

Ottobre 2026

Tassi d'interesse e obbligazioni

Aumento globale dei rendimenti obbligazionari

	Rendimento dei titoli di Stato decennali			Spread dei titoli investment grade		
	Attuale	Set. 2026*	Year-to-date*	Attuale	Set. 2026*	Year-to-date*
US	5,2%	45 pb	103 pb	77 pb	-1 pb	-1 pb
Eurozona	3,6%	28 pb	74 pb	87 pb	8 pb	9 pb
UK	5,4%	32 pb	90 pb	90 pb	4 pb	7 pb
CH	0,6%	21 pb	35 pb	78 pb	2 pb	-1 pb

Redimento eurozona = Germania, pb = punti base.

* Variazione al 24 settembre. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- A settembre i rendimenti dei Treasury USA sono saliti per l'aumento dei prezzi del petrolio e, soprattutto, delle aspettative di crescita. Calo degli spread IG in USD e aumento di quelli HY in USD.
- Gli indicatori anticipatori segnalano un miglioramento della dinamica di crescita, mentre l'inflazione rimane superiore all'obiettivo della banca centrale. Abbiamo rivisto le prospettive per la Fed e ora prevediamo altri due rialzi.

Eurozona

- A settembre i rendimenti dei titoli di Stato tedeschi sono saliti lungo l'intera curva per effetto dell'aumento delle aspettative d'inflazione e di crescita.
- Come previsto, a settembre la BCE ha alzato i tassi di 25 pb. Abbiamo rivisto le prospettive per la BCE e ora prevediamo un ulteriore rialzo dei tassi.

Regno Unito

- Inflazione di fondo ferma al 2,6% e aspettative di crescita del PIL più alte ad agosto. Aumento dei rendimenti dei gilt a 10 anni a settembre.
- Abbiamo rivisto le prospettive per la Bank of England e prevediamo due ulteriori rialzi dei tassi.

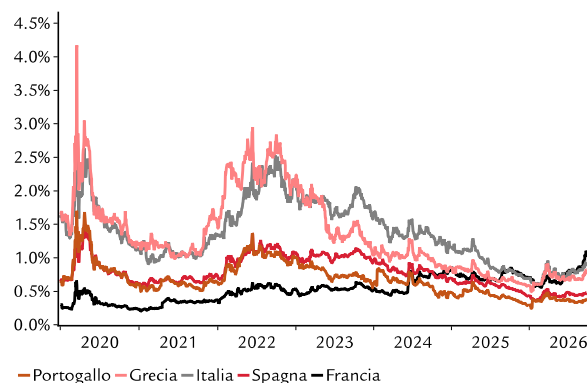
Svizzera

- Aumento delle aspettative di crescita del PIL 2026 e inflazione di fondo oltre le attese ad agosto. I rendimenti dei titoli di Stato svizzeri a 10 anni sono saliti.
- La debolezza del franco e il miglioramento dei dati economici offrono alla BNS una finestra per una normalizzazione della politica monetaria. Nel 2027 prevediamo due rialzi dei tassi di 25 pb ciascuno.

Titoli di Stato: Francia indietro rispetto all'area iberica

Lo spread tra i titoli di Stato a 10 anni e i Bund tedeschi è un indicatore chiave del rischio sovrano, della sostenibilità fiscale, della stabilità politica e del rischio di frammentazione dell'eurozona. Per la regione i Bund sono il benchmark privo di rischio, grazie alla solida posizione fiscale, al mercato obbligazionario liquido e alla gestione cauta del debito della Germania. Malgrado il debito pubblico più elevato in molti Paesi, il rischio di frammentazione nell'eurozona è molto inferiore rispetto alla crisi del debito sovrano del 2011-2012 grazie alle misure di salvaguardia della BCE (ad es. OMT e TPI), alla maggiore fiducia nell'euro e alla migliore patrimonializzazione delle banche. Tuttavia, i mercati hanno reagito con sensibilità al deterioramento fiscale in Francia e all'elevato debito italiano. L'ampliamento degli spread suggerisce che i timori si sono spostati dalla frammentazione ai rapporti debito/PIL, all'invecchiamento demografico e alla volontà dei governi di consolidare le finanze pubbliche. Data l'elevata incertezza, siamo neutrali sui rendimenti sovrani a 2 e 10 anni di Stati Uniti, eurozona e Svizzera su un mese. Nel credito, i fattori tecnici e i fondamentali poco favorevoli sono compensati dal calo degli spread. Al contempo, restano elevati i rischi legati a tensioni geopolitiche, volatilità dell'energia e dei tassi, adozione dell'IA e timori di spread sovrani più ampi. Siamo neutrali sugli spread IG, ma prevediamo un aumento di quelli HY.

Spread dei titoli di Stato decennali rispetto ai Bund tedeschi



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Ultimo data point: 24/09/26

Azioni

Utili e speranze sull'IA più forti degli ostacoli

Mercati azionari regionali	Set. 2026*	Year-to-date*
Stati Uniti	0,3%	13,2%
Eurozona	-1,8%	10,9%
Regno Unito	-1,1%	10,5%
Svizzera	-2,1%	7,4%
Mercati emergenti	0,9%	25,2%

Indici MSCI Net Total Return in valuta locale.
* Variazione al 24 settembre. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Malgrado i molti ostacoli, a settembre il mercato USA è salito dello 0,3%. La Fed ha alzato i tassi, mentre il segmento dell'IA ha dato perlopiù notizie negative, tra IPO rinviate, problemi di sicurezza e proposte di rallentamento dello sviluppo.
- Il P/E attuale e prospettico del mercato azionario USA è più basso rispetto a inizio anno.

Eurozona

- A settembre i titoli dell'eurozona, meno esposti all'IT, hanno perso l'1,4%. Per via di questa sottoperformance, ora il mercato europeo è indietro rispetto a quello USA nel 2026.
- Il mercato europeo si trova attorno al suo fair value. Consideriamo interessanti le azioni ad alto dividendo, superiore al 4% e valutazioni più basse rispetto al mercato nel suo complesso.

Regno Unito

- A settembre il mercato britannico è rimasto in linea con quello dell'Europa continentale.

Svizzera

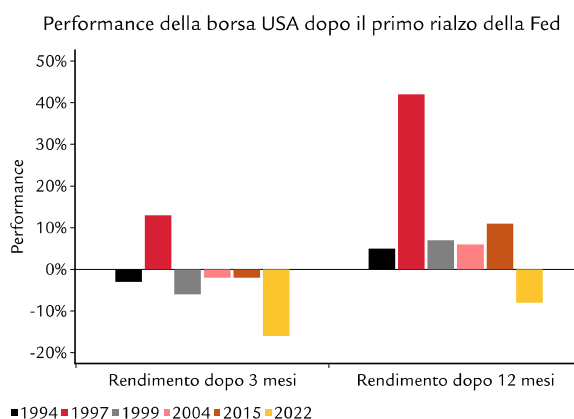
- A settembre il mercato svizzero ha continuato a sottoperformare e ora è il più deludente della nostra classifica.
- La debolezza è stata generalizzata: solo 5 dei 20 titoli dello SMI sono saliti a settembre.

Mercati emergenti

- La ripresa dei mercati emergenti dopo il crollo di luglio è proseguita.
- Positivo il contributo di Taiwan e Corea in Asia, buoni risultati di Brasile e Colombia in America latina. Cina e India sono state ancora una volta i fanalini di coda.
- Le valutazioni dei mercati emergenti rimangono interessanti. Il P/E attuale è 15 e il P/E prospettico è inferiore a 10. Tuttavia, ora l'indice è altamente concentrato in Asia e in alcuni titoli legati all'IA.

I rialzi dei tassi della Fed e il mercato azionario

A settembre, la Fed ha effettuato il primo rialzo dei tassi da luglio 2023. Storicamente, il primo rialzo dei tassi della Fed è stato seguito da tre mesi di performance negativa del mercato azionario, ma dopo 12 mesi la performance media nei cicli di rialzo dei tassi è stata nettamente positiva (cfr. grafico sotto). La performance è stata più deludente quando l'inflazione era molto alta al momento del primo rialzo e migliore quando l'inasprimento è stato graduale. Questo ciclo potrebbe essere diverso e prevediamo un rialzo dei mercati azionari nei prossimi tre mesi.



A nostro avviso, al momento una correzione generalizzata è improbabile per diversi motivi. Innanzitutto, la crescita degli utili è eccezionalmente sostenuta e prevediamo utili ancora elevati nel T3. L'attuale consensus per il mercato USA suggerisce una crescita degli utili annua del 25-30% nel T3 e del 20-25% nel T4. Le stime sugli utili aumentano ancora e il 2026 è uno dei pochi anni in cui sono state riviste al rialzo nel corso dell'anno. Alla luce della crescita sostenuta degli utili, che in gran parte dei casi ha superato la performance delle borse, ora le valutazioni sono più basse rispetto a inizio anno. I timori sul sovrainvestimento nell'IA e sulla sostenibilità dei modelli di business dei laboratori di frontiera sono giustificati, ma non prevediamo una netta flessione nel segmento dell'IA (cfr. edizione speciale di AI Perspectives, in uscita a breve). Inoltre, il T4 è tradizionalmente più vivace e né gli Stati Uniti né l'economia globale mostrano segnali di debolezza. Tuttavia, siamo consapevoli dei rischi: spesso i rialzi della Fed hanno preceduto recessioni e fasi ribassiste, le guerre restano irrisolte e il sentiment nei confronti dei titoli e dei modelli di business dell'IA è troppo ottimistico. I rischi a medio termine restano quindi elevati.

Valute

Verso la fine del deprezzamento del CHF

	Set. 2026*	Year-to-date*	A 1 mese
EUR/USD	-2,0%	-3,1%	↘
EUR/CHF	0,3%	1,2%	↘
GBP/USD	-2,4%	-1,9%	↘
USD/JPY	-0,6%	1,4%	↗

* Variazione al 24 settembre. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Mentre scriviamo, a settembre l'USD si è apprezzato dell'1,3% su base ponderata per l'interscambio, sostenuto dal rialzo dei tassi della Federal Reserve, dai toni restrittivi e dai dati economici sorprendentemente positivi.
- Restiamo ottimisti sull'USD fino a fine anno, grazie ai differenziali di rendimento favorevoli e alla buona tenuta dell'economia USA.

Eurozona

- A settembre l'EUR ha perso circa l'1,0% su base ponderata per l'interscambio. I dati economici solidi e il rialzo dei tassi della BCE a settembre sono stati offuscati da segnali ancora più forti dall'economia USA e dalla Fed, con il conseguente indebolimento di EUR/USD.
- Confermiamo le aspettative negative per EUR/USD fino a fine anno.

Regno Unito

- A settembre il GBP si è deprezzato nei confronti dell'USD ed è rimasto stabile nei confronti dell'EUR, poiché la Bank of England non ha segnalato l'urgenza di inasprire la politica monetaria.
- Ribadiamo le aspettative negative su GBP/USD e neutrali su GBP/EUR.

Svizzera

- Pausa per l'apprezzamento dell'EUR rispetto al CHF a settembre (cfr. testo principale). Come previsto, a settembre la BNS ha lasciato i tassi invariati.
- Aspettative da neutrali a negative per EUR/CHF. Le nostre aspettative su USD/CHF sono neutrali.

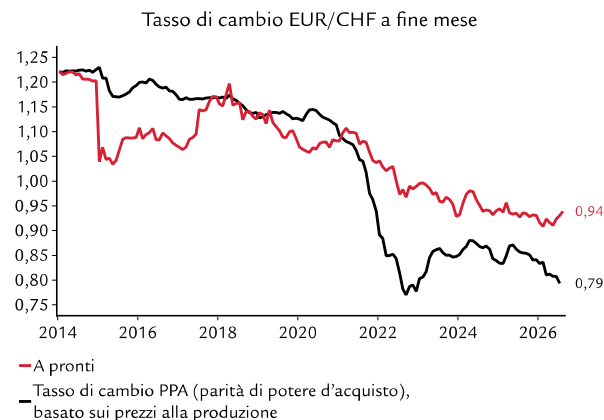
Giappone

- Il JPY si è apprezzato a inizio mese, ma ha ceduto parte dei guadagni poiché i mercati hanno reagito negativamente al rialzo dei tassi e ai toni cauti della Bank of Japan alla riunione di settembre.
- La debolezza del JPY dovrebbe perdurare; la nostra aspettativa passa da neutrale a positiva per USD/JPY.

I segnali rassicuranti della Fed sostengono l'USD

A settembre, il deprezzamento quasi continuo del CHF nei confronti dell'EUR da fine maggio si è arrestato. Tuttavia, in base al modello di parità dei poteri d'acquisto basato sui prezzi alla produzione, il CHF appare ancora sottovalutato rispetto all'EUR (cfr. grafico). Secondo il modello, il CHF è sottovalutato anche rispetto all'USD. Pertanto, il recente andamento dei tassi di cambio e i dati sull'inflazione e sulla crescita del PIL svizzeri oltre le attese potrebbero offrire alla Banca nazionale svizzera l'opportunità di portare il tasso guida oltre lo zero. La nostra previsione di due rialzi dei tassi della BNS nel primo semestre 2027 è molto vicina al consensus dei mercati finanziari. Riteniamo invece ancora eccessive le aspettative dei mercati finanziari quanto ai rialzi dei tassi della BCE. Prevediamo quindi un apprezzamento del CHF nei confronti dell'EUR fino a fine anno. Anche il contesto geopolitico incerto e i crescenti rischi politici in Europa, che hanno già contribuito all'aumento dei rendimenti a lungo termine, soprattutto in Francia, sostengono il CHF. Dal momento che quest'anno il JPY non ha svolto il suo tradizionale ruolo di valuta rifugio, l'importanza del CHF in tal senso è aumentata.

Quanto all'USD, l'intervento sui tassi e i toni della Fed a settembre hanno rassicurato gli investitori sull'indipendenza dell'istituto e sulla sua volontà di affrontare l'inflazione persistentemente alta negli Stati Uniti. Insieme ai dati economici leggermente più solidi negli Stati Uniti e al vantaggio del dollaro USA in termini di tasso d'interesse, riteniamo che il biglietto verde rimarrà sostenuto fino a fine anno.



Fonti: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers. Ultimo data point: 07/2026

Asset allocation

Quando l'approccio attivo è importante

Settembre in rassegna

- Buona tenuta delle azioni globali: gli Stati Uniti e i mercati emergenti hanno continuato a guadagnare terreno malgrado il contesto monetario sempre più difficile. Tuttavia, l'aumento dei tassi e l'escalation delle tensioni in Iran hanno messo sotto pressione altri mercati importanti.
- I rendimenti sovrani hanno continuato a salire nei principali mercati e le banche centrali hanno alzato ancora i tassi.
- Andamento contrastante degli spread a settembre: calo di quelli USA e lieve aumento di quelli europei.
- L'USD si è apprezzato su base ponderata per l'interscambio.

Visione attuale dell'asset allocation

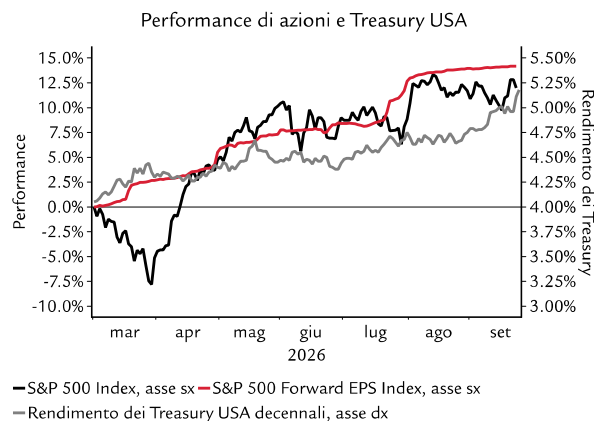
Classe d'investimento	Ponderazione attiva
Titoli di Stato globali	Neutrale
Obbligazioni societarie globali IG*	Sottoponderazione
Azioni globali	Sovraponderazione

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

- Manteniamo il leggero sovrappeso sulle azioni dal mese scorso. Le revisioni positive degli utili e la capacità delle società USA di soddisfare aspettative di utile elevate offrono una protezione dal contesto monetario più difficile e dalla persistente incertezza geopolitica.
- In ambito azionario, continuiamo a sovrappesare gli Stati Uniti e i mercati emergenti per via dei fondamentali solidi. Manteniamo anche il sovrappeso sull'Europa come potenziale beneficiaria della distensione geopolitica con l'Iran e per diversificare rispetto al tema dell'IA.
- Restiamo neutrali sui titoli di Stato, ma con un sottopeso sulla duration. La buona tenuta della crescita e i timori per la sostenibilità fiscale a lungo termine ci inducono a restare cauti sulla duration, malgrado i tassi a lungo termine già ai massimi storici.
- Manteniamo il sottopeso sul credito, in quanto riteniamo che le azioni offrano un profilo di rischio/rendimento più allettante e una maggiore partecipazione al potenziale di rialzo.
- Continuiamo a privilegiare valori reali come l'oro, gli immobili svizzeri basati sul NAV e le infrastrutture.

La crescita sostenuta come arma a doppio taglio

I mercati finanziari sono entrati in un contesto macroeconomico complesso caratterizzato da forti dinamiche contrastanti. Da un lato, gli utili aziendali sono stati eccezionalmente elevati. Le previsioni sull'utile per azione sono state riviste al rialzo nel corso dell'anno, alla luce della buona redditività delle imprese, malgrado tassi più alti e costi energetici elevati. Pertanto, anche le valutazioni azionarie appaiono più ragionevoli rispetto all'inizio dell'anno. Il posizionamento relativamente cauto degli investitori nelle large cap USA indica che c'è ancora margine di afflussi se la fiducia migliora. Ma gli investitori devono affrontare sempre più sfide, soprattutto l'ostinata inflazione di fondo, poiché i massicci investimenti nell'IA continuano a stimolare la domanda di manodopera, energia e infrastrutture. In questo contesto, la forza dell'economia USA sta diventando un'arma a doppio taglio: consente alla Fed di concentrarsi sul contenimento dell'inflazione senza preoccuparsi del mercato del lavoro o dell'attività economica. Le condizioni monetarie potrebbero quindi diventare più restrittive del previsto. Inoltre, storicamente l'inizio di un ciclo di rialzi dei tassi è stato un periodo difficile per gli attivi rischiosi, anche se in generale i mercati hanno assorbito bene i tassi più alti a medio termine. Infine, la geopolitica rimane una delle principali fonti di incertezza.



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Ultimo data point: 23.09.2026

Riteniamo che sia proprio in contesti difficili come questo che un portafoglio multi-asset attivo ben gestito può differenziarsi da un approccio passivo. Grazie all'ampia diversificazione, integrata da strategie alternative e dalla flessibilità nell'adattarsi all'evoluzione del mercato, i nostri portafogli sono ben posizionati per affrontare la volatilità che potrebbe presentarsi.

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.