

Ottobre 2024

## Tassi d'interesse e obbligazioni

La Fed ha tagliato i tassi di 50 pb

### Rendimenti obbligazionari e spread del credito IG

	Rendimento dei titoli di Stato decennali			Spread delle obbligazioni investment grade		
	Attuale	Set. 2024*	Year-to-date*	Attuale	Set. 2024*	Year-to-date*
US	3,8%	-13 pb	-10 pb	90 pb	-3 pb	-9 pb
Eurozona	2,2%	-13 pb	15 pb	117 pb	0 pb	-21 pb
UK	4,0%	-3 pb	46 pb	122 pb	2 pb	-17 pb
CH	0,4%	-1 pb	-23 pb	72 pb	-2 pb	-11 pb

Redimento eurozona = Germania, pb = punti base.  
\* Variazione al 26 settembre. Fonte: Bloomberg

### Stati Uniti

- Il nostro scenario di base prevede un rallentamento dell'economia e un altro lieve aumento del tasso di disoccupazione, ma non una recessione. L'inflazione dovrebbe continuare a normalizzarsi.
- Il 18 settembre la Fed ha avviato il ciclo di riduzione dei tassi con un taglio di 50 pb. Prevediamo altri due tagli nel 2024.

### Eurozona

- Prevista una lieve ripresa della dinamica di crescita trimestrale del PIL nel 2025, ma prevalgono i rischi di una distorsione al ribasso, soprattutto per la Germania, per la quale secondo Bloomberg la probabilità di recessione a 12 mesi è salita dal 30% al 42,5%.
- Come previsto, la BCE ha tagliato i tassi di altri 25 pb e ci aspettiamo altri due tagli quest'anno.

### Regno Unito

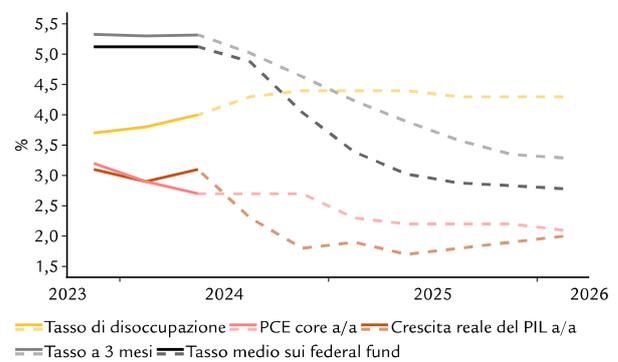
- Dopo un agosto favorevole, a settembre l'ECO UK Surprise Index di Bloomberg è tornato negativo.
- Per il resto del 2024 prevediamo un solo taglio dei tassi da parte della Bank of England.

### Svizzera

- Ad agosto, l'indice dei responsabili degli acquisti ha superato le attese, ma l'inflazione era inferiore al consensus. Le nostre previsioni su PIL e inflazione per il 2025 restano al di sotto del consensus.
- A settembre la BNS ha di nuovo ridotto il tasso guida di 25 pb e ha accennato alla possibilità di ulteriori tagli. Per la nostra visione di tassi invariati prevale quindi un orientamento al ribasso.

### Scontati altri tagli della Fed e un atterraggio morbido

Stati Uniti: previsioni economiche di consenso di Bloomberg e tassi d'interesse impliciti nel mercato



Fonti: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: T1 2024

Dopo la prima riduzione di 50 pb della Fed a settembre, ora il mercato dei futures sconta altri sette tagli entro fine giugno 2025 e un altro entro fine giugno 2026. Per adesso prevediamo un taglio in meno rispetto al mercato. I mercati sembrano inoltre aspettarsi un «atterraggio morbido» dell'economia USA, ossia una moderazione della crescita reale del PIL e dell'inflazione e un aumento solo lieve del tasso di disoccupazione (cfr. grafico sopra). Questa visione è piuttosto simile al nostro scenario di base, che definiamo «politica monetaria neutrale con inflazione e crescita verso l'equilibrio». Riteniamo che gli attuali spread bassi derivino in parte dal fatto che il mercato sconta questo scenario. Gli spread scontano lo scenario di consenso che vede tassi in calo e indicatori macro più deboli prima che i tassi più bassi producano il loro effetto di stimolo sull'economia USA. Ciò è positivo per il credito perché (1) i prezzi delle obbligazioni a cedola fissa e le posizioni creditizie a lunga duration beneficiano dei cali dei tassi, (2) le imprese e i consumatori (che hanno una quota elevata di debito a tasso variabile) pagano meno interessi e (3) con il tempo i tassi più bassi stimolano la crescita. Per ottobre abbiamo una visione neutrale sugli spread dei titoli high yield e investment grade. Quanto alla duration, prevediamo rendimenti più bassi negli Stati Uniti e in Germania fino a fine anno e siamo neutrali sui rendimenti delle obbligazioni svizzere.

# Azioni

Massimi storici per le azioni statunitensi

## Panoramica delle performance dei mercati azionari

	Set. 2024*	Year-to-date*
Stati Uniti	1,4%	20,5%
Eurozona	-0,5%	10,0%
Regno Unito	-1,5%	10,0%
Svizzera	-2,1%	10,3%
Mercati emergenti	3,5%	13,4%

Indici MSCI Net Total Return in valuta locale.  
\* Variazione al 26 settembre. Fonte: Bloomberg

### Stati Uniti

- Come ad agosto, il mercato ha iniziato settembre con una correzione e nel primo giorno di negoziazione ha perso oltre il 4%. Tuttavia, nel corso del mese il rendimento è stato positivo.
- L'entità del taglio dei tassi della Fed ha sorpreso positivamente i mercati, spingendoli verso un nuovo massimo storico.
- Il mercato USA è costoso e ha una valutazione molto più alta di tutti gli altri mercati.

### Eurozona

- Il mercato europeo ha nuovamente sottoperformato rispetto a quello USA. Da inizio anno la sottoperformance è di circa il 10%.
- In Europa, stili come Value e Low Volatility ottengono risultati molto migliori che negli Stati Uniti, dove Growth e Momentum sono ancora dominanti.
- La valutazione del mercato europeo è ancora neutrale, ma manca un catalizzatore per una valutazione più alta (assoluta e relativa al mercato USA).

### Regno Unito

- Come ad agosto, anche a settembre il mercato britannico ha sottoperformato quello statunitense.
- Tuttavia, beneficia ancora di una valutazione bassa.

### Svizzera

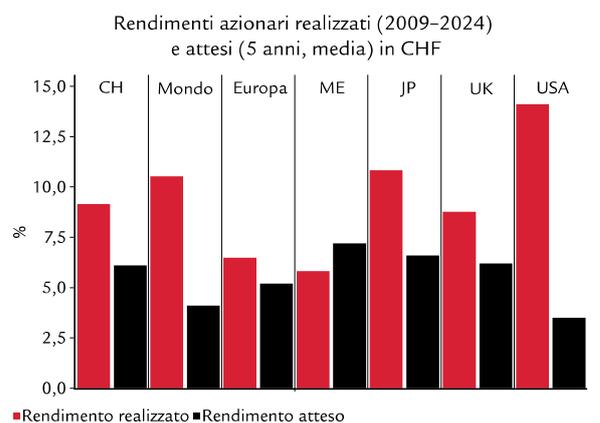
- A settembre il mercato svizzero ha nettamente sottoperformato rispetto agli altri soprattutto per via della debolezza dei «tre pesi massimi» (Nestlé, Roche e Novartis).
- La valutazione del mercato azionario svizzero si colloca nella parte superiore dell'intervallo neutrale.

### Mercati emergenti

- A settembre i titoli dei mercati emergenti hanno sovraperformato in confronto a quelli dei mercati sviluppati, grazie alle recenti misure della Cina per stimolare i mercati immobiliare e azionario.

## Normalizzazione dei rendimenti nei prossimi cinque anni

Tra il 2009 e il 2024 la fase rialzista del mercato azionario è stata sostenuta da un mix di fattori: i tassi d'interesse bassi o a zero e il quantitative easing, la bassa valutazione iniziale e il boom dell'IT e dell'intelligenza artificiale. A parte la breve turbolenza causata dalla pandemia, dal 2009 al 2022 non vi sono state fasi ribassiste. I rendimenti realizzati sono eccezionalmente elevati rispetto ai parametri storici. La domanda è: sarà possibile generare rendimenti altrettanto elevati anche in futuro, quando i fattori menzionati saranno venuti meno o saranno meno marcati? Nel grafico che segue mostriamo i rendimenti da noi previsti per i prossimi cinque anni per i principali mercati azionari.



Fonte: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 04.10.2024

Per tutte le regioni e i Paesi, a eccezione dei mercati emergenti, i rendimenti attesi sono inferiori a quelli realizzati in passato. Negli Stati Uniti, il rendimento atteso è inferiore di circa l'11% rispetto al rendimento realizzato. In Europa e nel Regno Unito, invece, i rendimenti attesi sono più bassi solo del 2-3,5% rispetto a quelli storici. I mercati emergenti sono l'unica regione in cui i rendimenti attesi superano quelli storici e sono i più alti tra tutti i mercati (circa il 6,5% in CHF). Queste differenze significative tra i rendimenti storici e attesi sono riconducibili alla normalizzazione dei tassi d'interesse e alle valutazioni iniziali. I bassi tassi d'interesse nei Paesi sviluppati sono stati uno stimolo permanente per tutti i mercati azionari, a eccezione di quelli emergenti, che non hanno avuto un contesto di tassi pari a zero. Questa disparità è all'origine dei rendimenti attesi più bassi per i mercati sviluppati. Negli Stati Uniti, il rendimento atteso relativamente contenuto è dovuto perlopiù all'alta valutazione attuale, sia in termini assoluti che rispetto ad altri mercati.

## Valute

Passiamo a una visione negativa sull'USD

### Panoramica delle principali valute

	Set. 2024*	Year-to-date*	Su 1 mese
EUR/USD	0,9%	1,0%	↗
EUR/CHF	1,1%	2,2%	↘
GBP/USD	1,7%	4,8%	↗
USD/JPY	-0,7%	2,9%	↗

\* Variazione al 26 settembre. Fonte: Bloomberg

### Stati Uniti

- Anche settembre è stato debole per l'USD, che si è deprezzato dello 0,7% su base ponderata per l'interscambio perché i mercati scontano ancora un ciclo di allentamento monetario convincente della Fed.
- Crediamo che i mercati manterranno questa aspettativa, in quanto i dati sul mercato del lavoro USA dovrebbero restare deboli e i rischi di recessione sono aumentati. Prevediamo quindi un USD ancora debole nei prossimi tre mesi.

### Eurozona

- A settembre l'euro si è apprezzato ancora rispetto all'USD, la BCE ha tagliato i tassi meno della Fed ed è rimasta vaga sulla traiettoria futura dei tassi, contribuendo alla forza dell'EUR.
- La nostra aspettativa è positiva su EUR/USD e neutrale su EUR/CHF fino a fine anno.

### Regno Unito

- Nel mese la GBP è salita ancora rispetto a USD ed EUR, grazie alla decisione della Bank of England di lasciare fermi i tassi e ai dati economici ancora solidi.
- Fino a fine anno, la nostra aspettativa è positiva su GBP/USD e neutrale su GBP/EUR.

### Svizzera

- A settembre il CHF si è deprezzato nei confronti dell'EUR ed è rimasto stabile nei confronti dell'USD. Mentre scriviamo, il taglio dei tassi e i toni accomodanti della BNS hanno inciso poco sul tasso di cambio del CHF, in quanto già previsti dai mercati.
- Abbiamo un'aspettativa neutrale su EUR/CHF e negativa su USD/CHF a tre mesi.

### Giappone

- La valuta Giapponese si è apprezzata anche a settembre relativamente all'USD.
- Ci aspettiamo un indebolimento del JPY, dubitando che la Bank of Japan avvii un percorso credibile di aumento dei tassi.

### L'erosione del vantaggio del carry ha indebolito l'USD

Differenziale di rendimento a 2 anni tra Stati Uniti e Svizzera e USD/CHF a confronto



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 26.09.2024

Malgrado i dati macro USA nel complesso solidi a settembre, in particolare la spesa per consumi, i dati del mercato del lavoro sono rimasti preoccupanti. Ciò non è passato inosservato ai consumatori statunitensi, che nell'ultimo sondaggio del Conference Board hanno indicato un calo delle offerte di lavoro, un tipico segnale di sviluppi recessivi. Lo ha notato anche la Fed, che a settembre con un taglio dei tassi di ben 50 pb ha implicitamente ammesso di aver avviato con un po' di ritardo il suo ciclo di allentamento. Continuiamo a ritenere che l'economia USA eviterà una recessione, ma da metà anno il rischio di uno scenario avverso è aumentato e ci aspettiamo che la Fed tagli i tassi in tutte le prossime riunioni. Il mercato sembra essere dello stesso avviso e sconta già uno scenario molto accomodante, ma negli Stati Uniti il cosiddetto «tasso neutrale», contesto in cui l'economia è in equilibrio, è più lontano che altrove. Ciò implica la progressiva erosione del vantaggio dell'USD in termini di carry (la differenza dei tassi d'interesse), soprattutto nei confronti di valute a basso rendimento e con un potenziale di ulteriori tagli molto più limitato come il CHF. Questa erosione del vantaggio di carry (cfr. grafico) è la causa principale del recente deprezzamento dell'USD nei confronti del CHF e di altre valute dei mercati sviluppati. Alla luce della maggiore vulnerabilità dell'economia USA e dello spostamento dell'attenzione della Fed dai rischi d'inflazione a quelli di recessione, assumiamo una visione negativa sull'USD fino a fine anno rispetto a EUR e GBP, le cui banche centrali sembrano più concentrate sui rischi d'inflazione.

## Asset allocation

Dietro ai rendimenti positivi si cela la dispersione

### Analisi

- Fino al 24 settembre i mercati hanno registrato rendimenti nel complesso positivi, ma con una dispersione significativa soprattutto tra le azioni.
- Le obbligazioni hanno beneficiato del calo dei rendimenti e registrato ottime performance. Le obbligazioni societarie investment grade hanno sovraperformato i titoli di Stato grazie all'ulteriore calo degli spread. I rendimenti dei titoli high yield sono stati inferiori a quelli dei titoli investment grade, perché in questo segmento gli spread sono scesi meno.
- Il rendimento complessivo positivo delle azioni globali maschera i rendimenti negativi dell'Europa e del Giappone, mentre la borsa USA e i mercati emergenti hanno ottenuto buoni risultati.
- Il CHF si è mosso poco rispetto a USD ed EUR, il GBP si è apprezzato molto rispetto all'USD e il JPY è stato volatile.

### Asset allocation attuale

Classe d'investimento	Ponderazione attiva
Titoli di Stato globali	Sovraponderazione
Obbligazioni societarie globali IG*	Sottoponderazione
Obbligazioni dei mercati emergenti	Sottoponderazione
Azioni globali	Neutrale

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

- Gli investitori azionari USA hanno metabolizzato le delusioni dell'ultima stagione dei risultati e il mercato ha sovraperformato grazie alla ripresa dei titoli delle «Magnifiche 7». I principali impulsi sono stati il sorprendente aumento delle previsioni di crescita degli utili, la performance ancora solida dell'economia USA e l'aspettativa di ulteriori tagli dei tassi della Fed. La nostra visione fondamentale scettica sulle azioni non è cambiata, ma restiamo neutrali vista la capacità di ripresa del mercato USA, malgrado la valutazione elevata.
- I rendimenti dei titoli di Stato sono scesi ma rimangono interessanti, mentre gli spread sono decisamente troppo ridotti. Pertanto, manteniamo un sovrappeso sui titoli di Stato (Svizzera esclusa) e sottopesiamo le obbligazioni societarie, high yield e dei mercati emergenti. Gli spread sono troppo ridotti per offrire una protezione efficace da un deterioramento della qualità creditizia, mentre i titoli di Stato hanno ancora rendimenti interessanti e, in caso di aumento della volatilità, potrebbero contribuire a diversificare parte del rischio azionario.

### Un taglio dei tassi è positivo o negativo per i mercati?

La Fed ha finalmente avviato il suo ciclo di tagli a settembre. Ciò avrà un effetto positivo sugli attivi rischiosi come le azioni e le obbligazioni societarie? Intuitivamente si potrebbe rispondere di sì, ma la storia dimostra che spesso (ma non sempre) i tagli dei tassi sono stati seguiti da un periodo di 12 mesi sfavorevole per tali attivi, come si può vedere per gli Stati Uniti nella tabella seguente.

Periodo di 12 mesi dopo il taglio iniziale dei tassi da parte della Fed	Rendimento dell'S&P 500 dividendi esclusi	Rendimento totale dell'indice delle obbligazioni societarie USA
05.1981 – 05.1982	-15,6%	14,6%
09.1984 – 09.1985	9,6%	23,8%
05.1989 – 05.1990	12,7%	8,9%
06.1995 – 06.1996	23,1%	5,1%
12.2000 – 12.2001	-13,0%	10,3%
08.2007 – 08.2008	-13,0%	1,9%
06.2019 – 06.2020	5,4%	9,5%

Fonti: Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Dopo fasi di alti tassi d'interesse per arginare l'inflazione, le banche centrali riducono i tassi per evitare o almeno attenuare l'impatto di una recessione quando l'inflazione è sotto controllo. Di solito, se la Fed taglia i tassi durante una recessione, gli attivi rischiosi reagiscono negativamente. In questi casi, l'impatto positivo dei tassi più bassi è sovracompensato dall'impatto negativo delle prospettive aziendali più cupe e del maggiore rischio d'insolvenza in caso di rallentamento economico.

Tuttavia, quando la Fed è riuscita a riportare l'inflazione sotto controllo evitando una recessione, gli attivi rischiosi non hanno subito una correzione significativa. Questi «atterraggi morbidi» non sono un'impresa facile e avvengono di rado. Ad esempio, dal 1980 negli Stati Uniti se ne sono verificati solo due, tra il 1984 e il 1986 e tra il 1994 e il 1995. Nel caso del ciclo cominciato nel 1984, l'impatto del primo taglio dei tassi su azioni e obbligazioni societarie è stato modestamente negativo e negli anni successivi i rendimenti sono stati elevati, anche se poi nell'ottobre 1987 i mercati hanno subito la famigerata correzione del «lunedì nero».

Negli Stati Uniti l'attuale contesto economico presenta alcune caratteristiche di un «atterraggio morbido», ma bisogna tenere presente che, viste le valutazioni elevate, molti attivi rischiosi, come i titoli delle large cap tecnologiche e gran parte dei titoli di credito, sono vulnerabili a shock negativi.

## 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 Paris.

**Germania:** la presente pubblicazione è distribuita in Germania da Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, 50668 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, 60598 Frankfurt am Main e BEOS AG, Kurfürstendamm 188, 10707 Berlin.

**Gran Bretagna:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells Street, London W1T 3PT. **Svizzera:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Management SA, General-Guisan-Quai 40, 8022 Zürich. **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 København K.