

Maggio 2026

Tassi d'interesse e obbligazioni

Ripresa degli spread grazie alla de-escalation

	Rendimento dei titoli di Stato decennali			Spread dei titoli investment grade		
	Attuale	Apr. 2026*	Year-to-date*	Attuale	Apr. 2026*	Year-to-date*
US	4,4%	7 pb	22 pb	80 pb	-9 pb	2 pb
Eurozona	3,0%	3 pb	18 pb	82 pb	-15 pb	4 pb
UK	5,0%	8 pb	52 pb	92 pb	-7 pb	9 pb
CH	0,4%	5 pb	11 pb	73 pb	-1 pb	-6 pb

Rendimento eurozona = Germania, pb = punti base.

* Variazione al 30 aprile. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- La de-escalation (cessate il fuoco e negoziati di pace) nella guerra USA-Iran ha fatto scendere i premi di rischio. Ad aprile gli spread dei titoli investment grade (IG) e high yield (HY) in USD si sono ristretti. Da inizio mese i rendimenti dei titoli di Stato USA sono rimasti stabili: i prezzi dell'energia e le aspettative d'inflazione a 1 e 2 anni sono ancora alti.
- Oltre a un taglio di 25 pb da parte della Fed nel settembre 2026, ce ne aspettiamo un altro nel 2027, in linea con le proiezioni mediane dell'istituto.

Eurozona

- Dopo l'impennata dei rendimenti dei titoli di Stato a marzo, i rendimenti dei Bund a 2-5 anni sono scesi, mentre quello a 10 è salito leggermente ad aprile. Gli spread in EUR sono scesi più di quelli in USD.
- Prevediamo tassi al 2,25% a giugno 2026.

Regno Unito

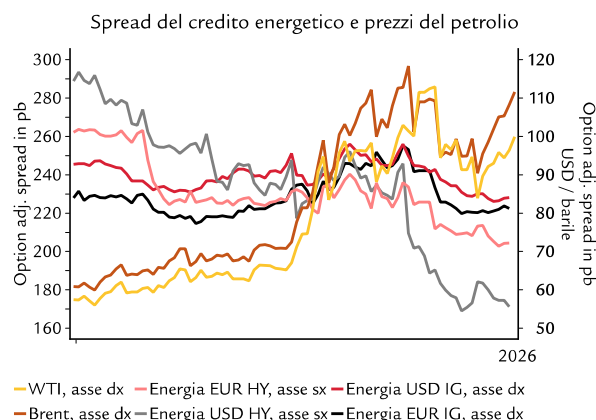
- Come nell'eurozona, ad aprile gli spread IG si sono ristretti e i rendimenti dei gilt a 10 anni sono saliti.
- La Bank of England ha manifestato l'intenzione di inasprire la politica monetaria in caso di «shock più ampio o più prolungato». Prevediamo un rialzo a giugno prima di un allentamento verso il livello neutrale nel 2027.

Svizzera

- Ad aprile i rendimenti dei titoli di Stato svizzeri a 10 anni sono saliti. Gli spread del credito IG svizzeri sono rimasti stabili sia ad aprile che da inizio anno.
- Nel 2026 la BNS dovrebbe lasciare il tasso guida allo 0%.

Spread dell'energia: sovraperformance da inizio anno

Con il rincaro di petrolio e gas a marzo e i prezzi ancora alti ad aprile, l'energia ha registrato una delle migliori performance del 2026 sui mercati creditizi. Grazie alla maggiore esposizione all'energia, gli indici in USD sono saliti più di quelli in EUR. Nell'IG, i risultati sono stati diversi nei cinque segmenti. 1. Calo più netto da inizio anno per gli spread di prospezione e produzione e di raffinazione e commercio. Prospezione e produzione beneficia direttamente del rincaro delle materie prime, con una trasmissione rapida e perlopiù non diluita in EBITDA e free cash flow. Raffinazione e commercializzazione ha tratto vantaggio dall'aumento dei margini di raffinazione, dalle anomalie sul mercato (diesel e jet fuel) e dalla rivalutazione scorte. 2. Altri segmenti, ossia energia integrata, distribuzione di gas e servizi petroliferi, in calo per modelli di business più diversificati che diluiscono il potenziale di crescita, di ricavi regolamentati o slegati dalle materie prime. Per il mercato del credito nel complesso, se le tensioni sullo Stretto di Hormuz persisteranno, i prezzi dell'energia, l'inflazione e i tassi più elevati nonché una crescita più debole eroderanno i fondamentali delle imprese, più nell'eurozona che negli Stati Uniti. Prevediamo comunque un calo del petrolio nei prossimi mesi e manteniamo aspettative neutrali a un mese sugli spread IG e HY e sui titoli di Stato a 2 e 10 anni di Stati Uniti, eurozona e Svizzera.



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Ultimo data point: 27/04/2026

Azioni

Netta inversione di tendenza ad aprile

Mercati azionari regionali	Apr. 2026*	Year-to-date*
Stati Uniti	9,3%	4,3%
Eurozona	5,1%	2,5%
Regno Unito	0,4%	4,5%
Svizzera	2,7%	-0,2%
Mercati emergenti	16,0%	15,8%

Indici MSCI Net Total Return in valuta locale.

* Variazione al 30 aprile. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Ad aprile, netta inversione della borsa USA per le speranze di fine della guerra in Iran.
- È iniziata la stagione degli utili USA e finora gli ottimi risultati sostengono il mercato anche in termini di fondamentali.
- Netto recupero dei titoli tecnologici e dell'IA ad aprile. Le Magnifiche 7 sono salite del 16,7% nel mese.
- Malgrado la crescita degli utili, la valutazione di mercato è di nuovo eccessiva.

Eurozona

- Ad aprile i mercati europei hanno di nuovo sottoperformato quelli USA.
- 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

- Il mercato britannico è il più difensivo e ha la valutazione più bassa tra le principali borse dei Paesi sviluppati.

Svizzera

- Il mercato azionario svizzero ha nettamente sottoperformato ad aprile.
- Il vigore del franco, l'impatto del rincaro dell'energia e la performance deludente dei colossi dell'indice hanno penalizzato.

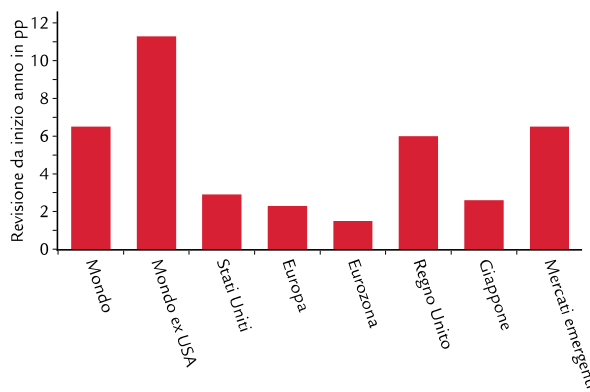
Mercati emergenti

- I mercati emergenti hanno registrato di gran lunga le migliori performance ad aprile (e le peggiori a marzo). Questo è l'unico mercato con rendimenti a due cifre nel 2026.
- I mercati asiatici hanno guidato la ripresa (Corea +35%, Taiwan +29% e India +10%). Titoli tecnologici come SK Hynix e Samsung hanno guadagnato rispettivamente più del 60% e il 30% ad aprile.

Crescita degli utili per questa stagione dei risultati

La guerra in Medio Oriente ha distolto l'attenzione dai fondamentali, che sono rimasti eccezionalmente solidi nel 2026. Innanzitutto, gli analisti hanno rivisto nettamente al rialzo le stime sugli utili per l'intero anno. Da inizio anno, le aspettative di utile per il 2026 sono salite in tutti i principali mercati azionari (cfr. grafico sotto). Per il mercato azionario globale al netto degli Stati Uniti, le revisioni degli utili per il 2026 sono a doppia cifra, trainate dalla Corea del Sud.

Crescita degli utili per il 2026: variazione delle previsioni



Fonti: Macrobond, Société Générale, Swiss Life Asset Managers Research. Ultimo data point: 2026

Secondo, finora la stagione degli utili ha superato le attese. Negli Stati Uniti, finora i fatturati hanno sorpreso del 2% e gli utili di ben il 10%. Gli utili per azione dovrebbero crescere del 14-17% su base annua (più che nei quattro trimestri precedenti), con un contributo dei titoli tecnologici di circa il 9%. I tassi di crescita di fatturati e utili stimati sono tra i più alti degli ultimi tre anni. Per l'intero 2026 si prevede una crescita degli utili del 18-19%. In Europa, la stagione degli utili è stata più modesta, con fatturati in linea con le attese e utili oltre le previsioni di circa il 4,5%. Spiccano i mercati emergenti, per i quali si prevede una crescita degli utili di oltre il 40% nel 2026. In Corea, le stime di crescita per quest'anno sono state riviste nettamente al rialzo da circa il 100% al 200%. Alla luce di utili e proiezioni tanto favorevoli e della speranza di fine della guerra in Iran, restiamo ottimisti riguardo ai mercati azionari. La robusta crescita degli utili sostiene un ulteriore rialzo del mercato.

Valute

USD: inversione di tendenza

	Apr. 2026*	Year-to-date*	A 1 mese
EUR/USD	1,5%	-0,2%	↘
EUR/CHF	-0,6%	-1,4%	→
GBP/USD	2,5%	0,6%	↘
USD/JPY	-1,4%	-0,1%	↗

* Variazione al 30 aprile. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Dopo la ripresa di marzo, ad aprile l'USD ha perso terreno, cedendo l'1,9% su base ponderata per l'intercambio. Le valute ad alto rendimento (mercati emergenti, l'AUD) hanno beneficiato della maggiore propensione al rischio degli investitori.
- Restiamo ottimisti sull'USD: i rischi geopolitici in Medio Oriente dovrebbero restare elevati e i differenziali di rendimento reali rimangono favorevoli.

Eurozona

- EUR/USD ha in parte recuperato le perdite di marzo, guadagnando più del 2% ad aprile. Oltre che dalla temporanea de-escalation della guerra in Iran, l'EUR è stato sostenuto dalle aspettative di rialzi della BCE.
- Ci aspettiamo che l'USD resti ben sostenuto e riteniamo che le aspettative di rialzo dei tassi della BCE siano eccessive. Confermiamo quindi una visione negativa su EUR/USD..

Regno Unito

- Ad aprile, il GBP ha guadagnato il 2.5% nei confronti dell'USD e l'1.3% rispetto all'EUR. Le aspettative di ulteriori rialzi della Bank of England hanno sostenuto la valuta.
- In previsione di un USD più forte, confermiamo le aspettative negative su GBP/USD e neutrale su GBP/EUR.

Svizzera

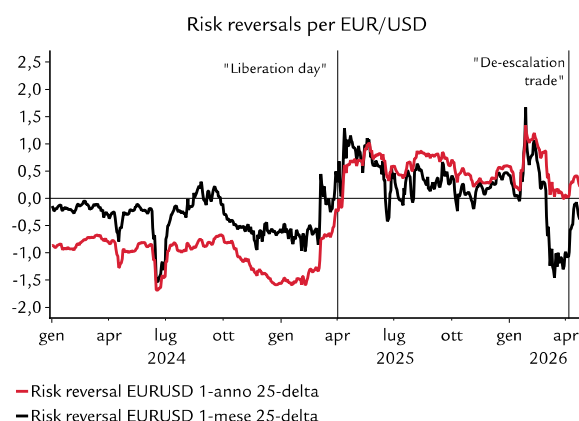
- Dopo le oscillazioni di marzo, ad aprile EUR/CHF ha evidenziato un andamento laterale. I mercati continuano a ritenere la BNS altamente credibile nel contrastare l'eccessivo vigore del CHF.
- Ribadiamo le aspettative neutrale su EUR/CHF e positive su USD/CHF.

Giappone

- Per quasi tutto aprile il JPY è rimasto stabile nei confronti dell'USD, prima di guadagnare terreno l'ultimo giorno di contrattazione del mese.
- Rimaniamo neutrale su USD/JPY a un mese.

La propensione al rischio cambia, ma i rischi restano

Ad aprile la guerra in Iran ha dominato gli scambi. Dopo la fase di avversione al rischio di marzo, con la fuga verso l'USD come rifugio, ad aprile l'USD ha perso forza. L'annuncio di un cessate il fuoco e l'avvio delle trattative di pace hanno indotto i mercati a prevedere una rapida risoluzione. Pertanto, l'USD si è molto indebolito e valute a più alto rendimento come AUD, GBP, BRL e MXN hanno guadagnato terreno. Le cosiddette inversioni del rischio («risk reversals», cfr. grafico sotto) illustrano bene questa dinamica. Per EUR/USD, se sono positive gli investitori sono più preoccupati dal rafforzamento dell'euro, e viceversa. Dopo la de-escalation, le inversioni del rischio a un mese per EUR/USD sono aumentate, senza però invertire la dinamica di marzo. Tuttavia, riteniamo che i rischi dell'attuale posizionamento restino elevati. Se le tensioni geopolitiche persisteranno o si intensificheranno, la domanda di USD come valuta rifugio potrebbe aumentare rapidamente. Inoltre, le nostre aspettative negative su EUR/USD per maggio derivano dalla maggiore esposizione dell'Europa al rincaro dell'energia. I dati preliminari sull'inflazione nell'eurozona di aprile hanno mostrato i previsti rincari di energia e combustibili, ma non segnalano effetti di secondo impatto. L'inflazione di fondo è persino scesa lievemente ad aprile. I mercati hanno monitorato le riunioni di fine aprile di quattro delle principali banche centrali (Fed, BCE, Bank of England e Bank of Japan). Non sono previsti interventi sui tassi, come è stato confermato, ma la comunicazione è stata seguita attentamente. Ora i mercati scontano tre rialzi dei tassi della BCE entro fine anno, il che ci sembra eccessivo (ne prevediamo solo uno). Ciò rende l'euro vulnerabile a una revisione delle aspettative sui tassi, che ridurrebbe ancora il differenziale d'interesse rispetto all'USD.



Fonte: Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Ultimo data point: 30/04/2026

Asset allocation

Cavalcare l'onda, gestire attivamente il rischio

Aprile in rassegna

- Rialzo delle azioni globali, sostenute dal cauto ottimismo per una possibile fine della guerra in Iran. Gli ottimi utili societari e la buona tenuta della crescita globale hanno fornito ulteriore sostegno. Molti indici azionari regionali sono tornati ai livelli prebellici, ma le azioni europee e svizzere sono rimaste indietro.
- Ad aprile i rendimenti sovrani globali sono scesi, mentre quelli in CHF sono rimasti perlopiù stabili.
- Gli spread sono tornati ai livelli prebellici e tornano a scambiare a valutazioni storicamente basse.
- L'USD si è deprezzato 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	Sovrapponderazione

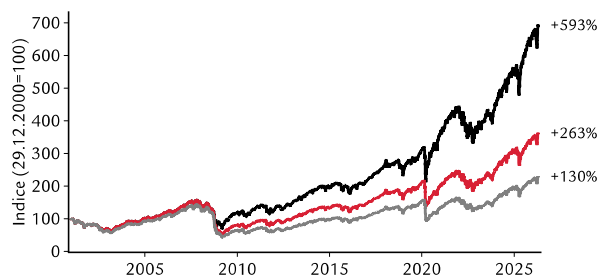
* IG = investment grade. Fonte: Swiss Life Asset Managers

- In linea con il nostro scenario di base di fine del conflitto in Iran a breve-medio termine, manteniamo il sovrappeso sugli attivi rischiosi.
- Tuttavia, dato che le borse globali sono perlopiù tornate ai livelli prebellici e scontano sempre più una risoluzione di questo tipo, manteniamo il sovrappeso, ma riduciamo modestamente la posizione.
- Il restante sovrappeso è sostenuto dalla forte dinamica degli utili, dal settore del software USA che non quota più a premio rispetto al mercato azionario e da dinamiche di crescita globale favorevoli.
- In assenza di catalizzatori a breve termine, riduciamo leggermente il sovrappeso sulle azioni svizzere, ma manteniamo un lieve sovrappeso data la composizione settoriale difensiva del mercato e i solidi fondamentali delle principali aziende svizzere.
- Continuiamo a sottopesare le obbligazioni societarie: gli spread sono tornati a livelli storicamente bassi, limitando il potenziale di rendimento e compensando in misura insufficiente il rischio rispetto alle azioni.
- Il nostro posizionamento in titoli di Stato è neutrale.
- Continuiamo a sovrappesare gli attivi reali come gli immobili svizzeri basati sul NAV, che presentano dinamiche di mercato favorevoli e domanda ben supportata.

Il costo del market timing

I mercati azionari hanno evidenziato una buona tenuta e gran parte dei principali indici è tornata ai livelli pre-Iran o quasi, malgrado l'assenza di una risoluzione definitiva. Questo esito rafforza la nostra convinzione che il nostro posizionamento iniziale sul mercato, con un sovrappeso sulle azioni, fosse appropriato. Anziché reagire alle notizie, i mercati hanno dimostrato ancora una volta di riuscire a guardare oltre l'incertezza geopolitica quando i fondamentali sottostanti restano nel complesso favorevoli. Va notato che il nostro sovrappeso sulle azioni è stato applicato insieme a misure volte a mitigare i ribassi. I portafogli non erano posizionati su un esito geopolitico binario, ma costruiti per assorbire gli shock. Le allocazioni in attivi reali hanno fornito una copertura efficace contro i rischi dal lato dell'offerta e dell'inflazione associati a potenziali perturbazioni dello Stretto di Hormuz. Allo stesso tempo, le strategie alternative, tra cui il trend-following e le esposizioni diversificate a hedge fund, hanno aggiunto flussi di rendimento non correlati e contribuito ad attenuare la volatilità nelle fasi di stress.

Impatto della mancata partecipazione ai maggiori rendimenti azionari giornalieri



— MSCI World: mancata partecipazione ai 20 giorni migliori
— MSCI World: mancata partecipazione ai 10 giorni migliori
— MSCI World: investimento costante

Fonti: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Intervallo di date: 29.12.00-24.04.26

La storia insegna che fare market timing in funzione degli eventi geopolitici è molto difficile: spesso le reazioni dei prezzi sono rapide e possono verificarsi inversioni molto prima che le incertezze si risolvano. Restando investiti e integrando coperture strutturali, si può partecipare alla ripresa delle borse senza essere totalmente esposti a rischi di coda al ribasso. La preferenza per le azioni e la disciplina nella gestione del rischio sono alla base della decisione di continuare a sovrappesare le azioni come soluzione migliore per affrontare un contesto incerto ma ricco di opportunità.

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.