

Agosto 2023

Tassi d'interesse e obbligazioni

Il picco dei tassi?

Stati Uniti

- Sorprese perlopiù positive dai dati macroeconomico USA: il mercato del lavoro è rimasto solido e ha rafforzato la fiducia dei consumatori. Segnali di stabilizzazione del settore manifatturiero a luglio.
- Andamento laterale dei Treasury: il rendimento delle emissioni a 10 anni ha brevemente superato il 4%, ma è sceso di nuovo con il calo dell'inflazione primaria, malgrado l'inflazione di fondo ancora alta.
- La Fed ha alzato il tasso guida al 5,25-5,5%. La guidance della Fed prevede nuovi rialzi a seconda dell'andamento dei dati su inflazione e crescita.

Eurozona

- Andamento laterale dei rendimenti dei titoli di Stato: i deludenti PMI di luglio hanno influenzato solo temporaneamente i mercati. I tassi sono saliti nei primi dieci giorni di luglio e sono scesi nel resto del mese; gli spread delle obbligazioni societarie sono calati e il sentiment è ulteriormente migliorato.
- La BCE ha alzato i tassi guida di 25 punti base (pb), lasciando intendere che le future decisioni di politica monetaria dipenderanno dai dati. L'istituto diventa più ottimista sul fatto che il tasso guida sia già sufficientemente restrittivo, visti i segnali di disinflazione in aumento.

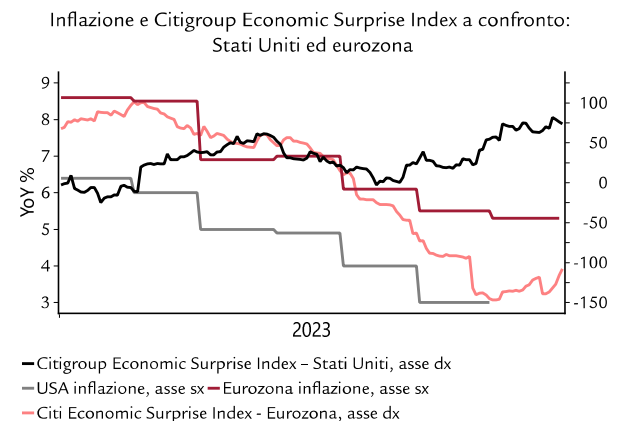
Regno Unito

- I rendimenti dei titoli di Stato britannici sono scesi molto a luglio con il miglioramento delle prospettive d'inflazione, mentre le stime di crescita si sono deteriorate ulteriormente. Ne è derivato un repricing in vista di un allentamento della stretta monetaria da parte della Bank of England.

Svizzera

- Andamento laterale dei titoli di Stato svizzeri: il rendimento a 10 anni è intorno all'1% e non è chiaro se la BNS alzerà ancora i tassi quest'anno.
- L'inflazione decelera ancora, ma l'effetto ritardato del tasso ipotecario di riferimento farà salire gli affitti nei prossimi mesi; pertanto, nel 2024 l'inflazione dovrebbe restare vicina al 2%.

Divergenza tra i dati economici di Stati Uniti ed eurozona



Fonti: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

A giudicare dai dati economici di luglio, divergenza nella performance di crescita di Stati Uniti ed Europa è ancora aumentata. Una buona indicazione delle tendenze dei dati macro viene dall'indice di sorpresa economica di Citigroup, che mostra una dinamica decisamente negativa nell'eurozona e sviluppi positivi negli Stati Uniti. Questa divergenza potrebbe influire notevolmente su crescita e inflazione, e quindi orientare le future decisioni di politica monetaria. È interessante notare che i mercati scontano solo un altro rialzo della BCE a settembre e solo il 40% di possibilità di un altro rialzo della Fed nel 2023. Si è quindi fatta strada l'idea che il picco dei tassi sia stato raggiunto: gli investitori sperano che la stretta monetaria finisca presto e che i rendimenti dei titoli di Stato abbiano raggiunto i massimi. Pur condividendo l'idea che le pressioni inflazionistiche si attenueranno ancora nel medio termine, pensiamo sia troppo presto per cantare vittoria sul fronte dell'inflazione. I tassi di disoccupazione in Europa e negli Stati Uniti rimangono ai minimi pluridecennali e l'inflazione di fondo resta alta. Quindi, con la crescita USA ancora sostenuta e l'inflazione ostinata, vi è la discreta probabilità che la Fed alzi ancora i tassi. Riepilogando, vediamo ancora un alto rischio di recessione in Europa e rischi per la crescita USA. Restiamo cauti sul rischio di credito e aumenteremo la duration se le pressioni inflazionistiche si attenueranno ancora.

Azioni

Il rally del mercato azionario si estende

Stati Uniti

- La borsa USA ha guadagnato il 2,8% a luglio, con una performance del +20,1% da inizio anno.
- A luglio, il rally del mercato USA si è esteso oltre i principali titoli tecnologici. Il prossimo evento importante è la stagione dei risultati, e le aspettative sono piuttosto basse. Finora, gli utili e i fatturati pubblicati hanno perlopiù superato le attese.
- La valutazione del mercato USA supera le medie storiche. Continuiamo a preferire gli altri mercati.

Eurozona

- Il mercato ha guadagnato lo 0,7% a luglio e la performance da inizio anno è del 16,1%.
- L'eurozona non sovraperforma più gli Stati Uniti da circa tre mesi. Ciò coincide con dati economici più deboli rispetto a quelli USA.
- La valutazione del mercato europeo resta molto interessante a lungo termine.

Regno Unito

- Il Regno Unito ha guadagnato il 2,2% a luglio e il 4,9% da inizio anno.
- La borsa britannica beneficia ancora della valutazione più bassa tra tutti i principali mercati, ma a nostro avviso a ragione, in quanto il Regno Unito si trova ad affrontare un'elevata incertezza economica.

Svizzera

- Il mercato svizzero ha reso lo 0,4% a luglio, la performance da inizio anno è del 8,7%.
- Da inizio anno sono deboli soprattutto i titoli farmaceutici e Nestlé, che rappresentano oltre il 40% della borsa svizzera.
- Il mercato azionario svizzero è il più sopravvalutato dopo quello USA.

Mercati emergenti

- Luglio è stato molto positivo, con una performance del 5,3%. Da inizio anno questo mercato ha guadagnato il 11,1%, restando indietro rispetto agli altri.
- I dati economici cinesi continuano a deludere, mentre il dollaro USA debole sostiene i mercati emergenti. Il governo cinese dovrebbe stimolare l'economia nazionale e questa previsione, insieme all'indebolimento dell'USD, ha innescato un rally a breve termine.

Performance degli stili nel mercato azionario USA

Indice	Da inizio anno (%)	Da inizio mese (%)	3 anni (%)	5 anni (%)
MSCI USA	19.8	2.5	44.9	70.0
MSCI USA Equal Weight	12.4	3.6	41.8	49.5
MSCI USA Small Cap	13.2	3.7	46.9	37.2
MSCI USA Growth	36.7	2.3	43.4	96.2
MSCI USA Value	5.1	3.4	42.5	40.8
MSCI USA Momentum	0.3	0.7	10.1	34.2
MSCI USA Quality	26.8	3.0	44.9	84.8
FANG+	76.6	1.4	73.5	163.3

Negli ultimi cinque anni vi sono state enormi differenze di performance tra gli stili d'investimento azionario USA, come value, growth, small cap, quality, momentum e sentiment. In Europa, le differenze sono state molto meno pronunciate. Quest'anno non fa eccezione. La differenza più estrema tra gli stili azionari USA è quella tra value e growth (che comprende le grandi aziende tecnologiche). Nel 2023, i titoli growth hanno guadagnato il 36,7% contro il 5,1% dei value. Sorprendentemente, anche momentum è molto debole, con appena lo 0,3%. Nelle ultime settimane, il rally della borsa USA si è esteso e soprattutto le small cap hanno iniziato a registrare buone performance. I leader indiscussi del 2023, come degli ultimi anni, sono però i titoli FANG+ (Microsoft, Amazon, Google, ecc.), con un rendimento totale del 77% da inizio anno. Uno dei motivi principali di questa spettacolare sovraperformance è l'avvento dell'uso intensivo dell'intelligenza artificiale. L'unico stile «tradizionale» ad essere andato bene quest'anno è quality. Negli ultimi tre e cinque anni, le tendenze sono un po' cambiate. Su tre anni, la differenza tra gli stili in termini di performance non è così marcata, solo momentum è decisamente indietro. Su cinque anni, le differenze tornano rilevanti. I fanalini di coda sono small cap, value e momentum, mentre i leader sono FANG+ e growth. Sorprende che momentum deluda malgrado l'andamento del mercato con forti tendenze. Un motivo potrebbe essere che la composizione dell'indice venga aggiustata solo una volta per semestre, troppo poco negli ultimi anni. Le notevoli differenze implicano che gli stili tradizionali, come small cap e value, non abbiano funzionato, il che è anche all'origine dell'«inverno quantitativo» (per i fondi quantitativi che investono in questi fattori gli ultimi cinque anni sono stati molto difficili).

Valute

La debolezza dell'USD dovrebbe essere temporanea

Stati Uniti

- L'USD è rimasto debole a luglio, con un deprezzamento dell'1,4% su base ponderata per l'interscambio nel mese (tutti i dati al 26 luglio 2023). L'USD si è deprezzato soprattutto rispetto a NOK, SEK e CHF.
- Prevediamo che torni ad apprezzarsi il mese prossimo. In termini di dati economici, gli Stati Uniti superano l'Europa, dove le prospettive sono in peggioramento. Manteniamo quindi una visione negativa su EUR/USD per il prossimo mese e su tre mesi.

Eurozona

- A luglio, andamento quasi piatto su base ponderata per l'interscambio per l'EUR, che nella seconda metà del mese ha perso tutti i guadagni della prima.
- Oltre ai fondamentali già citati, ci aspettiamo anche che il vantaggio in termini di carry dell'USD faccia indebolire EUR/USD nei prossimi mesi. Inoltre, il posizionamento lungo sull'EUR appare eccessivo e rischia un'inversione.

Regno Unito

- A luglio la tendenza al rialzo del GBP rispetto all'USD è proseguita, con un guadagno dell'1,65%; performance pressoché piatta rispetto all'EUR.
- Dopo la sorpresa al ribasso dell'inflazione britannica a giugno, le aspettative del mercato sui rialzi della Bank of England sono scese dal picco, ma appaiono ancora eccessive. Manteniamo quindi una visione negativa su GBP/USD per i prossimi mesi.

Svizzera

- Ottima performance del CHF a luglio. Il CHF si è apprezzato rispetto a tutte le principali valute, salvo il NOK. USD/CHF ha persino raggiunto un nuovo minimo a 0,8577 a metà mese.
- Analogamente alle nostre aspettative a tre mesi, siamo neutrali su EUR/CHF per il prossimo mese. La BNS mantiene toni restrittivi ed è probabile che alzi ancora i tassi a settembre, ma data la performance brillante del CHF a luglio, il potenziale di apprezzamento sembra limitato alla luce del fair value.

Giappone

- Il netto rialzo da giugno è stato invertito nella prima metà di luglio, e USD/JPY ha perso il 2,8% nel mese.
- Da neutrale, la nostra visione a breve termine per USD/JPY diventa rialzista, mentre su tre mesi restiamo neutrali.

Luglio turbolento per l'USD

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



— Differenziale di rendimento a 2 anni: Stati Uniti meno Svizzera, asse sx
— USD/CHF, asse dx

Fonti: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Nella prima metà di luglio l'USD si è nettamente deprezzato su base ponderata per l'interscambio e rispetto a tutte le principali valute. La sua debolezza deriva soprattutto dal deludente inflazione USA di giugno. Questa sorpresa negativa ha indotto il mercato a credere che il rialzo della Fed di luglio sia l'ultimo dell'attuale ciclo di rialzi e ha alimentato le aspettative di un ciclo di allentamento più aggressivo nel 2024. Attualmente il mercato sconta tagli dei tassi della Fed per un totale di circa 100 pb per il 2024. Ciò ha fatto scendere temporaneamente lo spread tra i titoli di Stato USA e svizzeri a 2 anni, un'approssimazione del cosiddetto «carry». Anche il CHF si è apprezzato notevolmente rispetto all'USD e USD/CHF ha raggiunto un nuovo minimo storico. L'andamento futuro dell'USD dipenderà perlopiù dai prossimi dati dell'inflazione da qui a settembre, quando si terrà la prossima riunione della Fed. Se l'inflazione USA dovesse continuare a rallentare, la Fed potrebbe davvero finire di alzare i tassi a settembre e modificare la forward guidance verso un orientamento più accomodante per il 2024, ma diffondere troppo presto questo messaggio ottimista comporta rischi elevati. Anche i dati sull'attività USA hanno continuato a sorprendere in positivo. A giugno l'occupazione è stata più debole del previsto, ma il mercato del lavoro si conferma solido. Inoltre, a luglio la fiducia dei consumatori è migliorata più del previsto. Quanto a EUR/USD, la dinamica economica relativa ci sembra ancora a favore dell'USD. I dati economici USA continuano a sorprendere in positivo, mentre quelli dell'Eurozona deludono. La debole riaccelerazione della crescita in Cina è fonte di ulteriori ostacoli per l'Eurozona. Abbiamo quindi un'aspettativa negativa su EUR/USD a breve e medio termine.

Swiss Life Asset Managers



Thomas Rauh
Portfolio Manager Fixed Income



Andreas Homberger
Head Quantitative Equities
andreas.homberger@swisslife-am.com
🐦 @Homberger_A



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
🐦 @kunzi_damian



Florence Hartmann
Economist Developed Markets

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 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 Swiss Life Asset Managers UK 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 VIIs gr 1, NO-0161 Oslo.