

Febbraio 2026

Tassi d'interesse e obbligazioni

Bassa probabilità di recessione e spread ridotti

	Rendimento dei titoli di Stato decennali			Spread dei titoli investment grade		
	Attuale	Gen. 2026*	Year-to-date*	Attuale	Gen. 2026*	Year-to-date*
US	4,3%	9 pb	9 pb	71 pb	-7 pb	-7 pb
Eurozona	2,9%	0 pb	0 pb	73 pb	-5 pb	-5 pb
UK	4,6%	8 pb	8 pb	81 pb	-2 pb	-2 pb
CH	0,2%	-4 pb	-4 pb	74 pb	-5 pb	-5 pb

Reddito eurozona = Germania, pb = punti base.

* Variazione al 29 gennaio. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- A gennaio i rendimenti dei Treasury USA sono saliti lungo l'intera curva: il rendimento a 2 anni più di quello a 10 anni. Con la persistente propensione al rischio, gli spread in USD si sono ristretti e i segmenti di qualità inferiore hanno sovraperformato.
- Prevediamo che la Fed analizzerà la volatilità dell'inflazione a breve termine. Per il 2026, ci aspettiamo ancora due tagli dei tassi, che porteranno il tasso obiettivo sui Fed Fund (limite inferiore) al 3,00%.

Eurozona

- I rendimenti dei Bund a 3-7 anni sono saliti meno che negli Stati Uniti. Gli spread si sono ristretti e l'HY ha battuto l'IG in termini di sovrarendimenti.
- Per il 2026, prevediamo un calo dell'inflazione nell'eurozona all'1,8% e nessun altro taglio.

Regno Unito

- Da inizio anno, i rendimenti dei gilt a 10 anni sono saliti. Gli spread IG si sono un po' ristretti.
- Come previsto, alla riunione di dicembre, la BoE ha tagliato il tasso guida. Prevediamo altri due tagli nel 2026, che porteranno il tasso bancario al 3,25%.

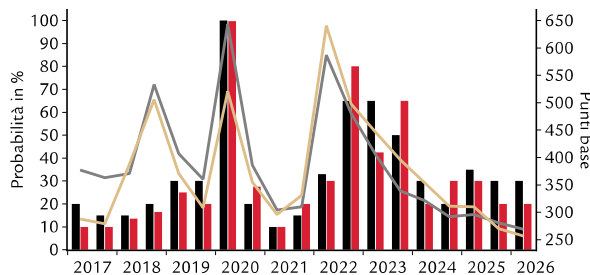
Svizzera

- A gennaio gli spread IG svizzeri si sono leggermente ristretti, mentre il rendimento dei titoli di Stato a 10 anni è rimasto nel complesso stabile.
- Malgrado le incertezze sui dazi USA, per quest'anno prevediamo una crescita sostenuta. Anche con l'inflazione al limite inferiore dell'intervallo, non prevediamo tagli nel 2026, data la tolleranza della BNS a un ribasso temporaneo.

Mercati creditizi sostenuti dai bassi rischi di recessione

Le probabilità di recessione a un anno sono basse: 30% negli USA, 20% nell'eurozona. Gli spread HY mostrano una correlazione positiva con queste stime (cfr. grafico), muovendosi spesso in anticipo e con volatilità più elevata. I modelli di probabilità di recessione utilizzano in genere la curva dei rendimenti (Treasury a 10 anni meno rendimenti a 3 mesi) e spesso includono anche gli spread creditizi. La correlazione è intuitiva: il maggiore rischio di recessione riduce l'interesse per attivi rischiosi e aumenta le insolvenze previste. Da un punto di vista top-down, gli attuali spread ridotti sono coerenti con tre fattori: 1. aspettative di crescita del PIL stabili e in miglioramento nel 2026/27 negli Stati Uniti e nell'eurozona; 2. prospettiva di altri due tagli della Fed nel 2026; 3. bassa probabilità di recessione e curve dei rendimenti più ripide. Confermiamo le aspettative neutrali sulla duration dei titoli a 2 e 10 anni negli USA, nell'eurozona e in Svizzera. I tassi USA a breve restano ben ancorati e gran parte dei premi a termine è già scontata. In Europa, le dinamiche dell'offerta potrebbero spingere al rialzo i rendimenti dei titoli di Stato. Prevediamo un calo dei rendimenti dei Treasury USA e un aumento dei rendimenti dei titoli di Stato in EUR. Gli spread restano ridotti, ma i fondamentali solidi e i rendimenti assoluti (p. es. superiori al 3% per l'IG in EUR) sono moderatamente appetibili, favorendo l'assorbimento sul mercato primario. A febbraio restiamo neutrali sul credito IG e HY in EUR e USD.

Spread HY e probabilità di recessione



■ Probabilità di recessione dell'eurozona (1 anno), asse sx
■ Probabilità di recessione negli Stati Uniti (1 anno), asse sx
— Option adjusted spread dei titoli HY in USD, asse dx
— Option adjusted spread dei titoli HY in EUR, asse dx

Fonti: ICE, Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo data point: 29.01.2026

Azioni

Per ora la festa continua

Mercati azionari regionali	Gen. 2026*	Year-to-date*
Stati Uniti	1,9%	1,9%
Eurozona	2,6%	2,6%
Regno Unito	2,3%	2,3%
Svizzera	-1,4%	-1,4%
Mercati emergenti	10,9%	10,9%

Indici MSCI Net Total Return in valuta locale.
* Variazione al 29 gennaio. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- A gennaio per le azioni la festa è proseguita.
- Finora gli stili che per anni hanno deluso, come equal weight, small cap e high dividend, hanno sovraperformato. Nel mese le Magnifiche 7 e i titoli dell'IA hanno sottoperformato.
- La stagione degli utili è ottima: la crescita del fatturato e degli utili ha superato le attese.
- Le valutazioni sono alte in termini assoluti e relativi.

Eurozona

- Da inizio anno, il mercato europeo ha sovraperformato la borsa statunitense.
- La performance degli stili è diversa da quanto osservato negli Stati Uniti: il tema dei dividendi sottoperforma e i titoli «growth» sovraperformano. Finora le banche hanno sovraperformato il più ampio indice azionario europeo.

Regno Unito

- Il mercato britannico ha iniziato l'anno sulla scia del mercato europeo.
- Vanta la valutazione più bassa tra i principali mercati dei Paesi sviluppati.

Svizzera

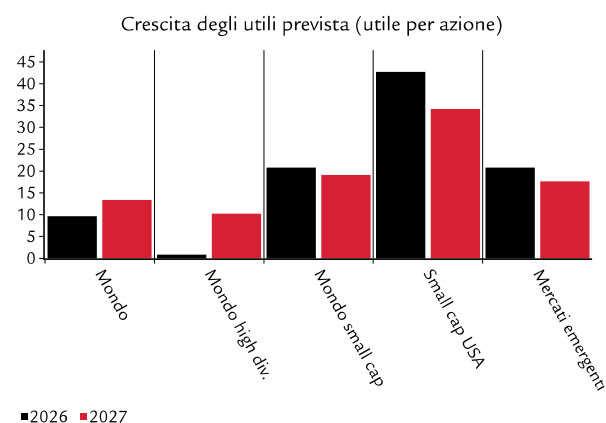
- La borsa svizzera ha registrato la performance più deludente da inizio anno per via di Nestlé e dell'assicurativo, ma con i farmaceutici sopra alla media.
- La valutazione supera quella dei mercati europeo o giapponese, ma è inferiore a quella della borsa USA.

Mercati emergenti

- I mercati emergenti hanno di nuovo nettamente sovraperformato. I principali driver sono stati i titoli dell'IA in Asia e il settore dei materiali (produttori di materie prime e società del settore minerario).
- Finora il mercato con le migliori performance è stato la Corea del Sud, in rialzo di oltre il 20%. I titoli dell'IA dei mercati emergenti restano sottovalutati rispetto a quelli statunitensi. Quest'anno le stime sugli utili sono state riviste al rialzo del 6%.

Opportunità d'investimento nel 2026

Recentemente, i titoli che avevano sottoperformato hanno registrato una ripresa. Nelle ultime Prospettive abbiamo privilegiato le azioni con dividendo, le small cap e i mercati emergenti. I tre segmenti erano indietro rispetto al resto del mercato, ma le valutazioni più appetibili, soprattutto rispetto al mercato USA e ai titoli IA, hanno risvegliato l'interesse degli investitori. La rotazione è appena agli inizi e vediamo un interessante potenziale in tutte e tre le aree. La tesi a favore delle azioni con dividendo è la seguente: 1. valutazione più bassa (P/E di 17x rispetto a 23x a livello globale), 2. minore esposizione a tecnologia e IA (11% contro 36%) e minore concentrazione negli USA (55% contro 75%). Inoltre, i rendimenti dei dividendi elevati (3,2% contro 1,6%) offrono una protezione simile alle obbligazioni. Senza sovrapposizioni nelle prime 10 componenti degli indici MSCI World e MSCI World High Dividend, gli investitori beneficiano anche di una notevole diversificazione. La tesi a favore dei mercati emergenti è sia tattica che di lungo periodo. Dopo anni deboli per problemi economici e diluizione, gli emergenti ora presentano valutazioni interessanti. Il boom dell'IA e delle materie prime e l'indebolimento del dollaro rendono il contesto favorevole. Il notevole margine di tagli dei tassi e il miglioramento delle stime sugli utili offrono prospettive positive. La tesi a favore delle small cap si fonda soprattutto sul netto rialzo delle stime su utili e crescita. Quest'anno e il prossimo l'utile per azione dovrebbe aumentare del 20%, a fronte della crescita prevista del 10% e del 13% per le large cap. Negli Stati Uniti, la crescita degli utili delle small cap dovrebbe superare il 30% nel 2026 e nel 2027. I rischi principali per le prospettive di performance di questi tre stili sono due: una brusca recessione e un nuovo boom dei titoli tecnologici e dell'IA statunitensi.



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 2027

Valute

Il ritorno della crisi di fiducia

	Gen. 2026*	Year-to-date*	A 1 mese
EUR/USD	1,9%	1,9%	↘
EUR/CHF	-1,7%	-1,7%	→
GBP/USD	2,5%	2,5%	↘
USD/JPY	-2,3%	-2,3%	→

* Variazione al 29 gennaio. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- A gennaio l'USD ha perso complessivamente l'1,8% su base ponderata per l'interscambio, mentre la crisi di fiducia è tornata a causa delle minacce statunitensi legate alla Groenlandia.
- Riteniamo che la recente oscillazione dell'USD sia eccessiva e per febbraio prevediamo un rafforzamento dell'USD rispetto a gran parte delle principali valute (cfr. testo principale nella colonna di destra).

Eurozona

- A gennaio l'EUR ha guadagnato il 2% sull'USD, ma si è indebolito rispetto a CHF, SEK e NOK.
- Prevediamo dati su crescita e inflazione stabili per l'eurozona, con pochi impulsi per i tassi di cambio dell'EUR. Il calo atteso di EUR/USD è ascrivibile perlopiù all'USD.

Regno Unito

- In linea con la debolezza generale dell'USD, a gennaio GBP/USD si è rafforzato e il GBP è rimasto stabile rispetto all'EUR.
- Per febbraio prevediamo un'inversione della debolezza dell'USD, quindi abbiamo aspettative negative su GBP/USD. Le nostre aspettative su GBP/EUR rimangono neutrali.

Svizzera

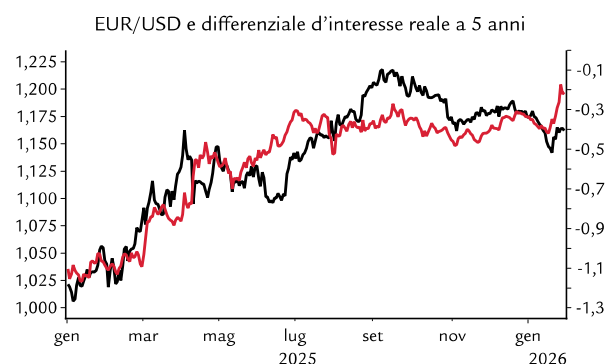
- L'avversione al rischio sui mercati a gennaio ha determinato un netto apprezzamento del CHF nei confronti di EUR e USD. Malgrado l'attenuazione dei rischi verso fine gennaio, il CHF è rimasto forte.
- A questi livelli non ci aspettiamo un ulteriore vigore del CHF e abbiamo aspettative neutrali su EUR/CHF e positive su USD/CHF.

Giappone

- A gennaio la correzione del JPY si è arrestata. L'intervento delle autorità sulle valute ha causato un netto apprezzamento del JPY nei confronti dell'USD.
- Dopo i notevoli alti e bassi, a febbraio ci aspettiamo mercati più tranquilli. Le nostre aspettative su USD/JPY sono neutrali per questo mese.

Debolezza eccessiva dell'USD a gennaio

Le prime due settimane del 2026 sono state positive per l'USD grazie agli ottimi dati economici USA. Tuttavia, con la controversia sulla Groenlandia la «crisi di fiducia» si è nettamente risvegliata. L'USD ponderato per l'interscambio ha perso il 3%. Malgrado questo episodio preoccupante, di recente altri aspetti sono migliorati. In particolare, si sono attenuati i rischi legati all'indipendenza della Federal Reserve. Il tentativo di rimuovere Lisa Cook è fallito: la Corte Suprema ha difeso con forza l'indipendenza della Fed. Sembra quindi molto improbabile che l'amministrazione vinca la causa. In secondo luogo, stando alle previsioni, attualmente Rick Rieder e Kevin Warsh sono i candidati favoriti per la nomina alla presidenza della Fed. Anche se è probabile che entrambi caldegino tagli dei tassi, sono percepiti dai mercati finanziari come candidati credibili. In terzo luogo, a gennaio la conferma delle nomine dei presidenti delle Fed regionali si è conclusa senza intoppi. Infine, l'episodio della Groenlandia ha ricordato agli investitori il rischio di un'impennata della volatilità dovuta alla politica USA, ma il dietrofront del presidente Trump sulle minacce di dazi ha confermato l'idea che l'amministrazione non pare disposta a riaccendere la guerra commerciale in vista delle elezioni di metà mandato. Infatti, con dati sull'inflazione ancora elevati, ora l'«affordability crisis» è in cima alla lista delle preoccupazioni degli elettori USA. Riteniamo infine che la recente correzione dell'USD sia eccessiva, soprattutto se si confronta l'oscillazione di EUR/USD con dinamiche fondamentali come la variazione del differenziale d'interesse reale a 5 anni tra EUR e USD (cfr. grafico). Pertanto manteniamo aspettative positive sull'USD per il prossimo mese.



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo data point: 29.01.2026

Asset allocation

2026 nel segno della propensione al rischio

Gennaio in rassegna

- Ottimo inizio del 2026 per le azioni globali, malgrado le tensioni geopolitiche e i segnali macroeconomici contrastanti. La mossa altamente controversa di Trump per assicurarsi il controllo sulla Groenlandia – un’iniziale escalation delle tensioni prima di un’intesa quadro sostenuta dalla NATO – ha alimentato la volatilità e le correzioni di inizio anno, ma alla fine le azioni hanno chiuso in rialzo.
- Sulla scia delle minacce commerciali di Trump in seguito alle sue rivendicazioni sulla Groenlandia, i rendimenti dei titoli di Stato USA sono leggermente aumentati, suscitando timori di un’inflazione più elevata in futuro. Nell’eurozona i rendimenti sono rimasti invariati.
- A gennaio l’USD si è ulteriormente deprezzato su base ponderata per l’interscambio.
- Gli spread creditizi si sono ristretti ancora, raggiungendo i minimi storici.

Visione attuale dell’asset allocation

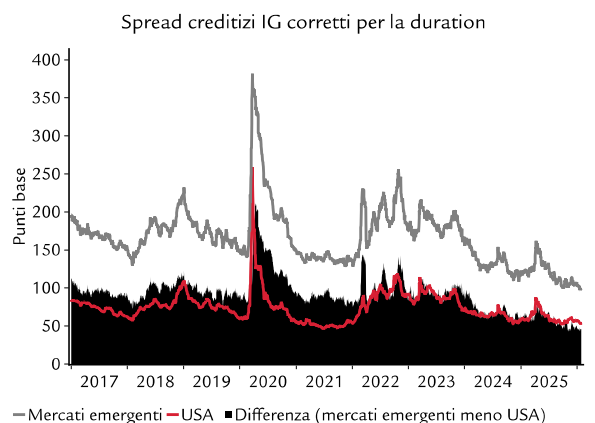
Classe d’investimento	Ponderazione attiva
Titoli di Stato globali	Neutrale
Obbligazioni societarie globali IG*	Sottoponderazione
Azioni globali	Sovraponderazione

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

- Manteniamo il sovrappeso sulle azioni globali, sostenute da una dinamica degli utili solida e da condizioni monetarie accomodanti. Preferiamo Giappone, Stati Uniti e mercati emergenti.
- Sovrappesiamo le azioni svizzere per la composizione difensiva e i fondamentali aziendali solidi.
- Restiamo cauti per quanto riguarda le obbligazioni societarie, che continuano a scambiare con spread storicamente ridotti. Questi livelli offrono un potenziale di rendimento limitato e compensano il rischio in misura insufficiente rispetto alle azioni.
- In generale i rendimenti complessivi delle obbligazioni sono interessanti, ma i costi di copertura elevati per gli investitori in CHF li abbassano di molto. Pertanto, preferiamo le obbligazioni dei mercati emergenti, che offrono uno yield pick up.
- Quanto ai titoli di Stato, manteniamo aspettative da neutrali a leggermente caute, in previsione di un andamento laterale dei rendimenti.
- Per gli investitori in CHF manteniamo il sovrappeso sui fondi immobiliari svizzeri basati sul NAV, la cui dinamica di mercato dovrebbe restare positiva.

Rinascita delle obbligazioni dei mercati emergenti

Le obbligazioni dei mercati emergenti sono sempre più interessanti come opportunità di carry negli attuali portafogli multi-asset. Il contesto macro è favorevole: la crescita globale resta stabile, l’inflazione è in calo e i cicli di allentamento delle banche centrali dei mercati emergenti sono più avanzati, il che rafforza la domanda interna e i fondamentali creditizi. L’indebolimento dell’USD migliora le condizioni di finanziamento ed è correlato a una migliore performance del credito dei mercati emergenti. Il premio di rendimento rispetto al credito IG dei mercati sviluppati resta interessante, mentre la duration tipicamente più breve delle obbligazioni dei mercati emergenti rende il carry più efficiente. Le previsioni per il 2026 suggeriscono una potenziale sovraperformance di circa 30-50 pb rispetto al credito IG USA, con fondamentali solidi, bilanci in salute e dinamiche di emissione favorevoli. Negli ultimi cinque anni il credito IG dei mercati emergenti ha mostrato buona resilienza durante crisi globali. Più di recente, la classe d’investimento è stata meno sensibile alla volatilità specifica dei mercati sviluppati, come i timori per una bolla dell’IA o le tensioni commerciali USA- UE e geopolitiche. Gli investitori sono ancora sottopesati e le valutazioni non riflettono pienamente il miglioramento dei fondamentali, e le condizioni tecniche restano favorevoli. Flussi modesti di riallocazione possono avere un impatto significativo sugli spread. Agli investitori multi-asset le obbligazioni dei mercati emergenti offrono un interessante mix di carry appetibile, fondamentali in miglioramento e diversificazione del portafoglio in una fase in cui molti mercati del credito sviluppati hanno valutazioni eque. Questi titoli fungono da fonte di reddito con un potenziale di rendimento interessante e provvidenziale nel 2026.



Fonti: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo data point: 27.01.2026

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.