

Giugno 2026

Tassi d'interesse e obbligazioni

Tassi su dopo l'inflazione USA oltre le attese

	Rendimento dei titoli di Stato decennali			Spread dei titoli investment grade		
	Attuale	Mag. 2026*	Year-to-date*	Attuale	Mag. 2026*	Year-to-date*
US	4,4%	7 pb	27 pb	72 pb	-6 pb	-6 pb
Eurozona	2,9%	-10 pb	8 pb	79 pb	-3 pb	1 pb
UK	4,8%	-20 pb	34 pb	85 pb	-7 pb	2 pb
CH	0,4%	0 pb	11 pb	74 pb	1 pb	-5 pb

Redimento eurozona = Germania, pb = punti base.
* Variazione al 29 maggio. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- A maggio l'inflazione oltre le attese, soprattutto per i prezzi alla produzione e al consumo core, ha fatto salire molto i rendimenti dei titoli di Stato lungo l'intera curva, ma nel mese gli spread dei titoli high yield (HY) e investment grade (IG) si sono ristretti.
- La Fed, che vede l'inflazione come uno shock energetico temporaneo, dovrebbe mantenere i tassi stabili quest'anno.

Eurozona

- Calo dei rendimenti dei Bund e degli spread in EUR. Il rendimento totale del credito in EUR ha superato quello del credito in USD.
- Crediamo che la BCE, che sembra determinata a combattere i rischi d'inflazione, innalzerà il tasso guida di 25 pb a giugno e settembre.

Regno Unito

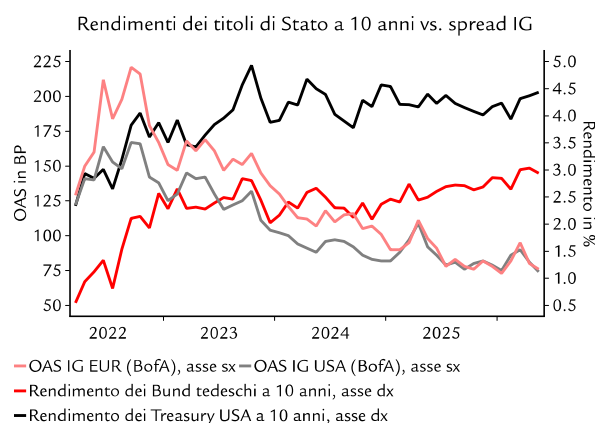
- I rendimenti dei gilt a 10 anni sono diminuiti per via del calo di attività e inflazione nel Regno Unito. Calo degli spread IG, come negli Stati Uniti.
- La Bank of England ha manifestato l'intenzione di inasprire la politica monetaria in caso di «shock più ampio o più prolungato». Prevediamo un rialzo dei tassi a settembre 2026.

Svizzera

- Ad aprile l'inflazione è passata dallo 0,3% allo 0,6% e i rendimenti dei titoli di Stato svizzeri a 10 anni sono saliti temporaneamente. Spread IG svizzeri stabili a maggio e da inizio anno.
- La BNS dovrebbe mantenere il tasso guida allo 0% e iniziare a portarlo a un livello neutrale solo a fine 2027.

Spread correlati ai rendimenti dei titoli di Stato

Di norma la correlazione empirica tra rendimenti dei titoli di Stato e spread è negativa: spesso l'aumento dei tassi coincide con crescita sostenuta e aspettative d'inflazione più alte, riducendo il rischio di default e gli spread, e nelle fasi di avversione al rischio avviene il contrario. Questa relazione può diventare positiva se l'inflazione è trainata da shock avversi più che da una domanda sostenuta, come anomalie dal lato dell'offerta o aumento delle aspettative d'inflazione. In questi casi, i tassi più alti riflettono le condizioni finanziarie restrittive e fanno aumentare il rischio di credito e gli spread. Fasi di tassi privi di rischio repressi hanno anche incentivato la ricerca di rendimento, comprimendo gli spread. Da metà 2022, gli spread si sono ristretti e i rendimenti a 10 anni sono saliti, ma con lo scoppio della guerra in Iran a fine febbraio 2026 e il rincaro dell'energia, i tassi sono saliti, accrescendo il rischio che la correlazione diventi positiva se restano alti. La chiusura dello Stretto di Hormuz indebolirebbe ancora i fondamentali aziendali a causa del rincaro dell'energia, delle condizioni finanziarie restrittive e della crescita più lenta, con un impatto maggiore sulle società dell'eurozona che su quelle USA. Il nostro scenario di base rimane quello di un calo dei prezzi del petrolio nei prossimi mesi. Restiamo neutrali sugli spread IG, HY e IG svizzeri e prevediamo un calo dei rendimenti dei titoli di Stato a 2 e 10 anni USA, svizzeri e dell'eurozona a giugno.



Azioni

Rally dei semiconduttori

Mercati azionari regionali	Mag. 2026*	Year-to-date*
Stati Uniti	5,2%	10,9%
Eurozona	4,1%	8,0%
Regno Unito	0,5%	6,8%
Svizzera	3,4%	4,2%
Mercati emergenti	9,7%	25,6%

Indici MSCI Net Total Return in valuta locale.

* Variazione al 29 maggio. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- La borsa USA è salita del 5,2% a maggio, sostenuta dal vigoroso rally dei semiconduttori e dall'ottima fine della stagione degli utili.
- Il Philadelphia Semiconductor Index (SOX) si è impennato, guadagnando il 79% da inizio anno e il 67% da fine marzo.
- Il rally rimane molto concentrato, con un'ampiezza del mercato ridotta, trainata soprattutto dai titoli dei semiconduttori.
- Malgrado la crescita degli utili, la valutazione di mercato è di nuovo molto elevata (P/E di 26).

Eurozona

- A maggio le azioni dell'eurozona sono salite in linea con il mercato USA, con un ritardo di appena l'1,8% da inizio anno.
- Questa performance è degna di nota data l'esposizione limitata della regione ai titoli dell'IA e dei semiconduttori. Al contempo, la crescita degli utili è molto più debole di quella USA.

Regno Unito

- Si ravvisa una sottoperformance a causa del profilo settoriale difensivo e della scarsa esposizione alla tecnologia.

Svizzera

- La borsa svizzera è rimasta indietro a causa della sua composizione settoriale.

Mercati emergenti

- Prosegue la sovraperformance nel mese grazie all'alta esposizione alle infrastrutture legate all'IA. Le maggiori aziende tecnologiche rappresentano circa il 35% dell'indice.
- Come negli Stati Uniti, l'ampiezza del mercato è ridotta. I più grandi titoli tecnologici come Samsung o SK Hynix sono saliti del 150-250% da inizio anno.
- Ciononostante, gli utili sostengono il rally. Nel 2026 nei mercati emergenti gli utili dovrebbero crescere di circa il 40%, e in Corea di oltre il 100%.

Rally dei semiconduttori, stagione degli utili e mercato

Quest'anno i titoli dei semiconduttori si sono impennati, con guadagni tra il 50% e il 250% e performance ancora migliori negli ultimi tre anni. Modelli simili si sono visti durante la bolla tecnologica del 2000 e, come allora, ci viene detto che «questa volta è diverso». Ora le valutazioni dei titoli dei semiconduttori appaiono elevate, soprattutto negli Stati Uniti (cfr. tabella). L'indice dei semiconduttori ha un P/E di circa 70 e AMD di oltre 170. Per i titoli asiatici la situazione è diversa: malgrado la migliore performance dei prezzi, la loro valutazione è relativamente moderata, con P/E di 20-25. Data la crescita degli utili prevista, queste valutazioni non sembrano eccessive. A nostro avviso, i titoli USA dei semiconduttori appaiono sopravvalutati, mentre quelli asiatici quotano ancora a prezzi ragionevoli. In entrambi i casi, per giustificare le valutazioni, tassi di crescita e margini estremamente elevati dovranno persistere negli anni a venire. Questo è tutt'altro che certo, perché presuppone che la potenza di calcolo debba essere massimizzata ad ogni costo per sfruttare i vantaggi dell'IA.

Azioni	Perf. in % da inizio anno	P/E (trailing)	P/E 2027	Crescita degli utili 2026
Micron Technology	263%	48.5	9.9	538%
AMD	138%	176.5	38.8	73%
Nvidia	20%	39.3	17.9	85%
ASML	55%	55.1	34.6	27%
TSMC	54%	32.0	19.3	127%
Samsung	202%	28.8	6.2	465%
SK Hynix	257%	21.6	5.6	356%
Philadelphia Semiconductor Index	88%	71.5	22.5	95%
Korea Stock Market	110%	24.0	7.6	125%

Fonti : Bloomberg, Swiss Life Asset Managers. Ultimo data point : 28.05.2026

La recente stagione dei risultati, soprattutto negli Stati Uniti e nei mercati emergenti, è stata eccellente. Attualmente per i mercati sviluppati si prevede una crescita degli utili del 12-18% nel 2026-2027, e per i mercati emergenti di circa il 40% nel 2026 e del 20% nel 2027. Le revisioni delle stime sull'utile netto sono chiaramente positive, ma i rischi sono aumentati. L'inflazione e i tassi d'interesse sono saliti, alcune aree dei mercati azionari USA assomigliano a una bolla e le tensioni geopolitiche restano elevate.

Per ora confermiamo le prospettive positive sulle azioni sostenute soprattutto dalla notevole dinamica degli utili, che dovrebbe persistere nei prossimi uno o due trimestri. Tuttavia, il nostro obiettivo di performance annuale, pari al 10% circa per le azioni globali, è già stato raggiunto. Pertanto, eventuali ulteriori guadagni significativi ci indurrebbero probabilmente ad assumere un atteggiamento più cauto.

Valute

Margine per un ulteriore vigore dell'USD

	Mag. 2026*	Year-to-date*	A 1 mese
EUR/USD	-0,6%	-0,7%	↘
EUR/CHF	-0,7%	-2,2%	→
GBP/USD	-1,1%	-0,1%	↘
USD/JPY	1,7%	1,6%	→

* Variazione al 29 maggio. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- L'USD ha recuperato parte delle perdite del mese scorso e a maggio si è apprezzato di circa l'1% su base ponderata per l'interscambio, sostenuto dall'assenza di una risoluzione del conflitto in Iran e dalle maggiori aspettative di rialzo dei tassi da parte della Fed (cfr. testo principale).
- Restiamo ottimisti sull'USD: i rischi geopolitici in Medio Oriente dovrebbero restare elevati e i differenziali di rendimento reali rimangono favorevoli.

Eurozona

- A maggio l'EUR è sceso rispetto all'USD, ma si è apprezzato rispetto a GBP e JPY. Nel complesso, l'EUR è stabile su base ponderata per l'interscambio.
- Riteniamo che le aspettative di rialzo dei tassi del mercato per la BCE siano eccessive e ci aspettiamo che l'USD resti ben sostenuto. Confermiamo quindi le aspettative negative per EUR/USD.

Regno Unito

- Dopo i netti guadagni di aprile, a maggio il GBP si è indebolito rispetto a EUR e USD. L'inflazione più debole del previsto e le minori aspettative di rialzo dei tassi da parte della Bank of England hanno contribuito alla sua debolezza.
- Ribadiamo le aspettative negative su GBP/USD e neutrali su GBP/EUR.

Svizzera

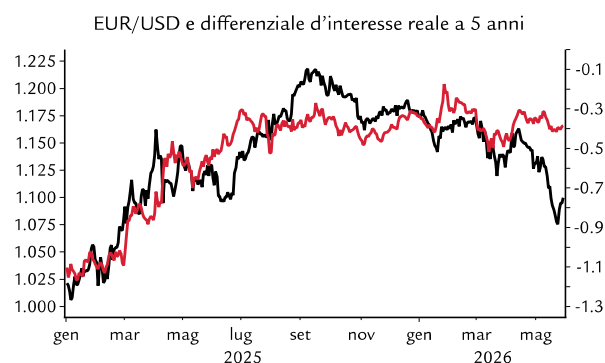
- Maggio è stato un mese tranquillo per i tassi di cambio del CHF, che ha negoziato in un intervallo ristretto rispetto a EUR e USD.
- Ribadiamo le aspettative neutrali su EUR/CHF e positive su USD/CHF.

Giappone

- A maggio il cambio USD/JPY si è ripreso dal calo di fine aprile.
- Il JPY continua a subire pressioni al ribasso, ma il rischio di interventi valutari dovrebbe mantenere USD/JPY vicino a 160. Abbiamo aspettative neutrali per USD/JPY.

Monitoriamo la transizione alla leadership della Fed

Come previsto, a maggio molti sviluppi valutari di aprile si sono invertiti. Ad aprile l'USD si era indebolito a causa dell'ottimismo dopo l'annuncio del cessate il fuoco in Medio Oriente, ma a maggio ha ritrovato il favore degli investitori con il protrarsi dei negoziati tra Iran e Stati Uniti e il venir meno delle speranze di un'apertura a breve termine dello Stretto di Hormuz. A maggio ha sostenuto l'USD anche la revisione delle aspettative della Fed da parte dei mercati finanziari, dai tagli di metà aprile a quasi un rialzo entro dicembre 2026. Intanto, le aspettative aggressive sui rialzi della BCE si sono ridimensionate. Ciò deriva dagli alti dati sull'inflazione USA e dall'inflazione meno preoccupante in Europa, dove la crescita è meno incoraggiante. Anche le migliori prospettive economiche USA a medio termine, spinte dal boom della spesa in conto capitale per l'IA, hanno fatto salire i tassi reali USA a 5 anni. Riteniamo che l'attuale differenziale rispetto ai tassi in EUR farebbe scendere ancora il cambio EUR/USD (cfr. grafico), soprattutto ora che la crisi di fiducia per le istituzioni USA si è attenuata. Cosa ha impedito un apprezzamento ancora più pronunciato dell'USD? È possibile che gli investitori valutari siano ancora cauti per via della transizione alla leadership della Fed. Esiste il rischio che le pressioni politiche sulla Fed inducano il FOMC, guidato dal nuovo presidente Kevin Warsh, ad adottare una politica monetaria troppo accomodante. Tuttavia, dati i rischi d'inflazione crescenti, riteniamo che il percorso più probabile per il FOMC sia mantenere invariati i tassi guida quest'anno e monitorare la situazione. La riunione del FOMC del 17 giugno e la sua conferenza stampa saranno fondamentali per valutare lo stile e la posizione del nuovo presidente della Fed.



Fonte: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo data point: 29.05.2026

Asset allocation

Cogliere il potenziale di rialzo, diversificando

Maggio in rassegna

- Le azioni globali hanno guadagnato terreno malgrado l'aumento dei rendimenti dei Treasury e l'incertezza geopolitica. Le azioni USA e dei mercati emergenti hanno registrato la performance migliore.
- Aumento dei rendimenti sovrani sulla scia dei persistenti rischi di rialzo dell'inflazione.
- A maggio gli spread del credito societario USA hanno continuato a restringersi, mentre quelli europei sono rimasti perlopiù invariati.
- 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

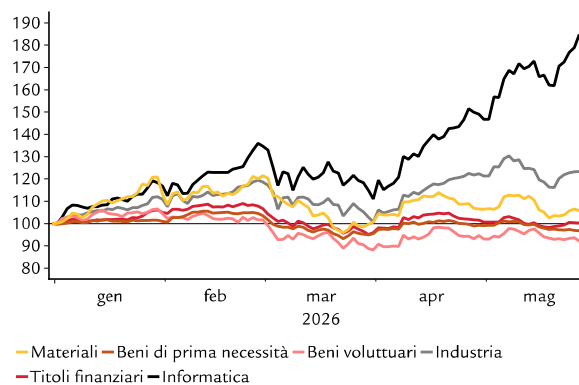
- Malgrado il protrarsi del conflitto in Iran, continuiamo a prevedere una risoluzione a breve e medio termine, il che sostiene il sovrappeso sugli asset rischiosi.
- Manteniamo il sovrappeso sulle azioni globali, sostenute da solidi utili, dall'inflazione ancora contenuta e dalla ripresa ciclica in corso.
- In ambito azionario, continuiamo a preferire Stati Uniti e mercati emergenti, che sono favoriti dalla forte crescita degli utili societari e da un contesto macroeconomico positivo.
- Manteniamo il sovrappeso sulle azioni svizzere, alla luce dei vantaggi di una diversificazione lontana dai temi legati all'IA e della tenuta dei fondamentali societari.
- Restiamo cauti per quanto riguarda le obbligazioni societarie: gli spread su livelli storicamente bassi limitano il potenziale di rendimento e compensano il rischio in misura insufficiente rispetto alle azioni.
- Il recente aumento dei rendimenti dei titoli di Stato li ha resi più interessanti, ma per ora restiamo neutrali.
- Continuiamo a privilegiare l'esposizione agli attivi reali, in particolare alle infrastrutture e agli immobili basati sul NAV.

Mercati emergenti sulla scia dell'IA

Le azioni dei mercati emergenti sono state tra i principali beneficiari del ciclo d'investimento dell'IA, in cui i mercati high tech asiatici, soprattutto Taiwan e Corea del Sud, hanno giocato un ruolo fondamentale. Il loro dominio nei semiconduttori, nell'hardware e nelle catene logistiche li ha resi fondamentali per l'adozione dell'IA, dando luogo a ottimi utili e a performance azionarie brillanti.

Questa esposizione ha spostato sempre più i rendimenti azionari dei mercati emergenti dai driver macro tradizionali verso i temi di crescita strutturali. La domanda legata all'IA sostiene la crescita del volume d'affari e la resilienza dei margini. La dispersione all'interno dei mercati emergenti è quindi aumentata e i settori e i mercati legati all'IA hanno nettamente sovraperformato i segmenti a orientamento nazionale o correlati alle materie prime.

Indici MSCI EM: dispersione settoriale



Fonte: Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Ultimo data point: 28/05/2026

Questa esposizione trainata dall'IA è positiva e continuiamo a considerarla un pilastro strutturale di crescita, ma diamo importanza anche alla diversificazione. In questo contesto, le azioni svizzere ed europee offrono un'allocazione complementare, dando esposizione a società di alta qualità e diversificate a livello globale con profili di utile più difensivi e ciclicità più bassa. Ciò aiuta a bilanciare la natura più concentrata e tecnologica dell'esposizione all'IA nei mercati emergenti in un quadro multi-asset più ampio.

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.