

Agosto 2025

Tassi d'interesse e obbligazioni

Curve dei rendimenti più ripide e normalizzate

Rendimenti obbligazionari e spread del credito IG

	Rendimento dei titoli di Stato decennali			Spread dei titoli investment grade		
	Attuale	Lug. 2025*	Year-to-date*	Attuale	Lug. 2025*	Year-to-date*
US	4,3%	11 pb	-23 pb	76 pb	-7 pb	-4 pb
Eurozona	2,7%	9 pb	33 pb	79 pb	-13 pb	-23 pb
UK	4,6%	9 pb	1 pb	94 pb	-7 pb	-2 pb
CH	0,3%	-8 pb	6 pb	72 pb	0 pb	3 pb

Redimento eurozona = Germania, pb = punti base.
* Variazione al 31 luglio. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- A luglio gli spread dei titoli investment grade (IG) e high yield (HY) si sono ristretti, avvicinandosi ai minimi storici. I tassi sono aumentati, ma da metà luglio il differenziale tra i rendimenti dei Treasury USA a 2 e 10 anni (curva 2s10s) si è appiattito.
- In previsione di un indebolimento dei dati economici nella seconda metà dell'anno, nel 2025 ci aspettiamo ancora tre tagli dei tassi guida da settembre.

Eurozona

- Dopo l'accordo con gli Stati Uniti, a luglio gli spread in EUR si sono ristretti molto. La curva 2s10s si è irripidita, per poi appiattirsi dopo metà luglio.
- A luglio la BCE ha lasciato il tasso invariato. Data la tendenza disinflazionistica e il contesto economico incerto, ci aspettiamo un altro taglio quest'anno.

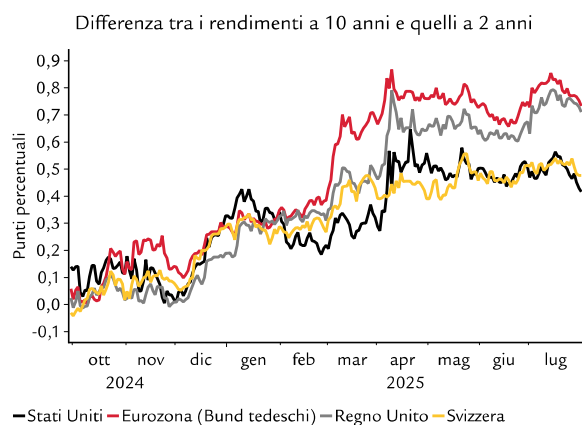
Regno Unito

- Nel Regno Unito gli spread IG si sono ristretti, tornando quasi ai bassi livelli di prima di marzo. A luglio i tassi a 2 e 10 anni sono saliti.
- In previsione di un indebolimento del mercato del lavoro, ci attendiamo ancora tre tagli dei tassi dalla Bank of England nel 2025 da agosto.

Svizzera

- A luglio gli spread IG sono rimasti stabili. I rendimenti sono scesi leggermente per tutte le scadenze e la pendenza della curva 2s10s è rimasta invariata.
- Non ci aspettiamo altri tagli dalla BNS nel 2025, visti i toni più restrittivi assunti di recente dall'istituto.

Sovrapformance delle duration brevi da inizio anno



La curva 2s10s, ossia la differenza di rendimento tra i titoli di Stato a 2 e 10 anni, viene usata per misurare la pendenza della curva. Una differenza maggiore indica una curva più ripida, mentre un valore negativo segnala un'inversione. Dal 10 ottobre 2024, le curve 2s10s di Stati Uniti, eurozona, Regno Unito e Svizzera sono rimaste positive, ossia non sono più invertite e si sono normalizzate. La curva dell'eurozona è la più ripida per via del calo dei tassi a breve termine dopo i tagli della BCE e dei rendimenti a lungo termine più alti per l'aumento delle emissioni di titoli di Stato. Ciò riflette l'incremento della spesa per la difesa viste le tensioni geopolitiche e la nuova strategia fiscale della Germania, incentrata su infrastrutture, sicurezza e difesa. Malgrado l'indebolimento dei dati macro previsto nella seconda metà del 2025 e le valutazioni elevate del credito, i fattori tecnici restano favorevoli. I rendimenti complessivi elevati e la propensione al rischio, sostenuta dai recenti accordi commerciali con gli USA, alimentano la domanda di credito, che potrebbe superare l'offerta estiva ridotta. Pertanto, per agosto restiamo neutrali sui titoli IG e HY in EUR e in USD e sulla duration, in previsione di rendimenti a 2 e 10 anni nel complesso stabili negli Stati Uniti, nell'eurozona e in Svizzera.

Azioni

Il trend è dalla tua parte, ma non per sempre

Panoramica delle performance dei mercati azionari

	Lug. 2025*	Year-to-date*
Stati Uniti	2,6%	8,9%
Eurozona	1,9%	15,0%
Regno Unito	4,6%	14,0%
Svizzera	0,3%	5,6%
Mercati emergenti	2,7%	18,4%

Indici MSCI Net Total Return in valuta locale.

* Variazione al 31 luglio. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Anche luglio è stato positivo per il mercato USA, che ha battuto Europa e Svizzera. Dai minimi di aprile, l'S&P 500 è salito di quasi il 30% e le Magnifiche 7 del 43% circa. Tra i fattori chiave figurano l'evoluzione positiva degli utili, con l'80% delle imprese che ha superato le attese, e importanti accordi commerciali.
- Tuttavia, le valutazioni sono elevate, specie per la tecnologia, e la speculazione in «meme stock» e titoli tech non redditizi fa pensare a una bolla.

Eurozona

- Malgrado la netta sottoperformance degli ultimi tre mesi, da inizio anno le azioni europee hanno battuto quelle USA del 6% circa, a cui va aggiunto il 10% al cambio in EUR o CHF.
- L'evoluzione degli utili, in linea con le attese, è stata meno favorevole di quella USA.
- La valutazione del mercato europeo è salita e ora supera le medie storiche.

Regno Unito

- Grazie alla sua valutazione relativamente bassa, il mercato britannico ha battuto l'Europa continentale per il secondo mese consecutivo.

Svizzera

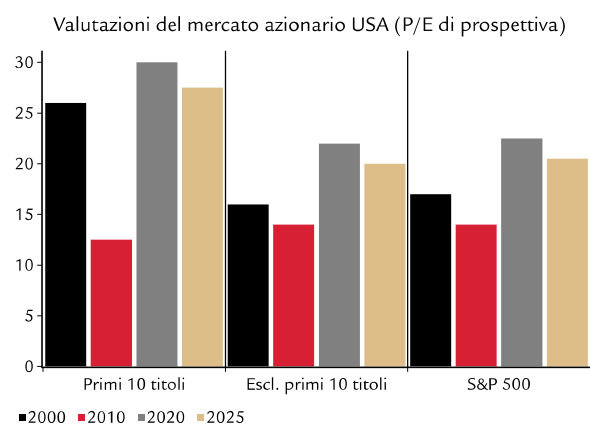
- A luglio e per il terzo mese consecutivo il mercato svizzero è stato il più deludente. Sovraperformance delle small cap del 2,5% a luglio e del 5,4% nel 2025.
- I titoli svizzeri hanno valutazioni più alte di quelli europei, ma più basse di quelli USA.

Mercati emergenti

- I mercati emergenti hanno di nuovo registrato la migliore performance.
- Ottimo mese per la Cina, mentre l'India ha subito perdite. Da inizio anno la Cina ha sovraperformato l'India del 24% in termini di USD.

Stiamo per raggiungere livelli da bolla?

Dopo brevi correzioni a inizio anno e ad aprile, le azioni USA, soprattutto tecnologiche, hanno registrato netti rialzi toccando nuovi massimi storici. L'indice S&P 500 quota a un rapporto prezzo/utigli (P/E) di 25, mentre il Nasdaq e le Magnifiche 7 hanno una media di 35, la valutazione più alta della storia dopo il 2000. Sorprende che ora i 10 maggiori titoli USA abbiano un P/E di prospettiva superiore a quello del 2000 e che anche i restanti 490 titoli quotino a livelli superiori al picco di quell'anno. Società come Nvidia, Broadcom e Tesla sono chiamate a realizzare una crescita dei ricavi di oltre il 100% in 5 anni, e per Palantir del 300%. Queste ipotesi di crescita e valutazioni elevate destano preoccupazioni sulle prospettive a medio termine e inducono a chiedersi se non sia il momento di sottopesare le azioni.



Fonte: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 2025

Nel medio termine, queste valutazioni elevate, specie negli Stati Uniti, dovrebbero tradursi in rendimenti attesi molto più bassi. Secondo le nostre proiezioni a 5 anni, le azioni USA hanno i rendimenti attesi più bassi mentre quelle dei mercati emergenti i più alti. I guadagni attesi dall'adozione dell'IA ci sembrano già scontati appieno e molti titoli legati all'IA appaiono sopravvalutati. Il quadro a breve termine è più sfumato. Dopo un intenso rally, le azioni USA sono chiaramente ipercomprate: l'afflusso di investitori retail e indicatori di fine ciclo come il margin debt e il posizionamento nelle opzioni sono segnali d'allarme. Tuttavia, i recenti sviluppi macro e fondamentali sono incoraggianti. Il rischio di recessione negli USA resta relativamente basso, la stagione degli utili è stata positiva e gli accordi con i principali partner hanno ridotto l'incertezza. La politica fiscale resta favorevole in gran parte dei Paesi e le banche centrali dovrebbero tagliare ancora i tassi.

Valute

Punto di svolta per l'USD?

Panoramica delle principali valute

	Lug. 2025*	Year-to-date*	A 1 mese
EUR/USD	-2,9%	10,5%	↗
EUR/CHF	-0,6%	-1,1%	→
GBP/USD	-3,7%	5,7%	↗
USD/JPY	4,0%	-4,7%	↘

* Variazione al 31 luglio. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- A luglio, l'USD si è apprezzato grazie alla politica attendista della Fed, alla luce dei dati economici solidi e delle prospettive incerte. Anche la politica ha svolto un ruolo importante. L'adozione del «One Big Beautiful Bill» e gli accordi con i principali partner commerciali hanno giovato, ma gli attacchi del presidente USA alla Fed hanno penalizzato temporaneamente l'USD (cfr. grafico e testo principale).
- Prevediamo un nuovo indebolimento dell'USD: siamo cauti nell'annunciare la fine della crisi di fiducia e prevediamo che la Fed assumerà toni più accomodanti a causa dei dati economici più deboli.

Eurozona

- A luglio, l'EUR si è molto deprezzato nei confronti dell'USD e di altre valute europee, malgrado i toni restrittivi della BCE.
- Ribadiamo le nostre aspettative positive su EUR/USD e neutrali su EUR/CHF.

Regno Unito

- A luglio il GBP ha continuato a deprezzarsi nei confronti dell'EUR a causa delle incertezze fiscali, ma ha recuperato terreno verso fine mese.
- Ribadiamo le nostre aspettative neutrali su EUR/GBP e positive su GBP/CHF.

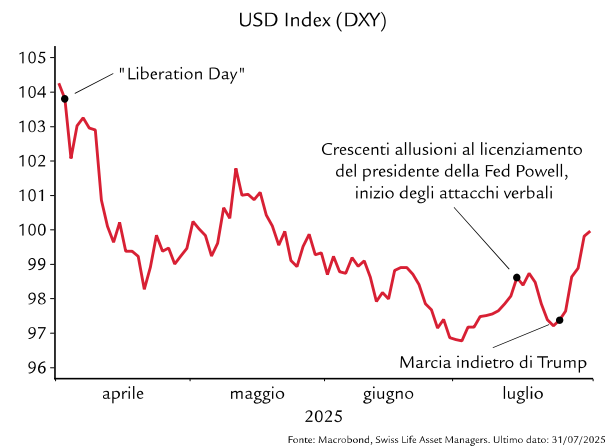
Svizzera

- Lieve apprezzamento del CHF nei confronti dell'EUR a luglio.
- Il mercato prevede ancora meno tagli da parte di BNS e BCE. Restiamo neutrali su EUR/CHF.

Giappone

- A luglio, il JPY è stato la valuta più deludente rispetto all'USD.
- Tuttavia, in previsione di un indebolimento dell'USD, ci aspettiamo un nuovo ribasso di USD/JPY nelle prossime settimane.

Ripresa dell'USD dai recenti minimi



Quest'anno la crisi di fiducia ha causato un deprezzamento dell'USD che, almeno dal «Liberation Day», è stato spesso scollegato dai fattori che influenzano le valute dei mercati sviluppati, come i differenziali di rendimento, le divergenze di crescita o le aspettative delle banche centrali. Tuttavia, a luglio l'USD si è ripreso grazie ai toni più restrittivi della Fed e all'apparente attenuarsi dei timori per le politiche dell'amministrazione USA. Ciò è comprensibile, in quanto (1) con l'approvazione del «One Big Beautiful Bill» gli investitori godono di maggiore chiarezza sulle prospettive fiscali, (2) la guerra commerciale è stata condotta in modo più coerente, con la conclusione di alcuni accordi e (3) il presidente USA è tornato sui suoi passi quanto al possibile licenziamento del presidente della Fed Powell. A nostro avviso, questi eventi potrebbero aver giustificato una riduzione del premio di rischio, ma non sono ancora segnali inequivocabili della fine della crisi di fiducia. La politica USA resterà molto imprevedibile e il rafforzamento dell'USD potrebbe causare una reazione negativa, ad es. nuovi attacchi verbali alla Fed, che di tanto in tanto hanno scosso i mercati. Dopo tutto, lo stesso presidente USA e il suo Chief Economic Advisor Stephen Miran hanno affermato ripetutamente di volere un USD più debole. Inoltre, malgrado i recenti toni restrittivi di Jerome Powell, continuiamo a prevedere tagli dei tassi nella seconda metà del 2025 a causa dell'indebolimento dei dati economici; pertanto, prevediamo un nuovo deprezzamento dell'USD nelle prossime settimane.

Asset allocation

Accordi commerciali: un sollievo per le borse e l'USD

Analisi

- A luglio, i mercati azionari hanno registrato ottimi guadagni, trainati dai continui rialzi negli Stati Uniti e nei mercati emergenti; l'Europa invece ha deluso. Negli Stati Uniti, le large cap tecnologiche hanno registrato i migliori guadagni, mentre in Europa si sono distinti i titoli ad alto dividendo.
- I rendimenti dei titoli di Stato sono leggermente aumentati, salvo in Svizzera. Gli spread dei Paesi periferici dell'eurozona si sono leggermente ridotti. I rendimenti dei mercati emergenti sono diminuiti, ma in modo molto volatile.
- Gli spread delle obbligazioni societarie si sono leggermente ridotti, i titoli HY hanno registrato un calo più netto, in linea con il vigore dei mercati azionari.
- A luglio l'USD si è rafforzato, guadagnando quasi il 3% su base ponderata per l'interscambio.

Visione attuale dell'asset allocation

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

- Abbiamo ridotto i titoli di Stato a un livello neutro per incrementare l'allocazione azionaria e ora siamo sovrappesati rispetto al benchmark.
- I mercati finanziari hanno reagito bene ai progressi sugli accordi commerciali, che, sebbene non ideali, hanno ridotto l'incertezza e placato i timori di una guerra commerciale, dando slancio alle borse.
- I rendimenti dei titoli di Stato sono rimasti relativamente stabili: le banche centrali dovrebbero procedere con cautela alla luce delle tensioni geopolitiche e delle conseguenze economiche dei dazi.
- Gli spread ancora ridotti potrebbero riflettere l'attenzione degli investitori al rendimento totale (rendimento dei titoli di Stato più spread), che è storicamente alto negli Stati Uniti e in gran parte d'Europa (Svizzera esclusa). Tuttavia, riteniamo che gli spread attuali non compensino adeguatamente il rischio di credito, quindi restiamo sottopesati e preferiamo le azioni, che offrono un potenziale di rialzo maggiore.
- Restiamo cauti sulle valute, in particolare dal punto di vista del CHF. Malgrado il recente rimbalzo dell'USD, vediamo ulteriori rischi di deprezzamento.

Sfruttare il momentum restando vigili

Dopo mesi di relazioni contraddittorie e speculazioni, la scadenza di agosto per gli accordi commerciali è arrivata. Sono stati raggiunti diversi accordi, ma per molti mancano i dettagli operativi. Gli accordi con Cina e India sono ancora in fase di negoziazione. Con il venire meno di una parte dell'incertezza, i mercati si sono ripresi dai minimi del 2 aprile. Le azioni USA, in termini di USD, scambiano a livelli record. Tuttavia, l'indebolimento dell'USD ha annullato gran parte dei guadagni per gli investitori europei quest'anno.

Gli spread sul credito si sono ridotti in tutte le categorie ed i tassi USA, benché elevati, sono ancora inferiori ai livelli di dicembre. I mercati azionari globali hanno perlopiù seguito la scia del rally USA, ma di recente l'Europa è rimasta indietro, annullando in parte la performance del T1. In sintesi, se si ignora la volatilità degli ultimi mesi, da fine 2024 sembra essere cambiato ben poco: le valutazioni degli attivi rischiosi restano elevate, i mercati sono ancora sospinti dal momentum e i tassi USA restano alti. Ma la situazione è tutt'altro che tranquilla. Le valutazioni degli attivi rischiosi sono tornate ai massimi di inizio anno e i mercati sono quindi vulnerabili a possibili shock. I dati economici si confermano solidi, ma negli Stati Uniti emergono segnali di tensione. Le aziende di private equity faticano a disinvestire a valutazioni eque e gli alti tassi d'interesse stanno diventando un problema persino per i consumatori ad alto reddito.

Va notato che i dati non riflettono ancora l'impatto economico dei dazi. Gli acquisti anticipati hanno sostenuto temporaneamente la crescita, ma nella seconda metà del 2025 si prevedono maggiori ostacoli che dovrebbero frenare la dinamica globale. Se anziché riprendersi l'USD dovesse indebolirsi ancora, gli effetti negativi potrebbero intensificarsi, soprattutto per gli esportatori europei, facendo salire i costi d'importazione per gli Stati Uniti, specie per beni difficilmente sostituibili.

Per il momento, però, la dinamica del mercato resta sostenuta. Le banche centrali potrebbero assumere toni più accomodanti in risposta alle pressioni economiche e valutarie. In questo contesto, ci adeguiamo al trend aumentando leggermente l'allocazione azionaria fino a un sovrappeso. Al contempo, continuiamo a sottopesare il credito a causa degli spread ridotti e siamo neutrali sui titoli di Stato. Ciò nonostante, restiamo vigili in quanto i fondamentali, gli sviluppi delle politiche economiche e il sentiment sono sempre più disallineati.

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.