

Giugno 2023

## Tassi d'interesse e obbligazioni

Il QE camuffato potrebbe finire presto

### Stati Uniti

- Malgrado le discussioni sul tetto del debito, le fluttuazioni dei tassi e degli spread sono rimaste moderate in maggio. I tassi a 10 anni sono saliti dello 0.28% e gli spread sono rimasti stabili dopo un rialzo a metà mese.
- Ora che la questione del tetto del debito è stata perlopiù risolta, i mercati valutano se la Federal Reserve prenderà in considerazione nuovi rialzi dei tassi, viste le persistenti pressioni inflazionistiche.

### Eurozona

- A maggio i tassi e gli spread sono saliti, rispettivamente, dello 0.08% e 0.05% a causa del dinamismo del mercato primario.
- Vi sono chiari indizi di un'ulteriore normalizzazione delle pressioni inflazionistiche, che trova riscontro in un netto calo dei prezzi alla produzione. Ciò potrebbe convincere la Banca centrale europea che il tasso d'interesse terminale è ormai vicino.

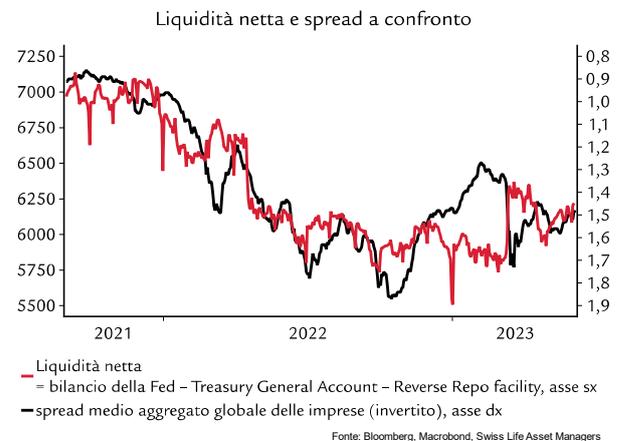
### Regno Unito

- Il Regno Unito resta alle prese con l'aumento dell'inflazione, le cui componenti di fondo acquistano slancio facendo impennare i tassi. I tassi sono saliti dello 0.38% in maggio, avvicinandosi a livelli che non si registravano dalla correzione di ottobre 2022.
- Gli investitori hanno quindi rivisto le loro aspettative di aumento dei tassi per quest'anno, scontando altri quattro rialzi della BoE.

### Svizzera

- Questo mese i tassi svizzeri si sono discostati dalla tendenza generale scendendo dello 0.08%, perché le pressioni inflazionistiche sembrano dissiparsi più rapidamente di quanto previsto dagli investitori.
- Al contempo, il rallentamento economico persiste e l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) del settore manifatturiero è sceso a 45,3. Data l'inflazione più bassa del previsto, la Banca nazionale svizzera potrebbe non dover alzare i tassi in modo aggressivo e il tasso terminale potrebbe essere più basso del previsto.

### La liquidità netta è aumentata negli ultimi mesi



«I mercati non sono l'economia» è un mantra che viene citato spesso e vale soprattutto nelle fasi di quantitative easing. Le banche centrali hanno inasprito la politica monetaria innalzando i tassi e riducendo i loro bilanci, ma questo percorso non è stato lineare: basti pensare alla Bank of Japan, con il suo programma di controllo della curva dei rendimenti, alla Bank of China, che ha immesso liquidità in risposta ai lockdown dovuti al Covid, alla Fed e alla Banca nazionale svizzera, che hanno concesso prestiti di emergenza alle banche. Non sorprende che i mercati abbiano perlopiù ignorato i rialzi dei tassi e il deterioramento degli indicatori economici, alimentando un rally che ha causato una costante contrazione degli spread. Tuttavia, va notato che le autorità monetarie non sono state le uniche a fornire liquidità. Il dibattito in corso sul tetto del debito ha involontariamente innescato una sorta di QE camuffato, in quanto il Tesoro USA non ha potuto emettere nuovo debito nella misura richiesta. Con la probabile sospensione del tetto del debito questo processo dovrebbe invertirsi. Alla risoluzione del dibattito sul tetto del debito del 2011 è seguito un netto deprezzamento degli strumenti rischiosi, mentre i tassi sono scesi. Potremmo osservare una dinamica analoga anche questa volta. Avvicinandoci all'estate, manteniamo quindi il nostro posizionamento short sul rischio e long sulla duration.

## Azioni

Le large cap tecnologiche trainano la performance

### Stati Uniti

- La borsa USA ha guadagnato lo 0,6% a maggio, con una performance del +9,6% da inizio anno.
- Come nel T4 2022, la stagione degli utili è stata migliore del previsto. Gli utili sono scesi del 3% rispetto al T1 2022, ma sono stati del 7% superiori alle attese. Le vendite sono cresciute del 4% e hanno superato del 3% le aspettative.
- La valutazione degli Stati Uniti è neutrale, quella del resto del mondo è leggermente inferiore alla media storica. La performance sbilanciata di quest'anno (v. testo) è fonte di preoccupazione.

### Eurozona

- A maggio il mercato ha perso il 2,5% e la performance da inizio anno è del 9,3%.
- La stagione degli utili è stata straordinaria. Gli utili sono cresciuti del 5%, superando dell'11% le aspettative. Le vendite sono salite del 4% (in linea con le attese).
- La valutazione del mercato europeo è rimane molto interessante a lungo termine.

### Regno Unito

- Il mercato britannico ha deluso a maggio, con una performance del -5,2%. Da inizio anno, ha perso lo 0,1%.
- 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 di fronte a una grande incertezza economica.

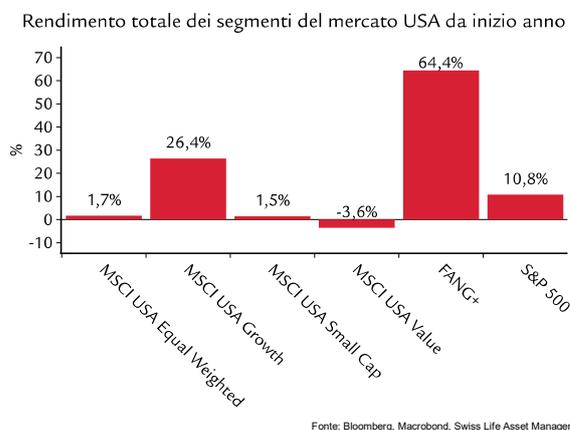
### Svizzera

- Il mercato svizzero ha perso il 2,0% a maggio, la performance da inizio anno è del 6,9%.
- Dopo un inizio d'anno debole, di recente il settore farmaceutico ha registrato una ripresa, sostenendo la borsa svizzera.
- Il mercato azionario svizzero è il più sopravvalutato dopo quello USA.

### Mercati emergenti

- Maggio è stato deludente, con una performance del -1,7%. Da inizio anno questo mercato ha guadagnato poco (+1,1%) ed è il fanalino di coda tra i mercati azionari.
- I dati economici cinesi hanno deluso.

### Sviluppi nei mercati azionari USA e conseguenze



Quest'anno la performance del mercato azionario USA è stata nuovamente trainata dai titoli delle large cap tecnologiche. L'indice FANG+, che misura la performance di Meta (Facebook), Amazon, Netflix, Alphabet (Google), Apple e di diverse altre aziende tecnologiche, ha guadagnato oltre il 60% da inizio anno. Di conseguenza, le large cap hanno nettamente sovraperformato le small cap (di circa il 9%), i titoli growth hanno battuto i value (di circa il 30%) e il Nasdaq ha superato l'S&P 500. L'indice azionario USA equiponderato ha sottoperformato quello ponderato per la capitalizzazione di circa il 9% ed è piatto per l'anno. Molte delle dinamiche dello scorso anno hanno quindi visto un'inversione. Un motivo è il calo dei tassi a lungo termine negli ultimi mesi. Il rendimento dei Treasury USA è sceso da un massimo del 4,2% di fine 2022 a circa il 3,7%. I titoli tecnologici sono considerati titoli a lunga duration perché si prevede che gran parte degli utili si verificheranno in un futuro lontano. I titoli FANG+ hanno contribuito per circa l'80% alla performance totale della borsa USA quest'anno. I restanti 490 titoli dell'indice hanno dato un apporto di solo il 20% circa e sono in media piatti quest'anno. Apple, Microsoft e Nvidia hanno contribuito per il 50%. Questi sviluppi sono preoccupanti. La concentrazione della borsa USA, misurata in base al peso dei 5 titoli principali, è ai massimi storici (25%). I precedenti massimi storici si sono verificati nel 1999 e nel 2007, ossia poco prima dei crolli delle borse. Al momento non ci aspettiamo crolli, ma in base al nostro scenario economico di lieve recessione prevediamo una correzione a breve. I titoli FANG+ sono molto sopravvalutati e il margine di ulteriore rialzo è limitato.

## Valute

### Ripresa vigorosa dell'USD

#### Stati Uniti

- Dopo la debolezza generale da inizio anno, l'indice dell'USD ponderato per l'interscambio ha recuperato parte delle perdite da metà maggio. A maggio, l'USD è riuscito ad apprezzarsi nei confronti di tutte le principali valute, soprattutto della Corona Svedese (+5,4%) e di quella Norvegese (+3,9%).
- Il vigore dell'USD dovrebbe persistere il mese prossimo: il carry è ancora favorevole e il dibattito sul tetto del debito USA è pressoché risolto per ora.

#### Eurozona

- Il valore dell'EUR si è consolidato dai massimi di inizio maggio, con un deprezzamento del 3% rispetto all'USD.
- L'EUR dovrebbe restare sotto pressione nel prossimo mese, poiché la dinamica economica nella regione si sta indebolendo e il rischio di stagflazione è più elevato rispetto agli Stati Uniti.

#### Regno Unito

- A maggio il GBP si è deprezzato rispetto all'USD, ma ha guadagnato il 2% rispetto all'EUR.
- La nostra view a un mese sul GBP è negativa rispetto all'USD e neutrale rispetto all'EUR. La tenuta dell'economia britannica è migliore del previsto, ma l'inflazione rimane ostinata. Ciò aumenta anche il rischio di stagflazione nel Regno Unito e dovrebbe indurre la Bank of England a innalzare i tassi più del previsto.

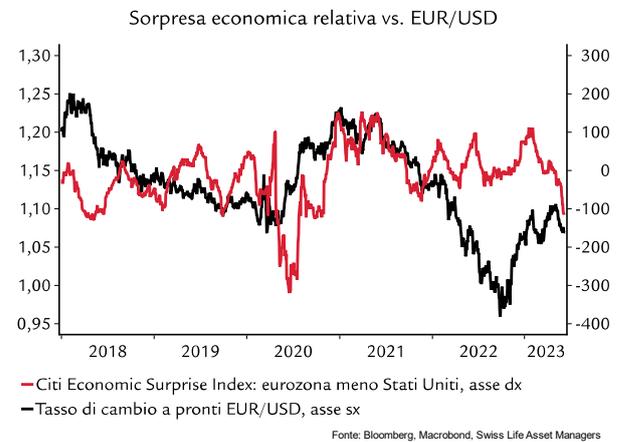
#### Svizzera

- Il CHF è rimasto forte nei confronti dell'EUR a maggio, mentre USD/CHF ha ripreso a salire dai minimi recenti, con un calo del CHF dell'1,8% nei confronti dell'USD a maggio.
- Prevediamo un andamento laterale di EUR/CHF a giugno, visto che la necessità di ulteriori rialzi della BNS è diminuita alla luce dei recenti dati sull'inflazione in Svizzera.

#### Giappone

- USD/JPY ha registrato un netto rialzo a maggio, con un calo del 2,2% del JPY rispetto all'USD.
- USD/JPY dovrebbe continuare a salire il prossimo mese, dato che la BoJ resta accomodante.

### La svolta economica favorisce l'USD



Dopo la debolezza da inizio anno, l'USD ha iniziato a recuperare terreno. Questa tendenza è particolarmente evidente nei confronti dell'EUR, che, dopo aver beneficiato della revisione al rialzo delle aspettative di aumento dei tassi della BCE e della situazione energetica migliore del previsto a inizio anno, vede un'inversione di tendenza. La dinamica economica in Europa ha iniziato a cambiare, mentre i dati degli Stati Uniti sono migliori delle aspettative. Dai dati definitivi sulla crescita del PIL nel T1 in Germania emerge che dopo tutto il Paese è entrato in una recessione tecnica. Questo dato è retrospettivo, ma negli ultimi tempi anche indicatori come il PMI del settore manifatturiero per la Germania e l'eurozona hanno deluso e segnalano prospettive piuttosto pessimistiche. Il mercato sperava che la ripresa della Cina sostenesse l'Europa, ma secondo gli ultimi dati da Pechino il rimbalzo economico perde già vigore. La Cina è un importante partner commerciale per la Germania, quindi questa evoluzione non sarà favorevole per l'esportazione tedesca. Inoltre, le aspettative della BCE sembrano ora pienamente scontate. Negli Stati Uniti l'inflazione è diminuita più rapidamente che nell'eurozona, dove rimane particolarmente tenace. Ciò dovrebbe portare a tassi reali più alti negli Stati Uniti, rendendo più interessante l'USD in termini di tassi, cosa che neanche una pausa della Fed dovrebbe cambiare. Sul fronte tecnico, il posizionamento lungo sull'EUR sembra eccessivo ed è a rischio di inversione. La risoluzione del tetto del debito dovrebbe eliminare un altro rischio per ora, riducendo la volatilità e permettendo al mercato di tornare a concentrarsi sui fondamentali il mese prossimo. Abbiamo quindi rivisto le nostre prospettive a 1 mese per EUR/USD da più alto a più basso.

## 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 VII's gt 1, NO-0161 Oslo.