

Relazione sul 4° trimestre 2025

Contesto economico

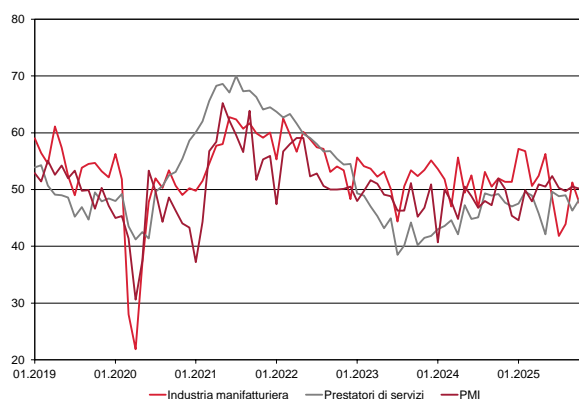
Come se la guerra commerciale non fosse abbastanza, il «government shutdown» USA ha fatto aumentare l'incertezza sulle politiche economiche. Per via della chiusura, non sono stati pubblicati dati ufficiali ad eccezione di quelli sull'inflazione e il quadro resterà distorto ancora per qualche tempo a causa dell'assenza o della scarsa qualità delle rilevazioni e dei conseguenti problemi di destagionalizzazione. I dati pubblicati da fonti private mostrano un'attività economica solida: gli indici dei responsabili degli acquisti (PMI) sono in chiara espansione, mentre il mercato del lavoro è in stallo. In Europa, il settore industriale non ha mostrato segni di grave debolezza, anzi. A ottobre l'indice PMI dell'industria ha registrato un inatteso lieve miglioramento, raggiungendo i 50 punti. Particolarmente incoraggiante è la situazione dei nuovi ordinativi, che è tornata a migliorare. Anche nel settore dei servizi perdura l'ottimismo: a ottobre il PMI è salito a 52,6 punti, sostenuto da un netto aumento in Germania. L'attenzione continua a concentrarsi sulla politica fiscale: A novembre, a Strasburgo, gli eurodeputati hanno approvato il bilancio 2026, pari a circa 190 miliardi di euro. Il mercato del lavoro rimane un fattore determinante per le prospettive d'inflazione. La situazione occupazionale è apparsa solida, ma vi sono crescenti segnali di un graduale deterioramento. Nell'autunno / inverno 2025, l'economia tedesca continua a dover fare i conti con l'incertezza e con una dinamica industriale debole. Pur aumentando, gli ordinativi interni non sono ancora riusciti a compensare la debolezza del settore delle esportazioni. Con il bilancio approvato a fine settembre, il governo ha avviato una delle più ampie espansioni fiscali degli ultimi decenni. Soprattutto gli ordinativi nel settore della difesa hanno fatto presagire una rapida espansione e dovrebbero rafforzare i fornitori europei e i settori high tech: una sorpresa positiva che aumenta il moltiplicatore. In Francia, malgrado l'incertezza sulla politica fiscale e sul futuro della riforma pensionistica, il settore privato si è dimostrato sorprendentemente resiliente. All'inizio del T4 2025, i dati sulla fiducia delle imprese e dei consumatori hanno mostrato un miglioramento. In particolare, il

settore delle costruzioni ha continuato a beneficiare dell'impulso ciclico proveniente dal precedente allentamento monetario della BCE. Nel commercio estero si delinea una tendenza positiva: secondo un'indagine condotta tra i responsabili degli acquisti dell'industria, gli ordinativi dall'estero si sono stabilizzati. In Svizzera, l'incertezza sui dazi USA ha continuato a penalizzare gran parte dell'economia delle esportazioni. Secondo alcuni rapporti della Banca nazionale svizzera (BNS), circa un quinto delle aziende intervistate dichiara di risentirne.

Queste aziende operano principalmente nell'industria meccanica, elettrica e metallurgica (industria MEM) e nell'industria orologiera. Da un'indagine a parte del Centro di ricerche congiunturali del Politecnico federale di Zurigo è emerso che le imprese industriali sono caute nell'ordinare prodotti semilavorati. Dall'economia britannica continuano a giungere segnali contrastanti. I dati provvisori per ottobre segnalavano un miglioramento del sentiment all'inizio del T4, soprattutto nel settore industriale. Tuttavia, a novembre l'attenzione si è concentrata sulla politica fiscale: il 26 novembre 2025 la Ministra del Tesoro Reeves ha presentato il bilancio autunnale, annunciando massicci aumenti delle imposte per colmare la crescente lacuna nel bilancio domestico. Il margine di manovra fiscale è pari ad appena GBP 9,9 miliardi, un dato storicamente basso.

Svizzera: indice dei responsabili degli acquisti

(fonti: Macrobond Procure.ch, UBS, Raiffeisen)



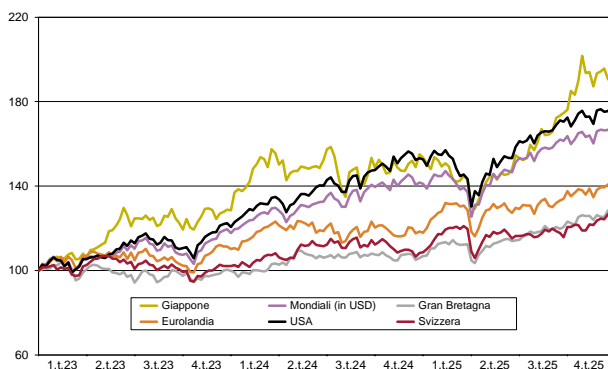
Sviluppo dei mercati finanziari

Azioni

A seguito del primo taglio dei tassi della Fed, nel quarto trimestre il mercato USA ha guadagnato terreno. Per una volta non sono state le azioni dell'IA a essere i driver dei corsi, bensì quelle del settore sanitario. L'healthcare ha guadagnato l'11,7%. Nell'eurozona l'FTSE100 è salito del 6,2% nell'ultimo trimestre dell'anno. I fattori trainanti non sono stati gli stessi di quelli USA. In Europa ha prevalso un mix tra ripresa delle valutazioni, politica dei tassi d'interesse e settori difensivi. Gli industriali hanno beneficiato di una congiuntura europea in ripresa. Il mercato svizzero ha fatto registrare un rally nell'ultimo trimestre, guadagnando il 8,8%. A questa performance hanno contribuito, tra gli altri, i titoli farmaceutici, Holcim e UBS, anche grazie all'attenuazione dei timori dei dazi USA.

Mercati azionari *	31.12.24	31.12.25	YTD	T4
Svizzera (SPI)	15 472	18 219	17,8%	8,8%
USA (S&P 500)	5 882	6 846	16,4%	2,3%
Eurolandia (MSCI)	1 571	1 876	19,4%	4,9%
GB (FTSE 100)	8 173	9 931	21,5%	6,2%
Giappone (Nikkei 225)	39 895	50 339	26,2%	12,0%
Mondiali (MSCI in USD)	3 708	4 430	19,5%	2,9%

* In valuta locale



Tassi d'interesse

Nel 2025 la netta flessione dei rendimenti dei titoli di Stato USA, soprattutto nella parte a breve, ha fatto irripidire la curva. Gli spread si sono leggermente ridotti e le tranche HY con valutazione inferiore sono rimaste indietro. Come previsto, la Fed ha abbassato il tasso guida a dicembre. A differenza degli USA, nel 2025 nell'eurozona i rendimenti dei titoli di Stato sono saliti lungo la curva. La curva dei tassi si è irripidita tra i punti a 2 anni e a 10 anni. Gli spread per i titoli investment grade (IG) e HY sono nettamente diminuiti. A dicembre la Banca centrale europea (BCE) ha mantenuto il tasso di finanziamento al 2,00%. Gli spread IG svizzeri sono aumentati nel 2025, mentre i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono leggermente diminuiti.

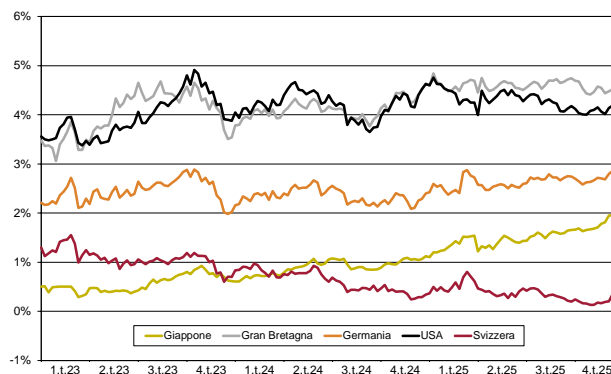
Mercati monetari

tassi Libor a 3 mesi

Mercati finanziari

titoli pubblici decennali

	31.12.24	31.12.25	31.12.24	31.12.25
Svizzera	0,37%	-0,08%	0,33%	0,32%
USA	4,40%	3,52%	4,57%	4,17%
Germania	2,71%	2,03%	2,64%	2,86%
Gran Bretagna	4,60%	3,72%	4,57%	4,48%
Giappone	0,62%	0,71%	1,09%	2,06%



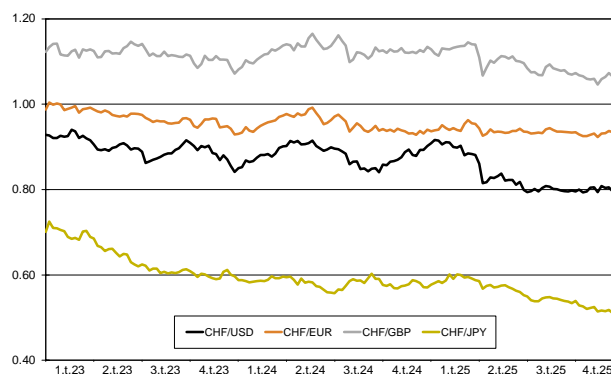
Rendimento dei titoli di stato decennali

Valute

Le aspettative di un 2025 con un'ottima performance dell'USD non sono state soddisfatte, per via di una crisi di fiducia che di recente si è leggermente placata. Nel 2025 il cambio EUR /USD si è apprezzato, ma soprattutto per via della debolezza dell'USD. Il GBP ha registrato un buon andamento rispetto all'USD, malgrado i timori di politica fiscale. Le differenze d'interesse (absolute carry) rimangono interessanti e la crescita interna relativamente robusta. Il cambio EUR/CHF ha registrato un andamento perlopiù laterale. Lo status del CHF come porto sicuro rimane intatto e la differenza d'interesse rispetto all'EUR dovrebbe rimanere stabile, poiché nel 2026 sia la BCE che la BNS dovrebbero lasciare invariati i loro tassi guida.

Mercati delle divise

	31.12.24	31.12.25	YTD	T4
CHF/USD	0.91	0.79	-12,6%	-0,4%
CHF/EUR	0.94	0.93	-0,8%	-0,5%
CHF/GBP	1.13	1.07	-6,1%	-0,5%
CHF/JPY	0.58	0.51	-12,3%	-6,2%



Performance e politica dei gruppi d'investimento

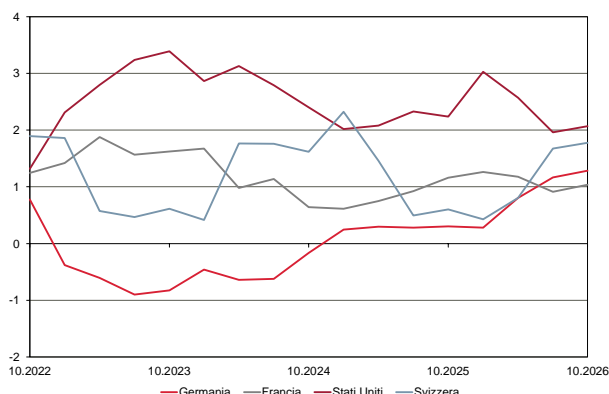
Performance	T4	2025	2024	Politica degli investimenti	Ripercussioni sulle rispettive performance
Obbligazioni Svizzera CHF					
Obbligazioni Svizzera CHF PM	-0.8%	-0.2%	5,8%	• Selezione dei titoli	→ positivo
SBI Domestic AAA – BBB TR	-0.7%	-0.2%	5,5%	• SovP Rischio di credito	→ negativo
Obbligazioni Estero CHF PM	-0.4%	0.9%	5,1%	• Effetti dell'allocazione e selezione titoli singoli	→ positivo
SBI Foreign AAA – BBB TR	-0.4%	0.5%	4,9%	• SovP Rischio di credito	→ negativo
Obbligazioni Global (CHF hedged)					
Obbligazioni Global Aggregate PM (CHF hedged)	-0,5%	-0,2%	-1,9%	• SotP dei titoli di Stato	→ positivo
Bloomberg Global Aggregate ex Securitized ex CNY TR (CHF hedged)	-0,5%	0,1%	-1,8%	• Selezione dei titoli	→ positivo
Obbl. Global Stati+ PM (CHF hedged)	-0,5%	-1,0%	-1,8%	• Posizionamento della duration GBP / EUR	→ positivo
Bloomberg Global Aggregate Treasuries ex CH (CHF hedged)	-0,6%	-1,0%	-1,4%	• Duration breve aree monetarie più piccole	→ negativo
				• Long Peripherie	→ positivo
Obbl. Global Imprese Short Term PM (CHF hedged)	0,1%	1,4%	1,6%	• Selezione dei titoli	→ positivo
Bloomberg Global Aggregate Corporates 1-3 anni TR (CHF hedged)	0,0%	1,3%	1,4%	• Posizionamento della curva dei tassi	→ positivo
				• SovP Rischio di credito	→ positivo
Obbl. Global Imprese PM (CHF hedged)	-0,2%	2,2%	0,0%	• Selezione dei titoli	→ negativo
Bloomberg Global Aggregate Corporates TR (CHF hedged)	-0,2%	2,5%	-0,8%	• Posizionamento della duration EUR / USD	→ positivo
				• SovP Rischio di credito	→ positivo
Obbl. EMMA Short Term PM (CHF hedged)	0,0%	2,5%	1,3%	• SovP Durata e posizionam. della curva dei tassi	→ positivo
				• Maggiore "Carry"	→ positivo
				• SovP Rischio di credito	→ positivo
Obbl. EMMA Imprese PM (CHF hedged)	-0,1%	3,8%	0,3%	• Allocazione per paesi e selezione dei crediti	→ negativo
JP Morgan CEMBI Broad	0,0%	3,8%	0,6%	• Durata	→ neutrale
Diversified IG Index (CHF hedged)				• SovP Rischio di credito e pricing	→ neutrale
SovP = sovraponderazione / SotP = sottoponderazione					
Immobili Svizzera					
Immobili Svizzera ESG	0,8%	5,7%	4,0%	La politica d'investimento è commentata nell'ambito del rapporto annuale al 30 settembre.	
Immobili Svizzera Terza età e Sanità ESG	0,7%	5,2%	4,0%		
Immobili commerciali Svizzera ESG	0,8%	4,3%	3,8%		
KGAST Immo-Index	1,0%	4,5%	3,8%		
Azioni Svizzera					
Azioni Svizzera PM	8,8%	16,9%	5,9%	La parte Core del portafoglio con circa l'80% è gestita in modo indicizzato. La parte Satellite del portafoglio con circa l'20% è gestita in modo indicizzato settore small cap e mid cap.	
Swiss Performance Index	8,8%	17,8%	6,2%		
Azioni Svizzera Small & Mid Caps PM	6,2%	13,6%	3,5%	• SovP Implemia, SIG, Temenos, SotP R&S Grp	→ positivo
Swiss Performance Index Extra	6,0%	16,9%	3,8%	• SotP Galderma, Swiss Prime Site	→ negativo
Azioni Svizzera Protect Flex PM	7,0%	13,4%	5,0%	• Nessuna SovP / SotP	→ neutrale
SovP = sovraponderazione / SotP = sottoponderazione					
Azioni Global					
Azioni Global Protect Flex PM (CHF hedged)	1,3%	10,5%	14,1%	• Nessuna SovP / SotP	→ neutrale
SovP = sovraponderazione / SotP = sottoponderazione					
Gruppi d'investimento misti					
LPP-Mix 15	0,8%	2,8%	3,7%	• Sovraponderazione azioni	→ positivo
Customized Benchmark	0,6%	2,7%	3,9%	• Selezione azioni global (SovP ME)	→ positivo
LPP-Mix 25	1,3%	4,0%	5,0%	• Selezione azioni Svizzera	→ negativo
Customized Benchmark	1,2%	4,0%	5,4%	• Selezione immobili svizzeri	→ positivo
LPP-Mix 35	1,8%	5,0%	6,1%	• Selezione investimenti alternativi	→ positivo
Customized Benchmark	1,7%	5,2%	6,6%		
LPP-Mix 45	2,2%	6,2%	7,2%		
Customized Benchmark	2,1%	6,4%	7,9%		
LPP-Mix 75	3,8%	9,5%	10,6%		
Customized Benchmark	3,6%	9,8%	11,5%		

Prospettive

Il dibattito sull'elevato costo della vita si inasprisce negli USA potrebbe facilitare una distensione della guerra commerciale prima delle elezioni di metà mandato. Nel 2026 l'impennata dell'inflazione dovuta ai dazi sarà probabilmente più sostenuta del previsto, ma la Fed lo ignorerà. L'economia USA rimarrà divisa: da un lato vi è il sostegno dato dai tagli dei tassi e dallo stimolo fiscale positivo, dall'altro il freno dei nuovi dazi e dei consumi contenuti. Nel 2026 l'Europa beneficerà in modo tangibile dei pacchetti fiscali: Germania e Francia contribuiscono nuovamente alla crescita, l'Irlanda e l'Europa meridionale perdono slancio. Malgrado il rallentamento della crescita dei salari, l'economia interna fornisce sostegno e l'inflazione resta vicina all'obiettivo della BCE. Per quanto riguarda le finanze statali, i paesi del nord e del sud si stanno avvicinando: più disciplina al sud, peggioramento al nord. Gli elevati deficit strutturali in USA e Francia rimangono un rischio, anche se i mercati continuano ad avere un carattere disciplinante. In Cina, l'economia interna rimane sottotono a causa dei problemi immobiliari e delle pressioni riformiste. L'accordo con gli Stati Uniti ha effetti positivi sulla Svizzera: la pressione sulle ditte esportatrici di delocalizzare la produzione all'estero si sta riducendo. Tuttavia, molte aziende hanno anticipato le scorte per eludere i dazi USA.

Crescita del PIL reale rispetto all'anno precedente (incl. previsione)

(fonte: Macrobond)



Impressum

Autore: Swiss Life Asset Management SA
Editore: Fondazione d'investimento Swiss Life
Casella postale, 8022 Zurigo
tel. 043 547 71 11
fondazioneinvestimento@swisslife-am.com
www.swisslife.ch/fondazioneinvestimento

Tendenze sui mercati finanziari

Previsioni di Swiss Life Asset Managers per i prossimi tre mesi

↑ In aumento ↓ In diminuzione → Stabile
▲ variazione positiva rispetto all'ultima stima
▼ variazione negativa rispetto all'ultima stima
= nessuna variazione rispetto all'ultima stima

	Azioni		Interessi (10 anni)	
	Tendenza	Variazione	Tendenza	Variazione
Svizzera	↑	=	→	=
USA	↑	=	→	▲
Germania	↑	=	→	=
Gran Bretagna	↑	=	→	=
Giappone	↑	=	→	=

Valute	Tendenza	Variazione
CHF/USD	→	▲
CHF/EUR	→	=
CHF/GBP	→	▲
CHF/JPY	→	=

Valutazioni attuali relative all'asset allocation

Classe d'investimento	Ponderazione attiva
Titoli di stato globali	Neutrale
Obbligazioni societarie investment grade globali	Sottoponderazione
Azioni globali	Sovraponderazione

Duration per le obbligazioni

breve: -
media: USD, EUR, CHF, JPY
lunga: GBP

Questo rapporto trimestrale è stato redatto con la massima cura e secondo scienza e coscienza. Non offriamo, tuttavia, alcuna garanzia su contenuto e completezza e decliniamo ogni responsabilità per eventuali perdite risultanti dall'utilizzo di queste informazioni. Questo documento contiene "affermazioni relative al futuro" che si basano sulle nostre valutazioni e previsioni in un determinato momento. A seguito di vari rischi, incertezze e dell'influsso di altri fattori è possibile che l'andamento e i risultati effettivi divergano notevolmente dalle previsioni da noi formulate. Non ci assumiamo alcun impegno ad aggiornarle o revisionarle in un secondo momento. I dati storici relativi al rendimento non rappresentano un indicatore né per lo sviluppo attuale, né per quello futuro. La cerchia di investitori della fondazione d'investimento è limitata alle istituzioni del secondo pilastro e del pilastro 3a e altre istituzioni dedite alla previdenza professionale esonerate dall'obbligo tributario, con sede in Svizzera.

Zurigo, gennaio 2026