

Maggio 2024

Tassi d'interesse e obbligazioni

L'inflazione mette in discussione i tagli dei tassi

Rendimenti obbligazionari e spread del credito IG

	Rendimento dei titoli di Stato decennali			Spread dei obbligazioni investment grade		
	Attuale	Aprile 2024*	Year-to-date*	Attuale	Aprile 2024*	Year-to-date*
US	4,6%	44 pb	76 pb	90 pb	0 pb	-9 pb
Eurozona	2,6%	29 pb	57 pb	112 pb	-2 pb	-26 pb
UK	4,3%	40 pb	80 pb	121 pb	2 pb	-18 pb
CH	0,7%	12 pb	9 pb	78 pb	-1 pb	-5 pb

Redimento eurozona = Germania. * Variazione al 24 aprile.
Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- L'inflazione e i dati economici più alti del previsto hanno fatto salire i rendimenti dei titoli di Stato; spread creditizi stabili nella speranza che la crescita nominale favorisca gli utili societari.
- La Federal Reserve ha ritrattato alcune delle sue precedenti dichiarazioni accomodanti.

Eurozona

- Situazione simile in Europa: aumento dei rendimenti dei titoli di Stato e spread relativamente stabili, malgrado la correzione delle azioni dovuta alle tensioni geopolitiche in Medio Oriente.
- Prevediamo il primo taglio dei tassi della BCE a giugno, data la crescita sottotono e l'inflazione in calo.

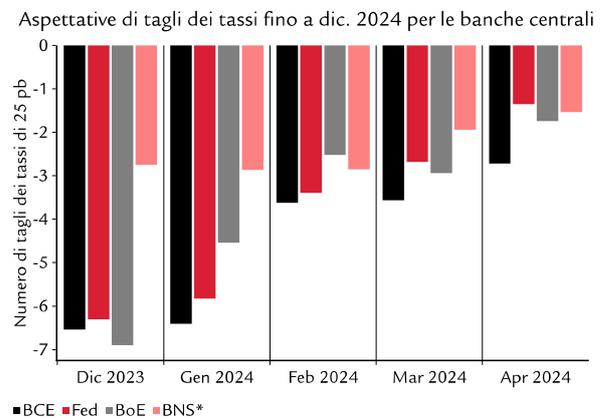
Regno Unito

- L'indice PMI dei servizi e l'inflazione oltre le attese hanno fatto impennare i rendimenti sovrani; ora i mercati si aspettano dalla Bank of England solo due tagli dei tassi quest'anno.
- Gli spread sono aumentati solo leggermente.

Svizzera

- Ad aprile i rendimenti dei titoli di Stato svizzeri sono saliti, in linea con gli omologhi globali; gli spread sono rimasti pressoché invariati.
- L'inflazione di marzo, all'1%, ha confermato la decisione della Banca nazionale svizzera (BNS) di tagliare i tassi; prevediamo un ulteriore taglio quest'anno.

Tagli ai tassi nonostante l'aumento dell'inflazione



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 24.04.2024 *La BNS ha tagliato il tasso guida già il 21 marzo 2024

Malgrado a inizio anno l'inflazione sia ancora ben oltre l'obiettivo del 2%, all'inizio gli investitori hanno previsto fino a sette tagli dei tassi da parte di Fed, BoE e BCE nel 2024. L'allentamento delle condizioni finanziarie e i segnali di una crescita nominale vigorosa si sono tradotti in un'impennata generalizzata delle attività finanziarie. Ad aprile, sullo sfondo dell'ostinata inflazione USA di cui abbiamo trattato il mese scorso, i rendimenti dei Treasury USA a 10 anni sono saliti di 50 punti base. Al contempo, i mercati hanno dovuto assorbire una gran quantità di nuove emissioni di Treasury per finanziare l'ampio deficit del governo USA. Nuovi aumenti dei rendimenti penalizzerebbero gli attivi rischiosi e la crescita, ma ai livelli attuali questo non è il nostro scenario di riferimento. Il Tesoro USA può ancora modificare la composizione delle emissioni e allentare la pressione sui titoli di Stato. In vista delle elezioni di quest'anno, mantenere la stabilità dei mercati e dell'economia è nell'interesse del governo in carica. Pertanto, non raccomandiamo un netto sottopeso sul rischio e manteniamo un posizionamento neutrale. Tuttavia, un ritorno al picco dei tassi dell'anno scorso, le crescenti pressioni inflazionistiche e l'aumento delle emissioni potrebbero mettere a rischio le nostre previsioni.

Azioni

Battuta d'arresto ad aprile, ne arriveranno altre?

Panoramica delle performance dei mercati azionari

	Aprile 2024*	Year-to-date*
Stati Uniti	-3,5%	6,4%
Eurozona	-1,2%	8,9%
Regno Unito	1,4%	5,5%
Svizzera	-2,2%	3,3%
Mercati emergenti	-0,7%	1,7%

Indici MSCI Net Total Return in valuta locale.

* Variazione al 24 aprile. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Ad aprile il mercato azionario USA ha perso il 3,5% per il minor numero di tagli dei tassi attesi e l'aumento di inflazione, tassi e incertezza geopolitica.
- I primi risultati della stagione degli utili sono stati buoni, ma non hanno impressionato gli investitori.
- La valutazione del mercato USA supera ancora di molto le medie storiche e quella di altri mercati.

Eurozona

- Con una perdita dell'1,2%, ad aprile il mercato azionario europeo ha di nuovo battuto quello USA.
- Ora la valutazione del mercato europeo è neutrale.

Regno Unito

- Con un piccolo guadagno ad aprile, la borsa britannica ha dimostrato la sua natura difensiva e ora ha anche recuperato terreno in termini di performance da inizio anno.
- Il mercato britannico beneficia ancora di una valutazione bassa e di un rendimento del dividendo elevato del 3,9%.

Svizzera

- Ad aprile il mercato svizzero ha perso il 2,2%. Da inizio anno è ancora dietro agli altri mercati principali.
- Nella seconda metà di aprile, la buona tenuta di Novartis e Nestlé ha sostenuto il mercato.
- La borsa svizzera è la più sopravvalutata dopo quella USA.

Mercati emergenti

- Malgrado la loro natura piuttosto ciclica, i mercati emergenti sono stati relativamente solidi ad aprile, ma appaiono ancora deboli da inizio anno.
- La dispersione delle performance è elevata: il mercato turco è salito di quasi il 30% e quello brasiliano ha perso oltre il 5%.
- La valutazione dei mercati emergenti è pressoché neutrale.

Mercati e primi tagli dei tassi guida

La BNS ha già tagliato i tassi guida di 25 pb. Il ciclo di tagli della BCE dovrebbe iniziare a giugno, mentre negli Stati Uniti i futures sui fondi Fed attualmente scontano due tagli nel 2024, il cui impatto sul mercato azionario è ancora poco chiaro. In genere, i tagli dei tassi si verificano in fasi di rallentamento dell'economia e di calo dell'inflazione, quindi l'effetto dei tassi di sconto più bassi è positivo, ma va soppesato con l'impatto negativo di una crescita degli utili più debole o persino negativa. Inoltre, dobbiamo considerare l'effetto sulla valutazione. Storicamente, la reazione del mercato al primo taglio dei tassi è dipesa dalle condizioni economiche (cfr. tabella seguente). Se il primo taglio dei tassi era legato a una recessione, in media la reazione del mercato (performance di azioni e obbligazioni) è stata negativa. Al contrario, in caso di atterraggio morbido, la reazione del mercato è stata in media positiva.

Taglio dei tassi: performance di azioni e obbligazioni (USA)

Primo taglio	Ultimo taglio	Recessione	Performance dell'equity – dell'obbligazione 12 mesi dopo il primo taglio
Set-84	Feb-88	No	-7%
Giu-89	Set-92	Sì	12%
Lug-95	Nov-98	Nein	26%
Gen-01	Gui-03	Sì	-9%
Set-07	Dic-08	Sì	-24%
Ago-19	Mar-20	Sì	-5%

Fonti: Goldman Sachs

La performance relativa media con una recessione è stata del -7%, mentre senza recessione è stata del 10%. In particolare, solo in uno dei due casi la performance relativa a 12 mesi delle azioni è stata positiva. Nel complesso, quindi, la reazione al primo taglio dei tassi non favorisce le azioni rispetto alle obbligazioni. Tuttavia, va notato che dal 1970 le azioni hanno guadagnato in media il 9% nei sei mesi successivi al primo taglio dei tassi. La valutazione del mercato azionario USA nei 12 mesi successivi dipende anche dalle condizioni economiche. Nei casi senza recessione è aumentata del 18%, mentre, sorprendentemente, nelle fasi di recessione è comunque salita del 5%. Analogamente, nell'eurozona, la valutazione è aumentata del 19% (in tutti e tre i casi il taglio dei tassi era associato a una recessione). Ciò suggerisce che gli utili diminuiscono molto durante le recessioni e il conseguente aumento della valutazione non compensa appieno l'impatto positivo dei tassi più bassi. In sintesi, quando iniziano i tagli dei tassi è opportuna una visione cauta dei mercati azionari nel brevissimo termine.

Valute

La divergenza delle politiche ha rafforzato l'USD

Panoramica delle principali valute

	Aprile 2024*	Year-to-date*	Su 1 mese
EUR/USD	-0,8%	-3,1%	➔
EUR/CHF	0,6%	5,4%	⬇
GBP/USD	-1,3%	-2,1%	➔
USD/JPY	2,6%	10,1%	➔

* Variazione al 24 aprile. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Aprile è stato all'insegna del vigore dell'USD, che si è apprezzato rispetto alle principali valute guadagnando l'1,3% su base ponderata per l'interscambio.
- Il potenziale di ulteriore rafforzamento dell'USD a maggio ci sembra limitato (cfr. testo a destra).

Eurozona

- Ad aprile l'EUR si è deprezzato nei confronti dell'USD e apprezzato rispetto al CHF dopo la debolezza di metà mese.
- La BCE sembra decisa a effettuare il primo taglio dei tassi a giugno, e ciò è già scontato dai mercati finanziari. Siamo passati a una visione neutrale dell'EUR rispetto all'USD, mentre manteniamo una visione negativa dell'EUR rispetto al CHF.

Regno Unito

- Ad aprile il GBP si è indebolito rispetto all'USD e ha risentito della divergenza di politica monetaria. Il mercato ha messo in dubbio la capacità della Bank of England di tagliare i tassi prima della Fed, ma il Governatore Bailey ha sottolineato l'indipendenza della BoE dalle altre banche centrali.
- Prevedendo che il vigore dell'USD nei confronti del GBP venga meno a maggio, manteniamo una visione neutrale sul GBP rispetto all'USD.

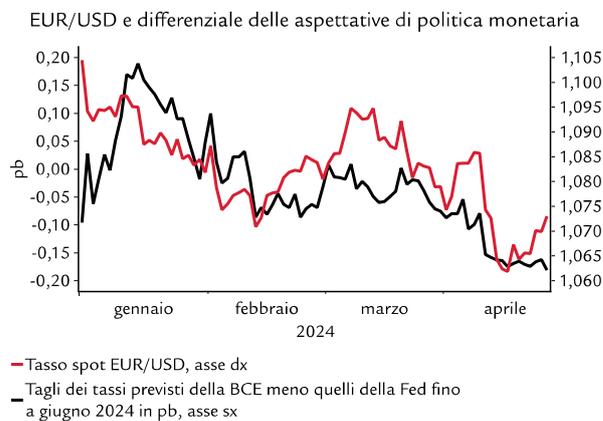
Svizzera

- Non condividiamo le attese del mercato di un altro taglio della BNS a giugno e crediamo che il vantaggio dell'EUR in termini di tasso diminuirebbe. Non ci aspettiamo quindi altri rialzi per EUR/CHF e prevediamo persino un calo a maggio.

Giappone

- Il JPY è rimasto debole e ha registrato la peggiore performance tra le principali valute rispetto all'USD. Rivediamo al ribasso la previsione a un mese su USD/JPY portandola a neutrale, ma per via del vigore limitato dell'USD e non della forza del JPY.

Il rafforzamento dell'USD dovrebbe arrestarsi a maggio



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 25.04.2024

I mercati valutari sono stati sostenuti dalla crescente divergenza tra le aspettative di politica monetaria della Fed e delle altre banche centrali, soprattutto la BCE. La pubblicazione dei dati sull'inflazione al consumo USA di aprile è stata un evento cruciale, perché ha mostrato pressioni sui prezzi più forti del previsto. Prima della pubblicazione, per quest'anno i mercati scontavano circa 70 pb di tagli della Fed, oggi circa 40 pb. Intanto, la Presidente della BCE Lagarde ha detto a chiare lettere che l'istituto di Francoforte è pronto a tagliare il tasso guida per la prima volta a giugno. Il crescente divario tra i tassi attesi negli Stati Uniti e nell'eurozona ha portato a un ulteriore rafforzamento dell'USD, in quanto il rendimento più alto atteso dai tassi, il cosiddetto «carry», stimola la domanda della valuta. Oltre che del carry, l'USD ha beneficiato dei flussi verso i beni rifugio, viste le tensioni geopolitiche ancora elevate. Ciò si è tradotto nell'accumulo di consistenti posizioni lunghe sull'USD nel mercato. Il potenziale di ulteriore rafforzamento dell'USD a maggio ci sembra quindi limitato, dato il posizionamento lungo sull'USD già eccessivo. Pertanto, innalziamo a neutrale la nostra previsione a un mese su EUR/USD. Prima di un altro netto apprezzamento dell'USD, il mercato necessiterà probabilmente di una conferma delle aspettative di politica monetaria scontate attualmente. Il rischio per la nostra visione è un'inversione della divergenza di politica, ovvero che la BCE non tagli i tassi a giugno. Un inatteso indebolimento dei dati USA potrebbe avere un effetto analogo.

Asset allocation

Il sentiment sta diventando negativo?

Analisi

- Dopo l’ottima performance di marzo, netta correzione per i mercati azionari ad aprile.
- Il maggior rischio di conflitto tra Israele e Iran ha avuto un ruolo, ma il driver della correzione è stata la presa di coscienza che difficilmente la Fed taglierà i tassi a breve, vista la solidità dei dati economici.
- La correzione non ha favorito i titoli di Stato, dato che i dati economici hanno fatto salire i rendimenti obbligazionari. La performance è stata quindi negativa, ma meno che per le azioni.
- Gli spread creditizi sono stati volatili, ma sono aumentati di poco. I titoli investment grade globali hanno sottoperformato i titoli di Stato, ma le obbligazioni high yield hanno battuto sia i titoli di Stato che quelli investment grade, grazie alla minore duration e all’ampliamento modesto degli spread.

Visione attuale dell’asset allocation

Classe d’investimento	Ponderazione attiva
Titoli di Stato globali	sovrappeso
Obbligazioni societarie globali IG*	sottopeso
Obbligazioni dei mercati emergenti	sottopeso
Azioni globali	neutrale

* IG = investment grade. Fonte: Swiss Life Asset Managers

- La modesta correzione di aprile ha ridotto la sopravvalutazione del mercato azionario, ma il suo impatto resta minimo. Inoltre, l’aumento dei rendimenti obbligazionari ha ridotto l’attrattiva relativa delle azioni rispetto alle obbligazioni. Con l’indebolimento dell’economia, ora i titoli di Stato negli Stati Uniti e soprattutto nell’eurozona sono più appetibili, il che potrebbe favorire una rapida svolta della politica monetaria. In particolare, sono aumentate le aspettative di un rialzo dei tassi della Fed, più che di un taglio. Tuttavia, questo scenario ci sembra improbabile quanto la precedente previsione di tagli dei tassi più rapidi e consistenti.
- Gli spread ci hanno sorpreso con un ampliamento minimo. Pertanto, questa classe d’investimento ci attira poco.
- Rimaniamo nel complesso neutrali sulle azioni e sottopesiamo le obbligazioni societarie a favore del debito sovrano. Le azioni continuano a sembrare vulnerabili. La reazione del mercato agli utili deludenti di Tesla, ad esempio, suggerisce che il sentiment si è indebolito ma non è ancora cambiato.

Dovremmo prendere in considerazione l’oro?

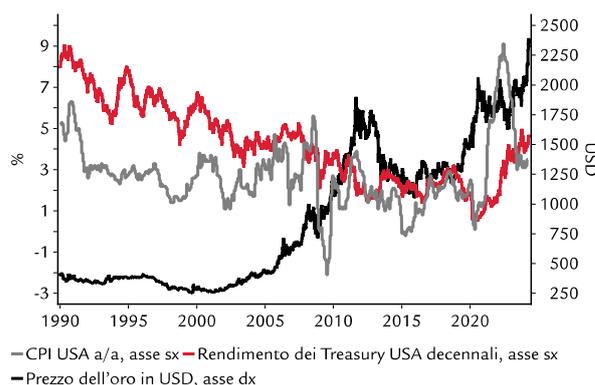
In un mondo caratterizzato da crisi politiche, l’oro è spesso considerato il «bene rifugio» per eccellenza. Il recente andamento dei prezzi sembra confermarlo: da inizio anno, il prezzo dell’oro è salito tra il 12% e il 18%, a seconda della valuta. Quindi, dovremmo prendere in considerazione l’oro?

Prima di affrontare la questione, è importante capire l’oro dal punto di vista finanziario. Pur essendo tecnicamente una merce, l’oro andrebbe considerato una valuta. Tuttavia, rispetto alle valute «normali» come CHF, EUR e USD, l’oro presenta proprietà specifiche:

1. Non è emesso da una banca centrale e le quantità sono definite, anche se non del tutto note.
2. Le banche centrali detengono grandi quantità d’oro come riserve. Modificandole, possono influire temporaneamente sui prezzi, perché l’offerta è limitata.
3. Escludendo il reddito che può essere generato dai prestiti, l’oro non ha un tasso d’interesse né genera un rendimento reale positivo a lungo termine, come le azioni e le obbligazioni.

Ciò significa che dovrebbe beneficiare di un contesto di inflazione globale in aumento e di banche centrali non disposte o non in grado di controllarla. Vi sono delle eccezioni, ma questi contesti tendono ad essere specifici e temporanei, e quest’anno non li abbiamo osservati.

Prezzo dell’oro, rendimento dei Treasury USA decennali e CPI USA



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 25.04.2024

I tassi, soprattutto in USD, sono saliti molto e anche se ora il calo dell’inflazione si è in parte arrestato, difficilmente vedremo un’inversione di tendenza. Questa situazione ricorda quanto accaduto nel 2011, quando i tassi scendevano mentre l’inflazione toccava un picco temporaneo. Ci aspettiamo che il trend positivo dell’oro si interrompa o si corregga, salvo grosse sorprese sul fronte di inflazione e politica monetaria.

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.

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.