

Giugno 2024

## Tassi d'interesse e obbligazioni

Quanto possono scendere gli spread?

*Rendimenti obbligazionari e spread del credito IG*

	Rendimento dei titoli di Stato decennali			Spread del credito investment grade		
	Attuale	Maggio 2024*	Da inizio anno*	Attuale	Maggio 2024*	Da inizio anno*
Stati Uniti	4,6%	-11 pb	69 pb	86 pb	-1 pb	-13 pb
Eurozona	2,6%	6 pb	63 pb	109 pb	-3 pb	-29 pb
Regno Unito	4,3%	0 pb	82 pb	114 pb	-7 pb	-25 pb
Svizzera	0,8%	14 pb	18 pb	78 pb	0 pb	-4 pb

Rendimento dei titoli di Stato decennali dell'eurozona = Germania. \*Variazione al 28 maggio  
Fonte: Bloomberg

### Stati Uniti

- A maggio i dati economici USA hanno deluso, ma evidenziano comunque una certa tenuta.
- Il primo taglio dei tassi, già scontato appieno dal mercato, è stato posticipato da giugno a dicembre.

### Eurozona

- L'eurozona sembra aver raggiunto il punto di minimo: l'attività economica continua a sorprendere al rialzo, anche se da livelli bassi.
- Diversi esponenti della BCE hanno confermato un primo taglio dei tassi a giugno e se ne prevede un secondo verso fine anno, viste le prospettive d'inflazione e crescita sottotono dell'eurozona.

### Regno Unito

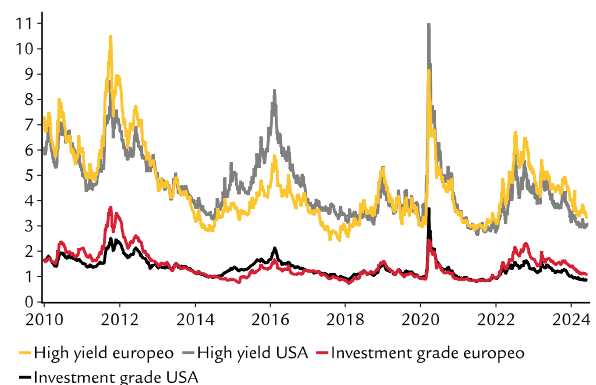
- L'economia britannica è in ripresa, con il PMI manifatturiero tornato in territorio espansivo e le sorprese economiche alle stelle.
- Anche l'inflazione ha sorpreso al rialzo: sia l'IPC che l'IPP sono ancora oltre l'obiettivo del 2%. Ora per quest'anno gli operatori di mercato si aspettano un solo taglio da parte della Bank of England.

### Svizzera

- Calo sorprendente del PMI manifatturiero in Svizzera, mentre i prezzi alla produzione e all'importazione hanno sorpreso al rialzo.
- Ora gli investitori si aspettano solo un altro taglio da parte della BNS nel 2024.

*Investitori obbligazionari ancora assetati di attivi rischiosi*

Obbligazioni societarie: Option-adjusted spread



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 31/05/2024

Gli investitori obbligazionari continuano ad acquistare attivi rischiosi, spingendo gli spread US a livelli che non si registravano dalla seconda metà del 2021, con i tassi perlopiù negativi. Gli spread delle obbligazioni societarie in euro restano inferiori, date le prospettive economiche meno rosee, ma la propensione al rischio persiste, come dimostra l'offerta aggressiva di segmenti ad alto beta come obbligazioni ibride e subordinate. Malgrado l'elevato volume di emissioni in Europa e negli USA, le nuove obbligazioni sono ben assorbite e sovraperformano sul mercato secondario. Nonostante il contesto economico favorevole e l'allentamento monetario atteso, riteniamo che gli attuali prezzi di mercato offrano scarso valore e restiamo neutrali sul rischio di credito. Il segmento in USD appare sopravvalutato: gli spread high yield scambiano al 6° percentile, poco sotto i 300 pb. Una vera e propria recessione è improbabile nel breve termine, ma un aumento dell'inflazione è un rischio notevole. Se le banche centrali fossero costrette a mutare gli attuali toni accomodanti, potremmo osservare nuovi picchi di volatilità e aumenti degli spread. Anche i mercati dei tassi sembrano compiacenti riguardo ai rischi: l'indice MOVE (l'indice di volatilità dei tassi USA) è a livelli che non si vedevano da prima dell'inizio del ciclo di rialzi della Fed. In generale, i rendimenti restano interessanti e raccomandiamo una posizione di duration neutrale.

# Azioni

Tonfo ad aprile, picco a maggio: resilienza del mercato?

## Panoramica delle performance dei mercati azionari

	Maggio 2024*	Da inizio anno*
Stati Uniti	5,4%	11,4%
Eurozona	3,6%	12,0%
Regno Unito	1,6%	8,7%
Svizzera	5,2%	7,9%
Mercati emergenti	4,3%	7,2%

Indici MSCI Net Total Return in valuta locale.  
\*Performance al 28 maggio. Fonte: Bloomberg

### Stati Uniti

- Ottimo mese per la borsa USA, in rialzo del 5,4% a maggio. Il mercato è salito poco dopo il sesto voto consecutivo all'unanimità della Fed per mantenere fermi i tassi.
- La valutazione della borsa USA supera ancora di molto le medie storiche e quella di altri mercati.

### Eurozona

- A maggio l'attività economica dell'eurozona è cresciuta al ritmo più rapido da un anno a questa parte, ma la borsa europea ha guadagnato solo il 3,6%, sottoperformando il mercato USA.
- Attualmente il mercato europeo è meno sopravvalutato rispetto alla borsa USA.

### Regno Unito

- Dopo un ottimo aprile, a maggio il mercato britannico ha nettamente sottoperformato tutti gli altri, ma il risultato da inizio anno resta solido.
- La borsa britannica gode ancora di una valutazione bassa e di un rendimento del dividendo del 3,9%.

### Svizzera

- La borsa svizzera ha guadagnato il 5,2% a maggio, registrando la seconda migliore performance del mese. Tuttavia, da inizio anno è ancora indietro rispetto agli altri mercati sviluppati.
- La borsa svizzera è la più sopravvalutata dopo quella USA.

### Mercati emergenti

- Buona tenuta delle azioni dei mercati emergenti a maggio, ma risultato molto deludente su base annua.
- Malgrado l'ottima performance di aprile e l'iniziale ottimismo della borsa cinese, la tendenza positiva non è continuata.
- La valutazione delle azioni dei mercati emergenti è pressoché neutrale.

## Dal crollo di aprile ai massimi storici di maggio

Con una clamorosa inversione di tendenza, i mercati azionari che erano crollati ad aprile 2024 si sono ripresi a maggio, raggiungendo nuovi massimi storici. Gli analisti hanno attribuito la flessione di aprile a un mix di tassi in aumento, tensioni geopolitiche e incertezza sulla solidità dell'economia globale e sull'inflazione tenace. L'ottima performance di maggio è ascrivibile soprattutto agli utili migliori del previsto della stagione dei risultati del T1 e all'attenuarsi dei timori d'inflazione, che hanno alimentato la fiducia degli investitori e gli acquisti sul mercato.

Malgrado la netta ripresa e gli ottimi risultati finanziari, aziende importanti come Nvidia non hanno influenzato il mercato come accaduto in precedenza. L'azienda ha annunciato un aumento dei ricavi trimestrali di oltre il 265% su base annua grazie alla continua domanda dei suoi prodotti per l'IA, ma il suo successo non ha spinto al rialzo il resto del mercato. Dopo gli ottimi dati sugli utili, la quotazione di Nvidia è salita del 15%, ma questo rialzo non ha influito molto sugli indici di mercato nel loro complesso.

## Le aziende potenti influenzano meno il mercato

Denominazione	Valuta	Performance giornaliera il 23/05/2024
NVIDIA	USD	9,3%
MSCI World Index	USD	-0,6%
MSCI World Equal Weighted Index	USD	-0,7%

Fonte: Bloomberg

La ripresa del mercato a maggio 2024 verso nuovi massimi storici riflette una complessa interazione tra sentiment degli investitori e indicatori economici. Malgrado l'ottimo risultato, l'influenza di Nvidia sul mercato in generale è stata limitata, a suggerire che anche le aziende più potenti hanno dei limiti su questo fronte. In particolare, di recente Nvidia ha conquistato il secondo posto dopo Microsoft nella ponderazione dell'MSCI World Index, scalzando Apple. In futuro, gli investitori farebbero bene a tenere d'occhio le tendenze economiche più ampie e le performance dei singoli titoli per orientarsi nel mercato azionario e adottare un approccio più cauto in risposta alle potenziali incertezze e alle oscillazioni degli indicatori economici. Inoltre, la valutazione fondamentale rimane decisamente oltre le medie storiche, dato che i multipli di valutazione sono saliti ancora da inizio anno dopo il forte rally delle borse. Pertanto, l'attrattività relativa delle azioni rispetto al reddito fisso non è migliorata e abbiamo una visione negativa sulla classe d'investimento.

## Valute

Una pausa per il vigore dell'USD

### Panoramica delle principali valute

	Maggio 2024*	Da inizio anno*	Previsione a un mese
EUR/USD	1,6%	-1,8%	→
EUR/CHF	0,8%	6,4%	→
GBP/USD	2,0%	0,1%	→
USD/JPY	-0,3%	11,5%	→

\*Performance al 28 maggio. Fonte: Bloomberg

### Stati Uniti

- A maggio, l'USD si è deprezzato nei confronti di tutte le principali valute, soprattutto rispetto alla NOK (-5,20%).
- L'EUR ha recuperato terreno nei confronti dell'USD a maggio: le aspettative di tagli della Fed nel 2024 e 2025 sono rimaste stabili, ma i mercati si aspettano meno interventi della BCE fino a fine anno.

### Eurozona

- L'EUR si è apprezzato dell'1,4% rispetto all'USD a maggio. EUR/CHF ha superato quota 0,99 nella seconda metà di maggio, ma ha ceduto parte dei guadagni a fine mese.
- Manteniamo una visione neutrale sull'EUR rispetto all'USD e ora anche sull'EUR rispetto al CHF (cfr. testo a destra).

### Regno Unito

- Il GBP si è apprezzato nei confronti dell'USD a maggio: l'inflazione più alta del previsto nel Regno Unito e le pressioni ancora elevate sul mercato del lavoro hanno indotto il mercato a dubitare che la Bank of England possa tagliare i tassi già in estate.
- Manteniamo quindi una visione neutrale su GBP/USD per i prossimi mesi.

### Svizzera

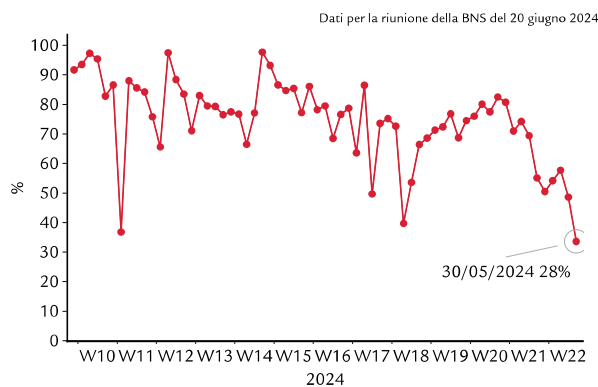
- A maggio il CHF si è apprezzato dell'1,3% nei confronti dell'USD mentre ha perso terreno nei confronti dell'euro. Ora abbiamo una visione neutrale dell'EUR rispetto al CHF.

### Giappone

- A maggio la debolezza del JPY si è stabilizzata: la valuta ha perso solo lo 0,5% rispetto all'USD, la seconda migliore performance rispetto al biglietto verde. Manteniamo la posizione neutrale su JPY/USD.

### EUR/CHF senza una direzione precisa

Probabilità di un taglio di 25 punti base del tasso guida della BNS



Ulteriore rialzo di EUR/CHF a maggio poco oltre 0,99 e sui massimi da più di un anno, ma inversione verso fine maggio con perdita di parte dei guadagni. Da un lato, il rialzo deriva dal contesto di rischio, caratterizzato da una bassa volatilità. Nel contesto attuale, come tipica divisa rifugio, il CHF è una valuta di finanziamento appetibile, dato l'interesse relativamente basso malgrado il posizionamento short già molto elevato. Dall'altro lato, i dati economici positivi dei mercati sviluppati depongono a favore di un contesto a basso rischio. Svizzera ed eurozona hanno pubblicato buoni dati sul PIL del T1, da cui è emerso che l'eurozona è uscita dalla recessione tecnica del 2023. Inoltre, quasi tutte le indagini recenti, come gli indici PMI, indicano una maggiore fiducia nel futuro. Anche l'inflazione continua a scendere, aprendo la strada a un primo taglio dei tassi da parte della BCE a giugno. Il mercato sconta già due tagli dei tassi da parte dell'istituto di Francoforte. La BNS è già intervenuta a marzo, abbassando il tasso guida di 25 pb. Fino a poco tempo fa i mercati scontavano altri due tagli della BNS nel 2024, ma a fine maggio le aspettative sono state riviste in linea con la nostra previsione di un solo altro taglio nel 2024 e persino al di sotto di essa. Il CHF ha quindi recuperato parte delle perdite rispetto all'EUR. Malgrado la recente revisione delle aspettative di politica monetaria della BNS, il vantaggio dell'EUR in termini di carry non è diminuito molto, dato che anche i tassi in EUR sono saliti. Per giugno, in assenza di un chiaro driver direzionale per EUR/CHF, manteniamo una visione neutrale sulla coppia di valute.

## Asset allocation

Sell in May?

### Analisi

- Maggio è stato all'insegna della propensione al rischio. Buon andamento delle borse in tutte le regioni e gli stili, ma le grandi società «growth» hanno battuto il resto del mercato.
- Il motivo è stato soprattutto la buona stagione degli utili del T1 negli Stati Uniti. Benché contrastanti, i dati economici indicano che l'economia USA è ancora solida e che l'Europa continentale è molto migliorata. La seconda metà del mese è stata quindi più volatile, con il ritorno dei dubbi su un imminente allentamento della politica monetaria.
- Il conseguente aumento dei rendimenti ha penalizzato le obbligazioni, soprattutto in CHF, ma gli spread si sono ridotti ancora. Le obbligazioni societarie, comprese quelle high yield e dei mercati emergenti, hanno quindi battuto i titoli di Stato.
- Dal punto di vista valutario, il CHF si è apprezzato rispetto all'USD ma si è deprezzato rispetto all'EUR, mentre il GBP si è apprezzato molto rispetto all'USD.

### Visione attuale dell'asset allocation

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

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

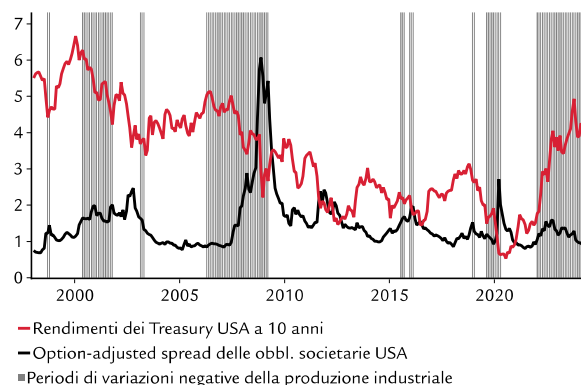
- La nostra visione non è cambiata: fondamentalmente, riteniamo che i mercati sottovalutino il rischio e che quindi siano sopravvalutati rispetto ai parametri storici e alle prospettive attuali.
- Tuttavia, esitiamo ancora a sottopesare le azioni, data la dinamica economica e di mercato ancora positiva. D'altro canto, sottopesiamo le obbligazioni societarie e altre obbligazioni rischiose: il potenziale di rialzo è troppo esiguo rispetto al rischio al ribasso.
- Continuiamo a sovrappesare i titoli di Stato, anche se le recenti dinamiche ci hanno sfavorito, ma ci aspettiamo che le economie si normalizzino in termini sia di crescita che di inflazione. I tassi reali, soprattutto negli Stati Uniti, sono ancora troppo alti per questo scenario.
- La decisione della BCE a giugno e le sue indicazioni saranno il prossimo faro in questa difficile navigazione.

### Perché gli investitori accettano spread bassi?

Una spiegazione comune per gli attuali spread bassi è l'alto livello dei rendimenti: gli investitori sono soddisfatti dei rendimenti elevati e gli spread, anche se bassi, sono una gradita integrazione di questi livelli già interessanti. Dato che al momento preferiamo i titoli di Stato alle obbligazioni societarie, analizziamo più da vicino questa tesi.

Gli spread hanno lo scopo di compensare gli investitori per il rischio d'insolvenza, che dipende dalla solidità finanziaria dell'emittente e dalle condizioni economiche: se l'economia rallenta, la crescita degli utili diminuisce e il rischio di credito aumenta anche per gli emittenti finanziariamente solidi. Implicitamente, gli spread bassi segnalano quindi che gli investitori si aspettano un buon andamento dell'economia.

Spread tra obbl. societarie USA e Treasury a 10 anni



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 04/2024

A prima vista, l'evidenza storica (cfr. grafico) sostiene questa tesi, poiché nelle fasi di rendimenti più elevati spesso gli spread sono bassi, ma concludere che gli spread sono ridotti perché i rendimenti sono alti potrebbe confondere correlazione e causalità. I netti aumenti dei tassi derivano perlopiù da una politica monetaria più restrittiva che mira a rallentare un'economia surriscaldata. Gli spread sono bassi perché l'economia è solida e si prevede che continui ad esserlo. Tuttavia, l'incremento dei rendimenti finirà per rallentare l'economia e accrescere il rischio di credito. Pertanto, come suggerisce il grafico, gli spread tendono ad ampliarsi molto dopo una fase di aumento dei rendimenti.

Concordiamo quindi sul fatto che è più probabile che si allarghino quando i rendimenti inizieranno a scendere. Il motivo, però, sarà il crescente rischio di credito causato dal rallentamento dell'economia. In questo senso, gli spread attualmente ridotti suggeriscono che il mercato sottovaluti il rischio futuro.

## 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](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 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.