

Marzo 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	Feb. 2025*	Year-to-date*	Attuale	Feb. 2025*	Year-to-date*
US	4,3%	-24 pb	-27 pb	83 pb	4 pb	3 pb
Eurozona	2,4%	-1 pb	8 pb	89 pb	-2 pb	-13 pb
UK	4,5%	-2 pb	-5 pb	93 pb	2 pb	-3 pb
CH	0,5%	8 pb	19 pb	65 pb	-3 pb	-4 pb

Redimento eurozona = Germania, pb = punti base.
* Variazione al 27 febbraio. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- A febbraio gli spread dei titoli investment grade sono rimasti storicamente bassi, ma da metà mese la caduta degli indicatori di sorpresa economica ha fatto ampliare gli spread dei titoli high yield e scendere i rendimenti dei Treasury a 2 e 10 anni.
- A causa dell'incertezza sulla politica doganale, la Federal Reserve rimane attendista, ma prevediamo ancora tagli dei tassi quest'anno.

Eurozona

- A febbraio gli spread del credito europeo si sono ristretti in previsione dell'aumento della spesa per la difesa dei governi europei. La curva dei rendimenti si è irripidita: i tassi a 2 anni sono scesi e quelli a 10 sono rimasti stabili nel mese.
- A gennaio la BCE ha ridotto il tasso guida di 25 punti base (pb) e ci aspettiamo altri cinque tagli quest'anno.

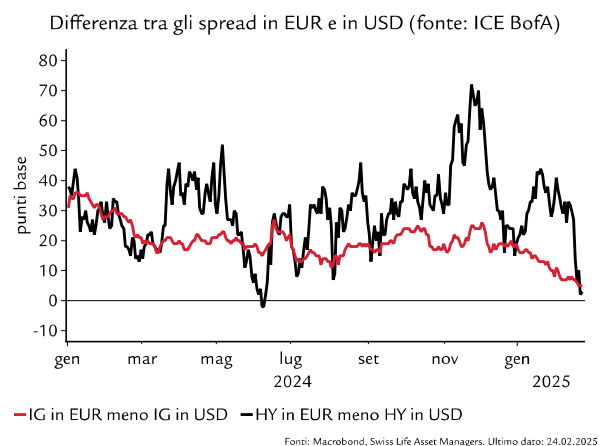
Regno Unito

- Gli spread del credito IG si sono mossi poco. Malgrado una certa volatilità, i tassi sono rimasti stabili.
- Da metà febbraio nel Regno Unito le sorprese economiche sono state positive e la curva si è leggermente irripidita nel corso del mese.

Svizzera

- L'inflazione di fondo più alta del previsto a gennaio ha fatto salire i tassi e irripidire la curva dei rendimenti a febbraio.
- Ci aspettiamo ancora un calo dell'inflazione e un taglio di 25 pb da parte della BNS.

Calo degli spread europei malgrado i rischi legati ai tassi



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 24.02.2025

Il mese scorso il credito in EUR ha sovraperformato quello in USD, soprattutto nell'high yield. Il credito in EUR ha beneficiato del previsto aumento della spesa per la difesa, che favorirebbe le industrie e le aziende della difesa europee. Hanno giovato anche l'esito delle elezioni in Germania, che dovrebbe portare a un governo stabile, l'aspettativa di diversi tagli dei tassi da parte della BCE nel 2025 e l'indebolimento dell'EUR. La fiducia degli investitori nell'Europa è stata sostenuta anche dalle speranze di un cessate il fuoco in Ucraina, che potrebbe far scendere i prezzi dell'energia e accelerare la ricostruzione nel Paese. Al contempo, però, i tassi per le scadenze più lunghe sono saliti leggermente in previsione di un aumento delle emissioni di titoli sovrani per finanziare la spesa per la difesa. Inoltre, l'esito delle trattative di pace in Ucraina resta incerto e le notizie sui dazi iniziano a offuscare il sentiment delle imprese, oltre ad aver fatto aumentare le aspettative d'inflazione, soprattutto negli Stati Uniti. Per marzo prevediamo spread più ampi per i titoli HY in EUR e in USD e per quelli IG in EUR, in quanto il mercato sconta un ottimismo eccessivo riguardo alle trattative di pace in Ucraina e alla crescita dell'eurozona, mentre resta compiaciuto sul rischio legato ai dazi USA.

Azioni

Finora Trump non è stato positivo per le borse

Panoramica delle performance dei mercati azionari

	Feb. 2025*	Year-to-date*
Stati Uniti	-1,6%	1,4%
Eurozona	4,5%	12,1%
Regno Unito	1,1%	7,2%
Svizzera	3,1%	11,8%
Mercati emergenti	3,9%	5,8%

Indici MSCI Net Total Return in valuta locale.
* Variazione al 27 febbraio. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- A febbraio il mercato USA è rimasto indietro rispetto alle borse globali. Le Magnifiche 7 hanno perso quasi l'8%.
- Dall'insediamento di Trump (e dal lancio dell'ultima versione di DeepSeek) il mercato USA sottoperforma gli altri di diversi punti percentuali.
- È un mercato che resta costoso e con una valutazione molto più alta di tutti gli altri mercati.

Eurozona

- A febbraio la sovraperformance è proseguita, il che stupisce, considerando la crisi nei principali Paesi europei, i dazi annunciati da Trump e la situazione incerta in Ucraina.
- La valutazione del mercato europeo è ancora neutrale in termini storici e rispetto agli Stati Uniti. Il fatto che la BCE taglierà i tassi più della Fed nel 2025 è un altro punto a favore delle azioni europee.

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

- A febbraio il mercato ha registrato ancora buone performance. Quest'anno i titoli farmaceutici e soprattutto Nestlé stanno performando molto bene.
- La valutazione del mercato azionario svizzero si colloca nella parte superiore dell'intervallo neutrale.

Mercati emergenti

- I mercati emergenti hanno recuperato terreno grazie all'ottima performance della Cina e malgrado l'estrema debolezza dell'India.
- Lo sconto di valutazione delle azioni dei mercati emergenti è notevole e un lungo rally dei titoli cinesi potrebbe tradursi in una sovraperformance.

DeepSeek e le sue conseguenze

Il 20 gennaio (giorno dell'insediamento di Trump), la piccola società cinese DeepSeek ha lanciato un nuovo large language model in grado di competere con i già affermati ChatGPT, LLAMA e Copilot. Questo modello contiene diverse innovazioni, tra cui un addestramento molto più efficiente e un ragionamento innovativo, che riducono notevolmente i consumi energetici, i requisiti hardware e i costi di addestramento, con prezzi molto più bassi per gli utenti (è 40 volte meno costoso). Il modello DeepSeek, qualitativamente pari a ChatGPT, è open source e il codice può essere valutato e usato da tutti gratuitamente. È quindi una grande spina nel fianco per le aziende di IA statunitensi. Il panorama USA dell'IA, il suo eccezionalismo e il suo dominio sul mercato azionario sono quindi a rischio. In futuro la Cina potrebbe avere un ruolo molto più importante. Rispetto al totale dei cinque Paesi che la seguono in classifica, la Cina «produce» il quintuplo dei laureati in materie scientifiche e ha il maggior numero di brevetti e ricercatori nel campo dell'IA. Il mercato ha compreso subito l'importanza di questo lancio e i principali produttori di hardware (Nvidia), energia (p.es. Vistra) e tecnologie di supporto (p.es. Schneider) hanno subito perdite a due cifre che finora hanno recuperato solo in parte. La borsa cinese in generale e i titoli tecnologici in particolare (come Alibaba) hanno sovraperformato il mercato USA. Persino i mercati europei, che beneficerebbero della fine del monopolio USA dell'IA, hanno battuto il mercato americano.

Performance del mercato dal 20 gennaio 2025

USA	UE	Cina	Soc. tecn. Cinesi	Magnificent 7
-0.8%	5.5%	15.4%	31.1%	-7.1%

Dati al 26 febbraio 2025. Fonte: Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Proseguirà questa tendenza? E DeepSeek è l'atteso fattore scatenante della fine del dominio USA nella tecnologia e nell'IA? Riteniamo che DeepSeek dimostri che il monopolio USA, con i suoi margini di guadagno straordinari (pari al 50% nel caso di Nvidia) non sarà eterno e che ora i titoli USA (soprattutto tecnologici e dell'IA) scontino aspettative eccessive. Ciò mette in discussione anche le valutazioni elevate. D'altro canto, gli Stati Uniti godono di una crescita economica e di una produttività più sostenuta, come di una minore regolamentazione. In definitiva, riteniamo che la valutazione del mercato USA resti piuttosto generosa e che al momento altri mercati siano più appetibili.

Valute

USD ancora debole a febbraio

Panoramica delle principali valute

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

* Variazione al 27 febbraio. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- A febbraio l'USD ha continuato a indebolirsi. Tutte le principali valute si sono apprezzate nei confronti dell'USD, soprattutto la SEK.
- Ci aspettiamo un ulteriore 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 febbraio l'EUR si è rafforzato rispetto all'USD per via del maggiore ottimismo riguardo a un accordo di pace tra l'Ucraina e la Russia, ma si è deprezzato rispetto a quasi tutte le principali valute.
- Le indagini sulle imprese dell'eurozona hanno continuato a migliorare, ma le economie della regione restano strutturalmente meno dinamiche di quella USA e probabilmente risentiranno dell'incertezza sui dazi. Con il continuo allentamento monetario da parte della BCE, per marzo prevediamo un indebolimento dell'EUR rispetto all'USD.

Regno Unito

- Il GBP si è ripreso dalla debolezza di gennaio in quanto l'inflazione più alta del previsto è sfociata in una revisione delle aspettative di tagli dei tassi da parte della BoE.
- Per marzo ci aspettiamo una stabilizzazione di EUR/GBP e un calo di GBP/USD.

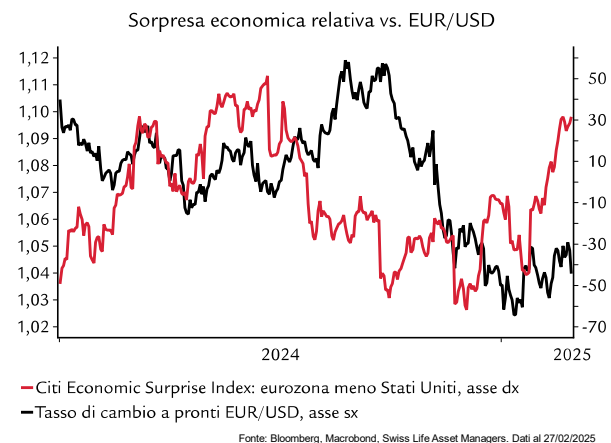
Svizzera

- A febbraio EUR/CHF è rimasto stabile, nonostante il mercato abbia escluso tassi negativi quest'anno dopo l'inflazione più alta del previsto di gennaio.
- Rimaniamo neutrali su EUR/CHF, in quanto i rischi a un mese sono equilibrati.

Giappone

- A febbraio USD/JPY ha continuato a scendere, ma, aspettandoci un USD più forte, prevediamo un'inversione nelle prossime settimane.

La timida ripresa dell'EUR appare eccessiva



Quest'anno l'incertezza sul fronte commerciale è stata uno dei principali driver dei mercati valutari. Anche la geopolitica è tornata al centro della scena: Trump ha fatto notizia con i suoi sforzi per mediare un accordo di pace tra Ucraina e Russia. L'esito e i tempi di un potenziale accordo sono ancora altamente incerti, ma il mercato valutario ha iniziato a scontare alcuni effetti positivi per la crescita europea (che abbiamo elencato nelle nostre Prospettive Economia). Il mercato si aspetta un ulteriore impulso dal lato fiscale, con l'aumento della spesa per la difesa e una possibile riforma del freno al debito da parte del nuovo governo tedesco. A parte ciò, l'EUR è stato sostenuto anche dal maggiore dinamismo dell'economia (cfr. grafico) e dalla continua ripresa degli indici dei responsabili degli acquisti. L'ottimismo dell'EUR ci sembra eccessivo e per marzo prevediamo un'inversione di questa tendenza per EUR/USD. Ulteriori annunci di dazi nelle prossime settimane dovrebbero esercitare pressioni sulla valuta europea. Lo stimolo fiscale derivante dall'aumento della spesa per la difesa ha effetti sfavorevoli, come livelli di debito pubblico insostenibili. Per il sentiment nell'eurozona si intravede una luce in fondo al tunnel, ma l'economia della regione resta strutturalmente meno dinamica di quella USA. Infine, l'USD dovrebbe continuare a essere sostenuto dal differenziale d'interesse («carry»), visto che negli Stati Uniti i rischi d'inflazione sono orientati al rialzo; quindi, confermiamo l'aspettativa di generale vigore dell'USD.

Asset allocation

Il flusso di notizie come causa di volatilità

Analisi

- A febbraio la performance dei mercati è stata in linea con le nostre aspettative: le azioni hanno sovraperformato le obbligazioni societarie.
- Benché volatili, i rendimenti obbligazionari sono rimasti relativamente stabili. Le obbligazioni societarie hanno fatto meglio dei titoli di Stato grazie al calo degli spread.
- L'andamento del mercato è stato molto influenzato dal flusso di notizie dagli Stati Uniti, che ne ha fatto aumentare la volatilità.

Visione attuale dell'asset allocation

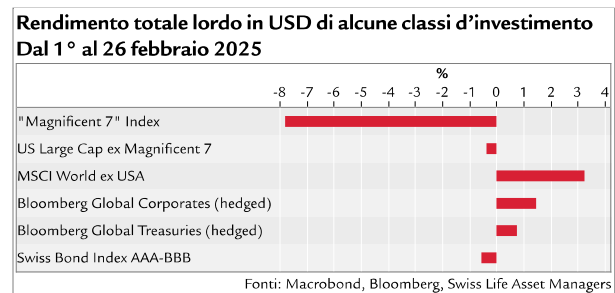
Classe d'investimento	Ponderazione attiva
Titoli di Stato globali	Neutrale
Obbligazioni societarie globali IG*	Sottoponderazione
Obbligazioni dei mercati emergenti	Sottoponderazione
Azioni globali	Sovraponderazione

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

- Confermiamo le nostre aspettative sull'asset allocation: a nostro avviso le azioni presentano un potenziale maggiore rispetto alle obbligazioni societarie, soprattutto dopo il recente calo degli spread. Tuttavia, la nostra convinzione è diminuita in quanto il potenziale dei mercati più appetibili si sta esaurendo.
- La debolezza della borsa USA da inizio anno è ascrivibile soprattutto alla sottoperformance delle «Magnifiche 7» ed è stata controbilanciata dalla continua ripresa dei mercati europeo e cinese. A breve termine questa tendenza dovrebbe proseguire grazie ai dati economici più favorevoli, alla politica monetaria più accomodante e agli interventi del governo in Cina per stimolare l'economia.
- Gli spread hanno continuato a restringersi, con un peggioramento del profilo di rischio / rendimento.
- I rendimenti dei titoli di Stato sono stati volatili: negli Stati Uniti sono scesi, in Germania sono rimasti stabili e in Svizzera sono saliti. Il fatto che siano scesi durante le correzioni delle azioni conferma la nostra ipotesi che rendimenti elevati in USD, e in misura minore in EUR, possano attenuare l'impatto delle correzioni e giustifica il nostro posizionamento neutrale malgrado il potenziale di apprezzamento limitato.

È ora di rivedere la nostra strategia?

Al momento la nostra strategia è incentrata sulla sovraperformance delle azioni rispetto alle obbligazioni societarie e su una transizione dal mercato USA verso regioni e segmenti di mercato più interessanti. Da inizio anno questa tesi resta valida. Il flusso costante di notizie sorprendenti e talvolta sconcertanti dagli Stati Uniti è fonte di incertezza per gli investitori, ma i rendimenti azionari sono solidi e superiori a quelli delle obbligazioni societarie, malgrado il nuovo calo degli spread. Inoltre, finora il mercato azionario USA, molto caro, ha sottoperformato il resto del mondo, valutato in modo più interessante (cfr. grafico successivo).



È giunto il momento di rivedere le nostre aspettative? Crediamo di no, per i seguenti motivi:

1. Gli indicatori congiunturali europei sono migliorati, sostenendo i mercati finanziari della regione.
2. Il mercato azionario USA ha sottoperformato per via delle «Magnifiche 7», ma evidenzia ancora una buona tenuta.
3. Il governo cinese ha moltiplicato gli sforzi per stimolare l'economia, e DeepSeek ha risollevato il settore tecnologico e il mercato azionario cinese.
4. I recenti sviluppi diplomatici in Ucraina potrebbero avere un impatto positivo transitorio sul sentiment dei mercati finanziari.

Tuttavia, rischi come i dazi, le tensioni geopolitiche e le valutazioni elevate non vanno ignorati. Pertanto, nell'investimento si dovrebbe dare la priorità a strategie più difensive e alla massima diversificazione.

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?

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.