

Aprile 2024

Tassi d'interesse e obbligazioni

Inizia il ciclo di allentamento delle banche centrali

Rendimenti obbligazionari e spread del credito IG

	Rendimento dei titoli di Stato decennali			Spread dei obbligazioni investment grade		
	Attuale	Marzo 2024*	Year-to-date*	Attuale	Marzo 2024*	Year-to-date*
US	4.2%	-6 pb	31 pb	90 pb	-6 pb	-9 pb
Eurozona	2.3%	-12 pb	27 pb	114 pb	-7 pb	-24 pb
UK	3.9%	-19 pb	40 pb	118 pb	-7 pb	-21 pb
CH	0.6%	-13 pb	-3 pb	79 pb	2 pb	-3 pb

Redimento eurozona = Germania. * Variazione al 27 marzo.
Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- La curva dei rendimenti (rendimento dei titoli di Stato a 10 anni meno rendimento dei titoli di Stato a 2 anni) è rimasta invertita a marzo a -35 punti base (pb). Malgrado i volumi relativamente elevati delle nuove emissioni, gli spread sono calati.
- In linea con la guidance di tre tagli nel 2024, la Fed non è intervenuta sui tassi pur avendo rivisto al rialzo le previsioni di crescita e inflazione. Quest'ultima dovrebbe restare sopra l'obiettivo del 2%.

Eurozona

- L'inversione della curva dei rendimenti tedesca si è accentuata a -52 pb e perdura da oltre 500 giorni.
- La Banca centrale europea ha mantenuto i tassi invariati accennando a un potenziale taglio a giugno; il mercato prevede altri tre tagli entro fine anno.

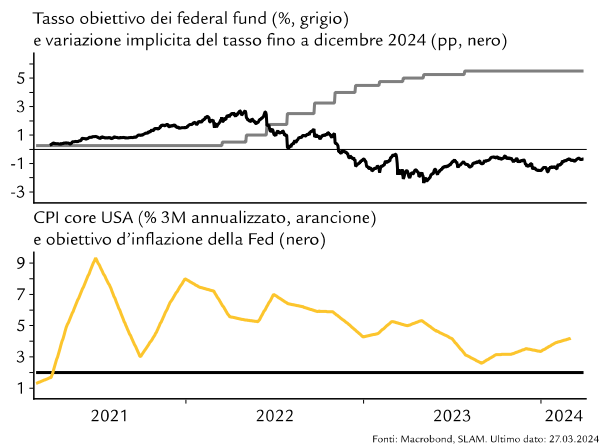
Regno Unito

- Con il calo dell'inflazione e i toni accomodanti della Bank of England, i mercati si aspettano un primo taglio dei tassi a giugno. Tuttavia, l'incertezza rimane elevata. L'inflazione è ancora al 3,4% e gli indici dei responsabili degli acquisti in territorio espansivo indicano un miglioramento del momentum.

Svizzera

- La curva dei rendimenti è rimasta invertita a -20 pb.
- La Banca nazionale svizzera ha inaspettatamente tagliato i tassi nell'ipotesi che le basse pressioni inflazionistiche persistano in futuro, facendo indebolire il CHF rispetto alle principali valute.

L'inflazione sale, ma i mercati prevedono tagli dei tassi



L'«inflazione transitoria» è stata la principale giustificazione delle banche centrali dei Paesi sviluppati per l'inizio tardivo dei rialzi dei tassi, malgrado l'aumento dei prezzi più rapido degli ultimi decenni. A distanza di due anni, le autorità monetarie, soprattutto la Fed, sembrano impazienti di tagliare nuovamente i tassi, pur non avendo raggiunto l'obiettivo d'inflazione del 2%. Attualmente, l'inflazione di fondo su base trimestrale annualizzata è al 4,2% e dall'estate scorsa è salita senza mai toccare l'obiettivo del 2%. Con il tasso di disoccupazione USA vicino ai minimi storici, la crescita dei salari costante intorno al 5% e la crescita del PIL che dovrebbe superare il potenziale, persino la Fed non prevede che l'inflazione raggiunga l'obiettivo prossimamente. In linea con le indicazioni dell'autorità monetaria USA, il mercato prevede tre tagli dei tassi entro l'anno. Le azioni e gli attivi speculativi come le criptovalute si sono impennati e il calo dei rendimenti a lungo termine ha reso le condizioni finanziarie molto più favorevoli. Per ora la propensione delle banche centrali ad allentare le condizioni finanziarie favorisce gli asset rischiosi, ma esortiamo alla cautela per via delle valutazioni elevate. Quanto ai titoli di Stato, sovrappesiamo la duration, ma riteniamo promettente un posizionamento volto a beneficiare dell'irripidimento della curva, visto l'aumento del rischio sul tratto a lunga se le pressioni inflazionistiche persisteranno.

Azioni

Mercati vigorosi a marzo

Panoramica della performance del mercato azionario

	Marzo 2024*	Year-to-date*
Stati Uniti	3,0%	10,2%
Eurozona	4,4%	10,2%
Regno Unito	4,3%	3,8%
Svizzera	3,3%	5,4%
Mercati emergenti	1,8%	1,7%

Indici MSCI Net Total Return in valuta locale.

* Variazione al 27 marzo. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Ancora una volta i Magnifici 7 hanno dato il principale apporto alla performance positiva del mercato a marzo (+17,8% da inizio anno).
- I toni accomodanti della Fed alla recente riunione hanno sostenuto il mercato, rendendo più probabili tre o quattro tagli dei tassi quest'anno.
- La valutazione del mercato USA supera ancora di molto le medie storiche e di altri mercati. Gli indicatori tecnici sono su livelli elevati, ma non estremi.

Eurozona

- La crescita degli utili da inizio anno è nulla, il che significa che il rialzo del mercato da gennaio è interamente ascrivibile all'aumento delle valutazioni.
- Ora la valutazione del mercato europeo è pressoché neutrale.

Regno Unito

- Performance ancora deludente per il Regno Unito, ma superiore a quella di altri mercati sviluppati.
- La borsa britannica continua a beneficiare della valutazione più bassa e del rendimento del dividendo più alto (3,9%) tra i principali mercati sviluppati.

Svizzera

- In termini di CHF, a marzo il mercato svizzero ha nettamente sottoperformato eurozona e Stati Uniti, a causa del deprezzamento del CHF nei confronti di EUR e USD.
- La borsa svizzera è la più sopravvalutata dopo quella USA.

Mercati emergenti

- In generale, la performance dei mercati azionari dei Paesi emergenti è stata debole.
- Il mercato azionario indiano ha guadagnato solo il 4,9% da inizio anno in valuta locale e quello cinese è sceso dell'1,8% in HKD.

Cosa succede in Giappone?

Qualche settimana fa il mercato azionario giapponese ha raggiunto il massimo storico degli ultimi 34 (!) anni. Nel 2023 e finora nel 2024, in valuta locale ha sovraperformato tutti i principali mercati. Viene spontaneo chiedersi: si tratta solo di un altro rally a breve termine o di cambiamenti strutturali che potrebbero migliorare la performance del mercato giapponese nel medio e lungo periodo?

Rendimenti totali e redditività del mercato azionario

	In valuta locale			In CHF			Return on equity
	2023	Year-to-date*	10 anni	2023	Year-to-date*	10 anni	
JP	29%	20%	168%	9%	19%	83%	9%
US	26%	10%	210%	15%	18%	212%	18%
Eurozona	19%	9%	91%	12%	15%	50%	11%
CH	5%	5%	65%	5%	5%	65%	23%

* Performance al 27 marzo. Fonti: Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Diversi sviluppi hanno contribuito all'ottima performance della borsa giapponese. Innanzitutto, la debolezza dello yen offre un duplice vantaggio agli esportatori nipponici: i loro prodotti diventano più competitivi per gli stranieri e il fatturato globale vale di più in termini di yen. In secondo luogo, i tassi persistentemente bassi e negativi hanno dato al Giappone un vantaggio relativo. A differenza di altre banche centrali, la Bank of Japan non ha alzato i tassi fino alla riunione di marzo. Terzo, l'organizzazione della borsa giapponese ha attuato riforme strutturali volte a migliorare la governance aziendale e a porre maggiore enfasi sulla redditività. Va notato che circa la metà dei titoli giapponesi quota ancora sotto il valore contabile. Quarto, sembra che gli investitori cinesi abbiano scoperto il Giappone per gli investimenti speculativi.

Nel breve termine, questa dinamica potrebbe proseguire. Le valutazioni sono eque, lo yen è ancora debole e gli effetti positivi delle riforme strutturali potrebbero continuare a sostenere la redditività delle imprese giapponesi. Tuttavia, a più lungo termine si profilano rischi. Lo yen è molto sottovalutato e i tassi più bassi all'estero ma costanti o più alti in Giappone possono esercitare pressioni al rialzo. Il «return on equity», una misura della redditività, è ancora ben inferiore a quello di altri mercati. Inoltre, la concorrenza della Cina si fa più intensa e i problemi strutturali a lungo termine del Giappone – dinamiche demografiche sfavorevoli, immigrazione insufficiente e bassa crescita potenziale – persistono. Il Giappone deve fare di più al riguardo.

Valute

Deprezzamento temporaneo del CHF

Panoramica delle principali valute

	Marzo 2024*	Year-to-date*	Su 1 mese
EUR/USD	0,2%	-1,9%	↘
EUR/CHF	2,4%	5,4%	↘
GBP/USD	0,1%	-0,7%	↘
USD/JPY	0,9%	7,3%	↗

* Variazione al 27 marzo. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Marzo è stato tranquillo per l'USD. Le aspettative di politica monetaria sono rimaste stabili e l'USD ponderato per l'interscambio ha chiuso il mese quasi allo stesso livello con cui lo ha iniziato.
- Ora i mercati finanziari scontano un primo taglio dei tassi a giugno e queste aspettative dovrebbero rimanere ben ancorate a Aprile. Altri fattori come il vantaggio USA in termini di tasso, la prospettiva di un secondo mandato di Trump o un contesto di rischio meno favorevole potrebbero quindi dare nuovo slancio all'apprezzamento dell'USD.

Eurozona

- Anche marzo è stato molto favorevole all'EUR, mentre la BCE è rimasta attendista.
- Riteniamo ancora che i mercati stiano sottovalutando il potenziale di tagli dei tassi quest'anno, poiché la dinamica economica rimane debole e i progressi sul fronte dell'inflazione dovrebbero continuare. Abbiamo quindi una visione negativa sull'EUR rispetto a USD e CHF.

Regno Unito

- A marzo il GBP non ha risentito della prospettiva di tagli dei tassi guida, ma ci aspettiamo debolezza ad aprile, soprattutto nei confronti dell'USD.

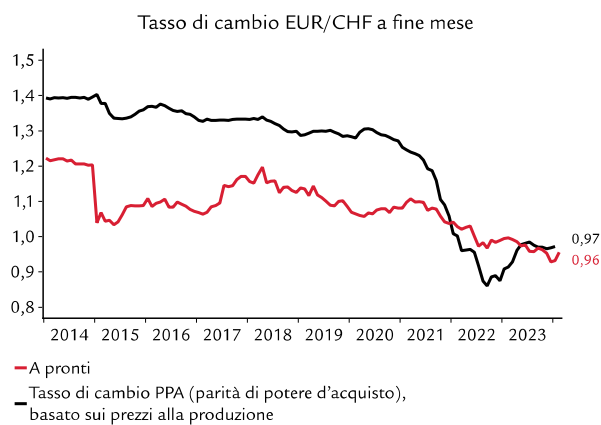
Svizzera

- Il CHF è stato una delle valute più deludenti a marzo, ma non bisogna trarre conclusioni affrettate da questa debolezza (cfr. colonna di destra).

Giappone

- Malgrado il primo rialzo dei tassi guida, a marzo il JPY è rimasto debole.
- I mercati non si aspettano un vero ciclo di rialzo dei tassi, ma solo un'uscita dalla politica monetaria ultraespansiva della Bank of Japan. Riteniamo quindi che il JPY continuerà a risentire del suo netto svantaggio di carry.

Prezzi alla produzione: valutazione equa di EUR/CHF



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

Sui mercati valutari l'evento clou di marzo è stato il taglio dei tassi da parte della Banca nazionale svizzera (BNS), che ha colto di sorpresa gli operatori dei mercati finanziari e innescato un nuovo deprezzamento del CHF. Tra le principali valute, solo lira turca (-7,7% da inizio anno) e JPY (-5,7%) hanno deluso più del CHF (-5,3%) su base ponderata per l'interscambio. Va notato che la BNS non ha motivato l'intervento solo con la riduzione delle pressioni inflazionistiche: nel comunicato stampa ha citato esplicitamente «l'apprezzamento del franco in termini reali avvenuto nell'ultimo anno». Questa motivazione è alquanto sorprendente, perché il rialzo del tasso di cambio effettivo reale del CHF nel 2023 è stato in parte annullato dal deprezzamento di febbraio e marzo 2024. Le notizie dal settore svizzero orientato all'esportazione sono diventate più allarmanti riguardo al tasso di cambio, ma secondo alcuni modelli il CHF non è ancora sopravvalutato. Usando i prezzi alla produzione come termine di paragone, Bloomberg stima che ora il CHF abbia una valutazione equa rispetto all'EUR (cfr. grafico). La riduzione del differenziale d'inflazione e l'apprezzamento del CHF nel 2023 non hanno quindi portato a una sopravvalutazione: hanno solo eliminato una temporanea sottovalutazione del CHF. Questo modello suggerisce inoltre che il CHF rimane sottovalutato rispetto all'USD. In ogni caso, non bisogna farsi trarre in inganno dall'attuale debolezza del CHF. La BNS ha agito presto, ma non ci aspettiamo più tagli del previsto e a nostro avviso l'1,25% sarà il tasso terminale di questo «ciclo di allentamento» e sarà raggiunto entro fine anno. Ci aspettiamo inoltre che la BNS tolleri nuovamente un moderato apprezzamento del CHF dopo la recente correzione.

Asset allocation

Forte rally del mercato azionario dopo un inizio lento

Analisi

- Dopo un inizio lento, nella seconda metà del mese i mercati azionari hanno acquistato slancio. Tuttavia, dopo la riunione della Fed la volatilità è aumentata, ma le borse hanno chiuso il mese decisamente in positivo. Marzo è stato favorevole anche per i mercati creditizi, anche se in misura più modesta. Intanto, i titoli di Stato hanno generato rendimenti solo lievemente positivi.
- I toni relativamente accomodanti della Fed, con l'accento a un potenziale allentamento della politica monetaria nei prossimi mesi malgrado i dati economici sempre solidi, hanno avuto un impatto minimo sul mercato.
- La BNS ha sorpreso i mercati tagliando i tassi prima del previsto. Ciò si spiega probabilmente con la minore frequenza delle riunioni dell'autorità monetaria svizzera, intenzionata a ridurre il rischio che il calo dei tassi negli Stati Uniti e nell'eurozona si traduca in un netto apprezzamento del CHF. Il taglio ha sostenuto il mercato delle obbligazioni in CHF, che ha registrato una buona performance. La reazione della borsa svizzera è stata più tiepida, ma il rendimento di marzo è stato relativamente elevato. Tuttavia, a causa del netto deprezzamento del CHF dopo il taglio, il mercato azionario svizzero si è rivelato uno dei più deludenti dopo la conversione dei rendimenti in CHF.

Visione attuale dell'asset allocation

Classe d'investimento	Ponderazione attiva
Titoli di Stato globali	sovrappeso
Obbligazioni societarie globali IG*	sottopeso
Obbligazioni dei mercati emergenti	neutrale
Azioni globali	neutrale

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

- Gli ottimi rendimenti dei mercati azionari, sempre dominati da un gruppo piuttosto ristretto di settori e aziende, hanno spinto le borse su livelli ancora più lontani dai fondamentali, aumentandone ancora la sopravvalutazione. Il momentum rimane vigoroso, malgrado i segnali di debolezza.
- I rendimenti obbligazionari sono scesi leggermente, ma i livelli restano interessanti, mentre gli spread, soprattutto in USD, sono ai minimi storici.
- Rimaniamo (nervosamente) neutrali sulle azioni e sottopesiamo le obbligazioni societarie a favore del debito sovrano.

Perché sottopesiamo le obbligazioni societarie?

In sintesi, le troviamo poco appetibili. Ma anche le azioni ci sembrano sopravvalutate, quindi perché sottopesare solo il credito? Il motivo principale è che le obbligazioni, a differenza delle azioni, hanno un potenziale di apprezzamento limitato. Se gli investitori scegliessero di ignorare del tutto i rischi e i tassi d'interesse restassero costanti, l'apprezzamento di un'obbligazione societaria sarebbe limitato dalla misura in cui il suo spread, ossia l'extra-rendimento che compensa gli investitori del rischio d'insolvenza, può diminuire.

Al momento gli spread sono ai minimi storici, pertanto anche se il sentiment rimanesse positivo o diventasse ancora più ottimista il potenziale di apprezzamento di queste obbligazioni resterebbe minimo. Al contrario, le azioni in teoria potrebbero continuare ad apprezzarsi all'infinito, ma i loro prezzi si allontanerebbero sempre più dal loro valore fondamentale, diventando più inclini a una correzione. La tabella che segue illustra le probabili reazioni dei mercati azionari e del credito in vari scenari di sentiment.

Sentiment del mercato	Obbligazioni societarie	Mercati azionari
Molto positivo	Potenziale di rialzo ridotto	Potenziale di rialzo notevole
Neutrale	Rendimento stabile	Rendimento positivo ridotto, volatilità
Molto negativo	Potenziale di ribasso notevole	Forte potenziale negativo

Fonte: Swiss Life Asset Managers

Se ci sbagliamo e l'ottimismo dei mercati finanziari è giustificato, in termini di rendimento il sottopeso sulle azioni ci costerà molto più del sottopeso sulle obbligazioni societarie. Se invece le nostre previsioni sono corrette e il mercato alla fine si adegnerà, un sottopeso sulle obbligazioni societarie proteggerà il portafoglio molto meno di un sottopeso sulle azioni. Tuttavia, anche in questo scenario potremmo ridurre il peso delle azioni, seppur con un certo ritardo.

Pertanto, i rischi sono asimmetrici e leggermente sbilanciati a favore delle azioni, malgrado il contesto fondamentale sfavorevole. Ma non illudiamoci: se i mercati finanziari dovessero subire una violenta correzione, inizialmente l'attuale strategia fornirebbe una protezione al ribasso limitata.

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



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.

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 Parigi alla clientela già in portafoglio e alla clientela potenziale. **Germania:** La presente pubblicazione è distribuita in Germania da Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Straße 36, D-50668 Colonia, da Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Filiale in Germania, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Francoforte sul Meno e da BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlino. **Regno Unito:** La presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells St, Londra 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.