

Giugno 2025

Tassi d'interesse e obbligazioni

Novità sui dazi e timori per il disavanzo pubblico

Rendimenti obbligazionari e spread del credito IG

	Rendimento dei titoli di Stato decennali			Spread dei titoli investment grade		
	Attuale	Mag. 2025*	Year-to-date*	Attuale	Mag. 2025*	Year-to-date*
US	4,5%	32 pb	-9 pb	88 pb	-18 pb	8 pb
Eurozona	2,6%	11 pb	19 pb	101 pb	-11 pb	-1 pb
UK	4,7%	29 pb	16 pb	111 pb	-11 pb	15 pb
CH	0,3%	-1 pb	-1 pb	77 pb	-4 pb	8 pb

Reddito eurozona = Germania, pb = punti base.

* Variazione al 28 maggio. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- A maggio gli spread ed i rendimenti dei titoli del Tesoro USA sono stati volatili a causa delle novità riguardanti i dazi e dei timori per il disavanzo pubblico. Di conseguenza, i rendimenti a 2 e 10 anni sono aumentati.
- Come previsto, a maggio la Fed ha mantenuto invariato il tasso guida. Ci attendiamo quattro tagli dei tassi nel 2025 a partire da luglio quale reazione al rallentamento economico nella seconda metà del 2025 causato dagli elevati dazi.

Eurozona

- Gli spread high yield (HY) e investment grade (IG) in EUR si sono ristretti e i rendimenti dei titoli di stato sono saliti meno di quelli USA.
- Con il calo dell'inflazione ci aspettiamo altri tre tagli dei tassi della BCE quest'anno, a partire da giugno.

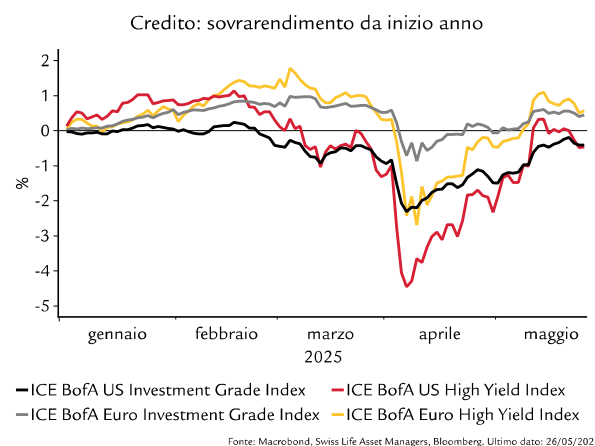
Regno Unito

- Gli spread IG si sono ristretti dai livelli ampi di aprile e i rendimenti sono saliti lungo l'intera curva.
- L'8 maggio la Bank of England ha tagliato il tasso guida al 4,25% e ci aspettiamo altri tre tagli quest'anno, a partire da agosto.

Svizzera

- Gli spread IG si sono ristretti in linea con gli altri mercati sviluppati. La curva dei tassi si è irripidita.
- Ci aspettiamo che la BNS tagli il tasso guida di 50 pb a giugno e di 25 pb a settembre, portandolo a -0,5%, per indebolire il CHF e prevenire un ulteriore calo dell'inflazione.

Sovrarendimento del credito ancora in ripresa a maggio



Fonte: Macrobond, Swiss Life Asset Managers, Bloomberg. Ultimo dato: 26/05/2025

Il sovrarendimento è la differenza di rendimento tra credito e titoli di Stato. A maggio la ripresa del sovrarendimento del credito IG e HY da inizio anno rispetto ai titoli di Stato è proseguita grazie al netto restringimento degli spread in tutti i segmenti, che ha superato l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato. A maggio il sovrarendimento del credito HY ha superato quello dell'IG per via della maggiore sensibilità dell'HY alla variazione degli spread. Il sovrarendimento è aumentato soprattutto per l'HY in USD, grazie al netto calo degli spread dopo il ritiro dei dazi tra Stati Uniti e Cina. Va notato che il sovrarendimento da inizio anno è positivo per il credito in EUR e negativo per quello in USD. Dopo il calo degli spread a maggio, il rischio di un ampliamento a causa dei dazi USA e del loro impatto sull'economia è di nuovo aumentato. Pertanto, prevediamo un aumento degli spread nell'HY, vista la sua sensibilità, e abbiamo aspettative neutrali per gli spread IG in EUR e USD a giugno. Quanto alla duration, per giugno ci aspettiamo un calo dei rendimenti obbligazionari a 2 e 10 anni negli Stati Uniti e nell'eurozona.

Azioni

Sell in May and go away?

Panoramica delle performance dei mercati azionari

	Mag. 2025*	Year-to-date*
Stati Uniti	6,0%	0,6%
Eurozona	5,7%	13,8%
Regno Unito	2,7%	8,5%
Svizzera	1,4%	7,2%
Mercati emergenti	4,8%	9,3%

Indici MSCI Net Total Return in valuta locale.
* Variazione al 28 maggio. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Maggio è stato un ottimo mese per le azioni USA grazie al ritiro dei dazi sulle importazioni cinesi e al rinvio dell'aumento dei dazi imposti all'UE. Il mercato ha recuperato quasi il 20% dai minimi di aprile: una delle riprese più rapide e vigorose mai registrate.
- Con questo rimbalzo, il mercato USA è di nuovo molto sopravvalutato. Solo le small cap hanno valutazioni nella norma storica.

Eurozona

- A maggio la performance delle azioni dell'eurozona è stata in linea con quella delle azioni USA. Tra i mercati principali, il mercato dell'eurozona è l'unico in rialzo di oltre il 10% da inizio anno.
- Dopo la breve correzione causata dai timori per l'aumento dei dazi, l'annuncio da parte del Presidente Trump di un rinvio da giugno a luglio ha rilanciato questo mercato, che ha di nuovo battuto quello USA.
- La valutazione del mercato europeo è aumentata e ora supera le medie storiche, ma lo sconto di valutazione rispetto al mercato USA resta notevole.

Regno Unito

- A maggio il mercato britannico ha sottoperformato per via del suo carattere altamente difensivo.
- La valutazione del mercato britannico resta bassa.

Svizzera

- La borsa svizzera ha sottoperformato anche a maggio. Le small cap hanno nuovamente superato le large cap e sono in leggero vantaggio da inizio anno.
- Ora anche la valutazione del mercato azionario svizzero supera l'intervallo neutrale.

Mercati emergenti

- Performance positiva dei mercati emergenti a maggio.
- Le valutazioni restano eque e nettamente inferiori a quelle dei mercati sviluppati.

Investire in titoli ad alto dividendo

L'investimento in azioni ad alto dividendo è popolare da circa 30 anni. Nel lungo periodo, questi titoli registrano performance simili a quelle del mercato, ma per circa 15 anni, e soprattutto negli ultimi due, hanno nettamente sottoperformato per via dell'esposizione molto più ridotta all'IT. Storicamente, i dividendi hanno avuto un ruolo fondamentale nei rendimenti azionari: negli Stati Uniti, dal 1871, sono stati all'origine di circa il 50% dei rendimenti totali. Negli ultimi anni questa quota è diminuita perché le aziende hanno preferito effettuare riacquisti di azioni proprie.

Performance relativa dei titoli ad alto dividendo rispetto al mercato (globale)



L'investimento ad alto dividendo ha cinque caratteristiche principali: 1. Nel lungo periodo, la performance è in linea con quella degli indici di mercato. 2. I dividendi sono molto più elevati (il rendimento del dividendo degli indici MSCI ad alto dividendo supera del 50% quello degli indici di mercato) e il rendimento del dividendo maggiore attenua il rischio. 3. È meno rischioso in termini di volatilità, quota di settori ciclici e concentrazione. 4. Ha valutazioni più basse; le aziende sono meno indebitate a fronte di una redditività analoga. 5. La crescita degli utili è inferiore a quella del mercato. L'investimento in titoli ad alto dividendo offre quindi performance in linea con quelle del mercato con diversi vantaggi interessanti, anche se tende ad avere una performance più contenuta in fasi di netto rialzo. Per avere successo nell'investimento ad alto dividendo è fondamentale usare indicatori di qualità per valutare la sostenibilità del rendimento del dividendo. Ora l'investimento ad alto dividendo ci sembra molto appetibile: la valutazione relativa è bassa, i 15 anni di performance inferiore sembrano essersi conclusi e il contesto globale di bassi tassi che ha sostenuto la fase rialzista precedente è venuto meno.

Valute

USD: vittima di una crisi di fiducia

Panoramica delle principali valute

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

* Variazione al 28 maggio. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Dopo la correzione di aprile, nella prima metà di maggio l'USD ha recuperato terreno prima di indebolirsi di nuovo. Su base ponderata per l'interscambio, la performance dell'USD è stata quasi piatta.
- Il sentiment nei confronti dell'USD resta negativo e le posizioni short sull'USD e long sull'EUR sono consistenti. A nostro avviso la crisi di fiducia continuerà e l'USD si indebolirà ancora a giugno.

Eurozona

- Il differenziale d'interesse tra eurozona e Stati Uniti è aumentato a scapito dell'EUR, ma EUR/USD ha chiuso maggio a 1,13, intorno al livello di inizio mese.
- Rispetto ai mercati, ci aspettiamo due tagli in più dalla Fed e uno in più dalla BCE entro fine 2025. Anche per questo, crediamo che EUR/USD si rafforzerà.

Regno Unito

- A maggio il GBP si è apprezzato rispetto a USD ed EUR. L'inflazione più alta del previsto e la revisione al ribasso delle aspettative di tagli dei tassi potrebbero aver favorito questa dinamica.
- Manteniamo un'aspettativa neutrale su EUR/GBP, ma prevediamo un apprezzamento del GBP rispetto all'USD a giugno.

Svizzera

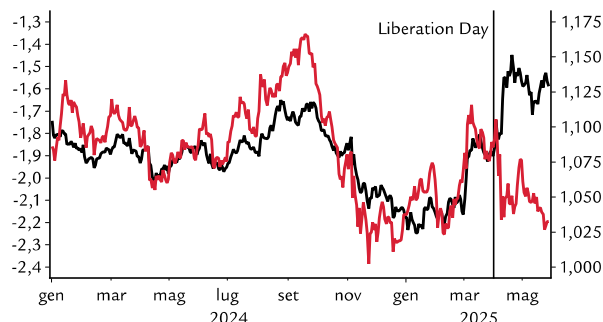
- A maggio il CHF è rimasto stabile rispetto a EUR e USD.
- Siamo neutrali su EUR/CHF, malgrado che ci attendiamo che il tasso guida della SNB diventi negativi a giugno.

Giappone

- Performance deludente del JPY a maggio, in calo di oltre l'1% su base ponderata per l'interscambio.
- In previsione di un indebolimento dell'USD, siamo negativi su USD/JPY per giugno.

EUR/USD: la crisi di fiducia ha la meglio sul carry

Tasso spot EUR/USD vs. differenziale di rendimento Germania/USA



— Differenziale di rendimento a 2 anni: Germania meno USA, asse sx
— Tasso spot EUR/USD, asse dx

Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 28 maggio 2025

L'USD resta sotto pressione. Malgrado una sospensione di 90 giorni dei dazi reciproci da parte del Presidente USA, il «Liberation Day» del 2 giugno ha interrotto la correlazione tra l'andamento dell'USD e il carry. Il differenziale d'interesse («carry») era di gran lunga il fattore di performance principale della coppia di valute più scambiata, ossia EUR/USD (cfr. grafico). La situazione è cambiata. Tra tutti gli strumenti finanziari, l'USD è la vittima principale della crisi di fiducia innescata dal governo USA con le sue politiche economiche imprevedibili, i suoi attacchi alle istituzioni e le velate minacce agli investitori esteri, in particolare ai detentori di Treasury USA. Riteniamo che il «Liberation Day» possa aver segnato il culmine della guerra commerciale, ma è improbabile che la crisi di fiducia si risolva in breve tempo. Ora che l'attenzione si sposta sulla politica fiscale USA e sulla «big beautiful bill» proposta dal presidente, tra gli investitori esteri emerge un'altra potenziale fonte di preoccupazione. L'attuale proposta della Camera dei rappresentanti implica per i prossimi anni un disavanzo di bilancio pressoché invariato, pari al 7% del PIL, che scende al 6% tenendo conto dei dazi (cfr. *Prospettive Economia* per maggiori dettagli). La traiettoria del debito USA resta quindi insostenibile, soprattutto se l'incertezza sul fronte delle politiche economiche, il calo dell'immigrazione e dazi economicamente inefficienti inizieranno a pesare sul potenziale di crescita del Paese. Alla luce della crisi di fiducia e dei timori fiscali, ci aspettiamo di conseguenza un ulteriore indebolimento dell'USD malgrado il suo vantaggio in termini di carry.

Asset allocation

Punto e a capo

Analisi

- A maggio la ripresa dei mercati azionari dalla correzione causata dagli annunci dei dazi del «Liberation Day» del 2 giugno è proseguita sulla scia di vari ritocchi e rinvii e delle trattative commerciali in corso.
- Il sentiment positivo in borsa ha giovato ai mercati del credito: gli spread si sono ristretti, ma l'aumento dei rendimenti sovrani, soprattutto negli USA, ha eroso la performance.
- Nel complesso, a maggio i titoli di Stato hanno registrato performance negative, ma le obbligazioni svizzere hanno fatto di nuovo eccezione.

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

- Lasciamo invariata la nostra asset allocation. Ora che le perdite causate dagli annunci del 2 aprile sono state recuperate, l'attenzione torna a concentrarsi sui fondamentali economici. Tuttavia, è richiesta cautela per via di potenziali picchi di volatilità con l'avvicinarsi della scadenza del rinvio a luglio dell'introduzione dei dazi.
- Il miglioramento del sentiment sostiene la nostra allocazione azionaria neutrale, malgrado la relativa debolezza dei fondamentali. A nostro avviso, quindi, i mercati hanno ancora un margine di ripresa, ma i rischi aumentano.
- Benché comprensibile, il recente aumento dei rendimenti sovrani USA contrasta con il nostro scenario di base di crescita più lenta e temporaneo aumento dell'inflazione per via dei dazi. Pertanto, continuiamo a sovrappesare i titoli di Stato e a sottopesare il credito. Gli spread sono molto ridotti e non riflettono in modo adeguato i rischi attuali.

Torna indietro fino al via!

Nel gioco da tavolo «Monopoly», chi pesca la carta «Torna indietro fino al via!» deve tornare all'inizio del gioco e rinunciare alla «ricompensa» a cui avrebbe avuto diritto. Nei mercati finanziari si è verificato qualcosa di simile. Dopo gli annunci di dazi «reciproci» di Trump, il 2 aprile, i mercati azionari e creditizi globali hanno subito una brusca correzione e poi sono tornati ai livelli di inizio anno. Cosa ci aspetta? Mettiamo le carte in tavola.

Il nostro scenario di base prevede un rallentamento economico nella seconda metà del 2025, ma non una vera recessione globale. L'inflazione dovrebbe continuare a scendere in Europa, mentre negli Stati Uniti salirà temporaneamente per via dei dazi. I fondamentali delle azioni non sono cambiati molto da gennaio. Ora gli analisti prevedono una crescita degli utili annua del 7-11% per le grandi aziende dei mercati sviluppati nei prossimi due anni: un ritmo storicamente rapido. Queste proiezioni ottimistiche potrebbero essere messe alla prova, soprattutto con valutazioni del mercato USA ancora elevate e valutazioni del mercato europeo in un intervallo neutrale. Utili inferiori alle attese potrebbero innescare una correzione. Tuttavia, se vi saranno progressi nelle trattative commerciali, nelle prossime settimane i listini potrebbero riprendersi. Nel complesso, restiamo quindi neutrali sulle azioni.

I tassi restano alti negli Stati Uniti e, in misura minore, in Europa. La Svizzera, che è ancora considerata un Paese rifugio, offre tassi molto bassi. I timori sulla sostenibilità del debito USA e il calo della fiducia nei Treasury e nell'USD potrebbero giustificare rendimenti sovrani più alti, ma gli attuali livelli sembrano incompatibili con un rallentamento dell'economia e dovrebbero scendere.

Dopo il lieve ampliamento di aprile, a maggio gli spread sono tornati sui livelli storicamente bassi di fine 2024. Secondo alcuni analisti, il motivo è che i titoli di Stato sono sempre più percepiti come rischiosi. Tuttavia, il rischio di default effettivo dei Treasury USA resta decisamente basso. Come abbiamo visto dopo il 2 aprile, le turbolenze dei mercati tendono a far ampliare gli spread e a far scendere i rendimenti, anche se in modo meno marcato rispetto al passato. Pertanto, sottopesiamo il credito, che ci sembra sopravvalutato, e manteniamo il sovrappeso sui titoli di Stato.

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.