

Settembre 2025

Tassi d'interesse e obbligazioni

Probabile taglio dei tassi della Fed a settembre

	Rendimento dei titoli di Stato decennali			Spread dei titoli investment grade		
	Attuale	Ago. 2025*	Year-to-date*	Attuale	Ago. 2025*	Year-to-date*
US	4,2%	-16 pb	-35 pb	77 pb	1 pb	-3 pb
Eurozona	2,7%	-1 pb	32 pb	84 pb	5 pb	-18 pb
UK	4,7%	13 pb	14 pb	92 pb	-1 pb	-4 pb
CH	0,2%	-10 pb	-3 pb	72 pb	0 pb	3 pb

Redimento eurozona = Germania, pb = punti base.
* Variazione al 28 agosto. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Ad agosto gli spread dei titoli investment grade (IG) e high yield (HY) in USD si sono ristretti. Dopo l'aumento lungo tutta la curva a luglio, ad agosto i rendimenti sovrani USA sono di nuovo diminuiti.
- Dopo il discorso di Jerome Powell a Jackson Hole, è probabile un taglio dei tassi guida a settembre. Anche la pressione politica sulla Fed è evidente. Prevediamo ancora tre tagli dei tassi nel 2025.

Eurozona

- Dopo il calo di luglio, ad agosto gli spread IG e HY si sono ampliati. Aumento dei rendimenti dei Bund decennali, e anche del premio di rischio sui titoli di Stato francesi dopo le notizie politiche negative.
- La BCE non ha manifestato l'intenzione di ridurre il tasso guida, quindi non prevediamo più un taglio a settembre e ci aspettiamo che la BCE mantenga i tassi invariati per il resto del 2025.

Regno Unito

- Nel mese, gli spread IG nel Regno Unito si sono leggermente ridotti e i tassi hanno continuato a salire.
- Dopo un taglio dei tassi ad agosto con toni restrittivi e timori d'inflazione a breve termine, ora prevediamo solo un altro taglio entro fine anno, anziché due.

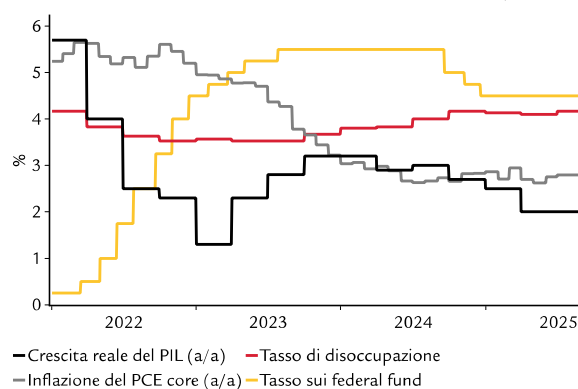
Svizzera

- Spread IG stabili e rendimento dei titoli di Stato svizzeri a 10 anni in leggero calo ad agosto.
- Al momento, riteniamo che la BNS non abbia necessità di intervenire e che probabilmente manterrà il tasso guida allo 0% per il resto dell'anno.

Taglio dei tassi della Fed previsto per il 17 settembre

Nell'agosto 2024, a causa del netto aumento della disoccupazione, la «regola di Sahm» ha segnalato l'inizio di una recessione USA. Ne è seguita una serie di «tagli dei tassi a scopo precauzionale» della Fed pari a 100 pb. Rispetto a un anno fa, (1) i dazi USA hanno fatto salire le aspettative d'inflazione (p. es. gli inflation swap a 10 anni in USD quotano a circa il 2,6%) e (2) si nota una crescita del PIL più lenta e un graduale deterioramento del mercato del lavoro. Con le sue dichiarazioni al simposio di Jackson Hole del 22 agosto, il presidente della Fed ha aperto la strada a un potenziale taglio dei tassi il 17 settembre. Powell ritiene che lo «scenario base ragionevole» sia che l'inflazione legata ai dazi sia transitoria. Pur riconoscendo che i tempi e l'entità sono incerti, ha affermato che ci vorrà tempo prima che l'inflazione torni al target dopo lo shock dei dazi. Ciò suggerisce una certa indulgenza della Fed nei confronti di possibili superamenti del target d'inflazione nel breve termine. Il rallentamento dell'economia e del mercato del lavoro da noi previsto dovrebbe quindi indurre la Fed ad attuare alcuni tagli dei tassi. Ci aspettiamo anche un calo dei rendimenti sovrani USA a settembre, ma restiamo neutrali sui tassi dell'eurozona. Per la Svizzera, l'aspettativa è neutrale per i tassi a 2 anni e ribassista per quelli a 10 anni. Nel credito, prevediamo un indebolimento del quadro tecnico a settembre con la riapertura del mercato primario in un contesto di spread molto ridotti. Pertanto, ci attendiamo spread IG e HY più ampi, sia in EUR che in USD.

Rallentamento del mercato del lavoro e inflazione «temporanea»



Fonti: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 28/08/2025

Azioni

Ottimi utili, prospettive contrastanti

Mercati azionari regionali	Ago. 2025*	Year-to-date*
Stati Uniti	2,2%	10,9%
Eurozona	1,1%	15,2%
Regno Unito	2,2%	16,4%
Svizzera	3,0%	7,9%
Mercati emergenti	2,1%	20,0%

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

Stati Uniti

- Dopo un inizio del mese debole e una breve correzione a metà mese, ad agosto il mercato USA ha registrato un'altra performance positiva.
- I principali fattori positivi sono stati la stagione degli utili (cfr. testo a destra) e il discorso del presidente della Fed a Jackson Hole, che ha segnalato possibili tagli dei tassi e una maggiore attenzione della Fed al mercato del lavoro in futuro.
- Il mercato USA è molto sopravvalutato, soprattutto i titoli tecnologici, in media. Gli investimenti attuali e futuri nell'IA sono estremamente consistenti e alcuni osservatori di spicco hanno messo in guardia da un eccessivo ottimismo riguardo a questa nuova tecnologia. Al momento, si stima che il 95% degli utenti non generi profitti dai propri progetti di IA.

Eurozona

- Ad agosto le azioni europee hanno sottoperformato a causa di diverse giornate deboli verso fine mese. La stagione degli utili è stata migliore del previsto.
- Sul mercato europeo, le valutazioni sono salite e ora superano le medie storiche.

Regno Unito

- Il mercato britannico ha superato di poco quelli dell'eurozona grazie alla valutazione ancora bassa.

Svizzera

- Dopo diversi mesi di debolezza, ad agosto il mercato svizzero ha sovraperformato. Diverse grandi aziende come Nestlé, Novartis e UBS hanno reso il 5% o più.
- I titoli svizzeri hanno valutazioni più alte di quelli europei, ma più basse di quelli USA.

Mercati emergenti

- Ottime performance per i mercati emergenti, che da inizio anno hanno reso oltre il 18% in termini di USD. La borsa cinese ha raggiunto il picco degli ultimi 10 anni, mentre quella indiana continua a deludere.
- Nel complesso, la valutazione del mercato è equa.

Fine della stagione degli utili e prospettive di mercato

La stagione degli utili del T2 2025 si è conclusa in modo brillante. La crescita degli utili USA rispetto al T2 2024, pari all'11%, ha superato le aspettative dell'8%. I fatturati sono cresciuti del 6%, superando del 2% le attese (cfr. tabella). Più dell'80% delle aziende ha fatto meglio del previsto. In Europa, la crescita degli utili e dei fatturati è stata ben più contenuta, ma più vigorosa del previsto. Nei mercati emergenti, la crescita dei fatturati è stata molto sostenuta e ha superato quella degli utili. Considerando l'elevata incertezza e gli effetti dei dazi USA, questi risultati sono notevoli. Come è stato possibile? Il motivo è che prima della stagione degli utili le aspettative erano state nettamente riviste al ribasso. Nei 220 giorni precedenti la stagione degli utili, le stime USA per il periodo in corso erano state ridotte di circa il 10%, il che corrisponde quasi esattamente al superamento osservato.

Sintesi della stagione degli utili

Regione	Crescita degli utili	Crescita del fatturato	Sorpresa sugli utili	Sorpresa sul fatturato
Stati Uniti	11.0%	5.9%	8.2%	2.2%
Eurozona	3.7%	-2.0%	5.7%	-1.5%
Svizzera	6.3%	-1.4%	6.3%	-1.4%
Mercati emergenti	5.8%	7.6%		2.5%

Variazione al 28 agosto. Le sorprese sul fatturato per i ME non sono attendibili.
Fonti: Swiss Life Asset Managers, Bloomberg.

Cosa succederà ora e cosa può favorire ulteriori guadagni per il resto dell'anno od ostacolare i mercati? Di positivo c'è che ora i mercati si aspettano una serie di tagli dei tassi. Al momento la probabilità implicita di un taglio già a settembre è di circa l'85%. In genere, l'inizio di un ciclo di allentamento è positivo per i mercati, specie senza una recessione, che appare piuttosto improbabile. Un altro fattore positivo potrebbe essere la stagione degli utili del T3, a ottobre. Tuttavia, vi è anche una serie di fattori negativi. Innanzitutto, il mercato potrebbe sopravvalutare l'entità dell'allentamento monetario: l'inflazione USA è oltre il target della Fed e in aumento, e gli effetti dei dazi si faranno sentire appieno solo nei prossimi mesi. In secondo luogo, indicatori come l'andamento del mercato del lavoro segnalano un rallentamento economico. Le azioni USA sono sopravvalutate e la ripresa da aprile è stata trainata soprattutto dalle big tech. Inoltre, i titoli tecnologici non redditizi e tutti quelli legati all'IA si sono impennati e le loro valutazioni ricordano la situazione del 2000. Riteniamo che le forze negative acquistino vigore e siamo più cauti sulle azioni per il mese prossimo.

Valute

L'USD è ancora nella morsa della crisi di fiducia

	Ago. 2025*	Year-to-date*	A 1 mese
EUR/USD	1,9%	12,4%	↗
EUR/CHF	0,6%	-0,8%	→
GBP/USD	2,1%	7,8%	↗
USD/JPY	-2,3%	-6,3%	↘

* Variazione al 28 agosto. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- A inizio agosto, l'indice USD ha registrato un netto rialzo con l'avvicinarsi della scadenza dei dazi, ma poi ha continuato a puntare al ribasso. SEK e NOK si sono apprezzate maggiormente rispetto all'USD, mentre l'NZD è stato il solo a deprezzarsi.
- La debolezza dell'USD dovrebbe proseguire: esitiamo a considerare conclusa la crisi di fiducia. Pensiamo che nei prossimi mesi la Fed diventerà più accomodante: a Jackson Hole Powell ha segnalato un cambio di prospettiva dall'inflazione per concentrarsi su crescita e rischi del mercato del lavoro.

Eurozona

- Ad agosto, l'EUR ha recuperato le perdite di luglio rispetto all'USD: la BCE ha assunto toni più restrittivi, indicando che la soglia per ulteriori tagli dei tassi è diventata più alta.
- Ribadiamo le nostre aspettative positive su EUR/USD e neutrali su EUR/CHF.

Regno Unito

- Ad agosto il GBP si è nettamente apprezzato nei confronti dell'USD: i dati sull'inflazione di luglio, superiori alle attese, hanno indotto il mercato a scontare meno tagli dei tassi del previsto da parte della Bank of England. L'aumento del differenziale d'interesse ha sostenuto il GBP.
- Ribadiamo le nostre aspettative neutrali su EUR/GBP e positive su GBP/USD.

Svizzera

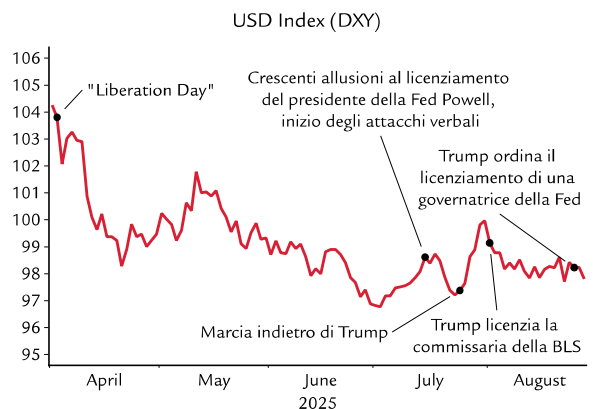
- Netto deprezzamento del CHF rispetto all'EUR ad agosto: dopo l'annuncio di dazi USA al 39% le prospettive di crescita per il 2026 sono peggiorate.
- Restiamo neutrali su EUR/CHF.

Giappone

- Ad agosto il JPY è riuscito a recuperare parte delle perdite di luglio rispetto all'USD.
- In previsione di un indebolimento dell'USD, ci aspettiamo un ribasso di USD/JPY nelle prossime settimane.

USD sottotono: i rischi aumentano

Ad agosto la crisi di fiducia che circonda l'indipendenza delle istituzioni statunitensi si è ulteriormente aggravata. Le tensioni sono aumentate dopo la rimozione della commissaria del Bureau of Labor Statistics (BLS), in seguito alle accuse infondate del presidente USA di «manipolazione» dei dati economici. La situazione ha raggiunto livelli preoccupanti con il tentativo di licenziare Lisa Cook, governatrice della Federal Reserve, che ha riaperto i dubbi sulla futura indipendenza dell'istituto. L'indipendenza e la credibilità della Fed nel garantire una politica monetaria autonoma sono il pilastro della fiducia nell'USD e nei Treasury USA come asset globali. Tuttavia, finora i mercati finanziari USA hanno reagito con sorprendente compostezza a questi eventi. Contrariamente a quanto ci si sarebbe potuto aspettare, l'USD non ha subito un netto indebolimento. Questa reazione moderata potrebbe suggerire una crescente tenuta - o desensibilizzazione - dei mercati alle turbolenze politiche. Al di là delle decisioni relative al personale, permangono timori fiscali. Il deficit di bilancio resta insostenibile, il che aggiunge un ulteriore livello di incertezza. Finora i mercati sono rimasti relativamente stabili, ma l'USD resta il campanello d'allarme più sensibile e immediato di un'ulteriore escalation della crisi di fiducia. Oltre a quest'ultima, che probabilmente è destinata a perdurare, anche la divergenza macroeconomica offusca le prospettive per l'USD. Il mix crescita / inflazione è sempre più sfavorevole e i differenziali d'interesse dovrebbero ridursi, poiché la BCE non ha intenzione di tagliare ancora i tassi nel 2025, mentre la Fed sembra sempre più propensa a farlo a settembre. Alla luce di queste dinamiche, manteniamo le nostre aspettative negative sull'USD per il mese prossimo.



Sources: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Last data point: 28/08/2025

Asset allocation

Cambiano i driver del mercato: dai dazi alla Fed

Analisi

- A inizio agosto le borse hanno incontrato difficoltà a causa dei dati più deboli sul mercato del lavoro USA, ma poi sono tornate in rialzo, sostenute dal vigore dei settori legati all'IA, dal rimbalzo delle megacap tecnologiche e dagli ottimi utili societari.
- I rendimenti dei titoli di Stato sono rimasti relativamente stabili per tutto agosto. Il decennale USA è sceso a seguito dei dati negativi sul mercato del lavoro, ma ha recuperato terreno entro fine mese.
- Gli spread societari hanno continuato a restringersi e restano su livelli storicamente bassi, a indicare la domanda sostenuta e i fondamentali solidi.
- Con il cambio di aspettative sui tassi e l'indebolimento degli indicatori economici, l'USD si è deprezzato dell'1,7% 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

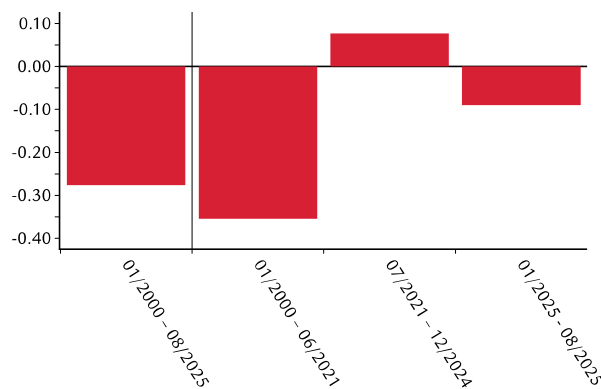
* IG = investment grade. Fonte: Swiss Life Asset Managers

- Abbiamo ridotto l'allocazione azionaria, ma restiamo sovrappesati rispetto all'indice, poiché vediamo ancora un potenziale di rialzo. Ciò è supportato dalle aspettative di un ciclo di allentamento della Fed e dai fondamentali societari ancora solidi.
- Per i titoli di Stato restiamo neutrali o in lieve sovrappeso in vista di un taglio dei tassi USA. Sui tassi preferiamo l'esposizione USA a quella europea per i rendimenti e la politica monetaria più interessanti.
- Gli spread restano storicamente bassi. I rendimenti complessivi (rendimento dei titoli di Stato più spread) sono alti, ma continuiamo a preferire i titoli di Stato al credito. Riteniamo che il profilo di rischio / rendimento del credito resti asimmetrico, mentre le azioni offrono un potenziale di rialzo più appetibile. Manteniamo il sottopeso sul credito.
- Restiamo cauti sull'USD, in particolare dal punto di vista del CHF. Malgrado il deprezzamento dell'USD ad agosto, vediamo ulteriori rischi al ribasso, soprattutto per via dei previsti tagli dei tassi della Fed.
- I mercati finanziari hanno evidenziato una notevole tenuta malgrado le tensioni commerciali e l'incertezza sull'inflazione e sulle condizioni del mercato del lavoro USA.

La «svolta della Fed» ridefinisce l'asset allocation

Malgrado i rischi legati alla guerra commerciale, i mercati guardano alla politica a breve termine della Fed. Jerome Powell ha segnalato un cambio di priorità dalla lotta all'inflazione alla prevenzione della debolezza del mercato del lavoro. A Jackson Hole, Powell ha preso atto dei segnali di raffreddamento del mercato del lavoro, suggerendo che la Fed potrebbe avviare un ciclo di allentamento senza riaccendere le pressioni inflazionistiche, poiché l'inflazione legata ai dazi è considerata temporanea. Questo cambio di rotta è uno stimolo per le azioni, che beneficerebbero di una politica più espansiva, ma i mercati restano sensibili a sorprese sul fronte dell'inflazione e delusioni sugli utili, quindi il posizionamento azionario deve essere selettivo. Privileghiamo un'allocazione azionaria diversificata a livello globale con sovrappesi su Stati Uniti e mercati emergenti.

Correlazione tra i rendimenti dei titoli di Stato e delle azioni USA



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 27/08/2025

Dal cambio di rotta della Fed, valutiamo sempre più i titoli di Stato come contrappeso strategico alle azioni. Per oltre due decenni gli investitori si sono affidati al principio secondo cui i prezzi delle obbligazioni tendono a salire quando quelli delle azioni scendono, ma da metà 2021 questa relazione si è invertita. In un contesto di alta inflazione e di incertezza sulla politica monetaria, la correlazione tra i rendimenti azionari e obbligazionari è diventata positiva, perché le sorprese sul fronte dell'inflazione hanno iniziato a deprimere entrambe le classi d'investimento. Il vantaggio della diversificazione non è stato del tutto ripristinato, ma la svolta della Fed suggerisce un possibile ritorno alla norma storica. Con il calo dell'inflazione e il ritorno della politica monetaria al suo ruolo tradizionale, la correlazione tra azioni e obbligazioni dovrebbe tornare negativa e fungere da copertura in un portafoglio multi-asset.

Swiss Life Asset Managers



Sven Kreitmair
Portfolio Manager Fixed Income
sven.kreitmair@swisslife-am.com
in sven_kreitmair



Andreas Homberger
Head Quantitative Equities
andreas.homberger@swisslife-am.com
in andreas_homberger



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
in damian_künzi



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@swisslife-am.com
in florence_hartmann



Stephanie Zwick
Head Multi Asset
stephanie.zwick@swisslife-am.com
in stephanie_zwick

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.