

Settembre 2024

## Tassi d'interesse e obbligazioni

Parametri creditizi favorevoli e spread ridotti

### Rendimenti obbligazionari e spread del credito IG

|          | Rendimento dei titoli di Stato decennali |            |               | Spread dei obbligazioni investment grade |            |               |
|----------|--|------------|---------------|--|------------|---------------|
|          | Attuale                                  | Ago. 2024* | Year-to-date* | Attuale                                  | Ago. 2024* | Year-to-date* |
| US       | 3,8%                                     | -18 pb     | -3 pb         | 94 pb                                    | 1 pb       | -5 pb         |
| Eurozona | 2,3%                                     | -1 pb      | 27 pb         | 116 pb                                   | 6 pb       | -22 pb        |
| UK       | 4,0%                                     | 4 pb       | 48 pb         | 120 pb                                   | 6 pb       | -19 pb        |
| CH       | 0,5%                                     | 4 pb       | -20 pb        | 76 pb                                    | 4 pb       | -7 pb         |

Redimento eurozona = Germania, pb = punti base.  
\* Variazione al 28 agosto. Fonte: Bloomberg

### Stati Uniti

- Dopo l'impennata di inizio agosto, i timori di recessione sono scemati rapidamente. I mercati hanno quindi ridotto le aspettative di taglio dei tassi dopo il 2 agosto.
- Tuttavia, prevediamo una moderazione della crescita economica USA e tre tagli dei tassi da parte della Fed entro fine anno.

### Eurozona

- Nell'eurozona la crescita economica rimane lenta e gli indicatori anticipatori segnalano ancora un calo dell'inflazione.
- Ora è più probabile che la Fed abbassi i tassi guida ad ogni riunione di quest'anno, ci aspettiamo inoltre tre tagli da parte della BCE.

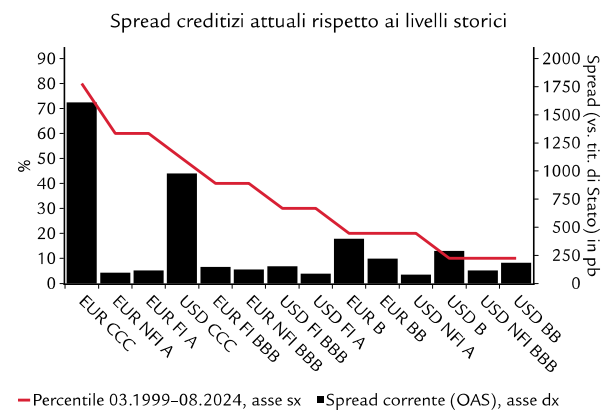
### Regno Unito

- Ad agosto, l'economia britannica ha sorpreso in positivo: gli indici dei responsabili degli acquisti (PMI) per i settori manifatturiero e dei servizi hanno superato la soglia di crescita.
- Prevediamo un altro taglio dei tassi a opera della Bank of England quest'anno.

### Svizzera

- Il PMI manifatturiero di luglio è sceso di nuovo più del previsto. Le nostre previsioni su PIL e inflazione per il 2025 restano inferiori al consensus.
- Riteniamo che la politica monetaria della BNS sia ormai neutrale e a nostro avviso non ha motivo di diventare accomodante. Pertanto, a differenza dei mercati, non ci aspettiamo un altro taglio dei tassi.

### Molti segmenti del credito quotano in un ampio intervallo



NFI: titoli non finanziari; FI: titoli finanziari  
Fonti: Macrobond, ICE, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: agosto 2024

Secondo un'indagine di Bloomberg, la probabilità di una recessione entro il prossimo anno negli Stati Uniti e nell'eurozona è piuttosto bassa (circa il 30%). I parametri creditizi delle società con rating high yield (HY), come la copertura degli oneri finanziari o l'indebitamento, sono ancora solidi. Inoltre, le insolvenze negli Stati Uniti e in Europa sono diminuite rispetto al picco di qualche mese fa, quindi gli spread creditizi sono perlopiù bassi in termini storici. Il grafico qui sopra mostra in quale percentile si collocano gli attuali livelli di spread in termini storici (da marzo 1999 ad agosto 2024). Possiamo fare le seguenti osservazioni. Innanzitutto, circa il 70% dei segmenti di credito presenta livelli di spread storicamente bassi (percentili <50%) e quindi valutazioni elevate. In secondo luogo, in termini relativi, i titoli CCC e single A sono i più sottovalutati in base ai percentili storici. Terzo, gli spread in EUR appaiono più interessanti di quelli in USD in tutti i segmenti di credito. Quarto, i titoli BB, B e BBB non finanziari in USD sono i segmenti con le valutazioni più elevate. In vista di una moderazione dell'economia USA e dati i rischi di recessione non trascurabili, molti investitori obbligazionari sembrano preferire la qualità del credito HY BB, ma anche i rendimenti più elevati dei titoli BBB, nel più stabile segmento investment grade (IG). Per settembre abbiamo una visione neutrale sugli spread dei titoli HY e IG e sui rendimenti delle obbligazioni USA, svizzere e dell'UE.

# Azioni

Serie di alti e bassi con lieto fine

## Panoramica delle performance dei mercati azionari

|                   | Ago. 2024* | Year-to-date* |
|-------------------|------------|---------------|
| Stati Uniti       | 1,8%       | 18,1%         |
| Eurozona          | 0,3%       | 9,1%          |
| Regno Unito       | 0,2%       | 10,8%         |
| Svizzera          | 0,3%       | 11,9%         |
| Mercati emergenti | 2,0%       | 10,0%         |

Indici MSCI Net Total Return in valuta locale.  
\* Variazione al 28 agosto. Fonte: Bloomberg

### Stati Uniti

- Il mese è iniziato con una correzione rapida ma netta. Nei primi giorni di negoziazione il mercato ha perso più del 5% (il Giappone ben il 20%). Da allora, il mercato USA si è ripreso ed è in rialzo nel mese in questione.
- La causa principale della correzione sono stati i dati deludenti del mercato del lavoro. Dati economici più favorevoli e la maggiore probabilità di tagli dei tassi hanno dato il via alla ripresa del mercato, ma gli ultimi parametri sono inferiori alle aspettative.
- La stagione degli utili è stata ancora una volta molto positiva. Ad agosto la ripresa degli stili azionari rimasti indietro si è arrestata.
- La borsa USA si conferma sopravvalutata.

### Eurozona

- La flessione delle borse europee e USA è stata simile, ma poi la ripresa europea è risultata più debole.
- I problemi principali dell'Europa sono i dati economici deboli, soprattutto in Germania, e la notevole incertezza politica.
- La valutazione del mercato europeo resta neutrale.

### Regno Unito

- Ad agosto il mercato britannico ha registrato un andamento simile a quello USA.
- Il mercato d'Oltremania beneficia di una valutazione bassa, ma non si sa ancora quale sarà l'impatto del nuovo governo sulle borse.

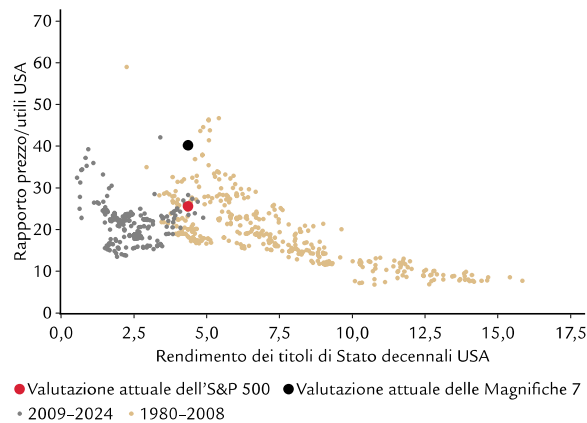
### Svizzera

- Ad agosto la borsa svizzera si è mossa in linea con quella USA.
- Il mercato rimane il secondo più costoso.

### Mercati emergenti

- La performance dei mercati emergenti è stata in linea con quella dei mercati sviluppati ad agosto e da inizio anno, a differenza degli anni precedenti.

## Valutazione dei mercati azionari e tassi d'interesse



Fonte: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: giugno 2024

La relazione tra la valutazione del mercato azionario e i tassi d'interesse è stata negativa fino al cambiamento strutturale della politica monetaria dopo la grande crisi finanziaria del 2008, quando le banche centrali hanno avviato il quantitative easing e adottato una politica di tassi pari a zero, dando inizio a una fase senza precedenti, che si è conclusa circa due anni fa. Dal 2022 le principali banche centrali hanno alzato i tassi. Il grafico qui sopra illustra il modo in cui si è evoluta la relazione tra la valutazione del mercato azionario (rapporto prezzo/utigli) e i tassi d'interesse (rendimento dei Treasury USA a 10 anni).

Dal 2008 al 2024, la relazione inversa tra tassi e valutazione del mercato azionario è venuta meno. Dal punto di vista economico, questo è sconcertante. Di norma, l'aumento dei tassi rende più interessanti le obbligazioni e la liquidità, e il «rendimento» delle azioni (gli utili divisi per il prezzo) deve aumentare per farle restare appetibili. Un «rendimento» più alto implica un rapporto prezzo/utigli più basso, che riflette la relazione negativa che si osservava prima della grande crisi finanziaria (punti gialli). È sorprendente che, anche dopo due anni di aumento dei tassi d'interesse, questa relazione non si sia normalizzata: il rapporto prezzo/utigli del mercato azionario supera del 15% i livelli di marzo 2022. Le valutazioni attuali sono elevate sia storicamente che rispetto ai tassi d'interesse, come indicano il punto nero per le Magnifiche 7 e il punto rosso per l'S&P 500, nel grafico qui sopra. Ci aspettiamo che i rendimenti obbligazionari statunitensi a 10 anni rimangano ben ancorati agli attuali livelli relativamente alti, il che implica un notevole rischio di adeguamento delle valutazioni in futuro.

## Valute

L'estate crudele del biglietto verde

### Panoramica delle principali valute

|         | Ago. 2024* | Year-to-date* | Su 1 mese |
|---------|------------|---------------|-----------|
| EUR/USD | 3,1%       | 1,1%          | ↘         |
| EUR/CHF | -0,7%      | 1,7%          | →         |
| GBP/USD | 2,8%       | 3,8%          | ↘         |
| USD/JPY | -3,6%      | 2,5%          | ↗         |

\* Variazione al 28 agosto. Fonte: Bloomberg

### Stati Uniti

- Ad agosto l'USD è rimasto debole, perdendo il 3,4% da inizio mese su base ponderata per l'interscambio. Tutte le principali valute sono riuscite ad apprezzarsi rispetto all'USD, specie SEK, NZD e AUD.
- Ci aspettiamo che l'USD torni a rafforzarsi a settembre: riteniamo che i mercati scontino prospettive di crescita troppo negative per gli Stati Uniti (cfr. testo a destra).

### Eurozona

- Ad agosto l'EUR si è apprezzato ancora rispetto all'USD, anche su base ponderata per l'interscambio. Il rialzo di EUR/USD ci sembra eccessivo perché non in linea con i fondamentali.
- Prevediamo che l'EUR scenda rispetto all'USD a settembre, poiché la divergenza economica dovrebbe tornare in primo piano.

### Regno Unito

- Il GBP ha recuperato rapidamente le perdite di inizio agosto e GBP/USD ha superato quota 1,32 grazie all'aumento della propensione al rischio.
- In previsione di un vigore generale dell'USD, la nostra visione a un mese su GBP/USD è negativa.

### Svizzera

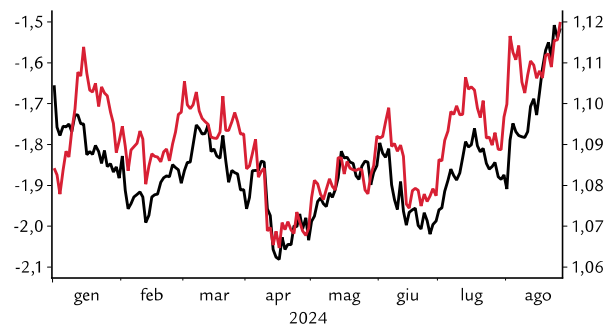
- EUR/CHF ha sfiorato quota 0,92 a inizio agosto, quando i timori di recessione degli Stati Uniti hanno innescato una fuga verso i beni rifugio come il franco svizzero.
- Al livello attuale, abbiamo una visione neutrale su EUR/CHF a un mese.

### Giappone

- Il rally del JPY è proseguito ad agosto, in concomitanza con un'impennata della volatilità in tutte le classi d'investimento.
- Tuttavia, prevediamo un nuovo indebolimento del JPY, dubitando che la Bank of Japan avvii un percorso credibile di aumento dei tassi.

### Dollaro in vacanza

Tasso spot EUR/USD vs. differenziale di rendimento Germania/USA



— Differenziale di rendimento a 2 anni: Germania meno USA, asse sx  
— tasso spot EUR/USD, asse dx

Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 27.08.2024

Contro le nostre aspettative, ad agosto l'USD è rimasto debole. I dati deludenti sul mercato del lavoro USA di luglio hanno scosso i mercati finanziari all'inizio di agosto, innescando una revisione delle aspettative di politica monetaria della Fed. Il conseguente calo dei rendimenti obbligazionari USA a breve termine, insieme al ritorno della propensione al rischio sul mercato, ha penalizzato il biglietto verde. EUR/USD ha raggiunto quota 1,12 nel mese. Riteniamo ancora che questa debolezza sia temporanea e ci aspettiamo un rinnovato vigore dell'USD a settembre per vari motivi. Al momento le aspettative del mercato sulla politica monetaria della Fed per quest'anno sono più aggressive delle nostre. I mercati prevedono quattro tagli da 25 pb ciascuno fino a fine anno, mentre noi ne prevediamo tre, che porterebbero il tasso sui fed funds al 4,50-4,75% entro dicembre. Inoltre, riteniamo che attualmente i mercati dei cambi scontino uno scenario troppo pessimistico per l'economia USA, soprattutto rispetto all'EUR, dato che la crescita del PIL dell'eurozona rimane più debole di quella degli Stati Uniti. Il nostro scenario di base per l'economia USA prevede ancora un certo indebolimento, ma non una vera recessione. Se i nuovi dati confermeranno le nostre ipotesi, le aspettative di politica monetaria della Fed dovrebbero riflettere il nostro scenario favorendo l'USD, che avrebbe un differenziale d'interesse più alto. Anche con il prezzo attuale, i differenziali d'interesse («carry») e gli alti tassi reali sono ancora favorevoli all'USD, soprattutto rispetto all'EUR. Il rischio per le nostre prospettive per l'USD è un deterioramento della crescita USA più rapido del previsto, che indurrebbe la Fed a tagliare i tassi in modo più incisivo.

## Asset allocation

Turbolenze del mercato e ripresa innescata dalla Fed

### Analisi

- Ad agosto i mercati finanziari hanno subito notevoli turbolenze, in primis un netto ribasso delle borse. Le principali cause sono state lo scioglimento del carry trade sullo yen e i dati deludenti sul mercato del lavoro USA. L'inatteso apprezzamento dello yen ha costretto gli investitori a modificare rapidamente le loro posizioni, alimentando la pressione in vendita già in atto sui mercati globali.
- In questo contesto, i rendimenti dei titoli di Stato sono scesi per via dell'aumento della domanda di beni rifugio. Al contrario, sui mercati creditizi gli spread si sono ampliati, soprattutto per le obbligazioni societarie, a causa dei maggiori timori per le condizioni economiche e la solvibilità delle aziende.
- A metà agosto i mercati hanno iniziato a riprendersi, sostenuti dai toni accomodanti della Federal Reserve, che si è detta intenzionata a tagliare i tassi a settembre. Ciò ha tranquillizzato gli investitori, innescando un parziale rimbalzo delle borse e una stabilizzazione di altre classi d'investimento.

### 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

- Tuttavia, in prospettiva i rischi rimangono elevati. L'incertezza sulle prospettive economiche globali, i rischi geopolitici e l'andamento dell'inflazione potrebbero continuare ad alimentare la volatilità di mercato. Vi è anche scetticismo sulla sostenibilità della recente ripresa, in quanto potrebbe trattarsi di un rally di sollievo temporaneo più che di un'inversione di tendenza a lungo termine. Gli investitori devono rimanere cauti e pensare a diversificare i loro portafogli di conseguenza.
- I rendimenti obbligazionari sono già scesi, ma rimangono su livelli interessanti, soprattutto per una maggiore protezione. Al contrario, gli spread creditizi, soprattutto in USD, restano su livelli molto bassi.
- Rimaniamo neutrali sulle azioni e sottopesiamo le obbligazioni societarie a favore del debito sovrano.

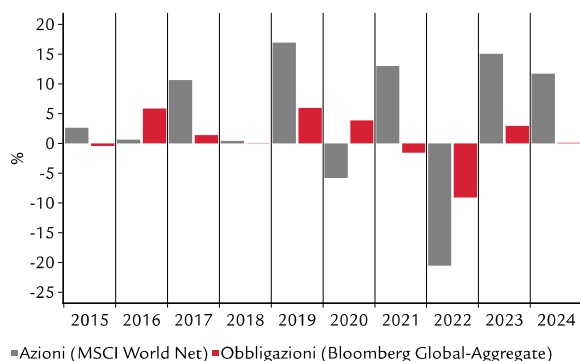
### Le obbligazioni mitigano le correzioni delle borse?

Per i mercati ha inizio una fase di maggiore volatilità, quindi è essenziale vedere se, a differenza di quanto avvenuto nel 2022, le obbligazioni possono mitigare una correzione delle borse. In una precedente edizione di Prospettive abbiamo sottolineato che le obbligazioni di alta qualità possono ridurre l'impatto di una flessione delle azioni solo se l'aumento dei rendimenti obbligazionari non è la causa principale del problema, come nel 2022.

I timori del mercato sono cambiati: ora riguardano la possibilità che l'economia USA si indebolisca più rapidamente del previsto e che la Federal Reserve aspetti troppo a tagliare i tassi. In questo contesto, dati economici che segnalano una debolezza degli Stati Uniti penalizzeranno le azioni ma favoriranno i Treasury USA, perché gli investitori cercano sicurezza. Al contrario, dati economici migliori del previsto potrebbero far salire i rendimenti obbligazionari e mettere sotto pressione azioni e obbligazioni. Tuttavia, è importante notare che, rispetto agli anni precedenti, quest'anno i tassi sono già alti sia in termini nominali che al netto dell'inflazione. Se l'economia resterà solida e si prospetterà un ulteriore aumento dei tassi, a nostro avviso l'impatto sulle obbligazioni sarà limitato, con una sottoperformance solo moderata.

Nel nostro scenario di base di graduale rallentamento dell'economia USA, con gli attuali tassi elevati le obbligazioni potrebbero sovraperformare le azioni. Pur non offrendo una copertura completa in tutti gli scenari, le obbligazioni forniscono una valida diversificazione e possono proteggere i portafogli in una strategia ben congegnata. Per concludere, mentre le dinamiche tra azioni e obbligazioni continuano ad evolversi, le obbligazioni possono ancora avere un ruolo cruciale nel mitigare la volatilità di mercato.

Azioni e obbligazioni a confronto: rendimenti totali in USD nel primo semestre di ogni anno



Fonte: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 2024

## Swiss Life Asset Managers



**Sven Kreitmair**  
**Portfolio Manager Fixed Income**  
sven.kreitmair@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)



#### Redatto e pubblicato da Economics Department, Swiss Life Investment Management Holding SA, Zurigo

Swiss Life Asset Managers precisa che è possibile che le raccomandazioni qui sopra illustrate siano state attuate da Swiss Life Asset Managers prima della pubblicazione del presente documento. Nel preparare le nostre previsioni ci basiamo su fonti che riteniamo affidabili; tuttavia, non forniamo alcuna garanzia in relazione all'esattezza e alla completezza delle informazioni utilizzate. Il presente documento contiene asserzioni riguardanti future evoluzioni. Non ci assumiamo alcun impegno rispetto all'aggiornamento o alla revisione delle stesse. Le evoluzioni effettive possono variare di molto, nel risultato, rispetto alle nostre aspettative iniziali.

**Francia:** la presente pubblicazione è distribuita a clienti effettivi e potenziali in Francia da Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Parigi.

**Germania:** la presente pubblicazione è distribuita in Germania da Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, 50668 Colonia, Swiss Life Asset Managers Luxembourg Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, 60598 Francoforte sul Meno e BEOS AG, Kurfürstendamm 188, 10707 Berlino. **Gran**

**Bretagna:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells Street, Londra W1T 3PT. **Svizzera:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Management SA, General-Guisan-Quai 40, 8022 Zurigo. **Norvegia:** Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon VII's gt 1, 0161 Oslo.

**Italia:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers Luxembourg, succursale Italia, via San Prospero 1, 20121 Milano. **Danimarca:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers Danmark, filial af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 Copenhagen K, 1265 Frederiksgade.