

Aprile 2026

Tassi d'interesse e obbligazioni

La guerra in Iran fa salire spread e tassi

	Rendimento dei titoli di Stato decennali			Spread dei titoli investment grade		
	Attuale	Mar. 2026*	Year-to-date*	Attuale	Mar. 2026*	Year-to-date*
US	4,4%	47 pb	25 pb	86 pb	2 pb	8 pb
Eurozona	3,1%	43 pb	22 pb	92 pb	9 pb	14 pb
UK	5,0%	74 pb	50 pb	97 pb	4 pb	14 pb
CH	0,4%	19 pb	10 pb	75 pb	7 pb	-4 pb

Redimento eurozona = Germania, pb = punti base.

* Variazione al 26 marzo. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- A marzo i rendimenti dei titoli di Stato USA sono saliti: il rincaro dell'energia ha risvegliato i timori d'inflazione. Gli spread dei titoli investment grade (IG) e high yield (HY) in USD si sono ampliati per il rischio che alti costi dell'energia rallentino l'attività economica.
- La Fed ha lasciato i tassi invariati e ci aspettiamo che attenda la fine della temporanea impennata dell'inflazione e tagli i tassi nel 2026.

Eurozona

- A marzo l'esposizione dell'Europa al rincaro dell'energia ha fatto salire i rendimenti dei titoli di Stato tedeschi e gli spread più che negli Stati Uniti.
- La BCE ha lasciato i tassi invariati, ma ha riconosciuto i crescenti rischi d'inflazione. Ora prevediamo un rialzo dei tassi da parte della BCE nel 2026.

Regno Unito

- A marzo gli spread IG britannici sono aumentati. Date le tensioni in Medio Oriente, la Bank of England ha assunto toni restrittivi. Quindi, i rendimenti sovrani a 2 anni sono saliti più di quelli a 10.
- Ora prevediamo un rialzo dei tassi di 25 punti base (pb) da parte della Bank of England nel 2026.

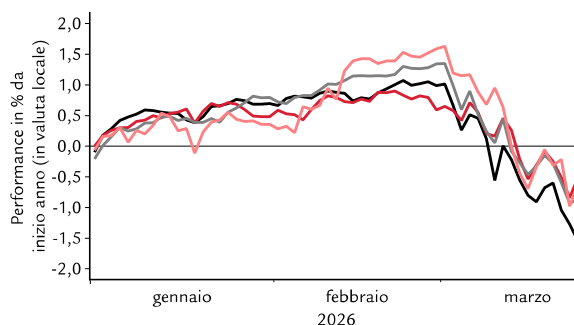
Svizzera

- A marzo i rendimenti sovrani svizzeri sono saliti lungo la curva e gli spread IG si sono ampliati.
- La BNS ha lasciato il tasso guida allo 0%. Prevede che l'inflazione aumenti a breve, ma resti nella zona di comfort nel medio periodo. Per il 2026 non prevediamo variazioni dei tassi della BNS.

Lo shock energetico fa salire tassi e spread

La guerra in Iran ha interrotto il trasporto marittimo attraverso lo Stretto di Hormuz, causando timori di una prolungata carenza energetica in Medio Oriente e facendo salire molto i prezzi di petrolio e gas. L'Europa, fortemente dipendente dalle importazioni di petrolio e GNL, è più esposta a questi rincari rispetto agli Stati Uniti, che beneficiano della produzione interna. Pertanto, le aspettative d'inflazione e i tassi sono saliti più nell'eurozona che negli Stati Uniti. L'aumento dei prezzi dell'energia e dei tassi pesa sulle prospettive di crescita e fa ampliare gli spread con l'incremento dei costi aziendali, il calo di spesa per consumi e margini e l'aumento dei rischi di default e recessione. Settori come trasporti, produzione, chimica, compagnie aeree, logistica e industria devono affrontare i maggiori shock dei costi, mentre in ambito creditizio l'energia ha sovraperformato da inizio anno. A marzo l'aumento combinato di spread e tassi si è tradotto in rendimenti totali negativi per IG e HY, con performance da inizio anno negative soprattutto per l'HY in EUR. Data l'incertezza elevata, a breve i mercati potrebbero continuare a orientarsi verso lo scenario avverso, per poi stabilizzarsi in caso di de-escalation della guerra. Pertanto, prevediamo un aumento degli spread IG e HY il mese prossimo e restiamo neutrali sul credito IG svizzero. La nostra aspettativa di duration a un mese prevede rendimenti più alti negli Stati Uniti e in Europa; in Svizzera è neutrale per le scadenze a 10 e 2 anni.

Obbligazioni societarie: performance



— Titoli investment grade USA — Titoli high yield USA
— Titoli investment grade europei — Titoli high yield europei

Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Ultimo data point: 24/03/2026

Azioni

La guerra in Iran causa una correzione

Mercati azionari regionali	Mar. 2026*	Year-to-date*
Stati Uniti	-5,7%	-5,4%
Eurozona	-8,6%	-2,7%
Regno Unito	-8,0%	1,8%
Svizzera	-8,9%	-3,9%
Mercati emergenti	-9,9%	3,5%

Indici MSCI Net Total Return in valuta locale.
* Variazione al 26 marzo. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Dopo un febbraio deludente, a marzo il mercato USA ha nettamente sovraperformato. Il motivo principale è che gli Stati Uniti sono un esportatore netto di energia e le aziende del settore hanno beneficiato del rincaro di petrolio e gas.
- Malgrado la crescita degli utili, la valutazione di mercato è ancora alta.

Eurozona

- Malgrado la sottoperformance di marzo, le borse europee sono ancora in vantaggio rispetto a quelle USA da inizio anno.
- I titoli industriali e dei beni di consumo sono stati particolarmente penalizzati, con perdite di oltre il 10%.
- Ora le valutazioni si collocano nella parte superiore dell'intervallo neutrale.

Regno Unito

- Insieme ai mercati emergenti e al Canada, quello britannico è l'unico grande mercato che registra una performance positiva da inizio anno.

Svizzera

- A marzo la borsa svizzera ha subito una correzione più pronunciata degli altri mercati, anche se di norma è difensiva.
- Soprattutto titoli ciclici come Geberit, Sika e Roche hanno perso il 15% circa.

Mercati emergenti

- Brusca correzione per i mercati emergenti, soprattutto in Asia. Tuttavia, questi mercati registrano ancora le migliori performance nel 2026.
- A marzo la Corea ha perso il 15%, l'India il 12% e il Sudafrica il 22% in termini di USD. Il mercato azionario degli Emirati Arabi Uniti è sceso del 16%, mentre l'Arabia Saudita è salita di circa il 2%.

Guerre, rincari del petrolio e mercati azionari

Com'era prevedibile, la guerra in Iran e l'impennata dei prezzi di petrolio e gas hanno penalizzato le borse globali. Il mercato USA è stato il più resiliente, essendo un esportatore netto di petrolio e gas, mentre Europa e mercati emergenti, soprattutto Paesi importatori netti, hanno subito perdite più consistenti.

Storicamente, le guerre, i rincari del petrolio e le crisi geopolitiche tendono a seguire uno schema simile: brusche correzioni azionarie a breve termine seguite da rimbalzi una volta calate le tensioni.

Rincari del petrolio e performance azionaria

Minimo	Variaz. di circa il 50%	Rincaro del petrolio (%)	Durata del rincaro del petrolio (in settimane)	Reazione dell'S&P al rialzo del 50% del Brent	Reazione dell'MSCI Europe al rialzo del 50% del Brent	S&P 500 12 mesi dopo il rialzo del 50% del Brent	MSCI Europe 12 mesi dopo il rialzo del 50% del Brent
Jan-74	Feb-74	237	1	-4	-2	-16	-18
Feb-79	Jun-79	49	14	5	3	12	-1
Jul-86	Aug-86	58	3	3	7	36	19
Nov-88	Jan-89	48	8	7	5	24	27
Jun-90	Aug-90	56	8	-6	-3	12	0
Feb-99	Mar-99	53	6	5	2	14	27
Jul-00	Sep-00	43	6	3	3	-26	-28
Dec-08	Mar-09	47	12	-5	-9	43	43
Jan-16	Mar-16	49	7	7	6	19	14
Apr-20	May-20	88	2	5	3	45	31
Dec-21	Mar-22	52	13	-5	-6	-8	5
Media		71	7	1	1	14	11
Mediana		52	7	3	3	14	14
Feb-26	Mar-26	50	4	-3	-6		

Fonte: JP Morgan.

Dal 1970, vi sono stati undici precedenti storici di oscillazioni del prezzo del petrolio del 50% e oltre, con un aumento medio del 71% su un orizzonte di circa sette settimane. In media, la reazione iniziale delle azioni USA ed europee è stata timida. Fino al 23 marzo 2026 il calo è stato più marcato della media. In passato, la performance azionaria finiva col diventare positiva, con un guadagno mediano su 12 mesi di circa il 14%.

Al momento il contesto è molto volatile. Alla luce del nostro scenario di base di de-escalation, pensiamo che nei prossimi uno-tre mesi i mercati azionari si riprenderanno, in linea con l'andamento storico. Rimangono diversi altri rischi, come i timori per gli investimenti eccessivi nell'IA e la crisi del credito privato. D'altro canto, le valutazioni sono scese e nel nostro scenario di base vediamo un potenziale di rialzo soprattutto per le azioni europee o dei mercati emergenti.

Valute

Il ritorno dell'USD come valuta rifugio

	Mar. 2026*	Year-to-date*	A 1 mese
EUR/USD	-2,4%	-1,9%	↘
EUR/CHF	0,9%	-1,5%	→
GBP/USD	-1,1%	-1,1%	↘
USD/JPY	2,4%	2,0%	↗

* Variazione al 26 marzo. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- A marzo l'USD ha sovraperformato tutte le principali valute perché è tornato a fungere da rifugio durante la guerra in Iran (cfr. testo a destra).
- Siamo ottimisti sull'USD: i rischi geopolitici in Medio Oriente dovrebbero restare elevati e i differenziali di rendimento reali rimangono favorevoli.

Eurozona

- L'economia dell'Eurozona è più vulnerabile di quella USA a uno shock dei prezzi dell'energia, quindi a metà marzo EUR/USD ha perso più del 3%. Tuttavia, i toni restrittivi della BCE alla riunione di marzo hanno sostenuto i guadagni a fine mese.
- Ci aspettiamo un USD ben sostenuto e ribadiamo le aspettative negative su EUR/USD.

Regno Unito

- Il GBP ha perso solo l'1% circa nei confronti dell'USD e si è apprezzato rispetto all'EUR. L'importanza del settore dei combustibili fossili nel Paese ha sicuramente aiutato, così come i toni restrittivi della Bank of England alla riunione di marzo.
- In previsione di un USD più forte, confermiamo le aspettative negative su GBP/USD e neutrali su GBP/EUR.

Svizzera

- Dopo i primi guadagni a marzo, il CHF ha perso molto nei confronti dell'EUR. Alla riunione di marzo la BNS non ha segnalato la necessità di modificare la sua politica e ha ribadito la disponibilità a intervenire sul mercato valutario, in contrasto con i toni relativamente restrittivi della BCE.
- Ribadiamo le aspettative neutrali su EUR/CHF e positive su USD/CHF.

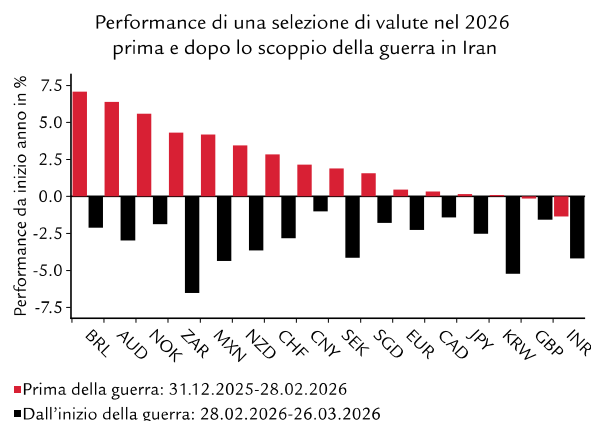
Giappone

- Nella prima metà di marzo il JPY è sceso contro l'USD, tornando poi vicino a 160 quando le speranze di una de-escalation hanno migliorato il sentiment.
- Manteniamo invariate le aspettative positive per USD/JPY.

La dipendenza energetica come driver valutario

La guerra in Iran ha cambiato le sorti dell'USD, che aveva risentito delle politiche imprevedibili di Donald Trump, già in recupero prima della guerra grazie alla sentenza sui dazi della Corte Suprema e alla nomina di Kevin Warsh alla presidenza della Fed. L'inizio della guerra in Iran ha stimolato i guadagni dell'USD, che gli investitori considerano la «valuta rifugio» per eccellenza durante uno shock globale dei prezzi dell'energia. A marzo, l'USD ha sovraperformato le principali valute dei mercati sviluppati ed emergenti (cfr. grafico). In quanto esportatore netto di energia, il Paese è molto più protetto dal rincaro dell'energia sul fronte della crescita. Quanto all'inflazione, i prezzi della benzina hanno l'impatto più immediato, ma l'abbondanza di gas naturale locale riduce il rischio di picchi dei costi nel riscaldamento e nella produzione di elettricità. La performance relativa delle valute dall'inizio della guerra deriva perlopiù dalla dipendenza energetica. Paesi emergenti come Sudafrica, Corea del Sud e India sono molto vulnerabili e le loro valute hanno subito un duro colpo a marzo. Lo yuan cinese è rimasto solido. La Cina è il più grande importatore mondiale di petrolio, ma ha scorte enormi per superare una temporanea carenza di forniture. Inoltre, il cambio USD/CNY è gestito dalle autorità. Tra i mercati sviluppati, le valute di Canada e Norvegia, grandi esportatori netti di petrolio, hanno sovraperformato.

Anche in uno scenario di base favorevole del traffico nello Stretto di Hormuz nel 2026, le anomalie delle catene logistiche e i premi di rischio dovrebbero mantenere i prezzi dell'energia ben oltre i livelli prebellici. L'USD è ben posizionato per beneficiare dei rischi geopolitici in Medio Oriente, che difficilmente svaniranno a breve. Restiamo ottimisti riguardo al biglietto verde nei prossimi tre mesi.



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Ultimo data point: 26.03.2026

Asset allocation

La geopolitica domina i rendimenti

Marzo in rassegna

- Le azioni globali hanno subito forti pressioni per la guerra in Medio Oriente e i timori d'inflazione legati al petrolio. Le azioni giapponesi e dei mercati emergenti ne hanno risentito maggiormente in termini di valuta locale.
- I rendimenti dei titoli di Stato sono saliti: i timori inflazionistici hanno indotto i mercati a scontare nuovi rialzi dei tassi.
- Gli spread societari si sono ampliati, ma restano bassi rispetto alle medie storiche.
- L'USD si è rafforzato su base ponderata per l'interscambio.

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

- Il nostro scenario di base per la guerra in Iran ipotizza un'apertura dello Stretto di Hormuz a breve-medio termine e un calo dei prezzi del petrolio. Solo in uno scenario avverso gli attuali prezzi di petrolio e gas persisterebbero, accrescendo notevolmente i rischi d'inflazione. Anche in questo scenario, i rischi d'inflazione dovrebbero dominare i timori per la crescita.
- Manteniamo un sovrappeso sulle azioni globali. Anche se una risoluzione rapida non dovesse ripristinare del tutto le condizioni iniziali, le azioni sono sostenute da una buona dinamica degli utili e tendono a superare shock temporanei.
- Manteniamo il sovrappeso sulle azioni svizzere, in quanto la recente correzione appare sproporzionata e non riflette la composizione settoriale difensiva del mercato o i fondamentali solidi delle principali società svizzere.
- Restiamo sottopesati sulle obbligazioni societarie. Malgrado il recente ampliamento, gli spread restano ridotti rispetto alle medie storiche, limitando il potenziale di rendimento e offrendo una compensazione insufficiente del rischio rispetto alle azioni.
- Manteniamo una posizione neutrale sui titoli di Stato.
- Restiamo sovrappesati sugli attivi reali, come gli immobili svizzeri basati sul NAV, date le dinamiche di mercato e la domanda ancora favorevoli.

Affrontare le turbolenze nei portafogli multi-asset

Marzo ha mostrato con quanta rapidità i mercati possono cambiare rotta quando l'incertezza aumenta. La pressione inflazionistica persistente, l'aumento dei rendimenti reali e la guerra in Iran hanno mantenuto alta la volatilità e lasciato gli investitori senza segnali chiari su tempi e direzione.

Quasi tutte le principali classi d'investimento hanno registrato rendimenti negativi, senza possibilità di rifugio. Azioni globali, titoli di Stato e obbligazioni societarie hanno subito ribassi. Anche l'oro, di solito un bene rifugio, ha subito un brusco calo: l'aumento dei rendimenti reali ha ridotto la sua attrattiva e gli investitori hanno chiuso le coperture. Allo stesso tempo, è riemersa la correlazione positiva tra azioni e titoli di Stato, che limita i vantaggi della diversificazione e mette sotto pressione entrambi gli aspetti della classica allocazione 60/40 (60% azioni, 40% obbligazioni).

Rendimento totale delle classi d'investimento (da inizio marzo)

MSCI World unhedged USD	-6.0%
MSCI EMU Net Total Return EUR	-8.9%
Swiss Market Index CHF	-10.5%
Bloomberg Global Agg Treasuries TR unhedged USD	-3.1%
Bloomberg Global Agg Corporate TR unhedged USD	-2.7%
Oro	-16.0%

Fonti: Bloomberg. Ultimo data point: 23.03.2026

In questo contesto, l'attenzione si sposta sulle componenti resilienti. I valori reali, come le infrastrutture, alcune materie prime e alcuni segmenti del mercato immobiliare, fungono da cuscinetto contro gli shock inflazionistici e la volatilità geopolitica, sostenuti da ricavi contrattualizzati e dalle dinamiche di domanda e offerta. In questo contesto incerto, le azioni rimangono un'opzione relativamente robusta data la natura binaria dei potenziali esiti. Se le tensioni geopolitiche si attenueranno, i mercati azionari si riprenderanno rapidamente con il miglioramento del sentiment. Se invece persisterà l'alta inflazione o la lieve stagflazione, le azioni resteranno preferibili alle obbligazioni: gli utili societari e il potere di determinazione dei prezzi offrono una protezione parziale, mentre il reddito fisso resta più esposto al rialzo dei tassi. Nel complesso, un mix di attivi reali per la resilienza e azioni per il potenziale di rialzo offre un quadro equilibrato per affrontare questo contesto di mercato difficile.

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

in

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.