

Aprile 2025

Tassi d'interesse e obbligazioni

L'incertezza sui dazi amplia gli spread

Rendimenti obbligazionari e spread del credito IG

	Rendimento dei titoli di Stato decennali			Spread dei titoli investment grade		
	Attuale	Mar. 2025*	Year-to-date*	Attuale	Mar. 2025*	Year-to-date*
US	4,4%	19 pb	-18 pb	90 pb	3 pb	10 pb
Eurozona	2,8%	39 pb	43 pb	91 pb	0 pb	-11 pb
UK	4,8%	33 pb	25 pb	105 pb	10 pb	9 pb
CH	0,7%	23 pb	38 pb	67 pb	2 pb	-2 pb

Redimento eurozona = Germania, pb = punti base.

* Variazione al 27 marzo. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- A marzo gli spread dei titoli high yield (HY) e investment grade (IG) si sono ampliati: gli annunci dei dazi USA hanno pesato sulla fiducia di consumatori e aziende USA e gli investitori temono una crescita più debole e un aumento dell'inflazione nel Paese.
- La Fed ha lasciato invariati i tassi, ma ha segnalato un calo della crescita e un aumento dell'inflazione. Prevediamo quattro tagli dei tassi quest'anno per via del rallentamento atteso.

Eurozona

- A marzo gli spread dei titoli HY in EUR si sono ampliati. I tassi a 10 anni sono saliti a causa dell'aumento della spesa per la difesa europea e del finanziamento del pacchetto fiscale tedesco.
- A marzo la BCE ha ridotto il tasso guida di 25 punti base (pb) e ci aspettiamo altri tre tagli quest'anno.

Regno Unito

- A marzo gli spread IG sono stati volatili e si sono leggermente ampliati. I tassi a 10 anni sono saliti sulla scia di quelli dell'eurozona.
- La BoE ha mantenuto i tassi stabili, ma date le prospettive meno favorevoli per la crescita e l'occupazione prevediamo quattro tagli nel 2025.

Svizzera

- L'inflazione di fondo, più alta del previsto a febbraio, ha fatto salire i tassi e irripidire la curva dei rendimenti a marzo.
- Come previsto, la BNS ha tagliato i tassi di 25 pb e non prevediamo altri tagli quest'anno.

La curva in EUR ha continuato a irripidirsi nel 2025

Differenza tra il rendimento dei titoli di Stato a 10 anni e quello a 2 anni



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 27.03.2025

Dalla fine del ciclo di rialzi dei tassi a metà 2023, la differenza tra i rendimenti a 10 e 2 anni in USD e in EUR è aumentata, diventando positiva a fine 2024 grazie ai tagli delle banche centrali. Da fine febbraio 2025, la curva dei rendimenti in EUR si è irripidita più di quella in USD visti i piani europei volti a incrementare la spesa per la difesa e alla spinta tedesca per lo sviluppo delle infrastrutture. Questi piani di spesa possono stimolare la crescita, ma comportano anche un aumento del debito pubblico, un maggior fabbisogno di finanziamenti, rischi d'inflazione persistenti e tassi a lungo termine più alti in Europa. Negli USA, le politiche economiche di Trump hanno creato incertezza tra consumatori e aziende, intaccando le prospettive di crescita. Pertanto, gli spread per il rischio di credito degli indici in USD ed EUR si sono ampliati perché il mercato prevede tendenze stagflazionistiche negli USA e inflazionistiche in Europa. Per aprile prevediamo spread più ampi soprattutto per i titoli HY in EUR e USD per via della continua incertezza legata alle politiche di Trump. Siamo invece neutrali sull'IG in EUR e USD per via dei fondamentali creditizi relativamente solidi. Quanto alla duration, il mese prossimo ci aspettiamo un calo dei rendimenti dei titoli di Stato USA a 2 e 10 anni. In Europa prevediamo un calo dei rendimenti dei titoli di Stato a 2 anni, ma siamo neutrali sui decennali. Per i titoli di Stato svizzeri abbiamo aspettative neutrali sull'intera curva.

Azioni

La politica USA domina il mercato azionario

Panoramica delle performance dei mercati azionari

	Mar. 2025*	Year-to-date*
Stati Uniti	-4,1%	-2,8%
Eurozona	-0,3%	10,7%
Regno Unito	-0,8%	7,5%
Svizzera	-0,1%	11,3%
Mercati emergenti	3,3%	5,7%

Indici MSCI Net Total Return in valuta locale.

* Variazione al 27 marzo. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- A marzo il mercato USA ha perso terreno in termini assoluti e relativi. Negli ultimi due mesi è stato battuto da quasi tutti i mercati e ha perso quasi il 10% rispetto a Europa e Svizzera.
- I motivi principali di questa performance deludente sono la politica imprevedibile degli Stati Uniti e le prospettive di dazi elevati. Gli investitori esteri vendono azioni USA.
- Tuttavia, il mercato USA resta sopravvalutato.

Eurozona

- Con quello svizzero, il mercato europeo ha registrato le migliori performance quest'anno. A marzo ha battuto il mercato USA di un ulteriore 3,5%.
- Si registrano notevoli afflussi verso le azioni europee e l'ampio pacchetto di investimenti pubblici in Germania dovrebbe sostenere il mercato sul breve termine. L'Europa beneficerà anche di una politica monetaria più accomodante.
- La valutazione del mercato europeo è aumentata, ma resta perlopiù neutrale.

Regno Unito

- Anche il mercato britannico ha battuto quello USA, ma non quanto l'Eurozona e la Svizzera.
- La valutazione del mercato rimane bassa.

Svizzera

- Quest'anno la borsa svizzera ha battuto tutti i principali mercati. Finora le small cap hanno sottoperformato il mercato nel suo complesso.
- La valutazione del mercato azionario svizzero si colloca nella parte superiore dell'intervallo neutrale.

Mercati emergenti

- A marzo, i mercati emergenti hanno nettamente sovraperformato gli altri.
- Cina (+3,2%) e India (+9,8%) hanno trainato il mercato. L'India si è ripresa dopo diversi mesi deludenti.

Correzione o qualcosa di più?

Il mercato USA ha perso il 2,8% nel 2025 e più del 6% dall'insediamento di Donald Trump. Dal picco di metà febbraio, la borsa USA ha raggiunto il punto più basso a metà marzo, cedendo l'8% circa, mentre che il Nasdaq è sceso di oltre l'11%. I titoli delle Magnifiche 7 hanno perso quasi il 15% prima della recente ripresa. Si tratta della flessione più pronunciata dal mercato ribassista del 2022. Il netto ribasso e la sottoperformance del mercato USA sono riconducibili ai dati economici più deboli, al calo della fiducia e all'incertezza che circonda le politiche di Trump. Di norma, i ribassi del mercato azionario di oltre il 10% sono definiti «correzioni». Storicamente, molte di queste correzioni sono state ottime opportunità d'acquisto («buy the dip»), mentre altre hanno segnalato l'inizio di una più netta flessione del mercato. Se definiamo l'inizio di una correzione come un ribasso di oltre il 10% dal più recente massimo da 52 settimane e la sua fine come l'assenza di ulteriori ribassi di oltre il 10% dallo stesso massimo, dal 1928 si sono verificati 60 casi di questo tipo della durata media di 185 giorni circa. L'attuale correzione è stata insolitamente rapida: solo altre 10 sono state più brevi.

Performance di borsa dopo le correzioni (USA)

Periodo	Media	Mediana	Max.	Min.
1M	0,1%	1,8%	11,0%	-24,0%
3M	2,5%	2,7%	19,0%	-26,0%
6M	5,6%	6,8%	24,0%	-27,0%
12M	7,7%	13,8%	41,0%	-38,0%

Dati dal 1928 al 2025. Fonti: Deutsche Bank, Swiss Life Asset Managers

Dopo una correzione del mercato, in media i rendimenti prospettici sono positivi e tendono a migliorare nel tempo (cfr. tabella). In media, l'anno successivo sono paragonabili ai rendimenti medi a lungo termine delle azioni, ma il rendimento mediano è decisamente più alto, pari al 13,8%, perché la media è distorta al ribasso dai casi estremamente negativi. In passato, circa il 45% delle correzioni ha coinciso con una recessione. Delle 59 correzioni concluse, 17 sono sfociate in mercati ribassisti, ossia in ribassi di oltre il 20%. Tuttavia, la maggior parte delle correzioni è rimasta entro un intervallo dal -10% al -20%. I mercati ribassisti sono stati più frequenti quando le correzioni si sono verificate poco prima o all'inizio di una recessione. Riteniamo improbabile che l'attuale correzione si trasformi in un vero mercato ribassista, poiché non prevediamo una recessione globale. Confermiamo la nostra aspettativa positiva per il 2025 e per i prossimi tre mesi.

Valute

USD: Sostenuto dai dazi

Panoramica delle principali valute

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

* Variazione al 27 marzo. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- A marzo l'USD ha continuato a indebolirsi. Tutte le principali valute, eccetto il JPY, si sono apprezzate nei confronti dell'USD. Ciò è dipeso soprattutto dalle aspettative di crescita: negli Stati Uniti sono peggiorate e nel resto del mondo sono migliorate per via dei pacchetti fiscali tedesco e cinese.
- Questa revisione delle previsioni di crescita dovrebbe essersi conclusa e potrebbe persino invertirsi in una certa misura dopo gli annunci di ulteriori dazi USA. Inoltre, i differenziali d'interesse («carry») restano favorevoli all'USD. Siamo quindi positivi sull'USD nel secondo trimestre.

Eurozona

- Il pacchetto fiscale tedesco ha fatto apprezzare l'EUR del 2% su base ponderata per l'interscambio.
- Prima che l'annunciata espansione fiscale raggiunga l'economia reale occorrerà del tempo, crediamo quindi che i mercati si concentreranno sull'intensificarsi della guerra commerciale tra USA ed Europa, che dovrebbe frenare la crescita dell'eurozona e indebolire l'EUR.

Regno Unito

- A marzo il GBP si è apprezzato nei confronti dell'USD, ma è rimasto in un intervallo ristretto rispetto all'EUR.
- Per il secondo trimestre la nostra aspettativa è negativa su EUR/USD e neutrale su EUR/GBP.

Svizzera

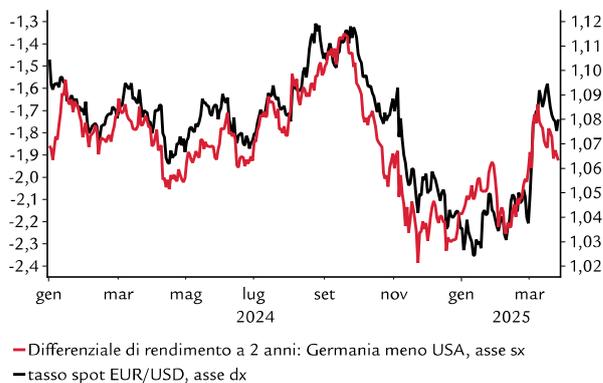
- A marzo EUR/CHF ha superato brevemente quota 0,96.
- Nella seconda metà del mese l'euforia per l'EUR ha iniziato a scemare e per i prossimi mesi ci aspettiamo un EUR/CHF ancora debole.

Giappone

- A differenza di altre valute dei mercati sviluppati, a marzo il JPY non si è apprezzato rispetto all'USD.
- Siamo neutrali su USD/JPY per il secondo trimestre.

EUR/USD resta dettato dai differenziali dei tassi

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



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 27.03.2025

Malgrado una raffica di annunci di dazi, dall'insediamento di Trump l'USD si è deprezzato, smentendo le ipotesi da manuale secondo cui i dazi dovrebbero rafforzare la valuta. Gli investitori vedono i dazi soprattutto come un rischio per la crescita USA; quindi, i rendimenti obbligazionari USA sono scesi e l'USD si è indebolito. A marzo la conferma di Stephen Miran alla presidenza del Council of Economic Advisors ha ulteriormente minato il sentiment sull'USD. Come Trump, Miran è un sostenitore dei dazi e di un USD debole per promuovere la reindustrializzazione USA e cita approcci unilaterali molto problematici, come una «user fee» per le banche centrali estere o i fondi sovrani che investono in Treasury USA o acquisti di valuta estera da parte degli Stati Uniti, che acuirebbero i timori d'inflazione. Quanto agli approcci multilaterali, pensa ad un possibile «accordo di Mar-a-Lago» per orchestrare una svalutazione dell'USD. Un'idea problematica è obbligare i grandi detentori esteri di riserve a mettere sul mercato parte dei loro Treasury USA per indebolire l'USD e a scambiare il resto con titoli di Stato a 100 anni, al fine di ridurre i flussi di rifinanziamento verso gli Stati Uniti, a suo dire responsabili della «persistente sopravvalutazione dell'USD». A nostro parere, queste proposte costituiscono un rischio estremo a medio termine. Nel breve periodo, invece, riteniamo possibile un rimbalzo dell'USD. I mercati scontano molta negatività e l'introduzione di dazi reciproci ad aprile potrebbe indurre gli investitori a rivedere al ribasso le prospettive di crescita per il resto del mondo e smorzare l'euforia per l'Europa generata dal pacchetto fiscale tedesco, che ha ridotto il differenziale di rendimento tra Stati Uniti ed eurozona, facendo impennare EUR/USD a marzo (cfr. grafico).

Asset allocation

Le azioni non-USA perdono slancio

Analisi

- I rendimenti negativi delle azioni globali nel mese sono dovuti perlopiù alle azioni USA: Europa e mercati emergenti sono stati più stabili.
- I titoli di Stato hanno risentito dell'aumento dei rendimenti, soprattutto in Europa, registrando performance negative. Le obbligazioni societarie hanno performato meglio, ma principalmente per via della minore sensibilità ai tassi con spread stabili o in lieve aumento.
- Dopo un periodo relativamente tranquillo, l'incertezza legata alla guerra commerciale è in aumento.

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	Sovraponderazione

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

- Abbiamo modificato la nostra asset allocation e aumentato il peso dei titoli di Stato a scapito delle obbligazioni societarie di tutti i tipi.
- Restiamo dell'idea che le azioni globali, Stati Uniti esclusi, abbiano un potenziale maggiore rispetto alle obbligazioni, anche se i rischi aumentano con l'avvicinarsi di una fase cruciale per il dibattito sui dazi e con il venir meno dell'entusiasmo iniziale per l'impulso fiscale in Europa.
- Quindi incrementiamo l'esposizione ai titoli di Stato visti i rendimenti elevati, anche tenuto conto dei rischi d'inflazione.
- Nell'ultimo mese gli spread si sono mossi poco e restano bassi. Pertanto, riteniamo che le obbligazioni societarie siano meno interessanti delle azioni di mercati come l'Europa e le economie emergenti.

Vittoria di Pirro per il mercato azionario europeo?

A marzo i rendimenti dei mercati azionari globali sono stati negativi, soprattutto a causa delle nette correzioni delle azioni USA. Con il venir meno dell'entusiasmo per i grandi piani fiscali della Germania e dell'UE, i mercati si concentrano sulle sfide da affrontare per effettuare questi investimenti, sull'impatto dei disavanzi sui tassi d'interesse e sulle conseguenze della politica commerciale USA. Ciò solleva un interrogativo: il primo trimestre brillante delle borse europee è stato una vittoria di Pirro?

Riteniamo che la dinamica favorevole delle azioni non-USA, e in particolare dei mercati europei, possa continuare per due motivi principali: 1) fondamentalmente, il mercato azionario USA resta sopravvalutato e l'attuale amministrazione sta creando un contesto di incertezza economica che spinge le imprese e i consumatori alla prudenza; 2) l'Europa ha l'opportunità irripetibile di rilanciare la propria economia e di rimediare ad alcuni dei problemi degli ultimi anni. Questa situazione potrebbe persino creare opportunità: l'Europa potrebbe attrarre talenti e capitali che in precedenza si orientavano automaticamente verso gli Stati Uniti. Tuttavia, nel breve periodo non sono da escludere una perdita di slancio ed eventi imprevedibili. Di conseguenza, apportiamo modifiche tattiche alla nostra asset allocation, incrementando l'esposizione ai titoli di Stato e riducendo quella alle obbligazioni societarie di ogni tipo. L'obiettivo è creare un piccolo «airbag» nella nostra allocazione, perché per ora preferiamo mantenere la nostra esposizione azionaria. Da inizio anno i rendimenti dei titoli di Stato sono piuttosto stabili, mentre nei Paesi dell'eurozona sono saliti molto per via dell'annunciato aumento della spesa fiscale. I livelli attuali ci sembrano elevati, anche tenuto conto dei rischi d'inflazione e della possibilità che la crescita economica acceleri. Quindi queste obbligazioni potrebbero attenuare l'impatto di una potenziale correzione del mercato azionario.

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 VIIIs 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.