

Prospettive annuali 2024

Tassi d'interesse e obbligazioni

Buon andamento dei titoli investment grade nel 2024

Stati Uniti

- Negli Stati Uniti, una revisione al ribasso dell'offerta prevista di Treasury, il calo dell'inflazione e dati sulla crescita sottotono hanno spinto al ribasso i tassi e gli spread a novembre.
- Alla luce del previsto calo della crescita e dell'inflazione, prevediamo che la Federal Reserve tagli i tassi guida nel 2024. Nonostante gli spread previsti siano leggermente più alti, le obbligazioni societarie dovrebbero beneficiarne.

Eurozona

- Nell'eurozona, l'inflazione è scesa notevolmente perché l'economia ristagna. Di conseguenza, la BCE ha cambiato toni, contribuendo a far diminuire i rendimenti dei titoli di Stato e gli spread.
- Con l'inflazione primaria vicina all'obiettivo della BCE e l'economia ancora debole, ben presto la BCE potrebbe allentare la politica monetaria. Prevediamo che i tassi scendano nel 2024, mentre gli spread dovrebbero tendere leggermente al rialzo.

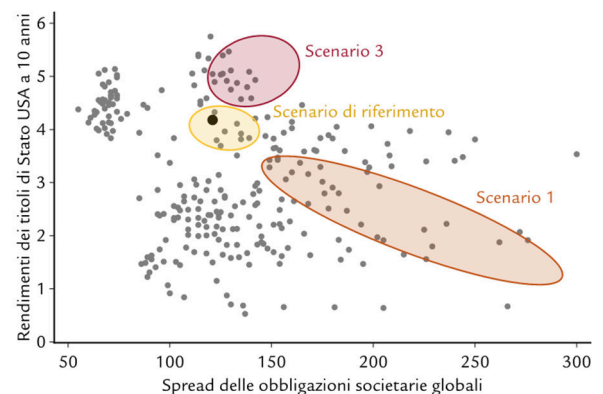
Regno Unito

- Nel Regno Unito i rendimenti sovrani sono scesi quanto nelle altre principali economie, ma il quadro macroeconomico è meno favorevole. Il motivo è soprattutto che l'inflazione di fondo è rimasta alta, al 5,7% a ottobre, malgrado la crescita economica debole.
- Tra le principali banche centrali, crediamo che la Bank of England sarà l'ultima a tagliare i tassi, il che limita la ripresa dell'economia britannica. Tuttavia, i tassi dovrebbero scendere, anche se meno che negli Stati Uniti e nell'eurozona.

Svizzera

- In Svizzera l'inflazione resta sotto controllo e, malgrado la crescita sotto il potenziale prevista per il 2024, non ci aspettiamo una recessione.
- La BNS ha le carte in regola per iniziare a tagliare i tassi nel 2024. Dato il carry interessante, ciò dovrebbe favorire le posizioni rischiose e a lunga duration sul mercato obbligazionario svizzero.

Andamento di spread e tassi negli scenari economici



• Valori di fine mese dal 09/2000 al 10/2023 ● Osservazione 13/12/2023

Fonti: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 13/12/2023

Nel 2023 molti investitori si aspettavano una recessione che alla fine non si è verificata. Malgrado le tante sfide, come la crisi bancaria negli Stati Uniti, le tensioni geopolitiche e la crisi immobiliare in Cina, l'economia globale ha evidenziato una buona tenuta e gli attivi rischiosi hanno guadagnato terreno. Da inizio anno, gli spread sono scesi di circa 20 punti base (pb) e i rendimenti sovrani sono saliti di circa 30 pb negli Stati Uniti e scesi di 40 pb in Europa. Grazie ai rendimenti complessivi elevati, il credito in EUR e in USD ha guadagnato il 6,3% e il 5,2%. Nel 2024, la crescita e l'inflazione più basse potrebbero porre le basi per un allentamento monetario globale (scenario di riferimento). Ciò è ampiamente scontato dai mercati e, se i prossimi dati si discostassero da questo scenario, tassi e spread potrebbero essere molto volatili. Se l'inflazione e la crescita superassero le attese, gli investitori ne risentirebbero: gli spread e i tassi potrebbero salire dai livelli attuali (scenario 3). Invece, una recessione globale potrebbe generare rendimenti appetibili: un aumento degli spread sarebbe compensato da un calo dei tassi più netto (scenario 1). Nel contesto attuale, il credito investment grade è una delle classi d'investimento più appetibili. In un contesto economico perlopiù favorevole, i rendimenti complessivi elevati e il potenziale calo dei tassi depongono a favore di rendimenti totali elevati per questa classe d'investimento nel 2024.

Azioni

Ottimo 2023, ma aspettative meno rosee per il 2024

Stati Uniti

- Dopo il -19,8% del 2022, da inizio anno il mercato USA è salito del 24,7% (tutti i dati al 13 dicembre).
- L'ottimo risultato deriva soprattutto dai cosiddetti «Magnifici 7» (i grandi titoli tecnologici), in rialzo di oltre il 100% grazie all'entusiasmo per l'IA.
- La performance degli stili è stata molto variabile. L'indice equiponderato dei titoli dell'S&P 500 è salito del 10%, quello dei titoli «value» del 4,5% e quello ad alto dividendo hanno perso l'1%. Le small cap hanno ceduto il 10% rispetto all'indice generale. Difficilmente i Magnifici 7 avranno un altro anno così positivo e crediamo che il mercato USA sia decisamente sopravvalutato.

Eurozona

- I titoli dell'eurozona sono saliti del 18,4% nel 2023, dopo il -12,5% del 2022.
- La performance è molto più generalizzata che negli Stati Uniti. In Europa, i titoli «value» e «growth» si sono mantenuti in linea con il mercato.
- La valutazione del mercato europeo è bassa e lo sconto rispetto a quello USA è molto alto. Prima o poi questo gap di valutazione dovrebbe ridursi, ma al momento manca un driver per una convergenza.

Regno Unito

- Con solo il 5,0% nel 2023, il mercato britannico è stato uno dei più deludenti tra i mercati sviluppati.
- La borsa britannica beneficia però della valutazione più bassa e del rendimento del dividendo più alto tra i principali mercati sviluppati.

Svizzera

- Con il +5,6% nel 2023, il mercato svizzero ha sottoperformato il mercato globale del 9% in CHF.
- Tra i principali titoli, hanno deluso soprattutto Roche (-10%) e Nestlé (-5%), che rappresentano più del 29% dello Swiss Market Index (SMI).
- La borsa svizzera è la più sopravvalutata dopo quella USA.

Mercati emergenti

- Le azioni dei mercati emergenti sono salite del 4,3% nel 2023. Con il -13,6% (in USD), la Cina, che rappresenta circa il 30% dell'indice, ha dato il principale apporto sfavorevole.
- Questi mercati sono vicini al fair value e per il 2024 la crescita degli utili è stimata a circa il 18%, la più alta tra i principali mercati.

Valutazione delle azioni globali (livello attuale: 9.670)

P/E	Crescita degli utili prevista									
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	
10	4.203	4.466	4.728	4.991	5.254	5.516	5.779	6.042	6.304	
11	4.623	4.912	5.201	5.490	5.779	6.068	6.357	6.646	6.935	
12	5.043	5.359	5.674	5.989	6.304	6.619	6.935	7.250	7.565	
13	5.464	5.805	6.147	6.488	6.830	7.171	7.513	7.854	8.196	
14	5.884	6.252	6.619	6.987	7.355	7.723	8.090	8.458	8.826	
15	6.304	6.698	7.092	7.486	7.880	8.274	8.668	9.062	9.456	
16	6.725	7.145	7.565	7.985	8.406	8.826	9.246	9.667	10.087	
17	7.145	7.591	8.038	8.484	8.931	9.378	9.824	10.271	10.717	
18	7.565	8.038	8.511	8.984	9.456	9.929	10.402	10.875	11.348	
19	7.985	8.484	8.984	9.483	9.982	10.481	10.980	11.479	11.978	
20	8.406	8.931	9.456	9.982	10.507	11.032	11.558	12.083	12.609	
21	8.826	9.378	9.929	10.481	11.032	11.584	12.136	12.687	13.239	
22	9.246	9.824	10.402	10.980	11.568	12.136	12.714	13.291	13.869	
23	9.667	10.271	10.875	11.479	12.083	12.687	13.291	13.896	14.500	
24	10.087	10.717	11.348	11.978	12.609	13.239	13.869	14.500	15.130	
25	10.507	11.164	11.820	12.477	13.134	13.791	14.447	15.104	15.761	

Fonti: Bloomberg, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 14/12/2023

Le nostre previsioni prevedono un indebolimento dell'economia statunitense nel primo semestre 2024 e un calo di tassi e inflazione nei Paesi sviluppati. Sulla base di ciò, stimiamo che nel 2024 il mercato azionario globale abbia un potenziale di performance realistico del 3-7% (rendimento totale dividendi inclusi). Tale rendimento è coerente con la crescita degli utili prevista e presuppone che le valutazioni restino sostanzialmente al livello attuale. Questa attesa positiva si basa sull'aspettativa che le banche centrali inizino a tagliare i tassi nel T2. Depongono a favore di rendimenti positivi a una cifra anche la valutazione relativamente bassa delle borse globali, Stati Uniti esclusi, e il fatto che storicamente le azioni siano andate bene quando un ciclo di rialzo della Fed è stato seguito da una recessione solo lieve o da un atterraggio morbido. Sul fronte negativo, vediamo una politica monetaria attuale molto restrittiva e una valutazione che non tiene conto di una potenziale recessione. Inoltre, le obbligazioni ed il monetario hanno rendimenti molto vicini all'earnings yield azionario, e sono quindi interessanti rispetto alle azioni. Qual è il potenziale di ribasso? La tabella sopra mostra il valore di mercato equo in funzione della valutazione (P/E) e della crescita degli utili. La crescita degli utili attualmente prevista è di circa il 10%, mentre il P/E è di circa 18. Sulla base di queste due ipotesi, il valore teorico del mercato azionario globale supera il livello attuale di circa l'8%. Con una crescita degli utili del 5% (secondo noi l'ipotesi più realistica), il fair value supererebbe il valore attuale di circa il 3%. Se il P/E e/o gli utili attesi dovessero diminuire, potrebbero verificarsi perdite significative. Su un orizzonte di uno e tre mesi siamo quindi neutrali e positivi per l'intero 2024. I segnali recenti della Federal Reserve sono chiaramente positivi, ma il mercato si è già apprezzato di molto in vista di un possibile taglio dei tassi d'interesse.

Valute

Il «re dollaro» di nuovo al potere nel 2024

Stati Uniti

- Nel 2023, l'USD è stato molto influenzato dagli alti e bassi delle aspettative di politica monetaria e dei rendimenti dei Treasury, chiudendo l'anno con una performance contrastata (tutti i dati al 13 dicembre). Tra i perdenti del 2023 vi sono le valute dei Paesi esportatori di materie prime, mentre quelle dell'America latina, CHF, GBP ed EUR si sono apprezzate rispetto all'USD.
- Prevediamo che nel 2024 l'USD si apprezzerà rispetto a gran parte delle valute dei mercati sviluppati, malgrado i previsti tagli dei tassi della Federal Reserve. Probabilmente anche altre banche centrali dei mercati sviluppati, ad eccezione della Bank of Japan, allenteranno la politica monetaria e il vantaggio in termini di tasso («carry») resta a favore dell'USD.

Eurozona

- Nel 2023 l'EUR si è leggermente apprezzato nei confronti dell'USD, ma ha perso terreno rispetto a GBP e CHF, con un tasso di cambio ponderato per l'intercambio pressoché invariato.
- L'EUR dovrebbe restare debole nel 2024 a causa della crescita sottotono, della minore pressione inflazionistica e quindi della necessità di un allentamento monetario.

Regno Unito

- Malgrado la crescita debole, il GBP si è apprezzato rispetto a USD ed EUR: le pressioni inflazionistiche hanno mantenuto restrittiva la politica monetaria.
- In linea con la nostra visione di un USD forte, prevediamo un GBP/USD più debole nel 2024.

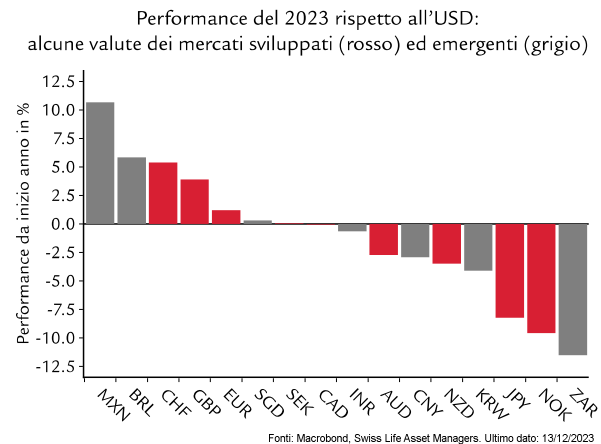
Svizzera

- Nel 2023 il CHF si è apprezzato rispetto a tutte le altre valute dei mercati sviluppati.
- Malgrado lo svantaggio di carry del CHF, riteniamo che il rischio di ribasso sia ridotto: il CHF rimane la valuta rifugio per eccellenza.

Giappone

- Oltre alla NOK, tra le principali valute nel 2023 il JPY ha registrato la performance più debole, poiché la Bank of Japan ha mantenuto la politica di tassi d'interesse negativi.
- Nel 2024 non ci aspettiamo una normalizzazione tale da rendere attraente il JPY, visto il suo notevole svantaggio in termini di carry.

2023: un anno contrastato per l'USD



Un anno fa avevamo previsto la fine del «superciclo dell'USD» nel 2023 e, in effetti, dopo un 2022 in cui l'USD ha battuto quasi tutte le valute, la sua performance nel 2023 sembra contrastata (cfr. sopra). Come l'anno prima, il peso messicano (MXN) e il real brasiliano (BRL) sono in cima alla classifica del 2023, ma CHF, EUR e GBP sono le valute dei mercati sviluppati che mentre scriviamo si sono leggermente apprezzate rispetto all'USD. Per il 2024 siamo ottimisti per quanto riguarda l'USD. Prevediamo una dinamica economica più debole negli Stati Uniti nel 2024, ma in Europa, dopo un anno e mezzo di stagnazione, la situazione economica appare più problematica, mentre la pressione inflazionistica si è molto attenuata. Riteniamo quindi che nel 2024 la BCE possa tagliare i tassi un po' più della Federal Reserve, uno scenario non del tutto scontato dai mercati anche dopo l'apprezzamento che ha seguito la riunione accomodante del FOMC del 13 dicembre. Il differenziale d'interesse tra Stati Uniti ed eurozona potrebbe quindi aumentare nel 2024. Questo «carry» è stato un importante sostegno per l'USD negli ultimi anni ed è il motivo principale della nostra aspettativa ottimista. Anche per questo le prospettive per il JPY ci sembrano meno positive rispetto al consensus. Nonostante l'attesa abolizione della politica di tassi negativi della Bank of Japan, lo svantaggio di carry rispetto all'USD resta notevole e limita il potenziale di apprezzamento del JPY rispetto all'USD. L'argomento del carry pesa meno sul CHF che sul JPY. Nel 2023 il CHF è stato la valuta rifugio per eccellenza e riteniamo improbabile che la situazione cambi nel 2024, vista l'incertezza economica e (geo)politica ancora molto elevata.

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 Parigi alla clientela già in portafoglio e alla clientela potenziale. **Germania:** La presente pubblicazione è distribuita in Germania da Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Straße 36, D-50668 Colonia, da Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Filiale in Germania, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Francoforte sul Meno e da BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlino. **Regno Unito:** La presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells St, Londra 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.