

Prospettive annuali per il 2025

Tassi d'interesse e obbligazioni

Credito: buon rendimento totale atteso per il 2025

Rendimenti obbligazionari e spread del credito IG

	Rendimento dei titoli di Stato decennali			Spread delle obbligazioni investment grade		
	Attuale	Nov/Dic 2024*	Year-to-date*	Attuale	Nov/Dic 2024*	Year-to-date*
US	4,3%	4 pb	45 pb	75 pb	-9 pb	-24 pb
Eurozona	2,2%	-18 pb	18 pb	99 pb	-5 pb	-39 pb
UK	4,4%	-8 pb	83 pb	101 pb	-7 pb	-38 pb
CH	0,3%	-7 pb	-38 pb	68 pb	-1 pb	-14 pb

Redimento eurozona = Germania, pb = punti base.

* Variazione al 12 dicembre. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Dopo le elezioni, le aspettative di crescita del PIL reale e d'inflazione negli Stati Uniti nel 2025 sono aumentate, ma restano inferiori a quelle del 2024, in linea con lo scenario di «atterraggio morbido».
- Le aspettative di mercato relative al numero di tagli dei tassi per il 2025 sono scese da cinque a tre. Per il 2025 prevediamo quattro tagli di 25 pb ciascuno.

Eurozona

- Per il 2025, prevediamo una crescita dell'eurozona molto più lenta di quella USA, soprattutto per via della dinamica debole in Germania, Italia e Francia.
- L'inflazione dovrebbe scendere ancora nel 2025. Per il 2025 prevediamo sei tagli di 25 pb da parte della BCE.

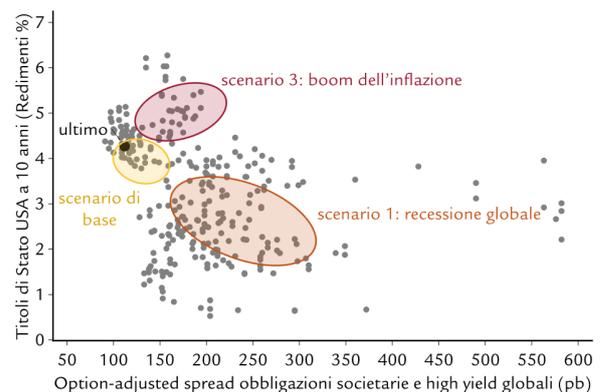
Regno Unito

- Dopo la presentazione del bilancio a ottobre 2024 le aspettative di crescita e inflazione per il 2025 sono aumentate, ma ci aspettiamo che l'inflazione scenda almeno di quanto basti perché la Bank of England diventi meno restrittiva.
- Nel complesso, nel 2025 prevediamo cinque tagli di 25 pb ciascuno.

Svizzera

- In Svizzera prevediamo una crescita del PIL debole ma costante e un ulteriore calo dell'inflazione verso lo 0% nel 2025.
- A dicembre 2024 la BNS ha ridotto più del previsto il proprio tasso guida, portandolo allo 0,5%. Ci aspettiamo un altro taglio di 25 pb nel 2025.

Spread e tassi in diversi scenari economici



• Valori di fine mese dall'1/2000 all'11/2024 ● Osservazione 11.12.2024

Fonti: Bloomberg, ICE BofA, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 11.12.2024

Nel 2024, la crescita del PIL e dell'inflazione USA hanno superato le previsioni iniziali. Malgrado le tante sfide, l'economia globale ha tenuto bene e gli attivi rischiosi hanno guadagnato terreno. Negli Stati Uniti, nell'eurozona e nel Regno Unito gli spread sul credito si sono ristretti e la asset class ha beneficiato di ampi afflussi. Da metà settembre i mercati USA hanno iniziato a scontare l'elezione di Donald Trump e i rendimenti dei Treasury USA a 10 anni sono saliti a livelli più alti di quelli di inizio anno. In Europa i tassi sono rimasti piuttosto stabili. Grazie ai rendimenti complessivi elevati ed al calo degli spread, il credito ha registrato ottimi rendimenti del 5,4% (IG in EUR), 8,2% (HY in EUR), 4,6% (IG in USD) e 8,9% (HY in USD). Per il 2025 il mercato prevede il calo della crescita e dell'inflazione e un allentamento monetario (scenario di base). Se i prossimi dati macroeconomici si discostassero da questo scenario, i tassi e gli spread potrebbero essere volatili. Se l'inflazione e la crescita superassero le attese (scenario 3), gli investitori ne risentirebbero: gli spread e i tassi potrebbero salire dai livelli attuali. Una recessione globale potrebbe invece generare rendimenti interessanti: un aumento degli spread verrebbe compensato da un calo dei tassi più netto (scenario 1). Nel nostro scenario di base, il credito IG resta una asset class interessante. I rendimenti sopra la media ed i probabili tagli dei tassi creano i presupposti per una buona performance totale (in valuta locale) per il credito.

Azioni

Prospettive promettenti dopo due ottimi anni

Panoramica delle performance dei mercati azionari

	Nov/Dic 2024*	Year-to-date*
Stati Uniti	6,6%	28,4%
Eurozona	2,9%	11,0%
Regno Unito	2,8%	11,2%
Svizzera	-0,7%	6,5%
Mercati emergenti	-0,4%	11,2%

Indici MSCI Net Total Return in valuta locale.
* Variazione al 12 dicembre. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Nel 2024 (dati all'12 dicembre) il mercato ha guadagnato quasi il 30%. Gli ultimi due anni sono solo il settimo caso nella storia in cui si sono registrati due anni consecutivi con rendimenti superiori al 20%.
- Le artefici sono state ancora una volta le azioni delle big tech, che nel 2024 sono salite di quasi il 70%.
- Il mercato USA è costoso e ha una valutazione molto più alta di tutti gli altri mercati.

Eurozona

- Nel 2024 la borsa europea ha sottoperformato quella USA (in valuta locale) del 20%: la seconda maggiore sottoperformance degli ultimi 30 anni.
- I motivi principali sono stati la crescita debole e i timori creati dai dazi doganali minacciati da Trump.
- La valutazione del mercato europeo è ancora neutrale, ma manca un catalizzatore per una valutazione più alta (assoluta e relativa rispetto al mercato USA).

Regno Unito

- Nel 2024 la borsa britannica ha avuto un andamento e problemi molto simili a quelli dell'eurozona.
- Il mercato continua ad avere una valutazione bassa.

Svizzera

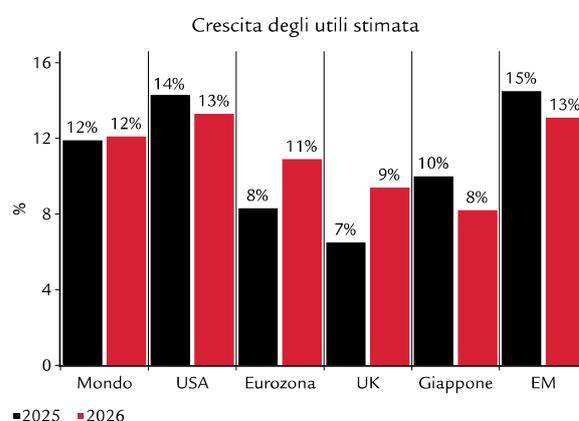
- Nel 2024 il mercato svizzero è stato il più debole, soprattutto per via della performance deludente dei tre colossi dell'indice. Nestlé p.e., con un peso del 23% nello SPI, ha perso più del 20%.
- La valutazione del mercato azionario svizzero si colloca nella parte superiore dell'intervallo neutrale.

Mercati emergenti

- Il rally di settembre non è bastato per conseguire una buona performance relativa. Hanno deluso soprattutto i titoli di America Latina e Corea del Sud.
- Lo sconto è notevole, ma, come per i titoli europei, manca un catalizzatore per un aumento delle valutazioni.

Prospettive per il 2025

Riteniamo che anche il 2025 possa essere un anno positivo per le azioni, ma con rendimenti inferiori a quelli del 2023 e del 2024. La nostra valutazione ottimista deriva soprattutto dalla forte crescita USA e dalle condizioni monetarie accomodanti, che creano terreno fertile per la crescita delle vendite e degli utili. Di seguito illustriamo gli aspetti positivi e negativi per il prossimo anno.



Fonti: Macrobond, Bloomberg, JP Morgan, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 2026

Il principale fattore negativo sono le valutazioni, soprattutto delle azioni USA (e dei mercati sviluppati): secondo ogni metrica, entrambi i mercati sono molto costosi. Nel 2024, poi, non c'è stata una netta correzione e l'ottimismo del mercato azionario è alle stelle. La valutazione elevata si traduce in attese di rendimento a medio-lungo termine sotto le medie storiche per gli USA. Il principale fattore positivo è il contesto economico: la crescita (specie negli USA) è vigorosa, le condizioni finanziarie sono accomodanti e si prevedono nuovi allentamenti monetari. In questo scenario, una crescita degli utili nel 2025 del 10% ca. è piuttosto probabile. Altri aspetti positivi sono i piani di stimolo in Cina e gli sgravi fiscali e la deregolamentazione previsti negli USA. Infine, fuori dagli USA le valutazioni sono perlopiù neutre. Nel 2025 i fattori positivi dovrebbero prevalere su quelli negativi. L'IA è un'incognita: è possibile che si sottovalutino gli effetti positivi e che l'aumento della produttività superi le attese. In sintesi, la nostra visione per i prossimi mesi e per il 2025 è positiva. Nello scenario di base prevediamo un rendimento totale del 5-10%, in linea con la crescita degli utili (senza espansione dei multipli). In uno scenario sfavorevole (recessione), ci aspetteremmo rendimenti negativi e in uno molto ottimistico, senza guerra commerciale, i rendimenti potrebbero superare il 10%.

Valute

Continua il dominio globale del «re dollaro»

Panoramica delle principali valute

	Nov/Dic 2024*	Year-to-date*	Su 2025
EUR/USD	-3,8%	-5,2%	↘
EUR/CHF	-0,7%	0,5%	↘
GBP/USD	-1,8%	-0,5%	↘
USD/JPY	0,4%	8,2%	↗

* Variazione al 12 dicembre. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Nel 2024 il vigore dell'USD si è interrotto solo brevemente in estate. I principali driver sono stati la rapida crescita USA e le aspettative di politica monetaria. Le valute dell'America Latina, p.e. il peso messicano, hanno registrato l'andamento peggiore a causa del rischio di una guerra commerciale.
- Per il 2025 ci aspettiamo un persistente vigore dell'USD, favorito soprattutto dai differenziali d'interesse («carry»). La Federal Reserve potrà tagliare ulteriormente i tassi, ma ad un ritmo più lento rispetto alla BCE, mantenendo carry positivo per l'USD.

Eurozona

- Nel 2024 l'EUR si è indebolito rispetto a USD e GBP, ma si è apprezzato rispetto alle altre valute principali, con l'eccezione del CHF (invariato).
- Nel 2025 l'EUR dovrebbe restare debole a causa dello scarso dinamismo dell'economia, della politica monetaria più accomodante e dell'incertezza sul fronte commerciale.

Regno Unito

- La tenuta del GBP nel 2024 deriva da una crescita più rapida del previsto e da un allentamento monetario inferiore alle attese.
- Per il 2025 prevediamo un'inversione di tendenza e un ribasso per GBP/USD.

Svizzera

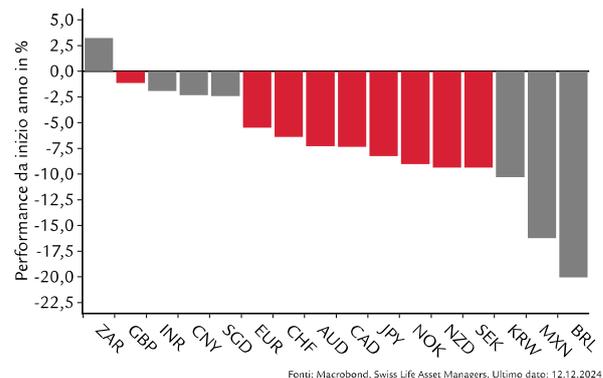
- Nel 2024 il CHF è rimasto invariato rispetto all'EUR.
- Prevediamo che nel 2025 EUR/CHF scenderà leggermente: il differenziale d'inflazione deprime a favore di un ulteriore vigore del CHF.

Giappone

- Nel 2024 USD/JPY è stato volatile a causa delle forti oscillazioni delle attese sulla politica monetaria della Bank of Japan.
- Per il 2025 prevediamo un aumento malgrado l'aspettativa di un'ulteriore stretta monetaria.

2024: abbracciando l'era del dollaro USA

Performance nel 2024 rispetto all'USD:
alcune valute dei mercati sviluppati (rosso) ed emergenti (grigio)



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 12.12.2024

Un anno fa prevedevamo un 2024 all'insegna del vigore dell'USD. In effetti, dopo un 2023 dalla performance contrastante, la tabella dei rendimenti del 2024 (in alto) mostra una sovraperformance generalizzata dell'USD. L'unica valuta che è riuscita ad apprezzarsi rispetto a quella USA è il rand sudafricano (ZAR). La sua tenuta deriva soprattutto dal calo dei rischi politici dopo le elezioni di maggio, che hanno portato a un governo più unito a livello nazionale. Per il resto, il vigore generalizzato del biglietto verde è ascrivibile alla crescita sostenuta negli Stati Uniti e ai differenziali d'interesse favorevoli all'USD. Per il 2025 ci aspettiamo un persistente vigore dell'USD. Con il ritorno di Donald Trump alla Casa Bianca a gennaio, il mercato si aspetta un allentamento fiscale grazie agli sgravi previsti e ad almeno alcuni dazi mirati, che dovrebbero rafforzare l'USD. In Europa, l'incertezza dovuta alle tensioni politiche interne in Germania e Francia si conferma elevata e dovrebbe penalizzare l'EUR ancora per qualche mese. Inoltre, le economie dell'eurozona, già strutturalmente meno dinamiche di quella USA, verrebbero danneggiate da nuovi dazi commerciali. Rispetto alla Fed, la BCE dovrebbe avere più motivi e più margine per effettuare più tagli nel 2025, pertanto i differenziali d'interesse rimarranno favorevoli all'USD. Questo vantaggio in termini di carry rimane il motivo principale della nostra attesa ottimista sull'USD nel 2025. Il vigore dell'USD dovrebbe persistere non solo nei confronti dell'EUR, ma anche di GBP e JPY. Quanto al CHF, i flussi rifugio dovrebbero attenuarsi nei prossimi tre mesi a causa dei recenti sviluppi in Medio Oriente, mentre l'economia svizzera dovrebbe restare solida.

Asset allocation

2025: moderato ottimismo, ma percorso accidentato

Analisi

- Nel 2024 i mercati finanziari ci hanno sorpreso. I rendimenti obbligazionari sarebbero dovuti scendere anziché salire e le borse hanno guadagnato terreno malgrado le valutazioni elevate. Gli spread, già ridotti, si sono ristretti.
- Tutto ciò si spiega con la tenuta dell'economia USA, il calo dell'inflazione più lento del previsto, il potenziale dell'intelligenza artificiale per aumentare la produttività e l'elezione di Trump: i mercati finanziari si concentrano sulla crescita futura, che si aspettano sostenuta. Di conseguenza danno poco peso alle valutazioni, aspettandosi che la crescita degli utili giustifichi le valutazioni elevate.

Asset allocation attuale

Classe d'investimento	Ponderazione attiva
Titoli di Stato globali	Neutrale
Obbligazioni societarie globali IG*	Sottoponderazione
Obbligazioni dei mercati emergenti	Sottoponderazione
Azioni globali	Sovraponderazione

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

- Nel 2025 i mercati finanziari dovrebbero offrire rendimenti moderatamente positivi agli investitori diversificati. Per le azioni, la sopravvalutazione deriva soprattutto dai prezzi elevati di alcune società molto grandi, mentre diversi altri segmenti appaiono sottovalutati. I numerosi e significativi rischi (geo)politici e le valutazioni elevate saranno fonte di volatilità. Tuttavia, nel nostro scenario di base caratterizzato da una crescita solida, una correzione potrebbe essere vista come un'opportunità prima di una rapida ripresa, soprattutto nei segmenti più sottovalutati del mercato, come le small cap ed i titoli europei.
- Siamo cauti riguardo alle obbligazioni societarie, poiché gli spread bassi comportano rischi asimmetrici: il potenziale di ulteriore calo degli spread è limitato in uno scenario positivo, ma il potenziale di ampliamento è notevole in uno scenario avverso. Dovendo scegliere tra azioni sopravvalutate e credito sopravvalutato, preferiamo quindi le azioni.
- I rendimenti obbligazionari sono interessanti, soprattutto per le emissioni USA e, in misura minore, in EUR, mentre quelli in CHF non sono appetibili. Ci aspettiamo che i rendimenti USA scendano poco nello scenario di base. Tuttavia, i titoli di Stato in USD e EUR (e forse quelli in CHF) dovrebbero poter offrire una certa protezione se le azioni dovesse correggere.

2024 sorprendente, 2025 volatile ma positivo

Per il 2024 ci aspettavamo un'ottima performance obbligazionaria e rendimenti azionari moderatamente positivi. Le cose sono andate diversamente: i rendimenti alla scadenza obbligazionari sono saliti (tranne quelli delle obbligazioni in CHF) e le borse globali si sono impennate. La tabella illustra il rendimento simulato nel 2024 per un portafoglio investito al 50% in obbligazioni e al 50% in azioni per investitori in CHF e in EUR.

Simulazione di un portafoglio 50% obbligazioni / 50% azioni

Valuta del portafoglio	Rendimento 2024 year-to-date*
CHF	12,5%
EUR	13,4%

Allocazione: 40% in titoli di Stato e obbligazioni investment grade nazionali, 10% in obbligazioni societarie investment grade globali (con copertura valutaria), 20% in azioni «nazionali» e 30% in azioni «globali» dei mercati sviluppati (senza copertura). I calcoli si basano su indici e non includono alcun costo.

* Variazione al 11 dicembre. Fonti: Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Portafoglio in CHF

- Nel 2024 il portafoglio bilanciato in CHF ha registrato una buona performance grazie all'anno inaspettatamente positivo per le obbligazioni in CHF e al vigore del mercato azionario globale, che ha compensato in parte la performance deludente delle azioni svizzere, il basso rendimento delle obbligazioni societarie globali e l'impatto del rialzo del CHF.
- Nel nostro scenario di base, per questo portafoglio prevediamo un rendimento nel 2025 molto inferiore ma positivo: rispetto al 2024 le obbligazioni in CHF dovrebbero registrare una performance peggiore e i rendimenti dei mercati azionari globali dovrebbero essere più moderati. Inoltre, il CHF continuerà a subire pressioni al rialzo, specie nei confronti dell'EUR.

Portafoglio in EUR

- Il portafoglio in EUR ha battuto quello in CHF: la performance delle azioni dell'UEM e l'effetto positivo dell'EUR più debole hanno più che compensato i rendimenti obbligazionari più bassi in EUR.
- Nel nostro scenario di base per il 2025, i rendimenti dovrebbero essere nettamente inferiori a quelli del 2024, ma comunque positivi. Le obbligazioni in EUR dovrebbero beneficiare del calo dei rendimenti e il mercato azionario in EUR potrebbe fare meglio grazie alla valutazione interessante, sostenendo la performance di questo tipo di portafoglio.

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



Redatto e pubblicato da Economics Department, Swiss Life Investment Management Holding SA, Zurigo

Swiss Life Asset Managers precisa che è possibile che le raccomandazioni qui sopra illustrate siano state attuate da Swiss Life Asset Managers prima della pubblicazione del presente documento. Nel preparare le nostre previsioni ci basiamo su fonti che riteniamo affidabili; tuttavia, non forniamo alcuna garanzia in relazione all'esattezza e alla completezza delle informazioni utilizzate. Il presente documento contiene asserzioni riguardanti future evoluzioni. Non ci assumiamo alcun impegno rispetto all'aggiornamento o alla revisione delle stesse. Le evoluzioni effettive possono variare di molto, nel risultato, rispetto alle nostre aspettative iniziali.

Francia: la presente pubblicazione è distribuita a clienti effettivi e potenziali in Francia da Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Paris.

Germania: la presente pubblicazione è distribuita in Germania da Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, 50668 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, 60598 Frankfurt am Main e BEOS AG, Kurfürstendamm 188, 10707 Berlin.

Gran Bretagna: la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells Street, London W1T 3PT. **Svizzera:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Management SA, General-Guisan-Quai 40, 8022 Zürich.

Norvegia: Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon VII's gt 1, 0161 Oslo. **Italia:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers Luxembourg, succursale Italia, via San Prospero 1, 20121 Milano. **Danimarca:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers Danmark, filial af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K.