

Marzo 2024

## Tassi d'interesse e obbligazioni

Ancora buon andamento dei titoli investment grade

### Stati Uniti

- L'inflazione USA di gennaio più alta del previsto ha ridotto le aspettative di un taglio dei tassi della Fed, facendo salire i rendimenti dei Treasury a 2 anni di circa 40 pb a febbraio.
- Il mercato del credito è comunque rimasto solido, e lo spread dell'indice US Investment Grade Corporate Bond è sceso di 6 pb a 96 pb. Le nuove emissioni sono state ben assorbite, poiché gli investitori istituzionali cercano di assicurarsi rendimenti ancora elevati.
- Nel settore finanziario l'attenzione si è concentrata sull'andamento negativo degli immobili commerciali USA. Tuttavia, le nette svalutazioni sono un problema soprattutto per le banche regionali più piccole, poiché le grandi istituzioni sono meno esposte.

### Eurozona

- L'Europa si trova in un contesto economico delicato in cui oltre alla stagnazione economica emergono tendenze disinflazionistiche. A nostro parere, la BCE potrebbe tagliare i tassi già nell'aprile 2024.
- Incuranti dell'andamento dell'economia, gli spread nell'eurozona sono scesi in linea con quelli USA.

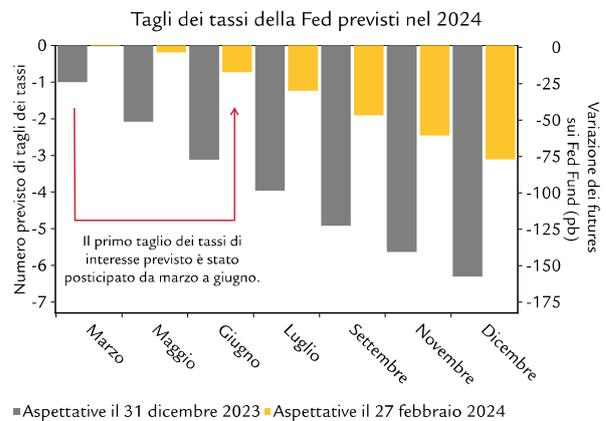
### Regno Unito

- Negli ultimi tre mesi l'inflazione di fondo è rimasta tenacemente sopra l'obiettivo, al 5,1%. In base ai dati sul PIL, nella seconda metà del 2023 il Regno Unito era in recessione tecnica.
- I dati d'inflazione hanno influito anche sulla curva dei Gilt britannici, che da inizio anno è diventata più ripida, soprattutto per le scadenze superiori a 2 anni.

### Svizzera

- L'inflazione di fondo svizzera di gennaio 2024, pari all'1,2% e inferiore al consensus, ha fatto scendere molto i rendimenti sovrani, viste la maggiore probabilità di tagli ai tassi prima del previsto.
- A febbraio il mercato obbligazionario svizzero ha sovraperformato gli altri mercati grazie a questa d'inflazione favorevole.

### Revisione delle aspettative di tagli dei tassi della Fed



Fonti: Macrobond, SLAM, ultimo dato: 27.02.2024

Il mercato obbligazionario viene influenzato dall'inflazione. Il 2023 è iniziato all'insegna dei timori, ma si è concluso con un calo dell'inflazione sorprendentemente rapido, che ha fatto sperare in netti tagli dei tassi quest'anno. La riunione del FOMC di gennaio ha segnato un'altra svolta: la Fed ha preso atto della tenacia dell'inflazione e ha sottolineato la necessità di restare vigili. A febbraio i dati solidi del mercato del lavoro hanno fatto impennare i rendimenti dei Treasury USA, soprattutto per le scadenze brevi. Il rendimento decennale è salito oltre il 4,3%. I dati economici solidi hanno smorzato le attese di un imminente allentamento della Fed. Se a dicembre si prevedeva un primo taglio a marzo 2024, ora non ci si aspetta nulla prima di giugno 2024 e, da sei, i tagli previsti per l'intero anno sono scesi a tre (cfr. grafico). Non prevediamo un taglio a marzo e restiamo neutrali sui Treasury USA a 10 anni, ma ci aspettiamo tassi più bassi nell'eurozona. I fondamentali economici USA solidi hanno permesso ai mercati di rimanere ottimisti, facendo restringere ancora gli spread delle obbligazioni societarie investment grade (IG) USA. Prevedendo un contesto favorevole il mese prossimo, abbiamo un posizionamento neutrale sugli spread IG in Stati Uniti ed eurozona. Il mercato del credito non sembra essere troppo sensibile ai tempi del primo taglio, purché alla fine si verifichi e il contesto macro resti favorevole.

## Azioni

Ottima stagione dei risultati negli Stati Uniti

### Stati Uniti

- Il mercato USA ha guadagnato il 4,9% a febbraio e il 6,5% da inizio anno. Ancora una volta i Magnifici 7 sono stati la locomotiva della performance positiva (+11,4% a febbraio).
- Il mercato ha registrato una performance positiva nonostante l'aumento dei rendimenti dei Treasury USA e la netta riduzione nel numero tagli dei tassi guida attesi. Sconta quindi ancora uno scenario ideale con un'economia solida e tassi molto più bassi.
- La valutazione degli Stati Uniti supera ancora le medie storiche e quelle degli altri mercati. Il rapporto prezzo/utili (P/E) è salito ancora quest'anno. Il premio al rischio azionario è vicino allo zero.

### Eurozona

- Il mercato europeo ha guadagnato il 3,6% a febbraio e il 5,9% da inizio anno.
- Sorprendentemente, il divario rispetto al mercato USA è ridotto, malgrado il peso molto basso della tecnologia. La stagione dei risultati è stata molto meno favorevole di quella USA.
- La valutazione del mercato europeo resta molto interessante a lungo termine. Il premio al rischio azionario è molto più alto che negli Stati Uniti.

### Regno Unito

- Il mercato britannico continua a deludere. A febbraio ha guadagnato l'1,2% e da inizio anno la performance è stata dello 0,0%.
- La borsa britannica continua ad avere la valutazione più bassa e del rendimento del dividendo più alto tra i principali mercati sviluppati (4,0%).

### Svizzera

- La performance di febbraio è stata di appena lo 0,6% e da inizio anno il mercato è salito del 2,2%.
- Uno dei principali motivi per la magra performance di febbraio è stato il titolo Nestlé, che ha perso nettamente terreno dopo la pubblicazione dei risultati.
- La borsa svizzera è la più sopravvalutata dopo quella USA.

### Mercati emergenti

- Febbraio è stato favorevole, con un rialzo del 5,4% che porta la performance da inizio anno allo 0,5%.
- La responsabile è stata la borsa cinese. Dopo una flessione di quasi l'8% a gennaio, è iniziata una ripresa ed il mercato ha guadagnato il 10% dai minimi.

### Stagione dei risultati e Magnifici 7

La stagione dei risultati è stata contrastante. Negli Stati Uniti nel T4 2023 gli utili sono cresciuti del 7% (rispetto al T4 2022) e nell'eurozona sono scesi del 7% (+3% esclusi i titoli dell'energia). In entrambi i casi, hanno comunque superato le attese. La crescita del fatturato si è attestata al 4% negli Stati Uniti e al -2% nell'eurozona. Il Giappone ha pubblicato buoni risultati. A livello settoriale, due aspetti saltano agli occhi. Innanzitutto, sia nell'eurozona che negli Stati Uniti gli utili del settore dell'energia sono scesi di circa il 30%. I principali contributi alla crescita nell'eurozona sono giunti dai beni voluttuari e di prima necessità. Gli utili del settore IT sono invece diminuiti. In secondo luogo, negli Stati Uniti, il quadro è stato ben diverso. Gli utili di IT e servizi di comunicazione sono aumentati rispettivamente del 26% e del 44%, trainati ancora una volta dai Magnifici 7.

### Sintesi della stagione dei risultati del T4 2023

	Crescita degli utili	Crescita del fatturato	Sorpresa sugli utili	Sorpresa sul fatturato	Utili oltre le attese	Fatturato oltre le attese
Stati Uniti	7%	1%	8%	1%	77%	57%
Eurozona	-7%	-6%	3%	-3%	58%	33%
Giappone	10%	2%	1%	1%	55%	50%

Fonte: J.P. Morgan, Swiss Life Asset Managers

Nelle ultime settimane, i Magnifici 7 hanno registrato una crescita degli utili vigorosa che ha fatto salire la loro capitalizzazione di mercato complessiva a ben 12 bilioni di dollari. Per mettere questo dato nella giusta prospettiva, la capitalizzazione di mercato dei Magnifici 7 supera ora quella dell'intero mercato azionario cinese e quella di Giappone, Germania e Regno Unito messi insieme. In particolare, l'aumento della capitalizzazione di mercato di Nvidia dopo l'impressionante pubblicazione degli utili è stato superiore alla capitalizzazione totale di mercato di Coca Cola. Intanto, gli utili dei Magnifici 7 sono compresi tra i 300 e i 400 miliardi di dollari, ossia meno della metà degli utili della borsa cinese e circa metà della somma di quelli dei mercati azionari di Giappone, Regno Unito e Germania messi insieme. Occorre quindi prendere atto che i tassi di crescita degli utili dei Magnifici 7 che il mercato sta scontando sono eccezionalmente elevati, il che porta a valutazioni eccessive. L'attuale P/E è pari a 38 e il rapporto prezzo/ricavi supera 7,5. Tuttavia, a differenza della bolla delle dot-com del 2000, tutti i Magnifici 7 sono redditizi e si collocano tra le maggiori aziende globali, oltre ad avere margini più elevati rispetto ad altre società dell'S&P 500.

## Valute

USD sostenuto dalla pazienza della Fed e dai dati

### Stati Uniti

- A febbraio l'USD ha registrato una performance leggermente positiva su base ponderata per l'interscambio, apprezzandosi nei confronti di CHF, JPY, CAD, AUD e NOK, ma con un andamento laterale rispetto a gran parte delle altre valute dei mercati sviluppati.
- Per marzo abbiamo una attesa positiva sull'USD rispetto a EUR, GBP e JPY, ma neutrale rispetto al CHF.

### Eurozona

- A febbraio l'EUR si è apprezzato su base ponderata per l'interscambio. I toni attendisti dei funzionari della BCE hanno indotto i mercati a rivedere al ribasso le aspettative di tagli dei tassi quest'anno (cfr. grafico).
- Riteniamo che il mercato sconti una politica monetaria della BCE un po' troppo restrittiva, visti i dati economici ancora deboli dell'eurozona e i continui progressi sul fronte dell'inflazione. Abbiamo quindi una attesa negativa sull'EUR rispetto a USD e CHF.

### Regno Unito

- Febbraio è stato tranquillo per il GBP, che ha evidenziato un andamento laterale rispetto a USD ed EUR.
- Tuttavia, ci aspettiamo che GBP/USD si indebolisca un po' a marzo, in linea con la nostra attesa di un vigore generale dell'USD.

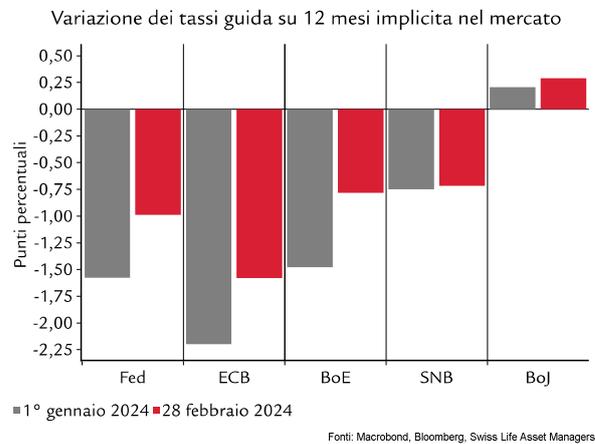
### Svizzera

- Il CHF è stato tra le valute più deludenti di febbraio (cfr. testo nella colonna di destra).
- Abbiamo una attesa negativa su EUR/CHF e neutrale su USD/CHF per marzo.

### Giappone

- A febbraio la tendenza al ribasso del JPY nei confronti dell'USD in atto da inizio anno si è accentuata.
- Nel 2024 non ci aspettiamo una normalizzazione della politica monetaria tale da rendere attraente il JPY, visto il suo notevole svantaggio in termini di carry. Manteniamo quindi la nostra attesa positiva su USD/JPY.

### Le aspettative dei mercati su BNS e BoJ restano stabili



Oltre alla lira turca e al rand sudafricano, a febbraio sono state le due valute rifugio tradizionali, CHF e JPY, a registrare le performance più deludenti tra le principali divise. Entrambe le valute si sono deprezzate del 2% su base ponderata per l'interscambio. Questo per due motivi principali: innanzitutto, febbraio è stato caratterizzato da una notevole propensione al rischio degli operatori di mercato. Le azioni sono salite e gli spread si sono ristretti poiché i rischi di recessione sono rientrati alla luce dei dati macro ancora solidi. Nemmeno la serie di notizie negative riguardanti la crisi del settore degli immobili commerciali USA e le guerre in Ucraina e Medio Oriente è riuscita a turbare gli operatori di mercato. Questo contesto di propensione al rischio ha penalizzato le valute rifugio a basso rendimento come CHF e JPY. In secondo luogo, le aspettative del mercato sulla politica monetaria svizzera e giapponese sono rimaste pressoché invariate. A parte un certo tira e molla sui tempi del primo taglio dei tassi della BNS e del primo rialzo da parte della Bank of Japan (BoJ), su un orizzonte di 12 mesi il totale degli interventi è rimasto stabile (cfr. grafico). Le aspettative di allentamento per la Federal Reserve e la BCE sono state invece ridimensionate, aumentando la pressione al rialzo su USD ed EUR nei confronti di JPY e CHF. Prevediamo che a marzo gli investitori torneranno a concentrarsi sui rischi economici e geopolitici, il che a nostro avviso dovrebbe favorire soprattutto l'USD e il CHF e meno il JPY, che ha ancora un rendimento molto basso.

## Asset allocation

Buoni rendimenti grazie al vigore dei mercati azionari

### Analisi

- Febbraio è stato positivo per le strategie multi-asset, viste le ottime performance assolute.
- Questi rendimenti positivi derivano soprattutto dal vigore dei mercati azionari, mentre l'aumento dei tassi si è tradotto in rendimenti obbligazionari negativi in gran parte dei segmenti, salvo high yield e mercati emergenti.
- I principali driver sono stati la buona tenuta dell'economia USA e gli ottimi risultati di alcune società che hanno dato lustro a una stagione dei risultati USA altrimenti poco brillante. Le aspettative sugli interventi di politica monetaria hanno avuto un ruolo minore a febbraio, poiché l'economia USA, più solida del previsto, limita il margine di allentamento della Fed.

### Asset allocation attuale

Classe d'investimento	Ponderazione attiva
Titoli di Stato globali	sovrappeso
Obbligazioni societarie globali investment grade	sottopeso
Obbligazioni dei mercati emergenti	neutrale
Azioni globali	neutrale

Fonti: Swiss Life Asset Managers

- Le azioni restano sopravvalutate, soprattutto dopo gli ottimi rendimenti di febbraio e le prospettive di utile più caute pubblicate di recente.
- I rendimenti reali dei titoli di Stato a 10 anni hanno continuato a salire, avvicinandosi ai massimi di fine estate 2023, mentre gli spread si sono ristretti ancora, malgrado i crescenti segnali di sofferenza in alcuni segmenti.
- Quindi siamo cauti e al momento sottopesiamo le obbligazioni societarie, che a questi livelli hanno un potenziale di rialzo limitato e un rischio di ribasso significativo.
- Le valutazioni elevate depongono a favore di un posizionamento difensivo sulle azioni, ma al momento preferiamo rimanere neutrali, dato che il momentum dei mercati è ancora forte.
- D'altro canto, i rendimenti elevati dei titoli di Stato sono interessanti, malgrado il rischio di nuovi aumenti. Pertanto, sovrappesiamo questa classe d'investimento.

### In attesa di un calo del momentum del mercato azionario

Per citare il noto economista John Maynard Keynes, «i mercati possono rimanere irrazionali più a lungo di quanto noi possiamo rimanere solvibili». Keynes, un investitore aggressivo e di successo, intendeva dire che i mercati possono ignorare i fondamentali per un periodo molto lungo prima di adeguarsi, spesso in modo molto drastico. Keynes giunse a questa conclusione dopo aver subito una perdita significativa in un investimento valutario, in una fase in cui le divise si muovevano contro la logica economica.

Probabilmente ci troviamo in uno di questi periodi: le valutazioni dei mercati azionari, soprattutto negli Stati Uniti, sono molto elevate e implicano aspettative molto ottimistiche sull'economia e sugli utili delle società quotate. Intanto, gli spread sono vicini ai minimi storici malgrado i crescenti segnali di sofferenza in alcuni segmenti. In realtà, il clima di mercato positivo è sostenuto da un'economia USA più solida del previsto e dalla speranza che l'avvento dell'intelligenza artificiale incrementi la produttività. Inoltre, molte aziende hanno approfittato dei bassi rendimenti di due anni fa per rifinanziarsi, risultando quindi per ora meno sensibili all'aumento dei tassi. Infine, le banche centrali potrebbero iniziare a tagliare i tassi nei prossimi mesi. La cosa più ovvia da fare è posizionare il portafoglio in vista della correzione e aspettare. Tuttavia, come aveva capito Keynes, questa scelta può costare molto cara, soprattutto quando i mercati godono di un ottimo momentum.

Quindi, pur ritenendo che in media le azioni e le obbligazioni societarie siano sopravvalutate, ci rendiamo conto che i mercati azionari hanno un buon momentum, che è alimentato soprattutto dal tema dei progressi tecnologici (IA) e dalla svolta prevista della politica monetaria. Pertanto, per ora seguiamo la corrente e manteniamo un'allocazione neutrale alle azioni, concentrandoci sulla riduzione dell'esposizione alle obbligazioni societarie, i cui spread molto bassi offrono un potenziale di rialzo ridotto.

## 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



**José Antonio Blanco**  
**CIO Third Party Asset Management**  
**Head Multi Asset**  
joseantonio.blanco@swisslife-am.com

### 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 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.