

Febbraio 2024

Tassi d'interesse e obbligazioni

La stessa soluzione per problemi diversi

Stati Uniti

- A gennaio il rendimento dei titoli di Stato USA a 10 anni è salito di 15 punti base (pb), mentre gli spread si sono ristretti ancora di 4 pb. Livelli di spread così bassi non si registravano da quando la Federal Reserve ha avviato il suo ciclo di rialzo dei tassi.
- Attualmente gli operatori di mercato prevedono il primo taglio dei tassi entro maggio, con una probabilità del 50% di un taglio già a marzo (tutti i dati in questa pagina sono aggiornati al 30 gennaio).

Eurozona

- Pur essendo più alti di quelli USA, gli spread dell'eurozona riducono progressivamente il divario. A gennaio si sono ridotti di 9 pb, mentre i rendimenti dei Bund tedeschi a 10 anni sono saliti di 18 pb.
- A gennaio la Banca centrale europea (BCE) ha mantenuto i tassi guida stabili, ma ha segnalato la possibilità di tagli a partire dall'estate. Tuttavia, il mercato ritiene possibile un taglio già ad aprile.

Regno Unito

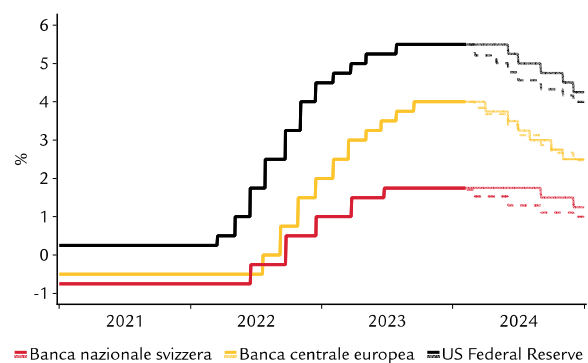
- A gennaio nel Regno Unito i rendimenti dei Gilt decennali sono saliti di 34 pb e gli spread si sono ristretti di 7 pb, raggiungendo i minimi di due anni.
- L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) composito è tornato in territorio espansivo, e l'inattesa riaccelerazione dell'inflazione al 4% esercita crescenti pressioni sulla Bank of England affinché rinvii il suo ciclo di tagli. Ciò mette in dubbio il primo taglio previsto per giugno.

Svizzera

- L'andamento dei mercati svizzeri continua a distinguersi, con rendimenti a 10 anni ad appena lo 0,8% e gli spread per obbligazioni aziendali a soli 83 pb.
- Da giugno 2023, il tasso d'inflazione è rimasto nella fascia obiettivo dello 0-2% della Banca nazionale svizzera (BNS). Insieme ai PMI bassi e al CHF forte, questi fattori potrebbero indurre la BNS a tagliare i tassi prima di settembre, contrariamente alle nostre previsioni attuali.

Previsioni degli interventi delle banche centrali sui tassi

Tassi guida, incluse le previsioni di Swiss Life Asset Managers (linee sottili) e le aspettative di mercato (linee tratteggiate)



Fonti: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo punto di dati: gennaio 2024

Nei mercati sviluppati l'inflazione continua a scendere e le banche centrali sono pronte a tagliare i tassi, anche se in molte economie l'inflazione non è ancora sotto l'obiettivo del 2%. Stranamente, i mercati si aspettano interventi piuttosto sincronizzati, ossia tagli di circa 100 pb nel 2024 in Stati Uniti, eurozona e Regno Unito. Fa eccezione la BNS, per la quale i mercati prevedono tagli di 50 pb nel 2024, anche se da un livello relativamente basso. L'aspettativa di interventi sincronizzati appare alquanto incoerente, viste le dinamiche economiche diverse nelle varie regioni. In eurozona, Regno Unito e Svizzera la crescita del PIL è molto debole, mentre i tassi d'inflazione sono scesi molto negli ultimi mesi. L'inflazione svizzera, in particolare, è già nella fascia obiettivo da giugno 2023. L'economia USA ha invece mantenuto una crescita sostenuta nella seconda metà del 2023 e un'inflazione sopra il 3% su base annua negli ultimi sette mesi. Fattori come l'aumento dei costi di trasporto e dei prezzi del petrolio, esacerbati dalle tensioni geopolitiche in Medio Oriente, e il recente allentamento finanziario potrebbero far salire l'inflazione e mettere in discussione i tagli dei tassi previsti. In questo contesto, assumiamo un posizionamento neutrale in termini di duration, preferendo i tassi europei agli omologhi USA. Inoltre, ora il rischio di credito europeo appare più appetibile, con spread ancora relativamente ampi rispetto agli Stati Uniti.

Azioni

Inizio d'anno sorprendentemente positivo

Stati Uniti

- Il mercato USA ha guadagnato l'1,5% a gennaio. Ancora una volta i «magnifici 7» (+1,8%) sono stati la locomotiva della performance positiva. Con l'apprezzamento dell'USD, la performance in CHF è stata molto più alta (+4,0%).
- La stagione degli utili è appena iniziata. La percentuale di aziende dell'S&P 500 che comunicano sorprese positive sugli utili è inferiore alla media. Gli utili aggregati pubblicati dalle società sono inferiori alle attese.
- La valutazione degli Stati Uniti supera ancora le medie storiche e quelle degli altri mercati (cfr. grafico).

Eurozona

- A gennaio 2024 il mercato ha guadagnato il 2,2%.
- La stagione degli utili è appena iniziata. SAP, la maggiore azienda tecnologica in Europa, ha pubblicato risultati soddisfacenti e annunciato una riorganizzazione.
- La valutazione del mercato europeo è ancora molto interessante a lungo termine. In base ad alcune metriche è addirittura ai minimi storici relativamente al mercato USA.

Regno Unito

- A parte i mercati emergenti, il Regno Unito è l'unico mercato ad aver registrato una performance negativa quest'anno (-1,2%).
- La borsa britannica ha la valutazione più bassa ed il rendimento del dividendo più alto tra i principali mercati sviluppati (4,1%). Tuttavia, riteniamo che al momento sia una «trappola di valore».

Svizzera

- Anche il mercato svizzero ha iniziato l'anno in positivo con una performance dell'1,6%.
- I colossi dell'indice, ad eccezione di Roche, hanno iniziato il 2024 su una nota positiva e Lonza ha guadagnato più del 20%.
- La borsa svizzera è la più sopravvalutata dopo quella USA (cfr. grafico).

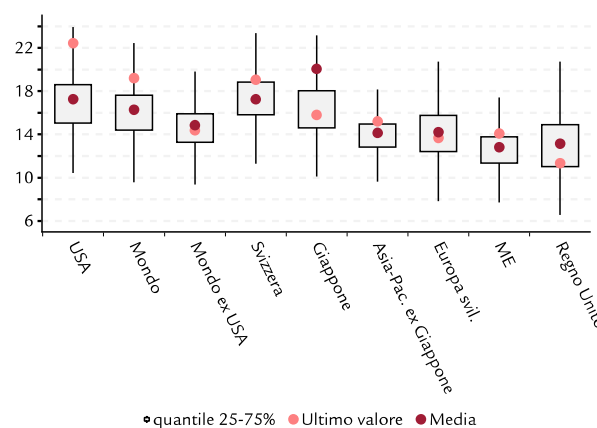
Mercati emergenti

- A gennaio i mercati emergenti hanno continuato a deludere, con una performance del -4,6%.
- Come l'anno scorso, la responsabile è la borsa cinese. In termini di USD, il mercato è sceso del 10,6% e non sembra ancora credere negli sforzi del governo per sostenere l'economia.

Il mercato azionario svizzero: analisi e prospettive

Le large cap svizzere hanno guadagnato solo il 3,8% nel 2023, mentre le azioni globali sono salite di circa il 13% in termini di CHF. L'andamento delle small cap svizzere è stato in linea con quello delle large cap, mentre il rendimento totale delle small cap globali è stato del 5%. La netta sottoperformance dei titoli "large cap" svizzeri nel 2023 è dovuta a fattori specifici delle aziende e alla particolare allocazione settoriale. A livello di società, i due colossi Roche e Nestlé (30% dell'indice) hanno perso rispettivamente il 13% e il 6%. Per tenere il passo con le azioni globali, il restante 70% dell'indice avrebbe dovuto guadagnare il 23%, un rialzo notevole se consideriamo l'esposizione molto ridotta ai settori con le performance migliori, ovvero IT e servizi di comunicazione. Questi due settori, che lo scorso anno a livello globale hanno reso il 40-45% in CHF, nello SPI hanno un peso del 2% circa. I settori con performance deboli come sanità e beni di prima necessità (con un peso combinato del 50% nell'indice svizzero) lo scorso anno hanno perso circa il 5% a livello globale. Le nostre previsioni per il mercato svizzero per il 2024 sono positive. Prevediamo rendimenti totali intorno al 5% per le azioni globali dei Paesi sviluppati e un primo semestre alquanto debole; quindi, le azioni difensive con buoni rendimenti del dividendo potrebbero recuperare terreno. Inoltre, il premio di valutazione della borsa svizzera rispetto ad altri mercati è ragionevole, benché la valutazione del mercato svizzero storicamente sia nella parte alta dell'intervallo neutrale. Raccomandiamo di investire nello SPI e nello SPI Extra Index per beneficiare appieno del potenziale del mercato svizzero e per una migliore diversificazione settoriale.

Valutazione delle azioni globali (P/E), 2004-2024



● quantile 25-75% ● Ultimo valore ● Media

Fonti: Swiss Life Asset Managers, Macrobond, Bloomberg. Ultimo punto di dati: 29.12.2023

Valute

USD sostenuto dalla pazienza della Fed e dai dati

Stati Uniti

- L'USD ha iniziato bene il 2024, apprezzandosi rispetto a quasi tutte le valute dei mercati sviluppati ed emergenti.
- Ribadiamo la nostra visione positiva sull'USD (cfr. testo principale a destra). Alla riunione di gennaio della Fed il presidente Powell ha smentito un primo taglio dei tassi a marzo, rafforzando la nostra convinzione che una riduzione dei tassi in estate resti lo scenario più probabile. A nostro avviso, la notizia ha eliminato alcuni rischi al ribasso per l'USD nel breve termine.

Eurozona

- A gennaio l'EUR ha perso il 2% rispetto all'USD, ma si è apprezzato rispetto al CHF e soprattutto rispetto a NOK e SEK.
- 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

- I dati economici migliori del previsto e un sorprendente rialzo dell'inflazione hanno fatto apprezzare il GBP dell'1,7% nei confronti dell'EUR, mentre GBP/USD è rimasto pressoché stabile.
- Tuttavia, ci aspettiamo che si indebolisca un po' a febbraio, in linea con la nostra visione di un vigore generale dell'USD.

Svizzera

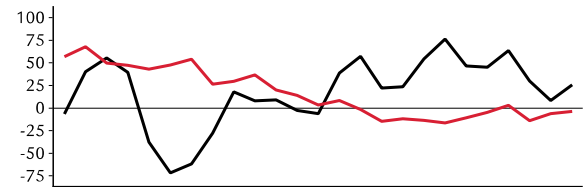
- La tendenza al rialzo del CHF si è arrestata a gennaio, con il CHF ponderato per l'interscambio in calo dello 0,7% nel mese. In un'intervista, il presidente della BNS Thomas Jordan ha affermato che il vigore del CHF preoccupa la banca centrale e la dichiarazione potrebbe aver contribuito al deprezzamento della divisa.
- Per febbraio abbiamo un'attesa neutrale su EUR/CHF e positiva su USD/CHF.

Giappone

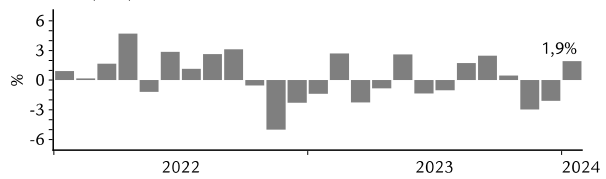
- A gennaio, il JPY ha perso il 4% rispetto all'USD in quanto la Bank of Japan è rimasta attendista e i dati sull'inflazione dell'area di Tokyo hanno sorpreso nettamente al ribasso.
- Nel 2024 non ci aspettiamo una normalizzazione tale da rendere attraente il JPY, visto il suo notevole svantaggio in termini di carry.

Ottimi dati USA e USD forte a gennaio 2024

Citi US Economic Surprise Index (nero) e Inflation Surprise Index (rosso)



USD Index (DXY): variazione mensile in %



Fonte: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo punto di dati: 02/2024

L'USD ha chiuso il 2023 in calo. La netta flessione dei rendimenti dei titoli di Stato USA e la svolta accomodante della Federal Reserve a dicembre hanno pesato sul biglietto verde. I dati economici USA hanno ancora sorpreso positivamente, ma meno che nel T3 (cfr. grafico). Tuttavia, in linea con le nostre aspettative, l'USD si è ripreso a gennaio: l'indice USD (l'USD contro un paniere di sei valute dei mercati sviluppati) ha guadagnato l'1,9% nel mese. Per una volta, il motivo non sono state le aspettative di politica monetaria. In realtà, le aspettative troppo ottimistiche del mercato di netti tagli dei tassi da parte della Fed sono state ridimensionate, ma questo vale per le altre banche centrali, le cui attese di tagli a inizio anno erano un po' eccessive. Tre fattori hanno probabilmente giocato a favore dell'USD a gennaio. Il primo è di natura tecnica: a fine 2023 il posizionamento speculativo era molto short sull'USD e long sull'EUR. Il fatto che alcune di queste posizioni siano state ridotte a gennaio ha contribuito alla ripresa dell'USD dopo due mesi deboli. In secondo luogo, i dati economici USA, soprattutto la prima stima di crescita del PIL del T4 2023, hanno di nuovo sorpreso in positivo, favorendo la ripresa del Citi Economic Surprise Index e rafforzando l'idea che a inizio 2024 l'economia USA sia più solida rispetto al resto del mondo sviluppato. Terzo, e molto importante, il vantaggio in termini di tasso («carry») era a favore di un USD forte. Questi ultimi due fattori dovrebbero persistere nel breve termine, il che ci induce a confermare la nostra attesa positiva per il USD.

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.