa è in ritardo rispetto agli USA nella lotta all'inflazione, con un picco d'inflazione più alto e una crescita più debole. Il credito in EUR è però sostenuto da spread più alti e da rendimenti con copertura valutaria più allettanti che dovrebbero attrarre afflussi e generare rendimenti totali positivi.

### Regno Unito

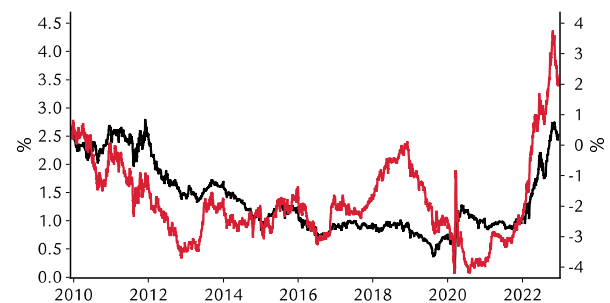
- La performance delle obbligazioni societarie britanniche è tra le peggiori del 2022 per la crescita più debole, l'inflazione più elevata e l'interazione alquanto irregolare tra politica fiscale e monetaria.
- Crediamo che il Regno Unito segnerà il passo anche nel 2023 e la carenza di manodopera potrebbe mantenere alta l'inflazione. Il credito britannico dovrebbe sottoperformare quello USA ed europeo.

### Svizzera

- Malgrado rendimenti totali negativi, nel 2022 le obbligazioni svizzere hanno battuto gran parte delle omologhe grazie al rating più alto, al migliore contesto economico e soprattutto all'inflazione meno problematica, che fa meno pressioni sulla BNS.
- Nel 2023 la politica monetaria frenerà la crescita meno che all'estero, sostenendo il mercato del credito svizzero.

### Il credito torna interessante rispetto alle azioni

Differenza tra i rendimenti obbligazionari e i dividend yield negli USA e in Europa



- Obbligazioni societarie in USD meno dividend yield (S&P 500), asse sx

- Obbligazioni societarie in EUR meno div. yield (Stoxx Europe 600), asse dx

Fonte: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Negli ultimi anni TINA («there is no alternative») è stato il principale argomento a favore delle azioni rispetto alle obbligazioni. Ora la situazione è cambiata. Pur essendo stato un anno terribile per le obbligazioni, il 2022 ha reso il credito investment grade di nuovo molto allettante. Ora le obbligazioni societarie in EUR rendono il 3,7%, dal minimo dello 0,1% di metà 2021, mentre quelle USA rendono il 5,1% dal minimo dell'1,7% di fine 2020. In confronto, ora l'EUR Stoxx 600 e l'S&P 500 offrono dividend yield del 3,4% e dell'1,6%, ma con una volatilità molto più alta. Esiste quindi un'alternativa («TIAA») alle azioni. Gli spread potrebbero salire, ma ora il credito offre una certa protezione sotto forma di un carry più alto e di una componente di tassi che funge da copertura in un contesto di avversione al rischio. Inoltre, le obbligazioni societarie hanno fondamentali solidi e l'eccesso di offerta degli ultimi anni ha dissolto il fabbisogno di rifinanziamento delle società. Il contesto di alta crescita nominale favorisce inoltre gli emittenti obbligazionari i cui ricavi e utili aumentano con l'inflazione, mentre il debito resta invariato. I fondamentali potrebbero quindi migliorare malgrado la crescita reale debole. Quanto ai titoli di Stato, ravvisiamo ancora rischi: la svolta delle banche centrali potrebbe richiedere più tempo del previsto. Prevediamo rendimenti obbligazionari più alti e curve più piatte, specie nel primo semestre.

## Azioni

Dolore a breve termine, guadagno a lungo termine

### Stati Uniti

- Il mercato USA ha registrato una fase ribassista nel 2022, con una perdita massima del -24% a metà ottobre. Da allora si è ripreso, chiudendo l'anno al -17% (tutti i dati al 13 dicembre). Nel 2022, la borsa USA ha sottoperformato quella europea per la prima volta in oltre 10 anni in termini di valuta locale.
- La valutazione del mercato USA è ancora molto più elevata rispetto a quella di altri mercati sviluppati ed emergenti. La valutazione degli Stati Uniti è all'incirca neutrale, mentre gli altri mercati quotano sotto le loro valutazioni medie storiche.

### Eurozona

- Nonostante la guerra in Ucraina e le sue ripercussioni, nel 2022 la borsa europea ha perso solo il 10%. Tra metà ottobre e metà dicembre, ha guadagnato ben il 14%.
- La valutazione della borsa europea è molto interessante sia su base individuale sia rispetto al mercato USA. Lo sconto di valutazione rispetto a quest'ultimo è ancora vicino ai massimi storici.

### Regno Unito

- Il Regno Unito è l'unico grande mercato che dovrebbe chiudere il 2022 in positivo (a circa il 7%).
- Come i mercati dell'Europa continentale, ha una valutazione molto allettante, ma il dividend yield più alto (quasi il 4%).

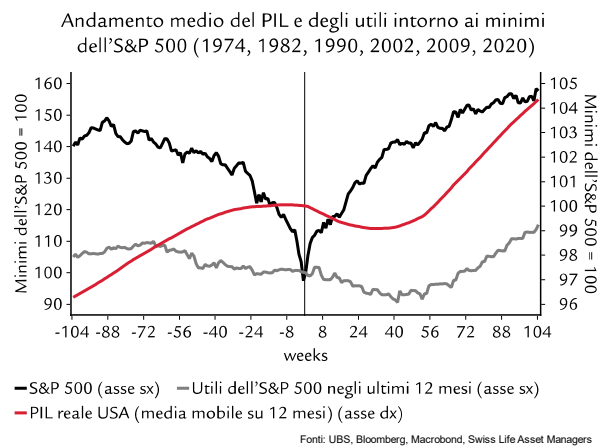
### Svizzera

- Nel 2022 la borsa svizzera non ha beneficiato appieno della sua natura difensiva: ha perso il 15% da inizio anno. Uno dei motivi principali è che le aziende sanitarie, salvo Novartis, hanno perso tra il 19 e il 37%. Anche i titoli finanziari e alcune società cicliche hanno nettamente sottoperformato.
- La borsa svizzera non è sottovalutata rispetto ad altri mercati.

### Mercati emergenti

- I mercati emergenti hanno sottoperformato le principali borse nel 2022 (-20%). La Cina è stata il maggiore freno per le difficoltà del mercato immobiliare, la strategia «zero Covid» e l'incertezza politica.
- In termini di valutazioni, i mercati emergenti sono interessanti. Un USD più debole potrebbe sostenere il mercato nel 2023, ma per una netta sovraperformance è necessario che i dubbi sulla Cina si dissolvano.

### La borsa recupera terreno in vista della ripresa economica



Vi sono aspetti positivi per le azioni nel 2023: innanzitutto, ora le valutazioni sono molto più interessanti. In secondo luogo, l'inflazione ha forse raggiunto il picco e le banche centrali potrebbero concludere il ciclo di rialzi nel 2023. Prevediamo che la Fed inizierà a tagliare i tassi a fine 2023. Terzo, i recenti utili hanno evidenziato una tenuta migliore del previsto. In quarto luogo, la borsa tocca il fondo in media 6-9 mesi prima dell'economia (cfr. grafico). Ipotizzando che nel 2023 negli USA si verifichi una recessione della durata di 2-3 trimestri, potremmo essere vicini a un minimo del mercato azionario. Quinto, ora il sentiment è molto ribassista, il che di solito è un indicatore contrarian. Sul versante negativo, abbiamo innanzitutto una recessione e un conseguente calo degli utili che al momento non è scontato. Il calo medio degli utili nel dopoguerra durante le recessioni è di circa il 15%. Per il 2023, il consensus prevede ancora una crescita degli utili a una cifra. Secondo, le valutazioni sono molto più basse rispetto a un anno fa, ma superano ancora i livelli dei periodi di recessione. Terzo, la politica monetaria è ancora restrittiva e l'inflazione e i tassi guida potrebbero restare alti più del previsto. In quarto luogo, l'attrattiva relativa delle azioni rispetto alle obbligazioni è diminuita molto. Quinto, i rischi geopolitici restano elevati. Per il prossimo trimestre un giudizio negativo verso le azioni è giustificato: i prezzi di mercato non scontano ancora gli effetti dell'imminente recessione. A medio termine, le valutazioni azionarie suggeriscono un potenziale di rendimento interessante, in linea con le medie storiche. A nostro avviso, in questo contesto stili d'investimento come minimum volatility e high dividend potrebbero ottenere risultati particolarmente positivi.

## Valute

Il «superciclo dell'USD» finirà nel 2023?

### Stati Uniti

- Anche il 2022 è stato un anno eccezionale per l'USD. Tra le principali valute, solo il real brasiliano e il peso messicano hanno fatto meglio: le banche centrali di entrambi i Paesi hanno innalzato i tassi più della Federal Reserve per contenere i rischi d'inflazione.
- Prevediamo un indebolimento dell'USD rispetto alle altre valute nel 2023: la prevista recessione e il calo dell'inflazione negli Stati Uniti indurranno probabilmente la Fed a tagliare i tassi verso fine anno (cfr. testo principale).

### Eurozona

- L'EUR ha perso il 6% rispetto all'USD nel 2022 (dati al 15 dicembre), ma ha leggermente sovraperformato le valute scandinave e il GBP.
- Crediamo che nel 2023 l'eurozona si troverà in un ciclo economico diverso. Dopo la recessione invernale, ci aspettiamo una ripresa trainata dalla Cina. Con l'inflazione ostinata e la BCE che ha effettuato meno rialzi della Fed, non ci aspettiamo che i mercati scontino tagli dei tassi come negli Stati Uniti. Tutti questi fattori dovrebbero sostenere l'EUR nel 2023.

### Regno Unito

- Malgrado le notevoli turbolenze politiche nel Regno Unito, nel 2022 la sterlina è rimasta in un intervallo relativamente ridotto rispetto all'EUR.
- La situazione non dovrebbe cambiare nel 2023. Il nostro giudizio è neutrale su GBP/EUR e positivo su GBP/USD.

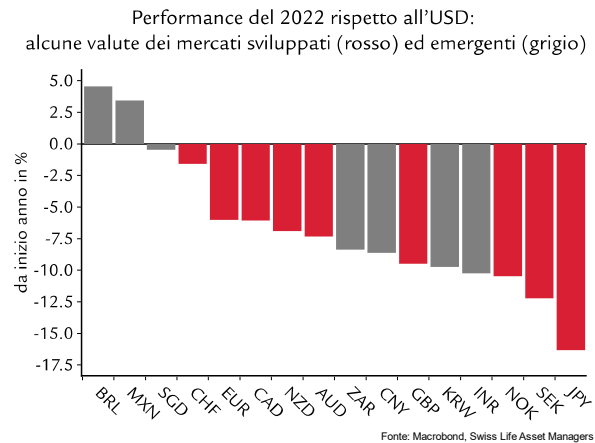
### Svizzera

- Il CHF è sceso poco rispetto all'USD nel 2022, salendo del 5% su base ponderata per l'interscambio.
- Prevediamo che la BNS concluderà presto il suo ciclo di rialzi. Insieme a una potenziale ripresa di valute cicliche come GBP o EUR nel 2023 (cfr. sopra), potremmo veder salire EUR/CHF nel 2023. La vendita opportunistica di riserve valutarie da parte della BNS limiterà tuttavia il rialzo.

### Giappone

- Il JPY ha registrato la performance più debole del 2022 tra le principali valute per via dell'ostinazione della Bank of Japan a mantenere la sua politica monetaria ultraespansiva.
- In linea con la prevista debolezza generale dell'USD, abbiamo un giudizio negativo su USD/JPY nel 2023.

### 2022: tassi d'interesse più alti per un dollaro più forte



L'USD è la valuta dei mercati sviluppati che ha registrato la migliore performance nel 2022 (cfr. grafico, dati al 15 dicembre), dopo un anno positivo come il 2021, in cui il «re dollaro» è stato battuto solo da CAD e CNY. Questo «superciclo dell'USD» è stato alimentato da un'economia solida in entrambi gli anni e da una Federal Reserve che nel 2022 è stata tra le banche centrali più impegnate nella lotta all'inflazione, avviando il ciclo di rialzi dei tassi più rapido dagli anni del Presidente Paul Volcker. Riteniamo tuttavia che il ciclo dell'USD si concluderà nel 2023. Negli ultimi due mesi del 2022 il "Greenback" si è già mostrato assai debole a causa della generale propensione al rischio e del ridimensionamento delle aspettative di rialzo dei tassi della Fed. Riteniamo che l'ultimo intervento sia stato eccessivo e a breve termine vediamo il rischio di una rivalutazione delle aspettative di rialzo dei tassi della Fed e di debolezza del mercato azionario. Pertanto, iniziamo il 2023 con un giudizio neutrale sull'USD, che però dovrebbe indebolirsi ancora nel 2023. Appena l'economia USA entrerà in recessione nel 2023, molto probabilmente avremo un'idea più chiara dei tempi e dell'entità dei tagli dei tassi guida. In quel momento anche gli attivi rischiosi torneranno probabilmente a evidenziare una ripresa più duratura. L'inversione di tendenza della politica monetaria USA e un miglioramento della propensione al rischio penalizzeranno il biglietto verde, soprattutto se il problema dell'inflazione continuerà a riguardare soprattutto l'eurozona e il Regno Unito, mantenendo vive le aspettative di inasprimento monetario in queste economie.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Per informazioni più dettagliate vi invitiamo a visitare il nostro sito web [www.swisslife-am.com/research](http://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.