

Novembre / dicembre 2024

## Tassi d'interesse e obbligazioni

La crescita USA continua a sorprendere positivamente

### Rendimenti obbligazionari e spread del credito IG

	Rendimento dei titoli di Stato decennali			Spread delle obbligazioni investment grade		
	Attuale	Ott. 2024*	Year-to-date*	Attuale	Ott. 2024*	Year-to-date*
US	4,3%	52 pb	42 pb	81 pb	-8 pb	-18 pb
Eurozona	2,4%	27 pb	37 pb	103 pb	-14 pb	-35 pb
UK	4,3%	35 pb	82 pb	108 pb	-13 pb	-31 pb
CH	0,4%	5 pb	-24 pb	69 pb	-3 pb	-13 pb

Redimmento eurozona = Germania, pb = punti base.  
\* Variazione al 30 ottobre. Fonte: Bloomberg

### Stati Uniti

- La dinamica economica USA continua a sorprendere positivamente con consumi ancora robusti e una crescita del PIL del 2,8% annualizzato nel T3.
- A ottobre, il numero di tagli dei tassi previsti per il 2024, indicato dai futures sui Fed fund, è sceso da 2,8 a 1,7. Prevediamo altri due tagli nel 2024.

### Eurozona

- Nel T3 la crescita del PIL è stata più vivace del previsto, ma gli indicatori restano nel complesso deboli.
- Come previsto, la BCE ha continuato a tagliare i tassi, riducendoli di altri 25 punti base il 17 ottobre. Ci aspettiamo un altro taglio a dicembre.

### Regno Unito

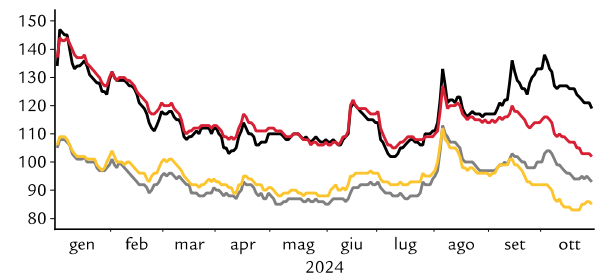
- L'economia britannica rimane solida, ma gli indicatori del sentiment segnalano un minore slancio.
- Prevediamo che la Bank of England taglierà i tassi a novembre, ma non a dicembre.

### Svizzera

- A settembre l'IPC è risultato inferiore alle attese e il tasso di disoccupazione era più alto del previsto. Prevediamo una crescita del PIL 2025 dell'1,0%, inferiore al consensus rivisto al ribasso dell'1,3%.
- A settembre la BNS ha ridotto il tasso guida di 25 pb e ha accennato alla possibilità di ulteriori tagli. Ci aspettiamo quindi un altro taglio della BNS quest'anno.

### Sottoperformance delle obbligazioni del settore auto

Option-adjusted spread: titoli investment grade e high yield del settore auto a confronto



— Titoli investment grade USA — Obbligazioni societarie USA del settore auto  
— Titoli investment grade europei  
— Obbligazioni societarie europee del settore auto

Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 25.10.2024

Da inizio settembre, sia le obbligazioni del settore auto con rating IG, emesse soprattutto dai costruttori, sia quelle high yield (HY), perlopiù dei fornitori di ricambi auto, hanno sottoperformato. L'aumento degli spread deriva dal calo delle vendite globali e delle aspettative di produzione, ma anche dalla pressione sui margini dovuta ai livelli delle scorte create dalla sovrapproduzione nel 2022/23 ed alla flessione delle vendite di veicoli leggeri a livello mondiale da giugno 2024 e di veicoli elettrici in Europa dopo la fine degli incentivi, come quelli offerti dalla Germania. Pertanto, costruttori e fornitori di componenti hanno lanciato profit warning e le agenzie di rating hanno reagito: Moody's ha rivisto l'outlook sul settore auto globale da stabile a negativo. Pensiamo che il taglio dei tassi, lo smaltimento delle scorte e le misure di stimolo del governo cinese dovrebbero contribuire a stabilizzare il settore. Con le nuove normative UE sulle emissioni dal 2025, le case automobilistiche europee lanceranno nuovi modelli elettrici. Per novembre abbiamo aspettative nel complesso negative sugli spread HY e neutrale sull'IG. Per quanto riguarda la 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

	Ott. 2024*	Year-to-date*
Stati Uniti	1,1%	22,6%
Eurozona	-2,4%	9,0%
Regno Unito	-0,8%	8,8%
Svizzera	-1,7%	8,7%
Mercati emergenti	-3,9%	12,4%

Indici MSCI Net Total Return in valuta locale.  
\* Variazione al 30 ottobre. Fonte: Bloomberg

### Stati Uniti

- Quest’anno le borse USA hanno stabilito massimi storici quasi 50 volte, con ottimi risultati anche a ottobre. La stagione degli utili è iniziata bene e Tesla ha pubblicato dati particolarmente solidi.
- Il mercato USA è sopravvalutato. I rendimenti attesi a lungo termine sono inferiori al 5% annuo.

### Eurozona

- A ottobre il mercato europeo ha continuato a sotto-performare, ma negli ultimi tre anni l’indice Euro Stoxx ha battuto l’S&P 500 (Magnifiche 7 escluse).
- Esistono notevoli disparità di performance tra i mercati dei singoli Paesi. Da inizio anno, la Germania ha guadagnato oltre il 16%, mentre il mercato francese è sceso dell’1%.
- 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

- A ottobre il mercato britannico è rimasto piatto. L’andamento da inizio anno rispecchia quello dell’eurozona.
- Il mercato britannico continua a beneficiare di una valutazione bassa.

### Svizzera

- A ottobre il mercato svizzero ha subito un calo.
- Come in molti altri mercati, da inizio anno le small cap svizzere hanno sottoperformato le large cap, ma negli ultimi tre mesi si sono rimesse in pari.
- La valutazione del mercato azionario svizzero si colloca nella parte superiore dell’intervallo neutrale.

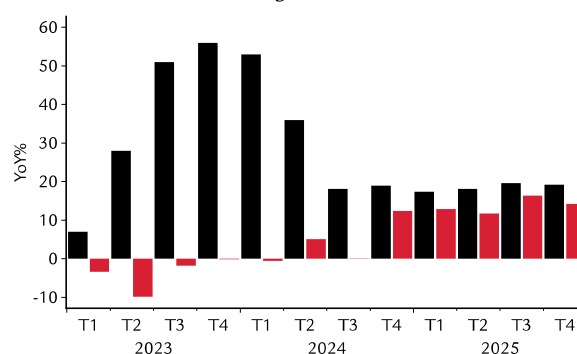
### Mercati emergenti

- Dopo un ottimo settembre, a ottobre i titoli dei mercati emergenti hanno ceduto parte dei guadagni.
- Ciò è ascrivibile soprattutto a Cina e India, in calo rispettivamente del 4% e del 7% (in termini di USD).

## L’enigma degli utili

Di recente il mercato USA è stato trainato dalle Magnifiche 7, un gruppo di sette titoli tecnologici leader sia in termini di performance che di crescita degli utili. Nell’ultimo anno, gli utili di queste sette aziende sono cresciuti del 30-60%, a fronte della crescita nulla (o a volte persino negativa) degli utili degli altri 493 titoli dell’S&P 500.

Crescita degli utili trimestrale



■ Magnifiche 7 ■ Altre 493 società dell’S&P 500

Fonti: JPM, Factset, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: T4 2025

Le aspettative per i prossimi trimestri sono ben diverse dal quadro storico: ora per le Magnifiche 7 si prevede una crescita degli utili intorno al 20%, che dovrebbe scendere al 10-15% entro il 2026. Tuttavia, per gli altri 493 titoli dell’S&P 500 si prevede una netta inversione di tendenza, ossia una crescita degli utili a due cifre a partire dal T4 2024, nonostante i tassi d’interesse ancora alti e i timori di un rallentamento dell’economia. Se queste proiezioni si avvereranno, l’S&P 500 potrebbe registrare una crescita degli utili del 15% in ciascuno dei prossimi cinque trimestri, un tasso eccezionalmente elevato, pari a circa tre volte la crescita del PIL nominale attesa. Non ci è chiaro da cosa dovrebbe derivare questa espansione per le restanti 493 aziende: i margini sono già ai massimi storici, i tagli dei tassi della Fed sono scontati e occorreranno diversi anni prima che i possibili aumenti della produttività derivanti dall’intelligenza artificiale si concretizzino. Inoltre, la politica fiscale USA è già molto espansiva. In sintesi, per queste 493 società e per l’intero S&P 500 prevediamo una crescita degli utili inferiore a quella del mercato. Alla luce delle valutazioni elevate, di queste aspettative ambiziose e della crescita degli utili molto più bassa prevista per le Magnifiche 7, una correzione del mercato USA è probabile. Tuttavia, il clima di mercato è positivo, i dati economici sono solidi e finora la stagione degli utili ha dato risultati promettenti.

## Valute

### Iperreazione dell'USD

#### Panoramica delle principali valute

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

\* Variazione al 30 ottobre. Fonte: Bloomberg

#### Stati Uniti

- A ottobre l'USD si è apprezzato in modo significativo dopo la pausa estiva. Su base ponderata per l'interscambio, l'USD index ha guadagnato il 3,7%.
- L'USD ha beneficiato della revisione delle aspettative di tagli della Fed e di dati economici migliori del previsto. La recente oscillazione sembra un'iperreazione e prevediamo un indebolimento a novembre.

#### Eurozona

- A ottobre l'EUR ha ceduto gran parte dei guadagni di agosto e settembre rispetto all'USD. L'oscillazione è derivata soprattutto dall'USD e dall'indebolimento del quadro economico dell'Eurozona che ha causato ulteriori pressioni sull'EUR.
- Per novembre la nostra aspettativa è positiva su EUR/USD e neutrale su EUR/CHF.

#### Regno Unito

- La sterlina si è deprezzata nei confronti dell'USD e dell'EUR a ottobre, nonostante la Banca d'Inghilterra sia ancora cauta e la crescita del Regno Unito abbia registrato una performance positiva.
- Per novembre prevediamo un'inversione di tendenza e un rialzo per GBP/USD.

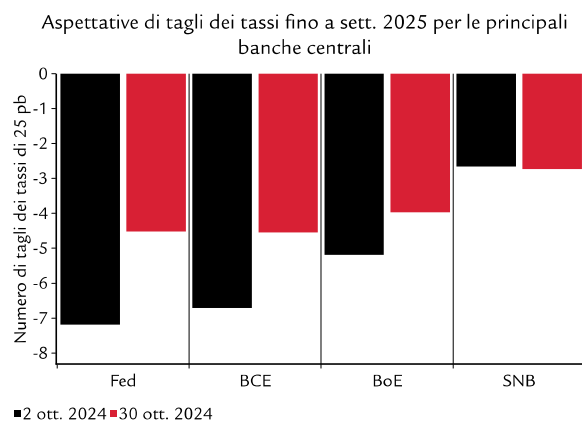
#### Svizzera

- Nel mese il CHF si è ripreso nei confronti dell'EUR ed è sceso rispetto all'USD: l'aumento del differenziale d'interesse con gli Stati Uniti ha compensato l'effetto positivo della fuga verso i beni rifugio.
- Abbiamo una visione neutrale su EUR/CHF e negativa su USD/CHF per novembre.

#### Giappone

- A ottobre USD/JPY ha registrato un netto rialzo dopo tre mesi di vigore del JPY.
- Per novembre prevediamo un ribasso, più a causa della debolezza generale dell'USD che di fattori specifici del JPY.

#### USD: dalle stalle alle stelle



Fenti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 30/10/2024

Dopo un'estate difficile, a ottobre l'USD ha registrato una netta ripresa apprezzandosi nei confronti di tutte le principali valute, soprattutto di NZD e JPY. Questo rafforzamento è derivato soprattutto dalla revisione delle aspettative sulla futura politica monetaria USA. Rispetto all'inizio del mese, il mercato sconta circa due tagli di 25 pb in meno da parte della Fed alla luce dei dati economici USA migliori del previsto (cfr. grafico). Anche il nuovo aumento delle probabilità di elezione di Donald Trump può aver sostenuto l'USD. Tuttavia, le attuali previsioni del mercato, che mettono in dubbio il fatto che la Fed continui a tagliare i tassi nel prossimo futuro, ci sembrano irragionevoli, visto che l'economia USA inizia a mostrare le prime crepe. La dinamica del mercato del lavoro USA è in calo e le indagini congiunturali perdono terreno, anche se da livelli elevati. Prevediamo un taglio di 25 pb in ognuna delle sette riunioni della Fed fino a luglio 2025 e un conseguente calo dell'attuale vantaggio in termini di tasso dell'USD, il cosiddetto «carry». Ciò dovrebbe ridurre notevolmente il vigore del dollaro. Pertanto, ci aspettiamo un rialzo di EUR/USD nel corso di novembre. Inoltre, il posizionamento sul mercato si è ribaltato verso short sull'EUR e long sull'USD, il che comporta il rischio di una correzione e conferma la nostra visione su EUR/USD.

## Asset allocation

Le azioni USA brillano nonostante i tassi in aumento

### Analisi

- A ottobre le azioni USA hanno guadagnato terreno, trainate da fondamentali economici solidi e dagli utili dei titoli tecnologici. Oltre agli Stati Uniti, il Giappone è stato uno dei pochi mercati a registrare rendimenti positivi: gli altri mercati globali hanno incontrato difficoltà a causa delle sfide economiche a livello regionale e delle valutazioni elevate.
- Questa concentrazione degli utili ha reso gli investitori più cauti, suscitando timori riguardo alle valutazioni. L'ultima stagione degli utili ha indicato una crescita positiva ma in calo, a suggerire un ciclo economico in fase avanzata.
- Le banche centrali hanno inciso notevolmente sulle dinamiche di mercato, in particolare la Fed con il recente taglio dei tassi e il suo orientamento più neutrale in linea con le aspettative del mercato, alla luce dell'inflazione stabile e di dati economici solidi. La BCE ha mantenuto la rotta per via della crescita modesta nella regione. In Asia, il mercato cinese ha beneficiato del sostegno strutturale e fiscale, generando un certo ottimismo, ma anche scetticismo.
- Sui mercati obbligazionari la pressione sui rendimenti è tornata ad aumentare. I titoli di Stato e le emissioni investment grade hanno reso meno delle obbligazioni high yield e dei mercati emergenti. Gli spread però restano ridotti e offrono una protezione limitata contro potenziali cali della qualità creditizia. I titoli di Stato sono appetibili per via del rendimento e del potenziale di diversificazione del rischio in un contesto incerto e con valutazioni azionarie elevate.

### Visione attuale dell'asset allocation

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

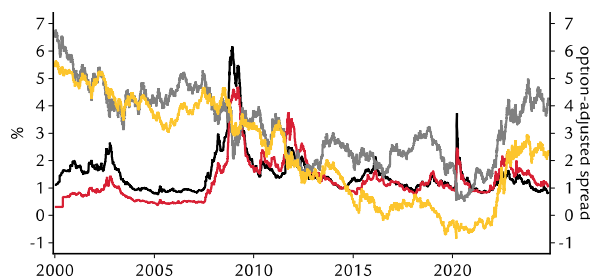
- Restiamo fondamentalmente cauti sulle azioni, pur riconoscendo la capacità del mercato USA di mantenere lo slancio malgrado le valutazioni elevate, quindi manteniamo un'allocatione neutrale.
- Continuiamo a sovrappesare i titoli di Stato dati i rendimenti interessanti e il potenziale di diversificazione del rischio; sottopesiamo le obbligazioni societarie a causa degli spread ridotti, che offrono una protezione limitata dal declino della qualità creditizia e un potenziale di rialzo ridotto.

### Perché continuiamo a puntare sui titoli di Stato

La nostra attuale strategia d'investimento si fonda su due presupposti: In primo luogo, nonostante che sia le obbligazioni societarie e che le azioni sono sopravvalutate, le azioni hanno un maggiore potenziale di rialzo. In confronto, le obbligazioni societarie appaiono meno interessanti per via del potenziale di rendimento limitato. Secondo, i rendimenti dei titoli di Stato USA e dell'eurozona sono alti, soprattutto se corretti per l'inflazione. Con la stabilizzazione dell'inflazione e della politica monetaria dovrebbero scendere, fornendo una certa protezione dai ribassi durante eventuali correzioni delle azioni, a differenza del 2022, quando i mercati azionari e obbligazionari sono scesi simultaneamente.

Questo posizionamento ha dato risultati contrastanti. Quest'anno le azioni hanno sovraperformato il reddito fisso, ma le obbligazioni societarie hanno reso più dei titoli di Stato. A posteriori, mantenere una posizione azionaria neutrale è stato vantaggioso, ma i rendimenti più elevati delle obbligazioni societarie, malgrado spread bassi, sollevano un interrogativo: va rivista l'allocatione obbligazionaria? Crediamo di no.

Reddito fisso: titoli di Stato e obbligazioni societarie a confronto



- Rendimento dei titoli di Stato decennali tedeschi, asse sx
- Rendimento dei titoli di Stato decennali USA, asse sx
- Titoli investment grade europei, asse dx
- Titoli investment grade USA, asse dx

Fonti: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 30/10/2024

Gli spread sono vicini ai minimi storici, mentre i rischi geopolitici, economici e settoriali aumentano. I rendimenti dei titoli di Stato, eccetto quelli svizzeri, sono alti rispetto ai parametri storici, sia su base nominale che corretta per l'inflazione, e potrebbero rivelarsi insostenibili per l'economia USA, ancora forte, per non parlare dei mercati europei più deboli. Prevediamo un calo dei tassi e un aumento degli spread, anche se i crescenti disavanzi pubblici potrebbero limitare la flessione dei tassi. D'altro canto, le misure fiscali promesse dai candidati alla presidenza USA saranno probabilmente ridimensionate al momento dell'attuazione.

## 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.