

Luglio 2026

Tassi d'interesse e obbligazioni

La de-escalation in Iran tranquillizza i mercati

	Rendimento dei titoli di Stato decennali			Spread dei titoli investment grade		
	Attuale	Giu. 2026*	Year-to-date*	Attuale	Giu. 2026*	Year-to-date*
US	4,4%	-3 pb	24 pb	74 pb	2 pb	-4 pb
Eurozona	2,9%	-8 pb	1 pb	79 pb	0 pb	1 pb
UK	4,7%	-12 pb	22 pb	85 pb	0 pb	2 pb
CH	0,3%	-13 pb	-3 pb	75 pb	1 pb	-4 pb

Redimento eurozona = Germania, pb = punti base.

* Variazione al 25 giugno. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- A giugno la curva dei rendimenti sovrani si è appiattita con l'aumento dei tassi a breve termine. Gli spread HY in USD si sono ristretti ancora, mentre quelli IG sono rimasti pressoché invariati.
- Aumentiamo la stima sul tasso neutrale dal 3% al 3,25%. La prima riunione di Warsh da presidente è stata restrittiva, ma crediamo che malgrado l'inflazione oltre il target la Fed non alzerà i tassi nel 2026.

Eurozona

- Aumento dei rendimenti dei Bund a breve termine e curva appiattita. Calo degli spread IG e HY in EUR sulla scia delle notizie di de-escalation in Iran e rendimenti totali superiori al credito in USD.
- Come previsto, l'11 giugno la BCE ha alzato i tassi di 25 pb. Prevediamo un rialzo di 25 pb a settembre, oltre il livello neutrale, dati i timori d'inflazione.

Regno Unito

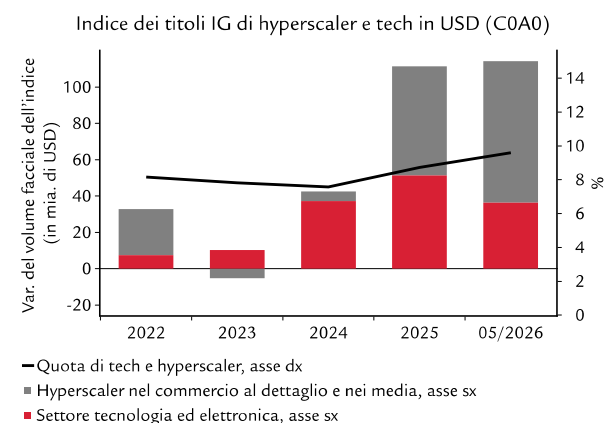
- L'inflazione di fondo è salita dal 2,5% al 2,6%, ma meno del previsto. Calo dei rendimenti dei gilt a 10 anni e spread IG stabili a giugno.
- Il 18 giugno la BoE ha lasciato i tassi invariati. L'inflazione è oltre il target e la crescita debole. Prevediamo un rialzo a settembre, in linea con i mercati.

Svizzera

- A maggio l'inflazione è rimasta allo 0,6%, sotto le attese. A giugno rendimenti svizzeri in lieve calo e spread nel complesso stabili.
- Prevedendo un contesto di tassi zero nel prossimo futuro.

Indice IG hyperscaler e tech in USD: picco di emissioni

Dal 2022, dato il fabbisogno di rifinanziamento per gli investimenti nell'IA, il valore nominale in circolazione dell'indice IG di hyperscaler e tech in USD è salito più dell'indice corporate IG in USD. Il ramp-up è iniziato nel 2022-2023, quando il lancio di ChatGPT ha reso accessibile l'IA generica, favorendo una forte crescita di utenti e utilizzo. Nel 2024-2025 gli hyperscaler hanno creato infrastrutture, affrettandosi a lanciare strumenti di IA simili e investire massicciamente. Nel 2026, con i nuovi modelli di agentic IA, che eseguono compiti end-to-end e risolvono autonomamente le richieste dei clienti, le previsioni sugli investimenti nell'IA sono state riviste al rialzo. Pertanto, da inizio anno il valore nominale delle obbligazioni dell'indice IG di hyperscaler e tech in USD è già salito più che in tutto il 2025. Gli investimenti nell'IA sostengono anche la crescita del PIL e l'effetto ricchezza per i consumatori ad alto reddito tramite le valutazioni azionarie. Malgrado gli spread ridotti, i fondamentali e i fattori tecnici sono da neutrali a positivi; siamo neutrali sul credito IG e HY in USD a luglio. Prevediamo spread HY in EUR più ampi per via delle valutazioni basse, dell'inflazione, dei tassi più alti e del calo delle aspettative di crescita in Europa. Prevediamo tassi in calo: la risoluzione del conflitto in Iran è più probabile e i mercati scontano politiche più favorevoli e rendimenti più bassi. Per luglio prevediamo rendimenti sovrani a 2 e 10 anni in calo in Stati Uniti e UE e neutrale in Svizzera.



Azioni

Un assetto più difensivo è giustificato

Mercati azionari regionali	Giu. 2026*	Year-to-date*
Stati Uniti	-2,9%	7,7%
Eurozona	3,3%	11,6%
Regno Unito	1,1%	8,0%
Svizzera	5,2%	9,6%
Mercati emergenti	0,5%	26,2%

Indici MSCI Net Total Return in valuta locale.
* Variazione al 25 giugno. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- A giugno i mercati USA sono rimasti indietro, malgrado il proseguimento del rally dei semiconduttori.
- Il Philadelphia Semiconductor Index (SOX) ha guadagnato il 5% a giugno.
- Escludendo i titoli dell'IA e dell'energia, nel 2026 l'S&P500 sarebbe in ribasso.
- Malgrado la crescita degli utili, le valutazioni sono di nuovo eccessive (P/E di 25).

Eurozona

- Buona performance a giugno per il mercato dell'Eurozona, che batte il mercato USA nel 2026.
- Finanza, tecnologia e beni di prima necessità sono stati i settori migliori nel mese.

Regno Unito

- A giugno il mercato britannico è rimasto piatto.

Svizzera

- Ottima performance per la borsa svizzera a giugno, soprattutto nei giorni di flessione delle borse globali.

Mercati emergenti

- Dopo un ottimo inizio del mese, la performance si è indebolita a causa delle flessioni dei titoli tecnologici.
- Come negli Stati Uniti, i titoli dell'IA (infrastrutture) sono il principale driver di mercato.
- Ora l'indice MSCI Emerging Markets è molto concentrato: le quattro maggiori economie asiatiche rappresentano oltre il 75% dell'indice, TSMC da sola ha un peso del 15% e l'intero indice di 1200 titoli è diversificato quanto un portafoglio di 30 titoli equponderati.
- Taiwan rappresenta ora il 26% dell'indice, contro il 23% della Corea del Sud, il 20% della Cina e il 10% dell'India.
- Malgrado l'ottima performance, le valutazioni rispetto ai mercati USA e globali restano interessanti: i principali titoli dell'IA hanno ancora P/E inferiori a 30.

Maggiore cautela sulle azioni

Come previsto, l'IPO di SpaceX ha avuto successo, con guadagni fino al 50% nei primi giorni di negoziazione. È stata la più grande IPO di sempre ed entro fine anno potrebbero seguire quotazioni ancora più grandi di società come Anthropic o OpenAI. Vale la pena notare che storicamente le grandi IPO non hanno riscosso particolare successo (cfr. tabella), poiché di solito si verificano in periodi di forte performance di mercato e valutazioni elevate. La maggior parte delle IPO ottiene buoni risultati nella prima settimana, ma la performance a un anno è generalmente debole – fa eccezione Palantir – con ribassi medi di circa il 50% nel primo anno. Sulla base delle metriche prezzo/ricavi, SpaceX si distingue come l'IPO di gran lunga più costosa.

Impresa	Data IPO	Performance a 1 settimana	Performance a 1 anno	Drawdown a 1 anno	Prezzo/fatturato IPO
Space X	2026	37%			96
Palantir	2020	5%	153%	-5%	30
Alibaba	2014	-4%	-30%	-35%	42
Robinhood	2021	46%	-74%	-80%	33
Coreweave	2025	20%	87%	-65%	5
Meta (Facebook)	2012	-17%	-31%	-54%	28
Medie		15%	21%	-48%	27.6
Mediana		13%	-30%	-54%	30

Fonti: Bloomberg, Swiss Life Asset Managers, other sources. Ultimo data point: 22.06.2026

Un altro sviluppo importante è che, per la prima volta in molti anni, l'offerta azionaria netta negli Stati Uniti sta diventando positiva, con un conseguente aumento delle emissioni di capitale e del numero di azioni in circolazione, il che riduce l'utile per azione. Questa diluizione caratterizza i mercati emergenti ed è probabilmente all'origine della loro sottoperformance a lungo termine. Secondo JP Morgan, nel 2026 e nel 2027 le emissioni nette (corrette per il flottante) supereranno i 1000 mia. di USD, o circa il 2% della capitalizzazione di mercato, l'aumento più rapido dal 1999. Al contempo, i riacquisti di azioni – e il free cash flow – delle principali aziende tech sono scesi quasi a zero. A giugno abbiamo modificato la nostra strategia azionaria. Dopo l'IPO di SpaceX e l'accordo di pace in Iran, ora molti sviluppi positivi sembrano ampiamente scontati. I titoli IT e dei semiconduttori sono diventati dominanti, con performance sempre più sbilanciate. Le aspettative per i titoli dell'IA sono estremamente elevate: ad es. si prevede che i ricavi di SpaceX cresceranno di 100 volte entro il 2030, mentre i margini di utile dell'S&P 500 dovrebbero salire dal 14% a quasi il 17% entro il 2028. Al contempo, le emissioni nette sono positive per la prima volta da anni, anche se gli emittenti continuano ad attingere ai mercati obbligazionari. Riteniamo giustificati una pausa e un consolida-

Valute

Rinnovata fiducia del mercato nell'USD

	Giù. 2026*	Year-to-date*	A 1 mese
EUR/USD	-2,5%	-3,2%	↘
EUR/CHF	1,2%	-1,0%	→
GBP/USD	-2,0%	-2,1%	↘
USD/JPY	1,6%	3,2%	→

* Variazione al 25 giugno. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Mentre scriviamo, a giugno l'USD si è apprezzato del 2,7% su base ponderata per l'interscambio. I dati economici USA solidi e la riunione del FOMC del 17 giugno, vista dai mercati come restrittiva, sono stati i principali driver e hanno offuscato il potenziale impatto negativo sull'USD della de-escalation in Medio Oriente, che ha fatto crollare le valute legate alle commodity, come AUD, NZD, CAD e NOK.
- Confermiamo aspettative positive sull'USD: i differenziali di rendimento reali restano favorevoli data la sovraperformance dell'economia USA.

Eurozona

- A giugno l'EUR è sceso rispetto all'USD, ma si è apprezzato rispetto a CHF e SEK.
- Ora le aspettative dei mercati per la BCE ci sembrano più appropriate rispetto a un mese fa. Pertanto, ora le aspettative negative su EUR/USD si basano perlopiù sulla previsione di un vigore generale dell'USD.

Regno Unito

- A giugno il GBP si è indebolito nei confronti dell'USD e si è apprezzato nei confronti dell'EUR. Come per la BCE, le aspettative di rialzo dei tassi per la BoE sono state riviste al ribasso dopo i dati deludenti del Regno Unito.
- Ribadiamo le aspettative negative su GBP/USD e neutrali su GBP/EUR.

Svizzera

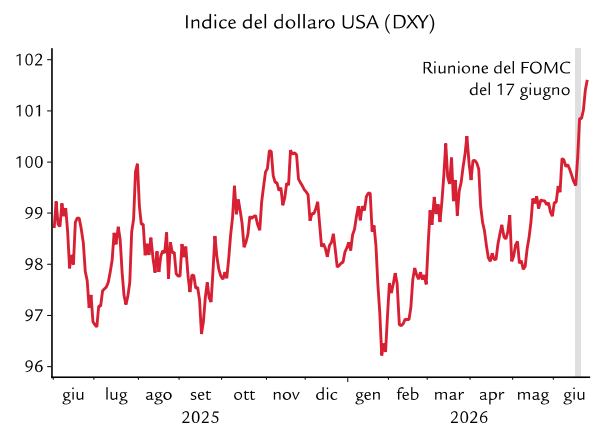
- A giugno il CHF ha perso quasi il 2% su base ponderata per l'interscambio, poiché i mercati non scontano più rialzi dei tassi della BNS.
- Ribadiamo le aspettative neutrali su EUR/CHF e positive su USD/CHF.

Giappone

- A giugno USD/JPY è salito, superando 160. Il rialzo dei tassi atteso della BoJ non ha dato sostegno, poiché i differenziali d'interesse con gli Stati Uniti restano ampi.
- Abbiamo aspettative neutrali su USD/JPY: il rischio di interventi valutari dovrebbe limitare il rialzo.

Nuovo slancio dalle riunioni delle banche centrali

Come descritto nella precedente edizione di *Prospettive*, il differenziale di rendimento reale a 5 anni tra Stati Uniti ed eurozona era (ed è ancora) favorevole a un ulteriore apprezzamento dell'USD, che a maggio è stato deludente. Sospettavamo che gli investitori potessero essere cauti in vista della transizione alla guida della Fed. In effetti, la prima conferenza stampa di Kevin Warsh come presidente e la revisione restrittiva delle proiezioni mediane sui tassi del FOMC hanno dato nuovo slancio all'USD, che si è nettamente apprezzato a giugno. Kevin Warsh, scettico in termini di «forward guidance», non si è espresso sul futuro percorso dei tassi guida, ma alla conferenza stampa ha ribadito più volte il suo fermo impegno per la stabilità dei prezzi e dissipato qualsiasi timore di influenza politica della Casa Bianca. Con il ritorno dell'indipendenza e della credibilità della Fed tra gli investitori valutari, l'attenzione si è spostata su fattori più fondamentali, come i differenziali di rendimento reali e la sovraperformance dell'economia USA, che continuano a far presagire un USD più forte.



La riunione della BCE è stata perlopiù un non evento per il mercato valutario, poiché sia l'aumento dei tassi di 25 pb sia la posizione della presidente Lagarde alla conferenza stampa sono stati in linea con le attese. Intanto, i toni accomodanti della BNS alla riunione di giugno hanno rafforzato le aspettative del mercato sul proseguimento della politica dei tassi zero dell'istituto. Insieme all'impegno della BNS ad avvalersi degli interventi valutari, la tendenza verso un indebolimento del CHF è stata sostenuta a giugno.

Asset allocation

Un mercato da gestire, non da inseguire

Giugno in rassegna

- Rialzo delle azioni globali malgrado l'incertezza geopolitica. Giappone e mercati emergenti hanno registrato le migliori performance.
- I rendimenti sovrani sono stati volatili: sono saliti a inizio giugno per poi tornare quasi ai livelli di fine maggio.
- A giugno gli spread europei si sono ristretti, mentre quelli USA sono rimasti perlopiù invariati.
- L'USD si è rafforzato.

Visione attuale dell'asset allocation

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

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

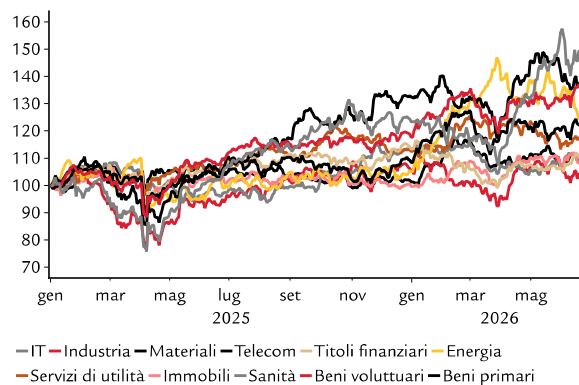
- Gli ottimi rendimenti delle azioni negli ultimi mesi hanno corroborato il nostro posizionamento più ottimista. Tuttavia, più forte è il rally, più in alto sarà l'asticella in futuro.
- Il nostro posizionamento diventa più cauto e riportiamo le azioni a un livello neutrale. L'asticella è più in alto e il tema dell'IA è sempre più affollato, ma mancano catalizzatori a breve termine.
- In ambito azionario, riduciamo il sovrappeso su Stati Uniti e mercati emergenti, che hanno beneficiato del tema dell'IA. Inoltre, come contrappeso ciclico assumiamo un sovrappeso sui titoli giapponesi, sostenuti da riforme della governance societaria, dal miglioramento dei fondamentali aziendali e dalla continua crescita degli utili.
- Continuiamo a sottopesare il credito: gli spread sono molto ridotti e il profilo di rischio / rendimento è asimmetrico.
- Restiamo neutrali sui tassi: il mercato ha iniziato a guardare oltre il rischio geopolitico e i rendimenti a lungo termine dovrebbero normalizzarsi anziché muoversi bruscamente in entrambi i sensi.
- Sottopesiamo i fondi creditizi e sovrappesiamo gli attivi reali. Continuiamo a privilegiare le infrastrutture e gli immobili svizzeri basati sul NAV.

La selettività come strategia:

investire in un mercato con margini ristretti

Dopo un'ottima fase di mercato delle azioni, le opportunità diventano più sfumate. I rendimenti nominali restano favorevoli, ma le aspettative di rendimento future diminuiscono. Le valutazioni elevate, le aspettative di utile in aumento e il posizionamento ancora concentrato significano che il margine d'errore si riduce. Allo stesso tempo, i mercati si stanno evolvendo. Se in passato la performance è stata trainata da un numero limitato di leader, ora la partecipazione si sta gradualmente ampliando. Si tratta di uno sviluppo positivo, ma non semplifica gli investimenti. La dispersione tra settori e titoli resta invece elevata, anche se la performance dell'indice appare stabile.

Dispersione settoriale (S&P 500)



Sources: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers Research. Data range: 01/01/25 - 24/06/2026

Pertanto, l'ampia esposizione al beta diventa meno efficace e i rendimenti sono sempre più trainati dalla differenziazione tra società in grado di soddisfare aspettative elevate e società che non riescono a farlo, e tra segmenti affollati e aree che offrono un posizionamento più equilibrato. La selettività diventa quindi centrale: tra le classi d'investimento, in cui i premi di rischio sono compressi, tra le azioni, in cui la dispersione degli utili aumenta e tra i temi, in cui il posizionamento è importante quanto i fondamentali. In questo contesto, il successo passa dal cogliere lo slancio del mercato all'individuare da dove verrà il prossimo rendimento incrementale.

In sintesi, i mercati si ampliano ma la dispersione persiste e il successo non dipende tanto dall'ampiezza degli investimenti quanto dalla precisione del posizionamento.

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.