

Ottobre 2023

## Tassi d'interesse e obbligazioni

Quando si faranno sentire i rialzi dei tassi?

### Stati Uniti

- I tassi continuano a salire e ora la curva dei rendimenti è molto più ripida: il rendimento dei titoli a 30 anni è salito di 45 pb a settembre, proprio quando le banche centrali hanno iniziato ad accennare alla fine del ciclo di rialzi. Gli spread investment grade (IG) sono scesi di 2 pb e quelli high yield (HY) sono aumentati di 8 pb.
- La Federal Reserve USA ha mantenuto invariati i tassi guida, ma il presidente Powell ha sottolineato la politica di «tassi più alti più a lungo», mentre che i mercati prevedevano vari tagli dei tassi guida per il 2024.

### Eurozona

- Massimo ciclico del 2,8% per i rendimenti dei Bund a 10 anni, saliti di 30 pb, e netto irripidimento della curva. Malgrado l'impennata dei rendimenti, gli spread IG e HY hanno evidenziato una discreta tenuta, in calo di 6 e 19 pb, rispettivamente.
- La BCE ha sorpreso i mercati con un rialzo dei tassi di 25 pb ma toni relativamente accomodanti, anche se inflazione di fondo rimane alta.

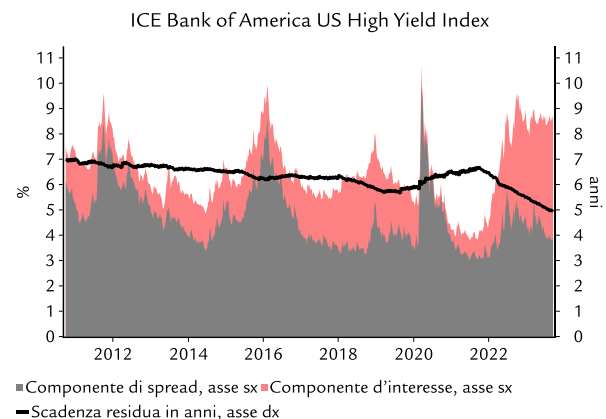
### Regno Unito

- In contrasto con i trend globali, i rendimenti dei Gilt a 10 anni sono scesi di 12 pb. Ciò è ascrivibile alle difficoltà dell'economia: gli indici PMI del settore manifatturiero e dei servizi che indicano una potenziale contrazione.
- A settembre la Bank of England ha mantenuto costanti i tassi guida, cogliendo i mercati alla sprovvista data l'inflazione ancora elevata.

### Svizzera

- Come negli ultimi sei mesi, i rendimenti dei titoli di Stato svizzeri a 10 anni sono rimasti fermi tra lo 0,8% e l'1,1%, mentre l'economia arranca con un tasso d'inflazione inferiore al 2%.
- La BNS ha mantenuto invariato il tasso guida, con l'inflazione primaria e di fondo sotto il 2%.

### Scadenze obbligazionarie e costi di finanziamento in crescita



Fonti: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Per arginare l'inflazione, le banche centrali si sono affidate perlopiù ai rialzi dei tassi per aumentare i costi di finanziamento, ridurre gli investimenti e la spesa e contenere la crescita e, quindi, l'inflazione. Finora, però, la crescita è rimasta sostenuta e l'inflazione alta. Il ritardo nella trasmissione è dovuto all'intensa attività di rifinanziamento nel precedente contesto di bassissimi rendimenti, che ha permesso a imprese ed economie domestiche di contrarre prestiti a basso costo e a lunga scadenza, incrementando le riserve di liquidità. Il fabbisogno di prestiti agli attuali costi elevati è stato basso, tanto che la scadenza media è ai minimi storici, e le nuove emissioni, soprattutto nel segmento high yield, sono molto diminuite. Tuttavia, le scadenze aumenteranno («muro delle scadenze») ed un numero crescente di emittenti dovrà rifinanziarsi ai tassi ora molto più elevati. Data la politica restrittiva della Fed, per netti tagli dei tassi potremmo dover attendere un deciso rialzo degli spread, finora non verificatosi. Manteniamo una posizione corta netta sul rischio di credito, soprattutto dopo le recenti impennate dei tassi, che potrebbero impedire a molti emittenti vulnerabili di rifinanziarsi. Duration: propendiamo per una posizione lunga. Non escludiamo ulteriori picchi dei rendimenti a breve termine, ma riteniamo che qualsiasi nuovo evento creditizio possa far scendere i tassi.

## Azioni

Correzione più netta dopo i toni restrittivi della Fed

### Stati Uniti

- A settembre il mercato USA ha perso il 5,2% e la sua performance da inizio anno è del 12,6% (dati al 26 settembre).
- Dopo una stagione con utili migliori del previsto che hanno spinto le azioni al rialzo, i titoli USA hanno perso nettamente terreno dai precedenti massimi.
- Vediamo rischi per le azioni USA dopo i toni restrittivi della Fed, che hanno fatto salire ancora il rendimento del decennale USA. La valutazione della borsa USA supera ancora le medie storiche.

### Eurozona

- A settembre il mercato ha perso il 4,0% e la performance da inizio anno è del 9,3%.
- Gli utili trimestrali sono stati migliori del previsto, ma l'eurozona ha deluso con dati economici deboli, con diverse economie sull'orlo della recessione, specie la Germania. La valutazione del mercato europeo è ancora molto interessante a lungo termine.

### Regno Unito

- Performance positiva del 3,1% per il mercato britannico a settembre, dopo che la Bank of England ha lasciato invariati i tassi. Il mercato ha guadagnato il 5,4% da inizio anno.
- Il mercato britannico si conferma il più sottovalutato tra i principali mercati sviluppati, ma è probabilmente una «trappola di valore».

### Svizzera

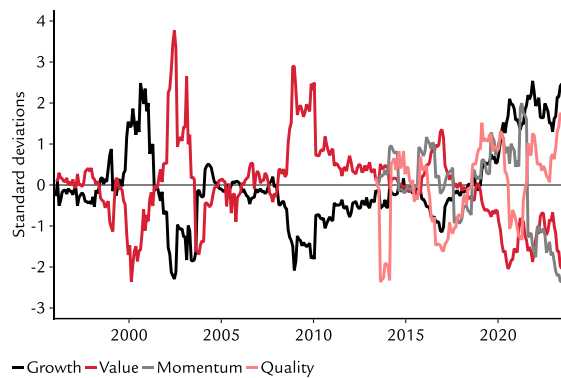
- Il mercato svizzero ha perso l'1,9% a settembre, la performance da inizio anno è del 3,9%.
- A settembre le azioni svizzere hanno sovraperformato le omologhe europee, soprattutto grazie alla minore esposizione ai titoli ciclici.
- La borsa svizzera è la più sopravvalutata dopo quella USA.

### Mercati emergenti

- Settembre ha deluso, con una performance del -3,2%. Da inizio anno questo mercato ha guadagnato l'1,2% ed è indietro rispetto agli altri.
- Con una crescita sottotono, l'indebolimento del mercato immobiliare e il rafforzamento del dollaro USA, le azioni cinesi hanno registrato le performance più negative tra i mercati emergenti. Finora le misure di stimolo economico sono state insuffi-

### Ampie differenze tra gli stili

MSCI USA: style valuations (normalized) relative to market (USA)



Source: Bloomberg, Swiss Life Asset Managers, data as of 31 August 2023

Quest'anno le differenze di performance tra gli stili d'investimento<sup>1</sup> come «growth», «value», «quality» e «momentum» sono straordinariamente ampie. Negli Stati Uniti, ad esempio, il fattore «growth» ha guadagnato il 35% da inizio anno, mentre «value» è salito solo del 3%, in linea con la sottoperformance seguita alla crisi finanziaria del 2008. Dal 2010, «growth» ha superato «value» in 11 anni su 14.

Ma non è solo la performance a mostrare un'ampia divergenza: anche la valutazione relativa si è sviluppata in modo molto diverso e ora è su livelli estremi. La valutazione relativa dei titoli «growth» (rispetto all'intero mercato USA) è di quasi due deviazioni standard oltre la media storica, mentre quella dei titoli «value» è di due deviazioni standard sotto la media storica, con un differenziale combinato di 4,5 deviazioni standard.

Come mostra il grafico, ciò si è osservato solo in periodi di crisi, mai in condizioni di mercato «normali». Vediamo inoltre che in passato le differenze di valutazione estreme, ossia particolarmente alte o basse, si sono corrette con un ritorno verso la media storica. Se il passato ci deve insegnare qualcosa (e noi ne siamo convinti), è che la probabilità che «value» e «momentum» sovraperformino «growth» e «quality» nel prossimo ciclo economico è nettamente superiore al 50%.

<sup>1</sup> **Growth:** enfasi sulle prospettive di crescita future e sulla solidità finanziaria complessiva di una società. **Value:** riuscire a individuare le società che quotano sotto il «true value» prima del resto del mercato. **Quality:** enfasi su società con fondamentali solidi, come una redditività del capitale proprio elevata, una bassa leva finanziaria e una crescita stabile degli utili. **Momentum:** sfruttare le tendenze al rialzo o al ribasso del prezzo e delle prospettive di utile di un titolo.

## Valute

USD più forte più a lungo

### Stati Uniti

- Il vigore dell'USD è proseguito a settembre. L'USD si è apprezzato nei confronti di tutte le principali valute, soprattutto di GBP e CHF.
- Confermiamo la visione positiva sull'USD per il prossimo mese e per il prossimo trimestre. Il vantaggio in termini di tasso («carry») dovrebbe rimanere significativo e sostenere l'USD.

### Eurozona

- EUR/USD ha continuato a perdere terreno a settembre ed è sceso sotto 1.06. I dati economici dell'eurozona continuano a deludere. Malgrado il rialzo dei tassi della BCE e la pausa della Federal Reserve a settembre, il carry reale USA sostiene ancora l'USD.
- Rimaniamo negativi su EUR/USD su uno e tre mesi e prevediamo un andamento laterale dell'EUR rispetto a GBP e CHF nel prossimo trimestre.

### Regno Unito

- A settembre il GBP ha perso circa il 4% rispetto all'USD e ha registrato la peggiore performance tra le valute del G10. Il GBP ha subito pressioni in vendita dopo che la Bank of England ha inaspettatamente lasciato invariati i tassi alla riunione di settembre. Il mercato scontava un ulteriore rialzo.
- Ora ci aspettiamo una tendenza al ribasso per GBP/USD a uno e tre mesi.

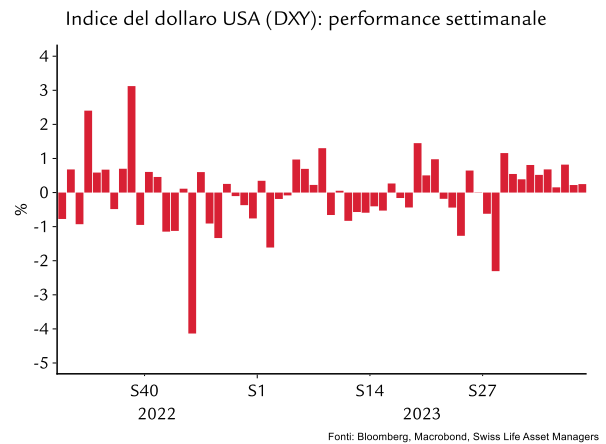
### Svizzera

- USD/CHF ha continuato a salire a settembre, superando nuovamente quota 0.90. Netto rialzo per EUR/CHF dopo la riunione della BNS, che ha mantenuto invariati i tassi. Il mercato si attendeva un altro rialzo dei tassi, sulle orme della BCE.
- Manteniamo la nostra visione neutrale su EUR/CHF a uno e tre mesi.

### Giappone

- USD/JPY ha guadagnato un ulteriore 2,5% a settembre. Il calo di luglio è stato quindi solo un breve episodio in una tendenza al rialzo apparentemente ininterrotta per USD/JPY.
- Tuttavia, questo rialzo ci sembra eccessivo e prevediamo un'inversione di tendenza nel prossimo trimestre. La nostra aspettativa ad uno e tre mesi su USD/JPY è ora negativa.

### Il «re dollaro» continua a regnare



Il vigore dell'USD è aumentato notevolmente negli ultimi mesi: l'indice USD si è apprezzato per le ultime dieci settimane consecutive. Un aspetto determinante degli ultimi mesi è stato l'ampio differenziale di rendimento tra le valute a più alto e a più basso rendimento, con un'attiva ricerca di carry tra gli investitori. In questo contesto l'USD è apparso interessante, in quanto coniuga un rendimento elevato con caratteristiche difensive che lo rendono attraente anche nelle fasi di scarsa propensione al rischio. Inoltre, l'USD è stato sostenuto dai dati economici USA relativamente favorevoli e dalle ultime decisioni delle banche centrali, nonostante la Fed abbia mantenuto fermi i tassi all'ultima riunione, una decisione ampiamente scontata dal mercato. La Banca nazionale svizzera e la Bank of England hanno seguito il suo esempio, lasciando i loro tassi invariati. Il mercato scontava però un rialzo da parte di questi due istituti e CHF e GBP hanno subito una correzione rispetto all'USD. Anche se a settembre la BCE ha alzato nuovamente i tassi di 25 pb, come previsto dal mercato, l'aumento del carry non è riuscito a rafforzare l'EUR rispetto all'USD. La stretta monetaria nel contesto dell'indebolimento della crescita nell'eurozona ha controbilanciato gli effetti positivi del calo del differenziale di rendimento tra Stati Uniti ed eurozona. In prospettiva, vediamo l'USD più forte più a lungo, ancora favorito dai fattori già citati nel prossimo trimestre. Inoltre, i rischi di deflazione in Cina potrebbero incidere sull'andamento dell'inflazione nell'eurozona più che negli Stati Uniti, consentendo alla BCE di tornare accomodante più rapidamente. Ciò dovrebbe sostenere l'economia, ma farà aumentare nuovamente il differenziale di rendimento.

## 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 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.