

Luglio 2024

Tassi d'interesse e obbligazioni

Il ritorno della volatilità degli spread

Rendimenti obbligazionari e spread del credito IG

	Rendimento dei titoli di Stato decennali			Spread dei obbligazioni investment grade		
	Attuale	Giu. 2024*	Year-to-date*	Attuale	Giu. 2024*	Year-to-date*
US	4,3%	-17 pb	45 pb	94 pb	9 pb	-5 pb
Eurozona	2,5%	-21 pb	43 pb	120 pb	12 pb	-18 pb
UK	4,1%	-19 pb	60 pb	124 pb	10 pb	-15 pb
CH	0,6%	-29 pb	-9 pb	83 pb	6 pb	1 pb

Redimento eurozona = Germania, pb = punti base.

* Variazione al 26 giugno. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- I dati macroeconomici USA recenti hanno deluso, ma l'economia è ancora relativamente solida.
- Visti i segnali di indebolimento della crescita, sale la probabilità di tagli dei tassi nel 2024. Prevediamo due interventi della Fed quest'anno.

Eurozona

- Il dinamismo economico dell'eurozona sembra aver superato i minimi e da maggio le stime di crescita del PIL per il 2024 sono state riviste al rialzo.
- La BCE ha tagliato il tasso guida a giugno, ma è rimasta vaga riguardo a ulteriori riduzioni e ha rivisto al rialzo le previsioni d'inflazione per il 2024 e il 2025. Ciò nonostante, prevediamo altri due tagli quest'anno.

Regno Unito

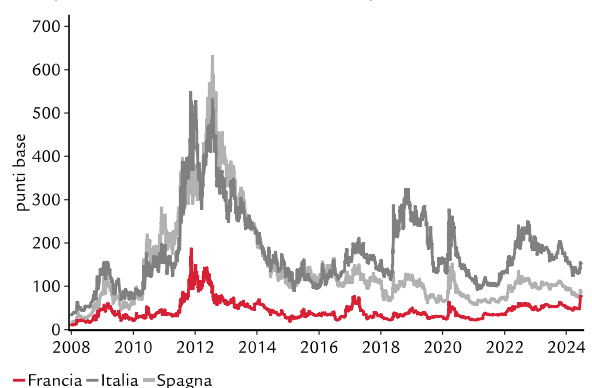
- Rispetto a maggio, le stime di crescita del PIL per il 2024 sono state riviste al rialzo.
- Malgrado la ripresa dell'economia e l'inflazione dei servizi ancora alta, prevediamo due tagli del tasso guida entro dicembre.

Svizzera

- A maggio l'inflazione di fondo è stata più bassa del previsto e il rialzo del CHF contribuisce al trend disinflazionistico.
- Il 20 giugno la BNS ha tagliato il tasso guida dello 0,25% e ha rivisto al ribasso le previsioni sull'inflazione. Non prevediamo altri tagli nel 2024.

Il ritorno della volatilità degli spread sui mercati

Spread dei titoli di Stato a 10 anni rispetto ai Bund tedeschi



Fonte: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 26.06.2024

A seguito delle elezioni europee e del successivo e inatteso annuncio di elezioni anticipate in Francia, gli spread dei titoli di Stato francesi si sono notevolmente ampliati fino a raggiungere i massimi da marzo 2013. Il repricing del mercato tiene conto dell'elevato rischio politico: una vittoria della sinistra o della destra alle elezioni anticipate del 30 giugno e del 7 luglio rischia di rendere ancora meno probabile il consolidamento fiscale e di complicare il processo decisionale a livello nazionale ed europeo. Tre osservazioni positive per gli investitori obbligazionari: in primo luogo, i rendimenti assoluti dei titoli investment grade (IG) e high yield (HY) superano la media decennale. Secondo, le probabilità di recessione a breve termine nell'UE e negli Stati Uniti rimangono basse. Terzo, sono previsti ulteriori tagli da parte della Fed e della BCE nel 2024. Sul fronte negativo, la domanda di credito è elevata e gli spread sono inferiori alla media decennale, soprattutto negli Stati Uniti. Alla luce dei maggiori rischi geopolitici e politici, il credito europeo ha spread più ampi di quello USA. Restiamo neutrali sul credito IG (sia in USD che in EUR) e sull'HY in USD, ma prevediamo spread più ampi per l'HY in EUR. Su tre mesi, ci aspettiamo un calo dei rendimenti dei titoli di Stato USA ed europei e un andamento laterale in Svizzera. Tuttavia, l'elevata volatilità dei tassi USA mette in evidenza i rischi legati all'inflazione e ai tagli dei tassi della Fed.

Azioni

Un altro mese positivo

Panoramica delle performance dei mercati azionari

	Giu. 2024*	Year-to-date*
Stati Uniti	3,8%	14,9%
Eurozona	-1,9%	9,0%
Regno Unito	-0,3%	8,6%
Svizzera	-0,1%	8,9%
Mercati emergenti	3,8%	7,4%

Indici MSCI Net Total Return in valuta locale.

* Variazione al 26 giugno. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Ancora rialzi per il mercato statunitense a giugno. La performance da inizio anno di quasi il 15% supera nettamente la nostra stima di circa il 7% per il 2024.
- Questo andamento positivo è ascrivibile all'ottima stagione degli utili e alle revisioni al rialzo delle aspettative degli utili futuri.
- Come l'anno scorso, le differenze di performance da inizio anno tra stili e settori sono notevoli. I titoli value sono saliti del 7,3%, i growth del 22,2%. Momentum è lo stile che ha registrato le migliori performance nel 2024, in rialzo del 24,9%. Il rally è ancora limitato alle mega cap, mentre da inizio 2024 le small cap hanno guadagnato solo lo 0,9%.
- Il mercato USA è sopravvalutato e la sua valutazione rimane molto più alta di quelle degli altri mercati.

Eurozona

- A giugno l'annuncio di elezioni anticipate in Francia dopo la vittoria della destra alle elezioni europee ha penalizzato i titoli europei.
- Ora la valutazione del mercato europeo è neutrale.

Regno Unito

- In vista delle elezioni politiche del 4 luglio, il mercato britannico ha chiuso il mese in leggero ribasso.
- Il mercato britannico continua a beneficiare di una valutazione bassa.

Svizzera

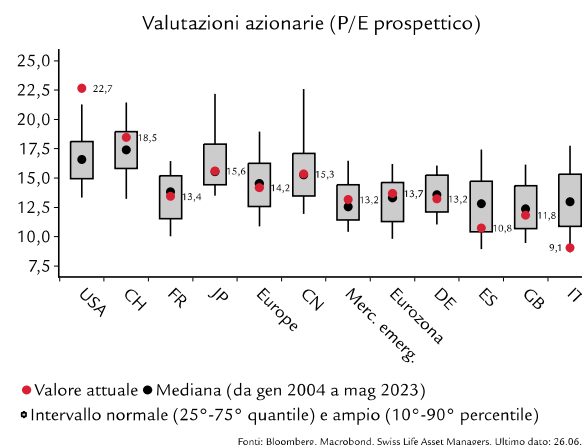
- Le azioni svizzere hanno battuto le omologhe europee grazie al secondo taglio dei tassi della BNS.
- La borsa svizzera rimane la più sopravvalutata dopo quella statunitense.

Mercati emergenti

- Quadro ancora eterogeneo nei mercati emergenti: il mercato cinese è in rialzo del 6,9% da inizio anno, mentre quello brasiliano è sceso del 18% da gennaio.

Facciamo il punto sull'attuale contesto di mercato

Giunti a metà anno, è il momento di valutare il potenziale del mercato per il secondo semestre. Con un'impennata del 14%, quest'anno le azioni globali hanno superato la nostra stima di rendimento del 4-7%. In prospettiva, vediamo aspetti sia positivi che negativi. Sul fronte negativo, gli indicatori di valutazione sono elevati soprattutto nel mercato USA e l'attrattiva relativa rispetto alle obbligazioni è bassa. L'attuale P/E (prospettico) negli Stati Uniti si piazza tra i migliori 5% dei degli ultimi 20 anni (cfr. grafico). Inoltre, la politica monetaria rimane restrittiva e crediamo che a un certo punto i tassi elevati avranno un effetto più marcato su prezzi e valutazioni. Anche i rischi geopolitici rimangono elevati e le imminenti elezioni USA potrebbero creare maggiore volatilità. Infine, il mercato azionario è ancora trainato solo da pochissimi titoli tecnologici USA e quest'anno non ha registrato netti ribassi.



I tre aspetti positivi sono: la dinamica degli utili, la riduzione dei tassi guida unita a una bassa probabilità di recessione globale e l'intenso dinamismo. Gli utili del T1 hanno superato le attese, inducendo gli analisti a rivedere al rialzo le previsioni. Le aspettative di crescita degli utili di circa il 10% nei prossimi 12 mesi sembrano molto ottimistiche, visto il rallentamento dell'economia USA. La BNS e la BCE hanno iniziato a tagliare i tassi nel contesto della crescita debole e dell'inflazione in calo e presto la Fed dovrebbe fare altrettanto. Storicamente, la reazione del mercato al calo dei tassi in un contesto non recessivo è stata positiva. La dinamica è molto vivace e il rally dell'Intelligenza Artificiale e delle mega cap potrebbe proseguire o persino allargarsi ai titoli value e small cap. Nel complesso, restiamo neutrali sulle azioni per i prossimi tre mesi.

Valute

Il «re dollaro» continua a regnare

Panoramica delle principali valute

	Giu. 2024*	Year-to-date*	Su 1 mese
EUR/USD	-1,5%	-3,2%	↘
EUR/CHF	-2,1%	3,2%	→
GBP/USD	-0,9%	-0,9%	↘
USD/JPY	2,2%	14,0%	↗

* Variazione al 26 giugno. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- A giugno, l'USD si è apprezzato dell'1% su base ponderata per l'interscambio. Tra le principali valute, solo CHF, SEK, AUD e il rand sudafricano (ZAR) hanno battuto il biglietto verde.
- Nel T3 l'USD dovrebbe continuare a rafforzarsi grazie al suo vantaggio in termini di carry e ai rischi (geo)politici incombenti (cfr. testo principale).

Eurozona

- A giugno l'EUR ha perso l'1% su base ponderata per l'interscambio a causa dell'aumento del premio di rischio politico dopo la vittoria dei partiti populistici alle elezioni europee, e soprattutto dopo l'inatteso annuncio di elezioni anticipate in Francia.
- L'EUR dovrebbe restare sotto pressione rispetto all'USD, ma siamo neutrali rispetto a GBP e CHF.

Regno Unito

- Il GBP sembra indifferente all'avvicinarsi delle elezioni politiche nel Regno Unito e a giugno è rimasto stabile su base ponderata per l'interscambio.
- In previsione di un vigore generale dell'USD, la nostra visione a tre mesi su GBP/USD è negativa.

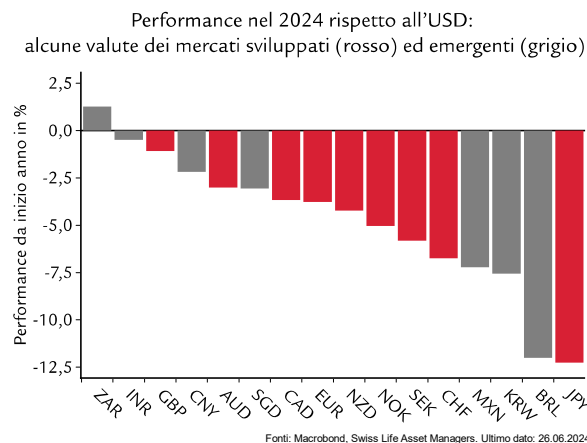
Svizzera

- A causa dei crescenti rischi politici in Europa, a giugno il CHF si è molto apprezzato nei confronti dell'EUR. Il taglio dei tassi della BNS il 20 giugno, che non era pienamente scontato dai mercati, è riuscito a invertire la tendenza a fine mese.
- Al livello attuale, manteniamo una visione neutrale su EUR/CHF per i prossimi tre mesi.

Giappone

- Il JPY rimane la valuta principale più debole da inizio anno: a fine giugno USD/JPY ha persino superato 160, un livello che non si registrava dal 1986.
- Prevediamo una persistente debolezza dello yen, dato che la Bank of Japan non ha ancora intrapreso un percorso credibile di rialzo dei tassi.

Primo semestre 2024: l'USD supera quasi tutte le valute



Il primo semestre del 2024 è terminato e questo è un buon momento per fare il punto sull'andamento delle valute negli ultimi sei mesi. La performance da inizio anno (grafico in alto) mostra che tutte le principali valute, salvo il rand sudafricano (ZAR), si sono deprezzate rispetto all'USD. Lo ZAR ha beneficiato della generale propensione al rischio nei mercati finanziari, del rincaro delle materie prime e del calo del premio di rischio del Paese, in quanto l'ANC, il partito al governo, ha perso la maggioranza assoluta alle elezioni politiche del 2024 e ha formato una coalizione con il DA, il principale partito di opposizione favorevole al mercato, e altri tre partiti minori. Nel complesso, crediamo che, dopo un 2023 debole, nel 2024 il «re dollaro» tornerà al potere, come lasciava intendere il titolo delle prospettive annuali pubblicate a gennaio.

Confermiamo il nostro giudizio sul vigore strutturale dell'USD, almeno per i prossimi tre mesi. Anche se nella seconda metà del 2024 l'economia USA probabilmente continuerà a indebolirsi, aprendo la strada a un primo taglio dei tassi da parte della Fed, in gran parte degli altri mercati sviluppati ed emergenti il trend disinflazionistico sembra più avanzato, il che depone a favore di un differenziale d'interesse invariato o persino in aumento. Questo vantaggio in termini di carry dovrebbe continuare a sostenere l'USD, insieme all'elevata incertezza (geo)politica e al rischio di intensificazione della guerra commerciale, indipendentemente da chi sarà il prossimo presidente USA (in genere l'aumento dei dazi USA sulle importazioni sostiene l'USD). Prevediamo inoltre un apprezzamento dell'USD nei confronti del CHF, dato che il differenziale d'interesse si è ampliato dopo i due tagli dei tassi della BNS.

Asset allocation

Tempo discreto con probabilità di temporali

Analisi

- Giugno ha riservato molte sorprese sul piano meteorologico, politico e finanziario.
- Malgrado il lieve calo, i tassi restano volatili. Al contempo, gli spread si sono leggermente ampliati. Buone performance delle obbligazioni in CHF, sostenute dall'inatteso taglio dei tassi della BNS. Gli spread più ampi potrebbero derivare dalla liquidazione forzata del portafoglio di titoli di credito in valuta estera operata da una banca giapponese nel tentativo di compensare le ingenti perdite che avevano indebolito la sua base di capitale. Tuttavia, è stato un caso isolato e senza ripercussioni sul sistema bancario nazionale o globale.
- I mercati azionari hanno evidenziato un andamento eterogeneo, con Stati Uniti e Asia emergente in prima linea, sospinti dall'impennata dell'Intelligenza Artificiale, mentre eurozona e Regno Unito sono alle prese con un contesto politico difficile. Al centro troviamo la Svizzera, sostenuta dall'inatteso taglio dei tassi della BNS. La netta correzione di NVIDIA nella seconda metà del mese ha brevemente sorpreso, ma il settore IT si è prontamente ripreso.

Visione attuale dell'asset allocation

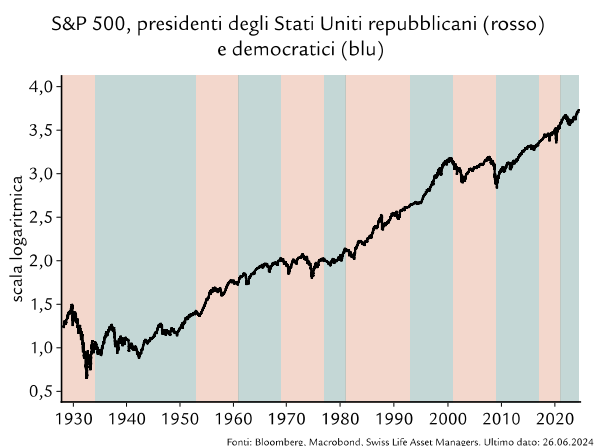
Classe d'investimento	Ponderazione attiva
Titoli di Stato globali	sovrappeso
Obbligazioni societarie globali IG*	sottopeso
Obbligazioni dei mercati emergenti	sottopeso
Azioni globali	neutrale

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

- Malgrado la sorprendente tenuta dell'economia USA, il contesto fondamentale è rimasto pressoché invariato. Monitoriamo attentamente i cambiamenti politici in Europa che potrebbero innescare la volatilità. Tuttavia, al momento non abbiamo motivo di modificare l'asset allocation.
- Nonostante l'indebolimento dei dati e della dinamica di mercato, restiamo neutrali sulle azioni in quanto il mercato non sembra pronto per una rivalutazione. Continuiamo a sottopesare le obbligazioni societarie e altre obbligazioni ad alto rischio.
- Dato il recente modesto calo dei tassi, manteniamo il sovrappeso sui titoli di Stato. I tassi reali rimangono elevati e le banche centrali continuano a fondare le loro decisioni relative ai tassi d'interesse sui dati macroeconomici. Un rallentamento economico dovrebbe quindi favorire un calo di tassi.

Le elezioni presidenziali USA e il mercato azionario

I mercati finanziari prediligono la stabilità e un contesto politico favorevole alle imprese, quindi sono sostanzialmente «apolitici». Tuttavia, i programmi dei governi potenzialmente sfavorevoli agli utili futuri possono influenzare negativamente i mercati. Il 2024 è un anno intenso sul piano politico, con diverse importanti elezioni in tutto il mondo, tra cui le elezioni presidenziali USA. Ciò solleva un interrogativo: gli investitori dovrebbero modificare il proprio portafoglio in vista di tali eventi? Di seguito riportiamo il grafico dell'andamento dell'S&P 500 dal 1928, che copre diversi mandati presidenziali repubblicani e democratici. I dati dell'indice sono presentati su scala logaritmica per rendere più evidenti le variazioni di tendenza.



Almeno negli Stati Uniti, le elezioni non sembrano sempre influenzare il mercato. Invece, i mercati (e l'economia) possono influire notevolmente sulle elezioni. Avrete senz'altro sentito la frase «È l'economia, stupido!» per spiegare perché è stato eletto un determinato presidente. L'S&P 500 si è mosso in entrambe le direzioni sotto presidenti sia democratici che repubblicani, anche considerando solo i periodi in cui il partito di un presidente aveva anche a maggioranza al Congresso. Anche quando la reazione iniziale del mercato a un'elezione è negativa, di solito dura poco. Quindi, sembra poco sensato scommettere sui risultati delle elezioni, almeno nei Paesi sviluppati. Potrebbe essere giustificato solo se si fosse molto convinti di una svolta netta e duratura delle politiche economiche sotto un nuovo presidente. Quanto alle prossime elezioni, un secondo mandato di Trump potrebbe causare una certa volatilità a breve termine e rafforzare l'USD, ma non prevediamo un contesto di mercato fondamentalmente diverso da quello di un'amministrazione Biden.

Swiss Life Asset Managers



Sven Kreitmair
Portfolio Manager Fixed Income
sven.kreitmair@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.