

Maggio 2025

Tassi d'interesse e obbligazioni

Impennata degli spread dopo il «Liberation Day»

Rendimenti obbligazionari e spread del credito IG

	Rendimento dei titoli di Stato decennali			Spread dei titoli investment grade		
	Attuale	Apr. 2025*	Year-to-date*	Attuale	Apr. 2025*	Year-to-date*
US	4,2%	-4 pb	-41 pb	106 pb	12 pb	26 pb
Eurozona	2,4%	-29 pb	8 pb	112 pb	14 pb	10 pb
UK	4,4%	-23 pb	-13 pb	122 pb	11 pb	26 pb
CH	0,3%	-27 pb	0 pb	82 pb	13 pb	13 pb

Redimento eurozona = Germania, pb = punti base.

* Variazione al 30 aprile. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Il 2 aprile, dopo gli annunci di dazi del «Liberation Day», gli spread dei titoli high yield (HY) e investment grade (IG) si sono ampliati per il rischio recessione. Per ora i dati concreti resistono, ma la situazione può cambiare rapidamente.
- La Fed si mostra paziente, ma prevediamo ancora quattro tagli dei tassi nel 2025, soprattutto vista l'incertezza commerciale e l'impatto sull'economia.

Eurozona

- Ad aprile gli spread HY e IG in EUR si sono ampliati e i rendimenti decennali sono scesi per via del calo delle aspettative di crescita globale dovuto alla guerra commerciale. I dati europei restano solidi: indagini e dati concreti indicano una stabilizzazione.
- Ad aprile la BCE ha ridotto il tasso guida di 25 punti base (pb) e ci aspettiamo altri tre tagli quest'anno.

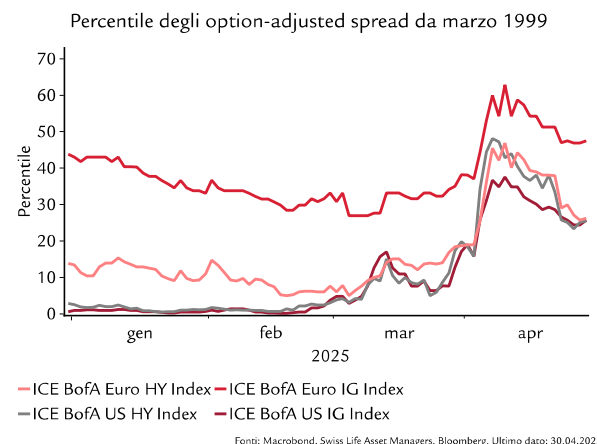
Regno Unito

- Ad aprile gli spread IG si sono ampliati e i rendimenti decennali sono scesi per via del calo delle aspettative di crescita.
- Alla luce delle previsioni meno rosee e dell'aumento del tasso di disoccupazione, ci aspettiamo che la Bank of England tagli i tassi quattro volte nel 2025.

Svizzera

- Dopo gli annunci di dazi, ad aprile le aspettative di crescita del PIL sono diminuite, gli spread IG si sono ampliati e i rendimenti decennali sono scesi.
- Prevediamo un altro taglio della BNS a giugno 2025, che porterà il tasso guida allo 0%.

Spread creditizi volatili ad aprile



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers, Bloomberg. Ultimo dato: 30.04.2025

Dopo l'annuncio del «Liberation Day» del presidente Trump il 2 aprile, che ha introdotto una serie di dazi «reciproci», gli spread si sono ampliati. Ciò ha causato un aumento delle aspettative d'inflazione USA, una revisione al ribasso delle previsioni di crescita del PIL in molti mercati e una maggiore probabilità di recessione negli Stati Uniti. Pertanto, a inizio aprile gli spread sono saliti (in EUR e in USD). In termini di percentili (dati fino al 31 marzo 1999), l'ampliamento spread si è tradotto in una normalizzazione degli spread USA sia IG che HY, da livelli storicamente bassi inferiori al 5% fino al 25% circa. Malgrado il restringimento nella seconda metà di aprile, per maggio abbiamo aspettative neutrali per gli spread IG e HY in EUR e USD. Nonostante il rischio di recessione USA nel secondo semestre 2025, il recente aumento degli spread sconta già un indebolimento dei fondamentali. Inoltre, il mercato sembra prevedere solo una recessione breve e blanda, anche grazie a una tregua nelle tensioni commerciali (con sospensioni dei dazi e un maggior numero di esenzioni e accordi) e a possibili tagli dei tassi della Fed. Quanto alla duration, ci aspettiamo un calo dei rendimenti dei titoli di Stato USA a 2 e 10 anni. Nell'eurozona prevediamo rendimenti più bassi a 2 anni, mentre siamo neutrali su quelli decennali. Per la Svizzera abbiamo un'aspettativa neutrale sui rendimenti sovrani lungo l'intera curva.

Azioni

Montagne russe: la politica USA domina le borse

Panoramica delle performance dei mercati azionari

	Apr. 2025*	Year-to-date*
Stati Uniti	-0,5%	-5,1%
Eurozona	0,2%	7,7%
Regno Unito	-0,8%	5,6%
Svizzera	-2,7%	5,8%
Mercati emergenti	1,3%	4,3%

Indici MSCI Net Total Return in valuta locale.
* Variazione al 30 aprile. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Dopo una brusca correzione nella prima metà di aprile (-10%), nella seconda il mercato si è ripreso, chiudendo con una performance quasi piatta.
- La correzione è stata causata soprattutto da sviluppi politici imprevedibili, tra cui gli annunci di dazi del «Liberation Day». Inoltre, il potenziale «licenziamento» del presidente della Fed Powell ha innervosito i mercati. Dopo la reazione dei listini Trump è tornato sui suoi passi e i mercati si sono ripresi.
- Tuttavia, il mercato USA resta sopravvalutato.

Eurozona

- Con quello britannico, il mercato europeo ha registrato le migliori performance quest'anno. In valuta locale, ha superato quello USA di circa il 13%.
- Quest'anno gli afflussi verso i titoli europei sono stati consistenti.
- Le valutazioni delle azioni europee restano perlopiù neutrali e molto più appetibili di quelle USA.

Regno Unito

- Finora il mercato britannico, noto per essere difensivo, ha eguagliato quello europeo.
- Il mercato britannico continua a beneficiare di una valutazione bassa.

Svizzera

- Aprile è stato deludente per le azioni svizzere. Dopo tre mesi deboli, le small cap hanno sovraperformato le large cap del 3% circa.
- La valutazione del mercato azionario svizzero si colloca nella parte superiore dell'intervallo neutrale.

Mercati emergenti

- Ad aprile i mercati emergenti hanno sovraperformato tutti i mercati sviluppati.
- L'India, la seconda maggiore ponderazione dell'indice, si è distinta. Dopo il +10% di marzo, la performance di aprile è stata del +3,6%.

Cosa succede dopo fasi di elevata volatilità?

Di recente la volatilità di mercato è stata eccezionalmente elevata. Il VIX, un indice che misura la volatilità (attesa) a breve termine del mercato azionario USA in base ai prezzi delle opzioni, ha superato quota 50. In periodi «normali», si attesta a circa 20. Questi picchi non sono insoliti nelle fasi ribassiste e in periodi di estrema incertezza, come quello attuale o la crisi del Covid nel 2020, quando il VIX ha raggiunto quota 80. Storicamente, esiste una forte correlazione tra i picchi di volatilità e l'andamento successivo delle borse.

Picchi di volatilità (VIX > 50) e performance dei mercati

S&P 500: Performance dopo la chiusura del VIX > 50					
	+1M	+3M	+6M	+12M	+24M
% di rendimenti positivi	55.4	35.1	68.9	98.7	100
Mediana	1.6	-7.3	5.8	26.6	39.4
Max.	22.8	38.3	46.8	71	94.8
Min.	-22.9	-24.9	-21.1	-0.4	9.8

Fonte: Swiss Life Asset Managers, Bloomberg. Dati dal 1990 al 2025

I dati storici mostrano che dopo picchi del VIX di oltre 50 i rendimenti del mercato azionario tendono a essere fortemente positivi. Quanto più lungo è il periodo, tanto migliore è la performance e maggiore la percentuale di risultati positivi. Su un orizzonte temporale di un anno, quasi il 100% dei rendimenti è positivo e gli esiti più sfavorevoli sono molto vicini a una performance dello 0%. Come si spiega? Di norma i picchi di volatilità si verificano durante fasi ribassiste o brusche correzioni. Di solito queste fasi durano poco, da pochi giorni ad alcuni mesi. Dopo questi episodi, le valutazioni tendono a essere più interessanti, spesso le banche centrali hanno tagliato i tassi e le prospettive economiche iniziano a migliorare. Nel breve periodo i mercati tendono a reagire in modo eccessivo alle notizie negative. Poi, con il venir meno dell'incertezza, iniziano a rivalutare i rischi e di norma si riprendono. Cosa succederà questa volta? Riteniamo che vi siano buone probabilità che nei prossimi 12 mesi i mercati azionari confermino questo pattern storico, per vari motivi: 1. è probabile che le trattative commerciali abbiano esito positivo; 2. le banche centrali taglieranno i tassi; 3. lo stimolo fiscale in Europa e gli sgravi fiscali negli Stati Uniti sosterranno i mercati. Tuttavia, vi sono due rischi principali: 1. un eccessivo ottimismo riguardo alle trattative commerciali; 2. anche dopo la correzione, il mercato azionario USA è sopravvalutato.

Valute

USD: la situazione non cambia

Panoramica delle principali valute

	Apr. 2025*	Year-to-date*	A 1 mese
EUR/USD	4,7%	9,4%	→
EUR/CHF	-2,1%	-0,4%	↘
GBP/USD	3,2%	6,5%	→
USD/JPY	-4,6%	-9,0%	→

* Variazione al 30 aprile. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Ad aprile l'USD ha continuato a indebolirsi. Tutte le principali valute si sono apprezzate nei confronti dell'USD. L'entità dell'annuncio di dazi del 2 aprile è stata sottovalutata e la fiducia negli attivi USA ne ha risentito.
- Il sentiment nei confronti dell'USD resta negativo e le posizioni short sull'USD e long sull'EUR sono consistenti. Visto il rischio di inversione, preferiamo mantenere un'aspettativa neutrale su EUR/USD.

Eurozona

- Ad aprile l'EUR ha sovraperformato: dopo gli annunci di dazi è ritenuto una valuta rifugio liquida.
- Le valute non dovrebbero ricevere impulsi dalla politica monetaria. Le nostre aspettative di politica monetaria per la BCE e la Fed sono in linea con quelle del mercato.

Regno Unito

- Ad aprile, il GBP si è nettamente apprezzato nei confronti dell'USD, superando temporaneamente quota 1,34. Tuttavia, è sceso nei confronti dell'EUR.
- Per maggio manteniamo un'aspettativa neutrale su GBP/USD ed EUR/GBP.

Svizzera

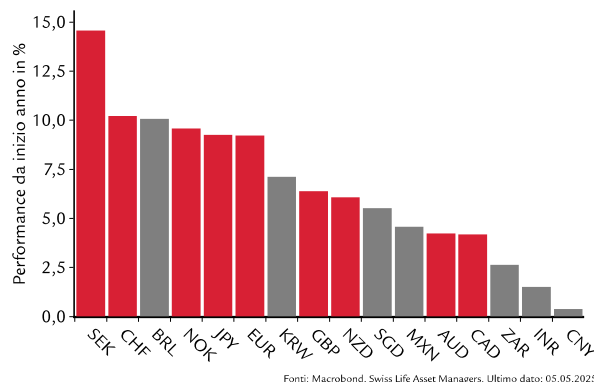
- Come da noi previsto, ad aprile la debolezza del CHF nei confronti dell'EUR ha subito un'inversione. A metà mese EUR/CHF è tornato sotto 0,93.
- La notevole incertezza commerciale dovrebbe sostenere il ruolo del CHF come valuta rifugio. A maggio ci aspettiamo un EUR/CHF ancora debole.

Giappone

- Ad aprile il JPY, che non è riuscito a beneficiare della debolezza dell'USD a marzo, ha guadagnato il 4,8% rispetto all'USD, registrando la seconda migliore performance.
- Abbiamo un'aspettativa neutrale su USD/JPY per maggio.

L'USD e la crisi di fiducia

Performance da inizio anno rispetto all'USD:
alcune valute dei mercati sviluppati (rosso) ed emergenti (grigio)



Ad aprile l'USD non ha avuto tregua. Gli annunci sulla politica commerciale USA e i commenti del presidente Trump che hanno messo in discussione l'indipendenza della Fed hanno accentuato la crisi di fiducia negli attivi USA, causando una nuova correzione generalizzata dell'USD. Inoltre, con l'ulteriore aumento delle probabilità di recessione negli Stati Uniti le prospettive fondamentali dell'USD restano fosche. I dati economici USA si confermano solidi, a indicare che l'economia inizia questa fase difficile con un ottimo slancio. Tuttavia, a differenza della perdita di fiducia, con ogni probabilità gli effetti negativi della guerra commerciale saranno visibili nei dati concreti con un certo ritardo e inizieranno a frenare l'attività economica nella seconda metà dell'anno. I nostri economisti hanno rivisto al ribasso le previsioni di crescita del PIL USA per il 2025: dall'1,8% all'1,4%, ma anche le aspettative di crescita per l'eurozona. Oltre alla riduzione della domanda, l'incertezza elevata a livello globale dovrebbe avere un impatto particolarmente negativo sugli investimenti aziendali e sui consumi privati nell'eurozona. Ciononostante, il continuo rialzo di EUR/USD ad aprile è derivato tanto dal vigore dell'EUR quanto dal pessimismo nei confronti dell'USD. I differenziali d'interesse reali a 5 anni hanno continuato a favorire l'EUR, il che ne spiega il rafforzamento. Allo stesso tempo, l'attività sul mercato di EUR/USD si è discostata dal differenziale d'interesse nominale a 2 anni. Il pessimismo nei confronti dell'USD trova riscontro anche nel posizionamento degli investitori, che è decisamente short sull'USD e long sull'EUR. Ciò comporta un rischio latente di ribasso per EUR/USD in caso di improvvisa liquidazione di queste posizioni. Per maggio manteniamo un'aspettativa neutrale su EUR/USD.

Asset allocation

Un mese all'insegna della confusione

Analisi

- Il 2 aprile l'annuncio di dazi punitivi da parte degli Stati Uniti ha causato una netta correzione globale che ha colpito tutte le classi d'investimento e le regioni.
- Inoltre, ha alimentato i timori per il ruolo di attivi rifugio quali Treasury Bill e USD, causando un deprezzamento dell'USD e un'elevata volatilità dei rendimenti.
- Dopo l'introduzione di eccezioni e la sospensione dei dazi per 90 giorni da parte dell'amministrazione USA, i mercati hanno recuperato le perdite.

Visione attuale dell'asset allocation

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

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

- Abbiamo ridotto l'esposizione azionaria a un livello neutrale, mantenendo il sovrappeso sui titoli di Stato e il sottopeso sulle obbligazioni societarie.
- L'incertezza è diminuita, ma la situazione resta confusa e i rischi significativi. I mercati azionari sono ancora volatili e non scontano appieno i rischi per la crescita e gli utili. Pertanto, abbiamo ridotto l'esposizione a un livello neutrale.
- Durante le recenti turbolenze i rendimenti sovrani non hanno reagito come previsto. Nel contesto attuale, negli Stati Uniti e in Europa i livelli restano elevati, ma dovrebbero scendere quando i dati economici si indeboliranno.
- Il miglioramento dopo l'iniziale espansione lascia i credit spread sotto la media a lungo termine e sotto i livelli attesi alla luce dei notevoli rischi macroeconomici.

Volatilità elevata nonostante la de-escalation

L'annuncio del 2 aprile di Donald Trump ha scioccato i mercati finanziari per via dell'entità e del metodo di calcolo dei dazi. Le mosse successive del governo USA hanno rivelato l'impraticabilità del piano e il rischio di gravi danni all'economia statunitense e globale. Tra rettifiche, concessioni, sospensioni e «trattative» in corso, i mercati finanziari hanno recuperato terreno, ma l'incertezza resta alta e crea volatilità. Le industrie non possono adeguare le catene logistiche globali entro fine giugno, quindi sono probabili ulteriori concessioni e una maggiore attenzione alle questioni interne. Questa incertezza ritarderà le decisioni d'investimento e ridurrà la spesa per consumi, influenzando negativamente sulla crescita USA e globale.

Intanto, i mercati azionari sono tornati ai livelli del 2 aprile, ma non scontano appieno gli effetti macro a lungo termine delle politiche statunitensi. Pertanto, a nostro avviso il nervosismo sui mercati azionari perdurerà. Manteniamo una ponderazione azionaria nel complesso neutrale, preferendo un approccio tattico e sovrappesando mercati che possono beneficiare di una moderazione della politica commerciale USA.

Il netto deprezzamento dell'USD e l'andamento dei titoli di Stato USA ad aprile suggeriscono che il loro ruolo di attivi rifugio non va dato per scontato. Gli investitori stanno diversificando, esercitando pressioni su tassi di cambio e rendimenti obbligazionari. L'impatto sui rendimenti USA non sarà immediato a causa della mancanza di alternative valide. Inoltre, i rendimenti attualmente elevati sono in contrasto con il rallentamento economico atteso negli Stati Uniti e in gran parte dei Paesi, il che ci induce a sovrappesare i titoli di Stato.

Dopo un iniziale ampliamento, gli spread si sono ristretti e restano inferiori alle medie storiche. Questi livelli sono in contrasto con il crescente rischio di un netto rallentamento dell'economia. Pertanto, continuiamo a sottopesare questa classe d'investimento.

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.