

Maggio 2023

## Tassi d'interesse e obbligazioni

A velocità di crociera

### Stati Uniti

- Dopo un marzo turbolento, aprile è stato relativamente stabile con una volatilità dei tassi contenuta. I rendimenti dei Treasury USA a 10 anni si sono mantenuti in un intervallo ristretto in calo di 12 punti base (pb) e gli spread sono rimasti perlopiù invariati (tutti i dati al 25 aprile).
- Sebbene l'economia USA mostri debolezza nel settore manifatturiero, i servizi si mantengono stabili. L'inflazione si conferma nettamente superiore all'obiettivo della Federal Reserve.

### Eurozona

- Ad aprile gli spread dell'eurozona si sono ristretti di 12 pb con l'attenuarsi dei timori di una crisi bancaria. L'inflazione è tornata in primo piano, facendo salire i rendimenti dei Bund a 10 anni di 10 pb.
- L'inflazione primaria si è attenuata, ma l'inflazione di fondo si conferma in rialzo ed esercita pressioni sulla BCE affinché aumenti ancora i tassi guida.

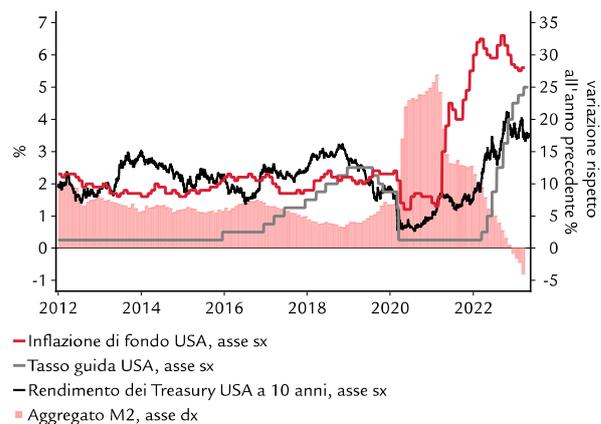
### Regno Unito

- Nel Regno Unito l'inflazione primaria è rimasta sopra il 10% per il settimo mese consecutivo. Ciò mette sotto pressione i titoli di stato, i cui rendimenti sono saliti di 20 pb.
- Malgrado inflazione alta, gli investitori sembrano essere convinti che la Bank of England (BoE) non potrà alzare ancora i tassi di molto e prevedono solo altri due rialzi di 25 pb prima che comincino tagli nel 2024.

### Svizzera

- Contrariamente al trend europeo, ad aprile i tassi svizzeri sono scesi di 17 pb dopo l'inatteso calo dell'inflazione al 2,9% nel rapporto di marzo, dal 3,4% del mese precedente.
- Le ripercussioni della fusione d'emergenza delle due maggiori banche svizzere e i dati deboli dei sondaggi dovrebbero impedire alla Banca nazionale svizzera (BNS) di alzare i tassi in modo troppo aggressivo alle prossime riunioni. Il mercato prevede altri due aumenti nel 2023.

### Inasprimento monetario negli USA ancora insufficiente



Malgrado il rapido ciclo di rialzi dei tassi e il calo senza precedenti dell'aggregato M2, la misura più ampia della massa monetaria degli Stati Uniti, l'inflazione non è scesa a sufficienza. Nonostante la disinflazione in alcune aree del settore manifatturiero e il calo dei prezzi delle materie prime, sembra che le condizioni monetarie non siano abbastanza restrittive. Inoltre, le condizioni sui mercati del lavoro restano tese e, anche se i licenziamenti nel settore tecnologico fanno notizia, l'economia evidenzia una buona tenuta. La crescita nominale resta quindi rapida e sostiene utili e attivi rischiosi. Pertanto, sui mercati finanziari il sentiment è migliorato. Si continua ad acquistare ai minimi e gli spread sono scesi di 40 pb (EUR) e 30 pb (USD) dai massimi di marzo. La volatilità dei tassi è diminuita e le emissioni sul mercato primario hanno lasciato agli investitori abbondante liquidità per nuove operazioni e per aumentare il rischio. Tuttavia, restiamo prudenti. Di norma gli effetti delle strette monetarie incidono con notevole ritardo sull'economia e crediamo che le banche centrali riconoscano la necessità di un netto rallentamento economico per arginare l'inflazione. Manteniamo quindi il nostro posizionamento difensivo e la duration perlopiù neutrale, anche per via dell'incertezza sull'estensione del tetto al debito USA, che potrebbe far aumentare di nuovo la volatilità dei tassi sul breve termine.

## Azioni

I mercati puntano sulla speranza, non sulla realtà

### Stati Uniti

- Ad aprile la borsa ha perso l'1,0%. Da inizio anno la performance è stata del +6,4% (dati al 25 aprile).
- L'andamento del mercato quest'anno è molto particolare: i titoli growth hanno superato i value del 15%, le azioni delle Big Tech sono salite di circa il 29% e le large cap hanno di nuovo battuto le small cap. Più di metà della performance del mercato è attribuibile alle Big Tech.
- Rispetto al 2022, gli utili dovrebbero scendere del 7% nel T1 e dell'8% nel T2. La stagione degli utili è appena iniziata e i risultati superano le attese. La valutazione della borsa USA supera ancora le medie storiche. Preferiamo ancora gli altri mercati.

### Eurozona

- Ad aprile il mercato è cresciuto dell'1,5% e la performance da inizio anno è del 13,9%.
- Per la prima volta in molti anni, l'eurozona ha battuto il mercato USA grazie a valutazioni più appetibili e a prezzi dell'energia più bassi del previsto. La stagione degli utili è iniziata bene e le società hanno superato del 4% le previsioni.

### Regno Unito

- Ad aprile il mercato britannico è stato il secondo migliore, con una performance del 3,8%. Da inizio anno, ha guadagnato il 7,1%.
- La borsa britannica beneficia ancora della valutazione più bassa tra tutti i principali mercati, ma l'economia è debole e la quota di titoli ciclici è relativamente alta.

### Svizzera

- Ad aprile la borsa svizzera ha guadagnato il 4,1% e la performance da inizio anno è del 9,7%. Dopo un inizio d'anno debole, ad aprile le società farmaceutiche si sono riprese.
- Il mercato azionario svizzero è il più sopravvalutato dopo quello USA.

### Mercati emergenti

- Aprile è stato deludente (-2,4%). Da inizio anno il mercato ha guadagnato poco (1,5%).
- Malgrado i dati economici molto più favorevoli dalla Cina e la politica monetaria meno restrittiva, i mercati emergenti non hanno ancora iniziato a sovraperformare.
- Le loro valutazioni sono appetibili su base sia relativa che assoluta.

### A qualcosa bisogna rinunciare



Fonte: Fidelity, Swiss Life Asset Managers

La continua tendenza al rialzo delle azioni è degna di nota. Le probabilità di una (lieve) recessione salgono e la politica monetaria è restrittiva. Nell'eurozona e negli Stati Uniti la crescita degli aggregati monetari ampi è negativa e si intensificano i segnali di calo dell'offerta di prestiti. La crescita degli utili è in stallo o negativa e i margini sono in calo. A ciò si aggiungono lo stress del settore bancario, i timori per il settore degli immobili commerciali USA, le revisioni al ribasso degli utili e le tensioni geopolitiche. Sembra che le borse puntino sulla speranza anziché sulla realtà. Questa visione ottimistica trae origine da cinque fattori: 1. La speranza che la Fed smetta di alzare i tassi e inizi a tagliarli nella seconda metà del 2023. 2. La borsa anticipa gli utili societari e l'economia. 3. Fuori dagli Stati Uniti le valutazioni sono basse (ma ancora ben superiori ai minimi storici delle fasi ribassiste, v. grafico). 4. Il sentiment negativo e le revisioni degli utili implicano che molti fattori negativi sono stati considerati. 5. Gli utili e i dati economici erano e sono migliori del previsto. Sono punti validi, ma c'è un'incongruenza: se la Fed tagliasse i tassi, lo farebbe senz'altro a causa di una recessione, ma in tal caso i margini e gli utili sarebbero più sotto pressione di quanto previsto ora. A qualcosa bisogna rinunciare: o l'economia e gli utili restano solidi, nel qual caso la Fed difficilmente abbasserà i tassi, o viceversa. Crediamo quindi che i mercati siano troppo ottimisti. A parità di utili, il mercato USA dovrebbe subire una netta correzione per avere un P/E coerente con i minimi storici delle fasi ribassiste. Manteniamo una visione prudente, giacché riteniamo che una lieve recessione sia inevitabile e che le condizioni di mercato peggioreranno. Ci aspettiamo ancora almeno una correzione a breve termine.

## Valute

### Volatilità in calo

#### Stati Uniti

- Dopo un marzo turbolento, ad aprile l'USD ha perso un altro 0,6% su base ponderata per l'interscambio, apprezzandosi però rispetto ad alcune valute legate alle materie prime (i dati in questa colonna sono aggiornati al 26 aprile)
- Ciò è ascrivibile a dati economici contrastanti dagli Stati Uniti, che hanno aumentato la probabilità di recessione percepita dal mercato.
- Crediamo che l'USD possa indebolirsi ancora nei prossimi mesi, poiché ci aspettiamo una recessione negli Stati Uniti nella seconda metà dell'anno e l'inizio di un ciclo di allentamento della Fed.

#### Eurozona

- Ad aprile l'EUR ha raggiunto un nuovo massimo annuale rispetto all'USD e si è apprezzato rispetto a tutte le valute del G10, salvo il CHF.
- Nel 2023 l'EUR dovrebbe rimanere sostenuto per via di un'inflazione più persistente e del ciclo di rialzi dei tassi in ritardo rispetto ad altre economie.

#### Regno Unito

- Ad aprile il GBP si è deprezzato rispetto all'EUR, ma ha guadagnato terreno rispetto all'USD.
- La nostra view a un mese sul GBP è positiva rispetto all'USD e neutrale rispetto all'EUR.

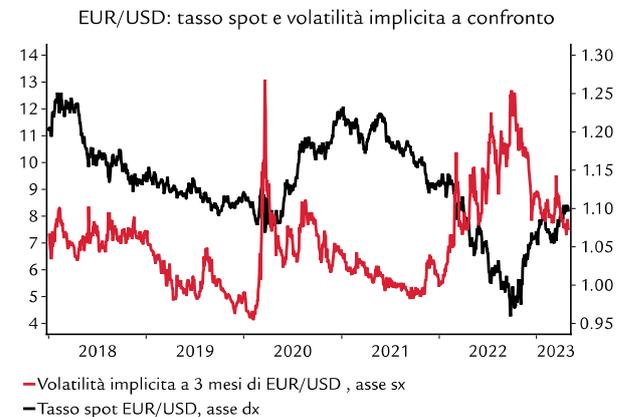
#### Svizzera

- Il vigore del CHF è proseguito ad aprile, con un apprezzamento del 3% rispetto all'USD e di circa l'1% rispetto all'EUR.
- Prevediamo un andamento laterale per EUR/CHF a maggio con alcuni rischi di rialzo in seguito, dato che la BCE continua a subire più pressioni della BNS per alzare i tassi.

#### Giappone

- Ad aprile il JPY ha evidenziato un andamento laterale rispetto all'USD, mentre CHF/JPY ha raggiunto il massimo degli ultimi 40 anni.
- La nostra visione su USD/JPY si conferma negativa. Il motivo non è solo la nostra opinione sulla debolezza generale dell'USD, ma anche il rischio che il nuovo governatore della Bank of Japan, Kazuo Ueda, acceleri la normalizzazione della politica monetaria.

### I fondamentali tornano in primo piano



Fonte: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Dopo un marzo volatile, la volatilità implicita di EUR/USD in tutte le scadenze ha iniziato a diminuire. I problemi del settore bancario sono passati in secondo piano. Le misure di emergenza attuate dalle banche centrali e dal governo sembrano essere riuscite a placare i mercati finanziari per il momento.

Ora che il contesto di mercato è più calmo, l'attenzione può tornare a concentrarsi sui fondamentali. Ad aprile l'USD ha continuato a indebolirsi nei confronti dell'EUR, sulla scia della dinamica economica divergente. La fine del ciclo economico USA sembra sempre più vicina. Di recente i dati economici USA sono stati più contrastanti, mentre nel T2 si conferma il notevole slancio economico dell'eurozona. Se questo scenario non cambierà in assenza di ulteriori turbolenze bancarie, la debolezza dell'USD rispetto all'EUR persisterà nei prossimi mesi. La nostra opinione è corroborata anche dalle aspettative di politica monetaria divergenti, rafforzate anche dal crescente divario sul fronte economico. La Fed dovrebbe concludere presto il suo ciclo di rialzi, mentre la BCE ha ancora un certo margine di manovra per un ulteriore inasprimento, dato che l'inflazione nell'eurozona rimane più tenace. Se non si risolverà rapidamente, l'imminente dibattito sul tetto al debito USA potrebbe esercitare ulteriori pressioni sull'USD, peggiorandone ancora le prospettive.

## 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

### 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 Paris ai clienti già in portafoglio e ai clienti potenziali. **Germania:** la presente pubblicazione è distribuita in Germania da Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln, da Swiss Life Asset Managers Luxembourg Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main e da BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Regno Unito:** la presente pubblicazione è distribuita nel Regno Unito da Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London 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.