Prospettive
Mercati finanziari

SwissLife Asset Managers

Febbraio 2025

Tassi d'interesse e obbligazioni

Eurozona: rendimenti decennali su e spread giù

Rendimenti obbligazionari e spread del credito IG

	Rendimento dei titoli di Stato decennali			Spread delle obbligazioni investment grade		
	Attuale	Gen. 2025*	Year-to-date*	Attuale	Gen. 2025*	Year-to-date*
US	4,5%	-5 pb	-5 pb	79 pb	-1 pb	-1 pb
Eurozona	2,5%	15 pb	15 pb	92 pb	-10 pb	-10 pb
UK	4,6%	-1 pb	-1 pb	92 pb	-4 pb	-4 pb
CH	0,4%	15 pb	15 pb	68 pb	-1 pb	-1 pb

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

Stati Uniti

- Dopo essere saliti per la prima metà di gennaio, i rendimenti dei Treasury a 10 anni sono scesi per via dei dati sull'inflazione più bassi del previsto.
- Le nostre prospettive sull'inflazione USA sono un po' più ottimistiche del consensus e di conseguenza continuiamo a prevedere quattro tagli dei tassi nel 2025, ossia più delle attese del mercato.

Eurozona

- Per il 2025 ci aspettiamo una ripresa della crescita del PIL reale, ma restiamo più cauti del consensus.
- Dopo il taglio dei tassi della BCE del 30 gennaio, ci aspettiamo altre cinque riduzioni nel 2025. La politica monetaria della BCE diventerebbe quindi espansiva per controbilanciare la crescita debole e la maggiore incertezza causata dai potenziali dazi USA.

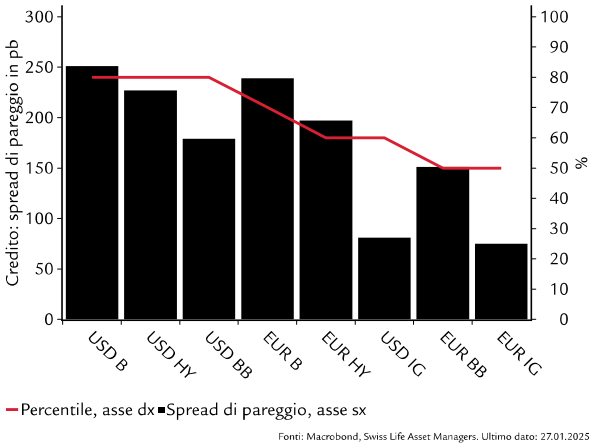
Regno Unito

- I rendimenti dei Gilt sono saliti ancora a inizio gennaio, ma a metà mese sono scesi dai recenti massimi per via dei dati sull'inflazione più bassi del previsto.
- Le proiezioni di crescita della Bank of England (BoE) e dell'Office of Budget Responsibility ci sembrano troppo ottimistiche. I rischi sono orientati verso un ciclo di tagli dei tassi più rapido e incisivo. Per il 2025 prevediamo cinque tagli da parte della BoE.

Svizzera

- Da marzo 2024, la BNS ha ridotto il tasso guida di 125 pb. Pensiamo che nel 2025 l'inflazione scenderà quasi allo 0%, inducendo la BNS a tagliare di altri 25 pb.

Spread di pareggio superiori alla media per i titoli IG e HY



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 27.01.2025

Dopo i rialzi dei tassi guida del 2022 e del 2023, gli spread di pareggio delle obbligazioni societarie si sono ampliati e ora sono a livelli storicamente alti. Gli spread di pareggio indicano quanto i rendimenti obbligazionari possono salire prima che l'investimento cessi di essere redditizio. Valori più elevati significano che l'obbligazione può tollerare un aumento più pronunciato mantenendo un rendimento positivo. Nei mercati sviluppati, gli spread di pareggio degli indici high yield (HY) in USD ed EUR sono a livelli storicamente elevati rispetto a quelli degli indici investment grade (IG). Il motivo è la netta diminuzione della duration degli indici HY dal 2022 per via del calo dell'attività di fusione e acquisizione e di leveraged buy-out. Anche l'accresciuta concorrenza dei mercati creditizi privati e l'emissione di obbligazioni a più breve termine hanno fatto scendere la duration. Al momento, gli indici HY in USD hanno gli spread di pareggio più alti (70°-80° percentile), ma anche gli indici IG e BB in EUR sono su livelli discreti (40°-60° percentile), a indicare che queste obbligazioni possono ancora conseguire buone performance in caso di rialzi inattesi dei tassi o di volatilità di mercato. Per febbraio prevediamo spread più ampi per l'HY in EUR, ma siamo neutrali su quelli dell'HY e dell'IG in USD. Ci aspettiamo un calo dei rendimenti a breve termine in Germania e abbiamo aspettative neutrali sui rendimenti dei titoli di Stato USA e svizzeri.

© Swiss Life Asset Management SA – Prospettive – Mercati finanziari

Azioni

Buon inizio del 2025 nonostante DeepSeek

Panoramica delle performance dei mercati azionari

	Gen. 2025*	Year-to-date*
Stati Uniti	3,5%	3,5%
Eurozona	7,2%	7,2%
Regno Unito	5,7%	5,7%
Svizzera	8,5%	8,5%
Mercati emergenti	2,0%	2,0%

Indici MSCI Net Total Return in valuta locale.
* Variazione al 30 gennaio. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- I rendimenti del mercato USA sono spesso positivi a gennaio e quest'anno non ha fatto eccezione.
- Dopo l'annuncio di DeepSeek, i titoli di tecnologia, energia e utility, tra cui Nvidia (-17% e USD 600 mia. di capitalizzazione persi), hanno subito una brusca correzione e si sono ripresi solo in parte. I fattori positivi sono stati un ottimo inizio della stagione degli utili e l'assenza di dazi imposti da Trump.
- Il mercato USA è costoso e ha una valutazione molto più alta di tutti gli altri mercati.

Eurozona

- Per una volta, il mercato europeo ha sovraperformato gli altri mercati globali.
- La stagione degli utili ha soddisfatto le aspettative e le minacce di dazi non si sono ancora concretizzate.
- La valutazione del mercato europeo è ancora neutrale e manca un catalizzatore forte per un suo aumento (assoluto e relativo rispetto al mercato USA).

Regno Unito

- Come gli altri mercati europei, il Regno Unito ha iniziato l'anno molto bene.
- Il mercato britannico continua a beneficiare di una valutazione bassa.

Svizzera

- I tre colossi (Nestlé, Roche e Novartis) hanno iniziato l'anno in positivo, sostenendo la netta sovraperformance del mercato svizzero.
- La valutazione del mercato azionario svizzero si colloca nella parte superiore dell'intervallo neutrale.

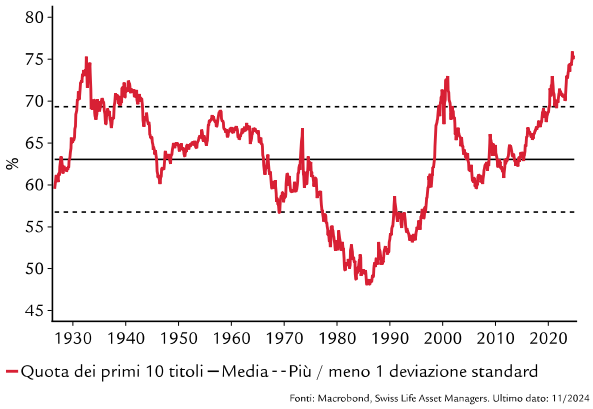
Mercati emergenti

- Il 2025 è iniziato sulla scia del 2024, con una sottoperformance. Il mercato indiano è stato particolarmente debole e finora ha perso quasi il 4%.
- Lo sconto di valutazione è notevole, ma attualmente manca un catalizzatore per una valutazione più alta.

La concentrazione e le sue conseguenze

Attualmente il mercato azionario USA, e quindi quello globale, evidenzia livelli di concentrazione senza precedenti. La quota degli Stati Uniti negli indici globali ha raggiunto un massimo storico, pari al 70% dell'MSCI World (indice di azioni dei mercati sviluppati) ed i 10 titoli USA con la capitalizzazione maggiore rappresentano circa il 40% del valore totale del mercato statunitense. Questa concentrazione si traduce in una minore diversificazione. Nel 1929 e nel 2000, situazioni simili hanno preceduto nette flessioni del mercato.

Concentrazione del mercato USA (quota del primo 10% di titoli)



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 11/2024

L'elevata concentrazione del mercato ha diverse implicazioni negative. Innanzitutto, la performance dei mercati USA e globali è trainata da pochi titoli di due settori: informatica e servizi di comunicazione. I primi 10 titoli dell'MSCI All Country World Index appartengono tutti a questi settori, che hanno valutazioni elevate e aspettative di crescita degli utili ambiziose. Secondo, con questa concentrazione per i gestori attivi è difficile sovraperformare: la performance relativa deriva perlopiù da 5-10 titoli, mentre molti altri potenzialmente validi hanno un ruolo minore. Infine, un'alta concentrazione unita a valutazioni elevate può tradursi in rendimenti attesi molto bassi. Secondo le stime, se la situazione si normalizzasse, i rendimenti azionari USA potrebbero diminuire di diversi punti percentuali. Cosa possono fare gli investitori? Una soluzione è investire in stili o indici meno concentrati, come gli indici value, dividend o equal-weight, che hanno valutazioni molto più basse e sono più diversificati. Storicamente un indice USA equiponderato ha sovraperformato l'omologo ponderato per la capitalizzazione di mercato, nonostante la sottoperformance registrata dal 2010.

Valute

USD più debole a gennaio, ma attenzione alla ripresa

Panoramica delle principali valute

	Gen. 2025*	Year-to-date*	Su 1 mese
EUR/USD	0,4%	0,4%	↘
EUR/CHF	0,6%	0,6%	→
GBP/USD	-0,8%	-0,8%	↘
USD/JPY	-1,9%	-1,9%	↗

* Variazione al 30 gennaio. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- A gennaio battuta d'arresto per il rally dell'USD iniziato a ottobre 2024. L'inversione di tendenza deriva soprattutto dall'assenza di annunci di dazi dopo l'insediamento di Trump. I principali beneficiari sono stati il JPY e le valute dei mercati emergenti.
- Prevediamo un nuovo apprezzamento dell'USD: nelle prossime settimane il dibattito sui dazi doganali si intensificherà e i differenziali d'interesse, il cosiddetto «carry», rimarranno favorevoli all'USD.

Eurozona

- A gennaio l'EUR si è apprezzato rispetto all'USD, ma è rimasto pressoché invariato rispetto alle principali valute europee, come CHF, NOK o SEK.
- A gennaio le indagini sulle imprese dell'eurozona hanno sorpreso in positivo, quindi probabilmente il pessimismo era eccessivo. Tuttavia, per il 2025 prevediamo ancora una crescita economica molto inferiore a quella USA. Alla luce del continuo allentamento monetario da parte della BCE e dell'incertezza sul fronte commerciale, prevediamo un indebolimento dell'EUR rispetto all'USD.

Regno Unito

- A gennaio, quando i dati economici hanno fatto aumentare le aspettative di tagli dei tassi da parte della BoE, il GBP è sceso ai minimi di 5 mesi contro l'EUR.
- Il mese prossimo ci aspettiamo una stabilizzazione di EUR/GBP e un calo di GBP/USD.

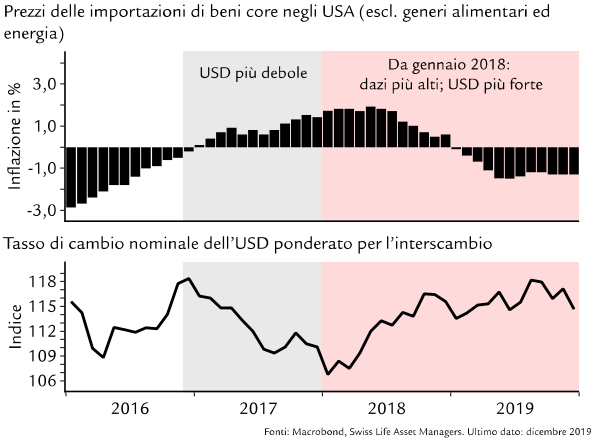
Svizzera

- A gennaio EUR/CHF è rimasto in graduale rialzo, sostenuto dai commenti accomodanti del presidente della BNS Schlegel.
- Manteniamo un'aspettativa neutrale su EUR/CHF.

Giappone

- A gennaio USD/JPY è sceso per via della debolezza dell'USD, ma, come per altre valute, ci aspettiamo un'inversione di tendenza nelle prossime settimane.

Perché i dazi sono positivi per l'USD



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: dicembre 2019

Tra tutte le incognite per le prospettive economiche che scaturiscono dal secondo mandato di Trump, una cosa è certa: sarà imposta una qualche forma di dazio e ciò sarà positivo per l'USD. Perché? Secondo la teoria economica, se i beni importati diventano più costosi dei beni nazionali analoghi a causa dei dazi, la domanda di beni importati diminuisce e la valuta nazionale si apprezza, riducendo così la differenza di prezzo tra i beni importati e quelli prodotti a livello nazionale. Questo principio si è rivelato corretto durante il primo mandato di Trump, quando da gennaio 2018 è iniziato il rally dell'USD, in concomitanza con l'inasprimento della guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina (cfr. grafico). Da fine settembre 2024, quando i mercati finanziari hanno iniziato a puntare in misura crescente su una vittoria di Trump, l'indice dell'USD (DXY) ha guadagnato il 9%. L'assenza di annunci di dazi nella prima settimana del secondo mandato di Trump ha causato un indebolimento dell'USD. Ciononostante, nelle prossime settimane il dibattito sui dazi è destinato a scaldarsi, per cui continuiamo a prevedere un USD forte. A medio termine, molto dipenderà dall'impatto inflazionistico dei dazi e dalla reazione delle autorità monetarie. Dazi mirati (il nostro scenario di base), anziché alti e generalizzati, avrebbero un impatto limitato sull'inflazione, anche grazie a un USD più forte. Nel 2019, il rafforzamento dell'USD ha persino fatto scendere i prezzi delle importazioni, annullando in parte la loro inflazione precedente. Pertanto, prevediamo ancora tagli dei tassi negli Stati Uniti nel 2025. Ci aspetteremmo un USD ben sostenuto dal «carry» anche se il nostro scenario accomodante si verificasse, quindi confermiamo l'aspettativa di un apprezzamento generale dell'USD per tutto l'anno.

Asset allocation

Inizio d'anno positivo ma volatile

Analisi

- Fino al 30 gennaio i mercati azionari hanno registrato rendimenti nel complesso positivi, a fronte delle perdite dei titoli di Stato e dei guadagni moderati dei mercati creditizi.
- Tuttavia, la volatilità di mercato è aumentata a causa degli sviluppi politici negli Stati Uniti e del recente lancio di un modello di IA cinese più efficiente, che potrebbe portare a una rivalutazione delle «Magnifiche 7», mettendo a rischio il mercato azionario globale.

Visione attuale dell'asset allocation

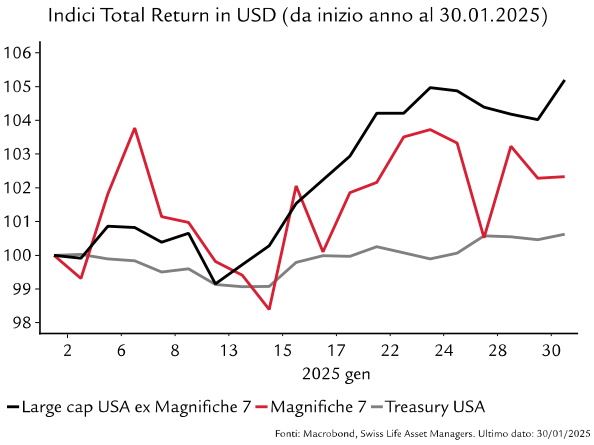
Classe d'investimento	Ponderazione attiva
Titoli di Stato globali	Neutrale
Obbligazioni societarie globali IG*	Sottoponderazione
Obbligazioni dei mercati emergenti	Sottoponderazione
Azioni globali	Sovraponderazione

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

- Nonostante questi sviluppi, manteniamo le nostre attuali aspettative in termini di asset allocation. Le prospettive economiche rimangono solide per gli Stati Uniti e mostrano un lieve miglioramento per l'Europa.
- Le azioni sembrano resistere bene ad alcune notizie deludenti. Tuttavia, la reazione agli sviluppi dell'IA in Cina indica che gli investitori sono diventati più cauti nei confronti dei titoli legati alla tecnologia.
- Gli spread sono quasi tornati ai minimi di dicembre. Di conseguenza, rimaniamo cauti sulle obbligazioni societarie, il cui profilo di rischio/rendimento è orientato al ribasso.
- Confermiamo le aspettative sui titoli di Stato. I rendimenti rimangono interessanti sia negli Stati Uniti che in Europa e i prossimi interventi monetari dovrebbero favorire un loro calo. Tuttavia, alla luce delle attuali dinamiche economiche USA, questo adeguamento potrebbe farsi attendere. In caso di netta correzione del mercato azionario, i titoli di Stato dovrebbero fungere da cuscinetto.

La correzione del 27 gennaio legata all'IA

Nelle nostre prospettive per il 2025 abbiamo fatto notare la sopravvalutazione dei mercati azionari globali, soprattutto a causa del peso notevole dei grandi titoli tecnologici. Una correzione di questi titoli influirebbe sull'intero mercato, ma i titoli non tecnologici dovrebbero recuperare più rapidamente grazie ai fondamentali più solidi. Inoltre, abbiamo affermato che, visti gli alti rendimenti obbligazionari USA, i Treasury USA potrebbero fungere da cuscinetto contro un calo della borsa. Il 27 gennaio i mercati azionari sono stati scossi dall'annuncio di un modello di IA cinese innovativo, che ha innescato una correzione dei mercati azionari USA (cfr. grafico).



La forte reazione negativa iniziale dei titoli delle «Magnifiche 7» rispetto al resto del mercato riflette l'ansia degli investitori riguardo alla valutazione di questi titoli e la loro volontà di orientarsi verso segmenti di mercato più sottovalutati. La timida reazione positiva dei Treasury USA, invece, è apparsa troppo debole per offrire una protezione efficace dalla correzione. Pur non essendo sufficiente da solo a confermare le nostre opinioni, questo episodio sottolinea la vulnerabilità dei titoli tecnologici e mette in evidenza la necessità di una valutazione costante delle strategie di copertura.

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
𝕏 @Homberger_A

Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
𝕏 @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?
Inviate 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 VIIs 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.