

Novembre / dicembre 2025

Tassi d'interesse e obbligazioni

Il ritorno della volatilità degli spread

	Rendimento dei titoli di Stato decennali			Spread dei titoli investment grade		
	Attuale	Ott. 2025*	Year-to-date*	Attuale	Ott. 2025*	Year-to-date*
US	4,1%	-5 pb	-47 pb	76 pb	2 pb	-4 pb
Eurozona	2,6%	-7 pb	28 pb	76 pb	-3 pb	-26 pb
UK	4,4%	-28 pb	-14 pb	83 pb	-3 pb	-13 pb
CH	0,1%	-6 pb	-15 pb	77 pb	1 pb	8 pb

Redimento eurozona = Germania, pb = punti base.
* Variazione al 30 ottobre. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- A ottobre i rendimenti dei Treasury USA sono scesi, ma si sono ripresi dopo i toni restrittivi assunti da Powell dopo la riunione del FOMC di fine mese. Il credito investment grade (IG) e BB ha sovraperformato quello con rating B e CCC.
- Come previsto, a ottobre la Fed ha tagliato il tasso guida di 25 pb. Malgrado i toni restrittivi alla conferenza stampa, prevediamo un altro taglio a dicembre. Nel 2026 altri due tagli porterebbero il limite inferiore del tasso obiettivo dei federal fund al 3,0%.

Eurozona

- I rendimenti dei titoli di Stato e i credit spread si sono mossi in linea con quelli USA. La curva si è appiattita e le obbligazioni societarie a più alto rating hanno battuto quelle a più basso rating.
- La BCE rimane attendista e non prevediamo altri tagli dei tassi nel 2025 o nel 2026.

Regno Unito

- L'inflazione è stata inferiore al consensus e i rendimenti dei Gilt decennali sono diminuiti a ottobre. Gli spread IG si sono molto ridotti.
- Prevediamo che la Bank of England taglierà i tassi a dicembre 2025 e altre due volte nel 2026.

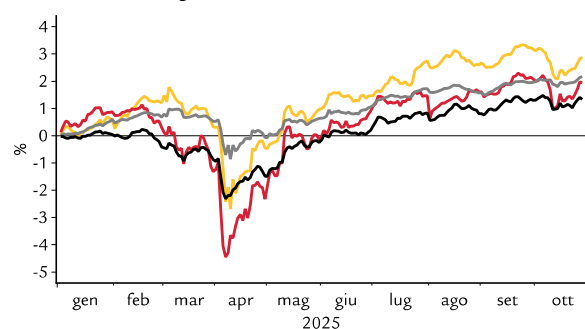
Svizzera

- Spread IG stabili o in lieve aumento e rendimenti dei titoli di Stato decennali in calo a ottobre. L'inflazione dovrebbe restare nell'intervallo target della BNS.
- Non prevediamo tagli dei tassi, viste le condizioni poste dalla BNS per tornare in territorio negativo.

Credito: rendimento positivo malgrado i timori

A ottobre, gli spread del credito investment grade (IG) e high yield (HY) in EUR e USD hanno risentito dei rinnovati timori di escalation della guerra commerciale USA-Cina. Il presidente USA ha minacciato un netto aumento dei dazi, citando i recenti controlli cinesi sulle esportazioni di terre rare. Ulteriore instabilità è derivata dall'aumento delle operazioni e delle partnership legate all'IA, che hanno alimentato i timori di una bolla, e dai segnali di stress tra le banche regionali USA. Tuttavia, queste pressioni sono state in parte compensate dai toni più concilianti in materia di commercio e dall'ottima stagione dei risultati del T3. In particolare, nel 2025 la volatilità degli spread HY in USD legata ai dazi ha avuto tre picchi: ad aprile («Liberation Day»), ad agosto (dazi reciproci del 10-50%) e a ottobre. In tutti i casi la classe d'investimento si è ripresa rapidamente, sostenuta da fondamentali e fattori tecnici solidi, con gli investitori che hanno adottato un approccio «buy-the-dip». Pertanto, per i titoli IG e HY i sovrarendimenti, ossia la differenza di rendimento rispetto ai titoli di Stato comparabili, restano decisamente positivi da inizio anno. Per novembre, manteniamo un posizionamento neutrale sui titoli IG e HY in EUR e USD. Quanto alla duration, prevediamo un calo dei rendimenti dei Treasury USA a 10 anni, ma siamo neutrali sui biennali. Abbiamo aspettative neutrali sui rendimenti sovrani di eurozona e Svizzera.

Obbligazioni societarie: sovrarendimenti



— US Investment Grade Index — US High Yield Index
— Euro Investment Grade Index — Euro High Yield Index

Fuente: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 28/10/2025

Azioni

Rally inarrestabile

Mercati azionari regionali	Ott. 2025*	Year-to-date*
Stati Uniti	2,0%	16,9%
Eurozona	3,0%	21,1%
Regno Unito	4,7%	23,0%
Svizzera	2,0%	8,9%
Mercati emergenti	4,9%	33,8%

Indici MSCI Net Total Return in valuta locale.

* Variazione al 30 ottobre. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Il mercato rialzista si è protratto per tutto ottobre, sostenuto dalle aspettative di tagli dei tassi e dagli ottimi utili delle aziende.
- I principali operatori dell'IA hanno intensificato gli investimenti: la sola OpenAI ha concluso accordi per oltre USD 1000 mia. (cfr. testo a destra).
- La valutazione della borsa USA è molto elevata, specie in rapporto alle misure del cash flow, ma gli utili elevati e i tassi più bassi sono fattori di sostegno.

Eurozona

- Dopo una fase di debolezza, a ottobre le azioni europee hanno tenuto testa a quelle USA. Alcuni analisti sono tornati ottimisti sui titoli europei.
- Finora la stagione dei risultati ha superato le attese, ma la crescita degli utili rispetto al T3 2024 è molto ridotta.
- Persino il mercato europeo quota su livelli pari o superiori alle medie storiche.

Regno Unito

- Mese positivo per la borsa britannica, che ha registrato la seconda migliore performance da inizio anno.
- La valutazione del mercato britannico resta bassa.

Svizzera

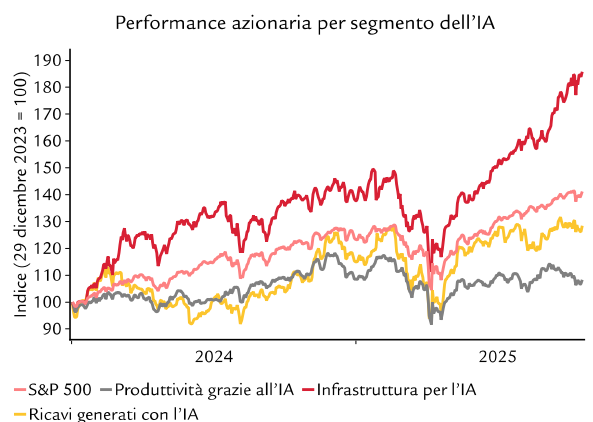
- Dopo una seconda metà di ottobre debole, il mercato svizzero ha sottoperformato.
- Con l'annuncio di una ristrutturazione, la quotazione di Nestlé è salita mentre i risultati di Roche sono stati accolti negativamente.

Mercati emergenti

- Anche ottobre è stato positivo per i mercati emergenti. Rispetto agli Stati Uniti, per queste azioni il 2025 è l'anno migliore dal 2009.
- Nel mese la Corea del Sud ha guadagnato quasi il 15% e l'India ha sovraperformato dopo un periodo di debolezza. L'Argentina si è ripresa dopo la vittoria elettorale del partito di Milei.

Riflessioni sul boom dell'IA

Quest'anno le azioni legate all'IA si sono impennate: il paniere «AI Leaders» di Goldman Sachs è cresciuto dell'80% malgrado la correzione di inizio anno. Le valutazioni di queste azioni sono alte: P/E medio di 48, P/S di 8,5 (3,4 per l'S&P 500) e rendimento del free cash flow appena dell'1,1% (vs. 2,5%). Tuttavia, il ROE è alto: al 34%, è quasi due volte la media del mercato. OpenAI ha annunciato investimenti per oltre USD 1000 mia., i ricavi previsti per il 2025 sono di circa USD 13 mia. e le perdite dovrebbero superare gli USD 8 mia. Questi investimenti sono sempre più circolari: Open AI acquista hardware da aziende come AMD, Nvidia e Broadcom, che a loro volta investono in OpenAI. Ciò ricorda la bolla delle dot-com del 2000. Non tutti i segmenti dell'IA ne beneficiano allo stesso modo: le aziende focalizzate sugli incrementi di efficienza attraverso l'IA o che monetizzano l'IA tramite tecnologie abilitate per l'IA sono rimaste indietro, registrando in media una sottoperformance (cfr. grafico).



Fonti: Goldman Sachs, Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 20.10.2025

Al momento l'IA pone importanti interrogativi. Eccoli, con le nostre valutazioni: 1. La strategia di massimizzazione della potenza di calcolo disponibile è ottimale? *Probabilmente no.* 2. Le aziende USA manterranno il loro quasi monopolio o la Cina acquisterà importanza con DeepSeek? *La Cina ha buone probabilità di acquistare rilievo.* 3. Le società genereranno ricavi con l'IA? Secondo un recente studio, il 95% delle applicazioni di IA non genera ricavi. *La situazione dovrebbe cambiare, almeno in parte.* 4. L'IA migliorerà perlopiù l'efficienza o creerà anche nuovi modelli aziendali? *È probabile e auspicabile che faccia entrambe le cose.* Dopo i tagli della Fed e le ottime trimestrali, per ora non prevediamo un improvviso arresto del boom dell'IA.

Valute

Battuta d'arresto

	Ott. 2025*	Year-to-date*	A 1 mese
EUR/USD	-1,4%	11,7%	↗
EUR/CHF	-0,8%	-1,3%	→
GBP/USD	-2,2%	5,1%	↗
USD/JPY	4,2%	-2,0%	↘

* Variazione al 30 ottobre. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- A ottobre l'USD ha continuato a rafforzarsi, guadagnando circa l'1,8% su base ponderata per l'interscambio. I toni restrittivi di Powell dopo la riunione della Fed hanno dato slancio all'USD a fine mese.
- Tuttavia, ci aspettiamo che l'USD resti debole: il mix crescita/inflazione è sfavorevole, data l'enfasi posta dal mercato sui differenziali d'interesse reali, e le pressioni politiche sulla Fed dovrebbero perdurare, minando la fiducia degli investitori nell'USD.

Eurozona

- A ottobre l'EUR è rimasto stabile su base ponderata per l'interscambio, ma si è indebolito rispetto a molte valute europee, salvo il GBP, per via delle turbolenze politiche in Francia.
- Ribadiamo le aspettative positive su EUR/USD e neutrali su EUR/CHF.

Regno Unito

- A ottobre il cambio GBP/USD ha perso ancora terreno: l'inflazione inferiore alle attese di settembre ha indotto il mercato a scontare altri tre tagli dei tassi fino a metà 2026, in linea con le nostre previsioni.
- Ribadiamo le nostre aspettative neutrali su EUR/GBP e positive su GBP/USD.

Svizzera

- Il cambio EUR/CHF si è indebolito fino a metà ottobre con l'enfasi sulle tensioni politiche in Europa. Nella seconda metà del mese, l'attenzione si è spostata sul miglioramento delle prospettive economiche dell'eurozona.
- Aspettativa neutrale su EUR/CHF e negativa su USD/CHF.

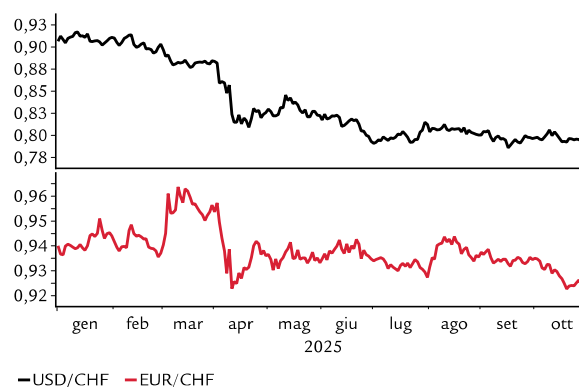
Giappone

- Mentre scriviamo, nel mese il JPY ha perso oltre il 3% su base ponderata per l'interscambio.
- In vista di un indebolimento dell'USD, ci aspettiamo un ribasso di USD/JPY fino a fine anno.

CHF stabile

A ottobre il cambio USD/CHF si è stabilizzato e il CHF si è apprezzato ancora rispetto all'EUR. Ciò è derivato più dalla debolezza dell'EUR che dal vigore del CHF, vista la risonanza delle tensioni politiche in Francia. Un contributo è giunto anche dai dati economici. Nella prima metà di ottobre abbiamo osservato un deterioramento delle sorprese economiche nell'eurozona, seguito da una ripresa dopo l'inatteso rialzo degli indici PMI di ottobre. Intanto, il quadro economico in Svizzera è peggiorato a causa del divario dei dazi rispetto ad altri Paesi. Le esportazioni svizzere verso gli Stati Uniti sono soggette a un dazio del 39%, a fronte di appena il 15% dell'UE. Per ora i prodotti farmaceutici sono esenti, il che offre un certo sollievo. In prospettiva, prevediamo una crescita debole ma stabile e un'inflazione ferma per entrambe le economie. Pertanto, non prevediamo ulteriori interventi della BCE o della BNS. Ciò spiega le nostre aspettative neutrali su EUR/CHF per novembre. Malgrado le difficoltà economiche, lo status di valuta rifugio del CHF è intatto, soprattutto rispetto all'USD. Il CHF si è rafforzato rispetto all'USD, soprattutto dopo l'annuncio dei dazi al 39% sulle esportazioni svizzere. In teoria, avrebbe dovuto indebolirsi a causa dell'impatto economico negativo dei dazi. Nel breve termine, un accordo commerciale USA-Svizzera appare improbabile, ma la visita di Trump al World Economic Forum di Davos a gennaio potrebbe offrire un'opportunità di dialogo. Intanto, prevediamo un persistente vigore del CHF rispetto all'USD, soprattutto alla luce dei differenziali d'interesse reali e della crisi di fiducia in corso (cfr. punti elencati a sinistra).

Tassi spot di CHF/USD e CHF/EUR



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 30/10/2025

Asset allocation

Equilibrio tra crescita e resilienza

Analisi

- A ottobre i listini mondiali si sono impennati e i principali indici hanno raggiunto nuovi massimi storici, nonostante ormai quattro settimane di shut-down del governo federale USA. La resilienza dell'economia USA malgrado le chiusure e l'attenuarsi dei timori di recessione hanno rafforzato la fiducia. Le azioni hanno perso leggermente terreno dopo il riarsi delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina.
- A ottobre i rendimenti dei titoli di Stato USA sono scesi ancora, per poi riprendersi leggermente dopo la riunione del FOMC del 29 ottobre, il taglio dei tassi previsto e i toni restrittivi di Powell sulla futura traiettoria dei tassi.
- Anche i rendimenti dei titoli di Stato svizzeri e dei Bund sono scesi, malgrado il leggero aumento verso fine mese.
- I credit spread societari sono rimasti volatili, in leggero aumento nel mese. Il precedente deprezzamento dell'USD si è arrestato e la valuta si è leggermente rafforzata.

Visione attuale dell'asset allocation

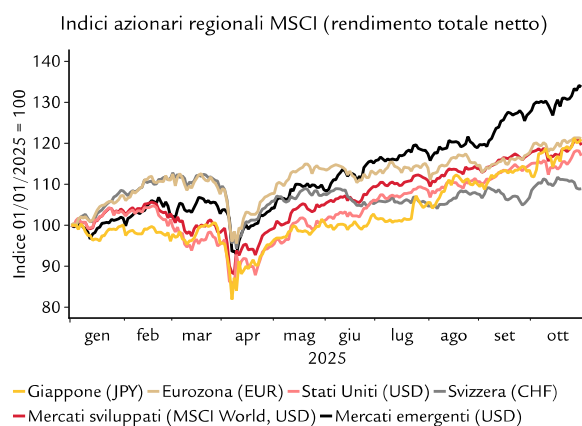
Classe d'investimento	Ponderazione attiva
Titoli di Stato globali	Sovraponderazione
Obbligazioni societarie globali IG*	Sottoponderazione
Azioni globali	Sovraponderazione

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

- Manteniamo il sovrappeso sulle azioni per via delle prospettive di utili solide e delle condizioni monetarie favorevoli, dato che la Fed ha avviato il suo ciclo di tagli dei tassi. Tra le azioni, continuiamo a preferire i titoli USA e dei mercati emergenti.
- Restiamo in lieve sovrappeso sui titoli di Stato. Nella classe d'investimento preferiamo l'esposizione USA a quella europea per la dinamica dei rendimenti e la politica monetaria 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. Manteniamo il sottopeso sul credito.
- Restiamo cauti sull'USD, in particolare dal punto di vista del CHF. Il motivo è la crisi di fiducia nelle istituzioni e la politica monetaria più accomodante negli Stati Uniti.

Sfruttare la crescita attraverso i mercati emergenti

Per i mercati globali inizia una fase in cui l'esposizione selettiva alla crescita diventa sempre più importante nella costruzione del portafoglio. La crescita globale resta moderata, ma il calo dell'inflazione e la prospettiva di tagli dei tassi USA creano un contesto più favorevole agli attivi rischiosi. Nelle nostre strategie multi-asset, questo contesto depone a favore di un lieve orientamento verso i segmenti in crescita, in particolare le azioni dei mercati emergenti, che continuano a offrire valutazioni interessanti e fondamentali in graduale miglioramento.



L'attuale sovrappeso sui mercati emergenti in generale riflette queste prospettive positive. Molte economie beneficiano dell'allentamento monetario adottato in passato, mentre le condizioni esterne sono diventate più favorevoli grazie all'indebolimento dell'USD, alla moderazione dei rendimenti globali e alla maggiore propensione al rischio. Le pressioni inflazionistiche si attenuano, anche grazie al rafforzamento delle valute locali e all'afflusso di merci cinesi a basso costo, il che contribuisce alla disinflazione in diverse economie emergenti. Al contempo, l'impatto negativo atteso dei dazi si è rivelato relativamente modesto: le esportazioni provenienti da numerosi mercati emergenti continuano a crescere su base annua. In questo contesto, la Cina si distingue per la sua resilienza, non solo nelle esportazioni, ma anche nella crescita vigorosa del suo settore high tech. Per mantenere l'equilibrio, queste esposizioni alla crescita sono integrate da allocazioni in attivi reali e titoli di Stato di alta qualità, che offrono reddito stabile, protezione contro l'inflazione e diversificazione. Questo approccio riflette un quadro multi-asset volto a cogliere le opportunità cicliche, mantenendo al contempo la resilienza a lungo termine.

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.