

Ottobre 2025

Tassi d'interesse e obbligazioni

Più tagli dei tassi sono positivi per il credito

	Rendimento dei titoli di Stato decennali			Spread die titoli investment grade		
	Attuale	Set. 2025*	Year-to-date*	Attuale	Set. 2025*	Year-to-date*
US	4,1%	-8 pb	-42 pb	74 pb	-5 pb	-6 pb
Eurozona	2,7%	3 pb	39 pb	78 pb	-6 pb	-24 pb
UK	4,7%	-3 pb	13 pb	85 pb	-8 pb	-11 pb
CH	0,2%	-8 pb	-8 pb	76 pb	3 pb	7 pb

Redimento eurozona = Germania, pb = punti base.
* Variazione al 25 settembre. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Dopo il taglio dei tassi del 17 settembre, i rendimenti dei Treasury USA sono scesi lungo la curva. I tassi più bassi sostengono gli attivi rischiosi: gli spread dei titoli investment grade (IG) e high yield (HY) si sono ristretti. Prevediamo un temporaneo aumento dell'inflazione USA per via dei dazi.
- Ci aspettiamo tagli dei tassi a ottobre e dicembre e altri due tagli nel 2026: ciò porterà il tasso target sui federal fund (limite inferiore) al 3,00%.

Eurozona

- A settembre calo degli spread sulla scia di quelli USA, ma aumento dei rendimenti dei Bund decennali. Gli spread francesi a 10 anni rispetto ai Bund tedeschi si sono ampliati e ora sono vicini a quelli italiani.
- In Europa, l'inflazione primaria è stabile e in linea con l'obiettivo. Non prevediamo tagli dei tassi nel 2025 o nel 2026.

Regno Unito

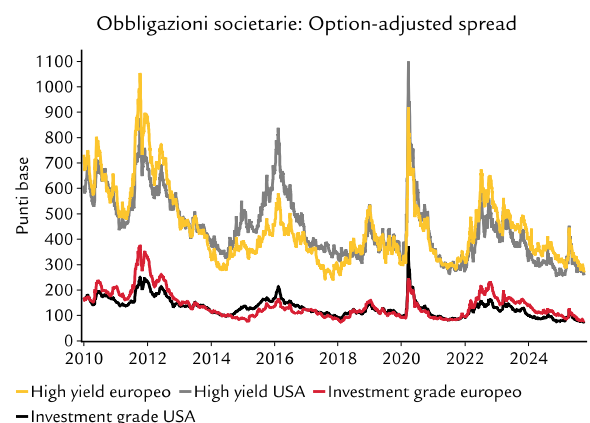
- Calo degli spread IG a settembre, in linea con i mercati USA e dell'eurozona. Lieve flessione dei rendimenti decennali.
- Prevediamo un altro taglio dei tassi nel 2025 e altri due nel 2026.

Svizzera

- Spread IG stabili e calo del rendimento dei titoli di Stato svizzeri a 10 anni a settembre.
- Nel mese, la BNS ha lasciato i tassi invariati come previsto. Non prevediamo altri tagli dei tassi nel 2025 o nel 2026.

Buon supporto tecnico, ma valutazioni elevate

Gli spread dei titoli IG e HY in EUR e USD restano contenuti. I livelli sono all'incirca gli stessi di prima degli aumenti dei tassi post-pandemia da parte della BCE e della Fed nel 2022. La classe di attivi beneficia di probabilità di recessione a un anno relativamente basse (25% per l'eurozona e 30% per gli Stati Uniti, secondo un sondaggio Bloomberg), di bilanci solidi, di parametri creditizi stabili e di valutazioni elevate. Anche i tagli della Fed contribuiscono al contesto positivo per il credito e i rendimenti complessivi restano appetibili (2,5-3% oltre i livelli del 2021). Vista la duration molto inferiore (rispetto a prima del 2022), la classe di attivi potrebbe resistere a un aumento dei tassi senza registrare rendimenti totali negativi, quindi il credito non ha subito deflussi. Con i fondamentali e i fattori tecnici solidi, le valutazioni restano alte e il margine per il calo degli spread è limitato. Alcuni rischi potrebbero però causare volatilità degli spread, più per l'HY che per l'IG. Dal lato dei fondamentali, i rischi sono legati a dazi, geopolitica e investimenti nell'IA. Sul fronte tecnico, occorre badare all'aumento dell'offerta di obbligazioni e al calo degli afflussi, data la flessione dei rendimenti complessivi del credito USA. Abbiamo aspettative neutrali per l'IG, ma prevediamo un aumento degli spread HY in EUR e USD. Quanto alla duration, prevediamo un calo dei rendimenti dei Treasury USA e siamo neutrali sui rendimenti dei titoli di Stato di eurozona e Svizzera.



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 25/09/2024

Azioni

Euforia legata all'IA

Mercati azionari regionali	Set. 2025*	Year-to-date*
Stati Uniti	2,9%	13,8%
Eurozona	1,7%	16,4%
Regno Unito	0,6%	16,2%
Svizzera	-1,6%	5,9%
Mercati emergenti	7,6%	28,1%

Indici MSCI Net Total Return in valuta locale.
* Variazione al 25 settembre. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Grazie all'euforia legata all'IA e al primo taglio della Fed, a settembre il mercato USA ha brillato.
- Forti rialzi dei titoli legati all'IA. Le Magnifiche 7 hanno guadagnato oltre l'8%: Tesla il 28% e Alphabet il 18%. Oracle si è impennata del 40% in un giorno.
- A seconda delle misure, la valutazione del mercato USA è ai massimi storici (p.es. rapporto prezzo/fatturato) o quasi (P/E di Shiller). Le azioni legate all'IA sono in bolla, ma per ora questa non sembra sul punto di scoppiare.

Eurozona

- Nel mese le azioni europee hanno sottoperformato quelle USA per via della scarsa esposizione all'IA.
- Malgrado il boom dell'IA, nel 2025 i titoli europei hanno di poco superato il mercato USA. Le banche europee hanno guadagnato il 65% quest'anno e oltre il 450% negli ultimi 5 anni, battendo i titoli dell'IA e le Magnifiche 7. Persino il mercato europeo al momento quota oltre le medie storiche.

Regno Unito

- Le azioni britanniche hanno leggermente sovraperformato quelle dell'eurozona.
- Il mercato britannico beneficia ancora di una valutazione bassa, ma l'economia è debole.

Svizzera

- A settembre il mercato svizzero ha perso terreno a causa della performance deludente di alcuni colossi dell'indice e dell'assenza di esposizione all'IA.
- Mentre scriviamo, non si sa come le aziende farmaceutiche svizzere reagiranno alla scadenza di settembre per la riduzione dei prezzi dei farmaci negli USA.

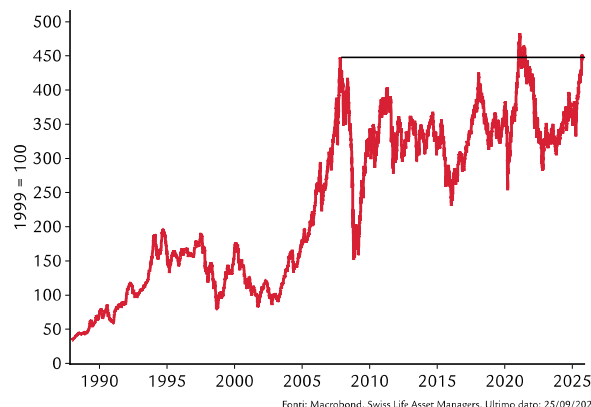
Mercati emergenti

- Sovraperformance a settembre.
- Come negli USA, l'IA è stata un vettore importante. Il settore IT rappresenta il 26% dell'indice e questo mese titoli cinesi come Baidu o Alibaba hanno guadagnato il 40% circa.

Mercati emergenti: l'inizio di un trend?

Dopo anni di performance deboli, le azioni dei mercati emergenti tornano in auge. Nel 2025 hanno battuto le azioni globali del 10% circa (in USD). È l'inizio di una ripresa di lungo periodo o un balzo di breve durata? Partiamo da un'analisi storica. Dal 2007 i prezzi dei titoli dei mercati emergenti non sono saliti (cfr. grafico) e la sovraperformance dei titoli USA è stata di quasi il 400% (in USD). Crediamo che i motivi siano: 1. la fine di una fase rialzista dei titoli dei mercati emergenti nel 2007; 2. la crescita debole degli utili per azione in queste economie per un effetto di diluizione (nuove emissioni e utili distribuiti su più azioni), ma utili aggregati cresciuti più di quelli USA; 3. le azioni dei mercati emergenti non hanno beneficiato di politiche monetarie non convenzionali e di tassi a zero; 4. USD più forte rispetto alle valute locali negli ultimi 15 anni.

MSCI Emerging Markets Equities Price Index (USD)



Oggi le azioni dei mercati emergenti hanno prospettive migliori di un anno fa: 1. valutazioni neutrali e molto basse rispetto a quelle dei mercati sviluppati (P/E prospettico di 13, 20 per i mercati sviluppati); 2. questi titoli (specie i titoli tech cinesi) sono posizionati per beneficiare del boom dell'IA; 3. prevediamo un'ulteriore flessione dell'USD e i dazi potrebbero essere ridotti; 4. le banche centrali dei Paesi emergenti hanno margine per tagli dei tassi; 5. storicamente, i titoli dei mercati emergenti sovraperformano durante i cicli di allentamento della Fed. Ma vi sono rischi: 1. i maggiori titoli dell'indice sono titoli tech che hanno registrato netti rialzi; 2. l'economia cinese non è solida e le aspettative sull'IA sono perlopiù scontate; 3. i dazi potrebbero causare danni; 4. le aspettative di crescita degli utili sono aumentate, ma le revisioni degli utili non sono ancora positive. Tutto sommato, riteniamo che i recenti sviluppi non siano solo un balzo a breve termine.

Valute

Prospettive invariate

	Set. 2025*	Year-to-date*	A 1 mese
EUR/USD	0,5%	13,4%	↗
EUR/CHF	-0,1%	-0,6%	→
GBP/USD	-0,3%	7,5%	↗
USD/JPY	1,1%	-5,4%	↘

* Variazione al 25 settembre. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Per una volta, a settembre il quadro per l'USD è stato contrastante: si è indebolito nei confronti di EUR e CHF, ma si è apprezzato rispetto a JPY e GBP. Performance contrastante anche rispetto alle valute dei mercati emergenti.
- Prevediamo ancora un USD debole: la fiducia del mercato non è stata ripristinata e ci aspettiamo più tagli della Fed rispetto al mercato nei prossimi mesi.

Eurozona

- L'EUR si è apprezzato rispetto a USD e GBP grazie ai toni relativamente restrittivi della BCE, ma si è indebolito rispetto a valute europee come CHF e NOK.
- Ribadiamo le nostre aspettative positive su EUR/USD e neutrali su EUR/CHF.

Regno Unito

- Dopo l'ottima performance di agosto, a settembre GBP/USD ha perso terreno: dati sull'inflazione di fondo in calo dopo l'inatteso rialzo del mese precedente.
- Ribadiamo le nostre aspettative neutrali su EUR/GBP e positive su GBP/USD.

Svizzera

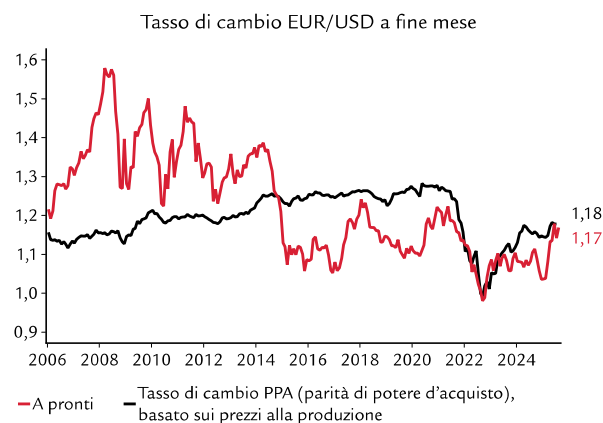
- Malgrado l'assenza di notizie positive sui dazi, lieve apprezzamento del CHF nei confronti dell'EUR nel mese. Come previsto, la BNS ha lasciato invariati i tassi e i tassi di cambio del CHF sono rimasti stabili.
- Abbiamo un'aspettativa neutrale su EUR/CHF e negativa su USD/CHF.

Giappone

- Mentre scriviamo, nel mese il JPY ha perso oltre l'1% su base ponderata per l'interscambio.
- In vista di un indebolimento dell'USD, ci aspettiamo un ribasso di USD/JPY fino a fine anno.

L'USD non è più sopravvalutato rispetto all'EUR

Una delle critiche del presidente USA e del suo consigliere economico Stephen Miran a inizio anno era la sopravvalutazione dell'USD dovuta al suo status di valuta di riserva globale. Miran aveva pubblicato un documento con varie proposte audaci intitolato «Mar-A-Lago-Accord» per affrontare la questione. La discussione di queste proposte sui mercati, insieme alle controverse misure politiche dell'amministrazione USA, è stata sufficiente a scatenare una crisi di fiducia che ha indebolito notevolmente l'USD da inizio anno. Ironia della sorte, in questo modo l'amministrazione ha già raggiunto l'obiettivo di eliminare la sopravvalutazione, che in effetti era un problema. Un modo per misurare la valutazione di una valuta consiste nel confrontare lo stesso paniere di beni tra due economie e calcolare il tasso di cambio che produce lo stesso prezzo per il paniere. Secondo i dati Bloomberg (cfr. grafico), se si usano i prezzi alla produzione per EUR/USD questo tasso di cambio basato sulla parità dei poteri d'acquisto (PPA) è attualmente pari a 1,18. Se si usano i prezzi al consumo, è pari a 1,20. Preferiamo i prezzi alla produzione, che forniscono la migliore indicazione della competitività delle aziende a livello internazionale. Dopo il rialzo del cambio EUR/USD, l'argomento della valutazione, che comunque è solo un fattore di medio-lungo termine per i tassi di cambio, non è più un elemento di sostegno. Tuttavia, a nostro avviso, altri aspetti depongono a favore di un ulteriore indebolimento dell'USD. A parte la crisi di fiducia, che secondo noi continuerà per via delle continue pressioni politiche sulla Fed, il decrescente vantaggio di rendimento dell'USD è l'argomento più importante per prevedere un aumento di EUR/USD fino a fine anno.



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo data point: agosto 2025

Asset allocation

L'allentamento monetario USA è uno stimolo

Analisi

- A settembre le borse globali hanno guadagnato terreno, sostenute dagli ottimi utili e dal taglio dei tassi di 25 pb della Fed, che fa presagire un ulteriore allentamento monetario. Anche le azioni dei mercati emergenti hanno registrato ottime performance. Quelle svizzere sono invece rimaste indietro, con rendimenti negativi a causa del vigore del CHF e della continua incertezza sui dazi.
- Lieve flessione dei rendimenti dei titoli di Stato USA, sulla scia del taglio dei tassi. Calo anche per i rendimenti svizzeri, mentre quelli dei Bund sono rimasti perlopiù stabili.
- Gli spread hanno continuato a restringersi e restano su livelli storicamente bassi, a indicare la domanda sostenuta e i fondamentali solidi.
- Su base ponderata per l'interscambio, fino a metà settembre l'USD si è deprezzato per poi riprendersi verso fine mese.

Visione attuale dell'asset allocation

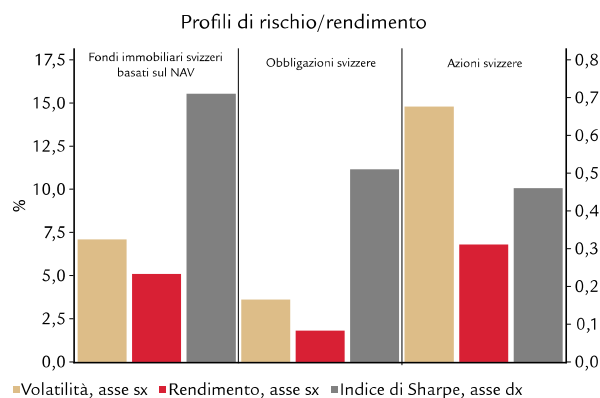
Classe d'investimento	Ponderazione attiva
Titoli di Stato globali	Neutrale
Obbligazioni societarie globali IG*	Sottoponderazione
Azioni globali	Sovraponderazione

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

- Continuiamo a sovrappesare le azioni, alla luce delle ottime prospettive di utile e delle condizioni monetarie favorevoli. Tra le azioni, continuiamo a preferire i titoli USA e dei mercati emergenti.
- Restiamo neutrali o in lieve sovrappeso sui titoli di Stato. In quest'ambito preferiamo l'esposizione USA a quella europea, per via delle dinamiche di rendimento più interessanti e della politica monetaria USA più favorevole.
- Gli spread restano vicini ai minimi storici. I rendimenti complessivi sono alti, ma preferiamo ancora i titoli di Stato al credito. Riteniamo che il profilo di rischio / rendimento del credito resti asimmetrico, con un potenziale di rialzo limitato rispetto a quello di ribasso. Le azioni offrono invece un potenziale di rialzo più appetibile. Manteniamo il sottopeso sul credito.
- Restiamo cauti sull'USD, soprattutto dal punto di vista del CHF (cfr. sezione dedicata alle valute).

Investimenti alternativi e immobili svizzeri

Nell'attuale panorama dell'asset allocation, gli investitori non fanno che aumentare l'esposizione a investimenti alternativi e immobili. I mercati azionari e obbligazionari tradizionali sono alle prese con sfide come valutazioni elevate, rendimenti prospettici incerti e correlazioni instabili e gli investitori ricercano nuove fonti di diversificazione e rendimento. Strumenti alternativi come private equity e hedge fund offrono rendimenti potenziali più alti e accesso a opportunità non pienamente espresse nei mercati pubblici. Attivi reali come infrastrutture, immobili, materie prime e metalli preziosi possono proteggere contro l'inflazione. Infrastrutture e immobili possono anche offrire flussi di cassa stabili e a lungo termine. In questo contesto, i fondi immobiliari svizzeri basati sul NAV (net asset value) sono particolarmente attraenti. Offrono meccanismi di valutazione trasparenti, una volatilità relativamente bassa e flussi di reddito regolari grazie a locatari di qualità e a contratti a lunga scadenza. Grazie alla domanda sostenuta degli operatori istituzionali, all'offerta limitata in ubicazioni di prim'ordine e al contesto macro stabile, il mercato svizzero è un pilastro dei portafogli diversificati. Inoltre, le allocazioni in attivi reali sono in linea con i megatrend strutturali: trasformazione digitale (infrastrutture per i dati), transizione energetica (energie rinnovabili e materiali critici) e cambiamenti demografici (sanità e abitazione). Illiquidità, trasparenza delle valutazioni e accesso possono comportare sfide, ma la tesi strategica a favore degli investimenti alternativi e degli attivi reali, inclusi i fondi immobiliari svizzeri basati sul NAV, è più solida nell'ambito di una struttura del portafoglio più resiliente e orientata al futuro.



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers, KGAST Immo monthly, SBI AAA-BBB TR, SPI TR, 29.12.2006 - 31.08.2025. Per gli immobili svizzeri basati sul NAV, la volatilità viene calcolata sulla base di una serie temporale non livellata, al fine di riflettere meglio il livello di rischio effettivo.

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.