



Prospettive d'investimento | Novembre 2023

# Assalto alla vetta

## Contenuto

---

La nostra valutazione

**Nessuna euforia nonostante il picco dei tassi** 3

---

La nostra posizione

**L'orientamento rimane difensivo** 6

---

Le nostre previsioni

**Chiusura dell'anno all'insegna della tensione** 8

---

## Editore

Banca Migros  
Investment Office  
Casella postale  
8010 Zurigo

10 novembre 2023

## Contatto

Santosh Brivio, Senior Economist | [santosh.brivio@migrosbank.ch](mailto:santosh.brivio@migrosbank.ch)

Valentino Guggia, Economist | [valentino.guggia@migrosbank.ch](mailto:valentino.guggia@migrosbank.ch)

## Disclaimer

Le informazioni contenute nella presente pubblicazione della Banca Migros SA hanno soltanto scopi pubblicitari e informativi ai sensi dell'art. 68 della Legge sui servizi finanziari. Non sono il risultato di un'analisi finanziaria (indipendente). Le informazioni ivi contenute non costituiscono né un invito né un'offerta né una raccomandazione ad acquistare o vendere strumenti di investimento o a effettuare determinate transazioni o a concludere qualsiasi altro atto legale, bensì hanno carattere unicamente descrittivo e informativo. Queste informazioni non costituiscono né un annuncio di quotazione né un foglio informativo di base né un opuscolo. In particolare, non costituiscono alcuna raccomandazione personale né una consulenza in investimenti. Non tengono conto né degli obiettivi d'investimento né del portafoglio esistente né della propensione al rischio né della capacità di rischio né della situazione finanziaria né di altre esigenze particolari della/del destinataria/o. La/Il destinataria/o è espressamente tenuta/o a prendere le proprie eventuali decisioni d'investimento basandosi su indagini individuali, compreso lo studio dei fogli informativi di base e dei prospetti giuridicamente vincolanti, o sulle informazioni ottenute nell'ambito di una consulenza in investimenti. La documentazione sul prodotto giuridicamente vincolante, se prescritta e fornita dall'emittente, è ottenibile tramite <https://www.migrosbank.ch/it/privati/risparmio-previdenza/consulenza-finanziaria/documenti-normativi-prodotti>. La Banca Migros non presta alcuna garanzia in merito all'esattezza o alla completezza delle informazioni fornite e declina qualunque responsabilità per eventuali perdite o danni di qualsiasi natura, che potrebbero derivare dall'utilizzo delle presenti informazioni. Le informazioni qui riportate rappresentano esclusivamente un'istantanea della situazione al momento della stampa; non sono previsti aggiornamenti automatici regolari.

La nostra valutazione:

## Nessuna euforia nonostante il picco dei tassi

**L'attuale stato dell'economia e dei tassi passa inosservato nel frastuono della geopolitica. In realtà, per gli investimenti il picco dei tassi segna una pietra miliare attesa da tempo. Il fatto che non ci sia un'euforia smisurata al riguardo non è dovuto solo alla situazione tesa della sicurezza globale.**

L'anno sta volgendo al termine in circostanze memorabili. Con il conflitto in Medio Oriente le tensioni geopolitiche si sono ulteriormente inasprite. Se a distanza di quasi due anni le notizie sulla guerra in Ucraina sono diventate quasi un'abitudine sopita, gli avvenimenti in Medio Oriente hanno riportato con forza nella nostra coscienza la morte, la sofferenza e la distruzione. La situazione rimane tanto confusa quanto ingarbugliata. La realtà attuale non può essere valutata con precisione, né è attualmente possibile formulare un giudizio fondato sugli effetti che questa avrà a lungo termine.

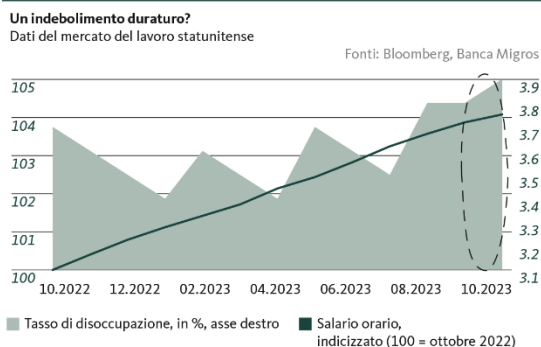
Sta di fatto che le incertezze geopolitiche continuano a rappresentare un elemento importante e non dovrebbero essere trascurate nemmeno in una prospettiva d'investimento di lungo periodo. Allo stesso tempo, è importante non lasciare che queste offuschino la nostra visione a breve termine. L'avvicinarsi della fine dell'anno è memorabile anche sotto questo punto di vista.

### **In Europa, perlomeno, il ciclo di aumenti dei tassi si è concluso**

In primo luogo va menzionato il raggiungimento del picco dei tassi d'interesse: dopo un ciclo di aumenti storicamente rapido e forte, in gran parte del mondo industrializzato i tassi di riferimento non vengono ulteriormente inaspriti. La Banca nazionale svizzera (BNS) ha imposto l'altolà dopo cinque aumenti per un totale di 250 punti base, la Banca centrale europea (BCE) dopo dieci rialzi, per un totale di 450 punti base, mentre la Banca d'Inghilterra

(BoE) si è arrestata dopo ben 14 inasprimenti di 515 punti base. Tenuto conto del calo dell'inflazione su vasta scala, in Europa dovrebbe essersi concluso il ciclo di inasprimento dei tassi d'interesse.

Dall'altra parte dell'Atlantico, tuttavia, la situazione non è ancora così chiara. È vero che all'inizio di novembre la banca centrale statunitense (Fed) ha lasciato invariati i tassi d'interesse per la seconda volta consecutiva e che il presidente della Fed Jerome Powell ha lasciato intravedere una possibile rinuncia a ulteriori rialzi dei tassi. Allo stesso tempo, però, il calo dell'inflazione negli Stati Uniti si è arrestato a giugno e da allora l'inflazione annua è tornata a salire dal 3,0% al 3,7%. Inoltre, l'economia statunitense rimane molto robusta e resta da vedere se i recenti dati sul mercato del lavoro, leggermente più deboli, (v. grafico) segnano già un'inversione di tendenza nella surriscaldata situazione occupazionale. Non sarebbe la prima volta che l'economia statunitense si dimostra più imprevedibile di quanto si spera o si tema, a seconda dei punti di vista. Tanto più che, nonostante la situazione mondiale tesa, non si intravede un significativo shock per l'economia americana. Siamo quindi quasi convinti che nei prossimi tre mesi la Fed procederà a un ultimo aumento dei tassi di 25 punti base.



### Le curve dei tassi sempre più al centro dell'attenzione

Ma in ultima analisi, non riteniamo più così decisiva la domanda se gli Stati Uniti abbiano già raggiunto o siano vicini al picco dei tassi d'interesse. Come hanno dimostrato le turbolenze sui mercati obbligazionari della scorsa settimana, l'attenzione si sta spostando sempre di più dalla semplice osservazione dei tassi di riferimento all'osservazione (preoccupata) dell'intera curva dei tassi. È vero che i rendimenti dei titoli di Stato decennali statunitensi hanno recuperato circa 50 punti base rispetto ai massimi di ottobre (oltre il 5%); riteniamo tuttavia poco probabile una distensione duratura o addirittura un ritorno al livello dei tassi del 2021. Infatti, per ragioni strutturali – dall'invecchiamento della società, alle tendenze di deglobalizzazione fino alla decarbonizzazione dell'economia – la pressione inflazionistica dovrebbe rimanere elevata per lungo tempo. Allo stesso tempo, la Fed – e, un po' più timidamente, la BCE – ha cambiato il suo modus operandi, passando da un'espansione a una contrazione dei bilanci. Il risultato è che le obbligazioni vengono vendute piuttosto che acquistate, il che mantiene alta la pressione sulle quotazioni e forti i venti di coda sui rendimenti.

Di conseguenza, il principio «higher for longer», che abbiamo ripetutamente enfatizzato, si è affermato saldamente sia negli Stati Uniti che in Europa. Con tutti gli effetti collaterali negativi che un aumento dei tassi di interesse dei capitali comporta per un periodo prolungato: in particolare, le condizioni di (ri)finanziamento per le famiglie e le imprese

rimangono più rigide e il nuovo debito pubblico deve essere remunerato a tassi più elevati, il che potrebbe causare un crescente disavanzo negli uffici fiscali di diversi Paesi fortemente indebitati.

### La situazione congiunturale rimane difficile

Una possibile uscita da questa situazione poco edificante è tanto semplice quanto irrealistica: una crescita economica più rapida e forte possibile. In tal modo – purché vi sia la volontà politica – si potrebbe ammortizzare il livello di indebitamento e ridurre il servizio del debito. Ma una simile via d'uscita non sembra essere affatto plausibile. L'eurozona non uscirà dall'inversione di marcia e dalla crescita a mezz'asta, neppure dopo Capodanno. Il nuovo aumento dei rischi geopolitici ha ulteriormente incrementato i rischi al ribasso.

Dal canto suo, la congiuntura statunitense ha finora dimostrato una notevole resistenza. Riteniamo però che un sensibile rallentamento della crescita sia stato solo rimandato e non annullato. Ciò è dovuto non da ultimo al fatto che alla difficile situazione politica interna si aggiunge, per il momento, la continua mancanza di slancio da parte del commercio estero. Anche se la situazione politica nazionale non paralizzerebbe il Paese con l'intensificarsi della campagna elettorale presidenziale, comporterà però una riduzione degli stimoli economici interni.

### La Svizzera rimane un'isola congiunturale

Infine, diamo uno sguardo alla Svizzera. E qui, soprattutto per quanto riguarda l'Europa, non possiamo fare a meno di ricorrere ancora una volta all'espressione di «isola dei meno sfortunati». Essendo un'economia piccola e aperta, non possiamo sottrarci al contesto economico globale e anche nel nostro Paese i venti congiunturali contrari si intensificherebbero ulteriormente. Tuttavia, continuiamo a ritenere che l'economia svizzera, grazie alla sua struttura in gran parte difensiva e alle sue imprese sane e in forma, supererà la recessione. A ciò si aggiunge il fatto che il bilancio statale nazionale continua a essere un modello per quanto

concerne l'indebitamento e, non da ultimo, non si trova ad affrontare le stesse sfide in termini di interessi che caratterizzano altri Paesi. Infatti, finché le incertezze geopolitiche persisteranno e i timori di un possibile sovraindebitamento non diminuiranno, la Svizzera rimarrà un porto sicuro per i capitali e il livello di aumento dei rendimenti sarà quindi limitato.

Sì, l'anno sta volgendo al termine. All'ombra di eventi tanto brutali quanto tragici, si è quasi perso un po' di vista il fatto che il mondo degli investimenti è cambiato in modo

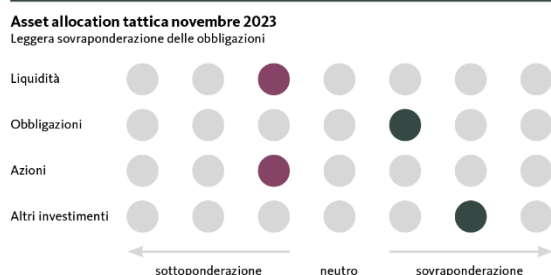
significativo rispetto all'inizio dell'anno. Sebbene il problema dell'inflazione non sia ancora scomparso, sta regredendo e non è più l'argomento dominante per eccellenza. Nonostante tutti i segnali di pessimismo, gli Stati Uniti chiuderanno l'anno in corso senza recessione. E finalmente, dopo una lunga attesa e molte speranze deluse, il picco dei tassi d'interesse è arrivato. Nessuno, tuttavia, di fronte alle numerose sfide vecchie e nuove, può lasciarsi andare a un sollievo euforico. È un assalto alla vetta in condizioni difficili.

La nostra posizione:

## L'orientamento rimane difensivo

**I maggiori rischi continuano a richiedere un cauto posizionamento tattico. Manteniamo pertanto l'orientamento difensivo e lasciamo invariata l'allocazione rispetto al mese precedente.**

Il contesto attuale è caratterizzato da rischi. Oltre al rallentamento dell'economia a causa del rialzo dei tassi d'interesse, le tensioni geopolitiche sono aumentate drammaticamente dopo l'attacco contro Israele. È difficile prevedere il futuro del conflitto (espansione ad altri Paesi del Medio Oriente) e le sue conseguenze (catastrofe umanitaria, afflusso di rifugiati). Anche per questo motivo gli effetti sui mercati finanziari e sul mercato petrolifero sono stati finora molto limitati. Tuttavia, vi è un rischio di escalation e a nostro avviso la situazione attuale richiede una certa prudenza. Per questo motivo, manteniamo la nostra allocazione tattica difensiva e non effettuiamo alcuna modifica rispetto al mese precedente.



### Obbligazioni

È probabile che la maggior parte delle banche centrali abbia raggiunto il picco dei tassi e che queste mantengano elevati i tassi di riferimento fino al prossimo anno. Il «higher for longer», a lungo ignorato, viene sempre più scontato dai mercati obbligazionari. Nell'arco di due mesi i rendimenti dei titoli di Stato USA a medio-lungo termine sono nettamente aumentati. Il rendimento dei Treasury a 10 anni ha temporaneamente superato la soglia del 5%, per la prima volta dalla crisi finanziaria del 2007/08. I tassi di riferimento elevati, la

contrazione del bilancio della Fed, il grande volume di nuove emissioni e l'incertezza politica fanno pensare che il livello dei tassi d'interesse rimarrà alto ancora a lungo. Anche nell'eurozona i rendimenti dei titoli di Stato hanno temporaneamente registrato un notevole aumento. Questo alimenta le preoccupazioni per la sostenibilità finanziaria dei Paesi fortemente indebitati come l'Italia. In Svizzera il rendimento delle obbligazioni della Confederazione si muove orizzontalmente in una fascia ristretta. L'elevata domanda di questi titoli in qualità di bene rifugio ne riduce il rendimento.

### Azioni

Nella seconda metà di ottobre i mercati azionari hanno subito pressioni a causa della prospettiva di un aumento dei tassi d'interesse a lungo termine. Dopo la decisione della Fed di sospendere per la seconda volta consecutiva il ciclo di inasprimento dei tassi d'interesse e una stagione di rendicontazione complessivamente migliore del previsto, la tendenza al ribasso si è invertita contenendo le perdite di corso. Riteniamo tuttavia che la domanda di consumi privati negli Stati Uniti, ancora molto solida, diminuirà nell'imminente futuro. Questo dovrebbe gravare maggiormente sugli utili e sui margini delle imprese. Anche nell'eurozona e in Svizzera prevediamo una dinamica simile. Su questa sponda dell'Atlantico gli indicatori precursori congiunturali continuano a indicare un crescente vento contrario per le imprese. In un contesto caratterizzato da una maggiore incertezza, continuiamo a puntare su titoli difensivi e su una sovrapponderazione nel mercato interno.

**Investimenti alternativi:**

A causa dell'inasprimento delle tensioni geopolitiche, in ottobre il prezzo dell'oro è notevolmente aumentato e per un breve periodo ha superato la soglia dei 2000 USD per oncia. A medio termine il metallo prezioso potrebbe subire qualche pressione. La prospettiva di un periodo prolungato di tassi d'interesse elevati, proprio come la debolezza del dollaro, ne riduce l'attrattiva. Tuttavia, in considerazione dei persistenti rischi in termini di crescita e inflazione, continuiamo a puntare sull'oro come importante elemento di diversificazione per il portafoglio. Anche il settore immobiliare rimane una componente centrale della nostra allocazione e in questo caso puntiamo in particolare sul mercato svizzero, della cui stabilità continuiamo a essere convinti.

Le nostre previsioni:

## Chiusura dell'anno all'insegna della tensione

### Crescita des PIL

in % rispetto al trimestre precedente

	Attuale (2T23)	3T23	4T23
Svizzera	0,0	0,3	0,2
Eurozona	0,1	-0,1	0,0
USA (annual raters)	2,1	4,9	2,5

### Crescita des PIL

in % rispetto all'anno precedente

	Attuale (2022)	2023	2024
Svizzera	2,7	0,9	1,2
Eurozona	3,3	0,4	0,6
USA	2,1	2,9	1,0

### Prezzi al consumo

in % rispetto all'anno precedente

	Attuale (6.11.)	tra 3 mesi	in 12M
Svizzera	1,7	2,3	1,8
Eurozona	2,9	2,8	2,5
USA	3,7	3,5	2,7

### Tassi di riferimento

in %

	Attuale (6.11.)	tra 3 mesi	tra 12 mesi
Svizzera	1,75	1,75	1,75
Eurozona	4,50	4,50	4,50
Stati Uniti	5,50	5,75	5,75

### Rendimenti delle obbligazioni decennali

in %

	Attuale (6.11.)	tra 3 mesi	tra 12 mesi
Svizzera	1,2	1,0	1,1
Germania	2,7	3,0	2,8
Stati Uniti	4,6	5,0	4,9

### Valute

	Attuale (6.11.)	tra 3 mesi	tra 12 mesi
EURCHF	0.96	0.95	0.96
EURUSD	1.07	1.04	1.04
USDCHF	0.90	0.91	0.92

### Commodities

	Attuale (6.11.)	tra 3 mesi	tra 12 mesi
Greggio (Brent) in USD al barile	85	90	89
Oro in USD per oncia	1978	1930	1880

### Congiuntura

La congiuntura dell'eurozona è esposta a un forte vento contrario con rischi al ribasso aumentati. Sebbene il motore economico degli Stati Uniti continui a girare in modo straordinariamente fluido, perderà velocità senza però fermarsi del tutto. L'economia svizzera continua a raffreddarsi, ma eviterà una recessione.

### Inflazione

Lo spettro dell'inflazione non è ancora sotto controllo, ma non spaventa più tanto. In assenza di shock, l'inflazione negli Stati Uniti e nell'eurozona non si risolleverà nel 2024. In Svizzera si prevede una leggera spinta inflazionistica a partire dal 2024, ma a medio termine la tendenza al riavvicinamento al 2% rimarrà invariata.

### Tassi

Riteniamo che il picco dei tassi di riferimento sia stato raggiunto sia per la Svizzera che per l'eurozona. Per quanto riguarda gli Stati Uniti, nutriamo una moderata convinzione a favore di un ultimo rialzo (25 punti base) nei prossimi tre mesi. Per nessuna delle tre aree economiche ci attendiamo un'imminente riduzione del tasso di riferimento. Per motivi strutturali e per via della riduzione dei bilanci delle banche centrali, prevediamo che la tendenza al «higher for longer» proseguirà sui mercati dei capitali in Europa e negli Stati Uniti. Nello scenario attuale, i tassi del mercato dei capitali svizzero rimangono invece limitati.

### Valute

L'euro rimane sotto pressione e il franco svizzero continua a essere richiesto come valuta rifugio. Nonostante le turbolenze politiche interne, il dollaro sta reggendo bene, ma non si intravedono segnali di un breakout rialzista sostenuto.

Fonti: Bloomberg, Banca Migros