

Agosto 2026

Tassi d'interesse e obbligazioni

Rialzo dei rendimenti dopo l'escalation in Iran

	Rendimento dei titoli di Stato decennali			Spread dei titoli investment grade		
	Attuale	Lug. 2026*	Year-to-date*	Attuale	Lug. 2026*	Year-to-date*
US	4,7%	23 pb	53 pb	80 pb	6 pb	2 pb
Eurozona	3,2%	32 pb	33 pb	79 pb	-1 pb	1 pb
UK	5,0%	28 pb	56 pb	88 pb	2 pb	5 pb
CH	0,4%	15 pb	15 pb	75 pb	0 pb	-4 pb

Redimento eurozona = Germania, pb = punti base.

* Variazione al 30 luglio. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- L'escalation della guerra in Iran e il prezzo del petrolio volatile hanno spinto al rialzo i rendimenti dei Treasury USA a luglio. Aumento degli spread IG in USD per l'offerta di obbligazioni IA a lungo termine; spread HY in USD poco più ampi.
- La Fed dovrebbe mantenere i tassi invariati quest'anno malgrado l'alta inflazione. I mercati fanno già parte del suo lavoro con i rendimenti più alti, ma i rischi per le nostre previsioni sono i rialzi.

Eurozona

- Rendimenti dei Bund più alti lungo la curva a luglio: aspettative d'inflazione più alte per il rincaro del petrolio. Calo degli spread IG e HY in EUR nel mese.
- La BCE teme l'inflazione, ma una crescita più debole limita la portata dell'inasprimento. Prevediamo un rialzo di 25 pb a settembre.

Regno Unito

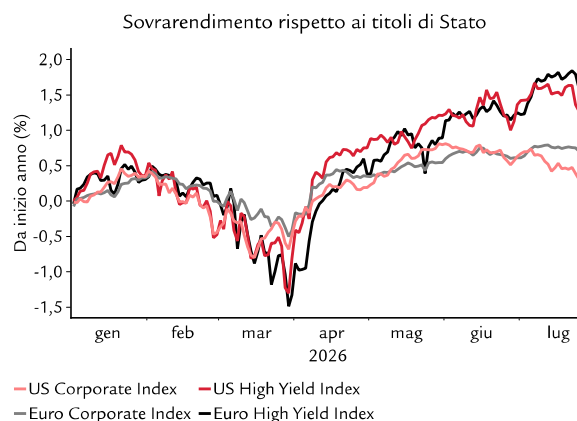
- L'inflazione di fondo è rimasta al 2,6% a giugno, oltre le attese. A luglio i rendimenti dei gilt a 10 anni sono saliti e gli spread IG si sono un po' ampliati.
- Come per la BCE, prevediamo un rialzo dei tassi a settembre per via dell'inflazione sopra l'obiettivo.

Svizzera

- Inflazione di fondo stabile allo 0,3% a giugno, inferiore alle attese. Rendimenti sovrani a 10 anni più alti per le tensioni geopolitiche, come quelli USA, europei e britannici. Lieve calo degli spread IG svizzeri.
- Non ci aspettiamo interventi della BNS nel prossimo futuro, a meno che la BCE non avvii un ciclo di rialzi sostenuto o non lo sconti i mercati.

Sovrarendimenti positivi del credito da inizio 2026

Da inizio anno, il credito in EUR e USD genera sovrarendimenti rispetto ai titoli di Stato dopo il calo degli spread, soprattutto del credito in EUR, grazie alla forte domanda di rendimenti complessivi. I bassi tassi di insolvenza, le buone previsioni di default e le basse probabilità di recessione sostengono il credito. Inoltre, per i mercati il recente rincaro del petrolio non è ancora un evento creditizio ampio, profondo o duraturo, anche se ha fatto aumentare le aspettative d'inflazione e i rendimenti sovrani. Da inizio anno il credito in EUR ha sovraperformato quello in USD. L'IG in USD ha risentito dell'ampia offerta di obbligazioni a lunga scadenza legate all'IA; i timori per le società di software causati dall'IA hanno influito sugli spread HY in USD. Il credito IG e HY ha generato rendimenti totali positivi da inizio anno: l'aumento dei rendimenti è stato più che compensato dal rendimento sulla componente degli spread. Alla luce degli spread ridotti rispetto ai titoli di Stato, il potenziale di ulteriore contrazione appare limitato. Tuttavia, il quadro tecnico e fondamentale resta favorevole, quindi restiamo neutrali sul credito IG e HY in USD. Prevediamo spread HY in EUR più ampi, date le valutazioni più elevate. Quanto ai titoli di Stato, il rally del tratto a breve potrebbe essere più vigoroso in Europa che negli USA: i mercati sembrano sopravvalutare la stretta monetaria della BCE. Per agosto prevediamo un calo dei rendimenti sovrani a 2 e 10 anni USA e dell'eurozona, restiamo neutrali sulla Svizzera.



Fonti: ICE BofA, Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Ultimo data point: 27.07.26

Azioni

Inversione a luglio, atteggiamento difensivo

Mercati azionari regionali	Lug. 2026*	Year-to-date*
Stati Uniti	-2,3%	7,3%
Eurozona	-2,0%	10,3%
Regno Unito	4,3%	12,2%
Svizzera	1,5%	11,0%
Mercati emergenti	-9,3%	12,4%

Indici MSCI Net Total Return in valuta locale.
* Variazione al 30 luglio. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Il rally dei titoli dell'IA si è arrestato a luglio e il mercato USA ha perso più del 2%. Il Philadelphia Semiconductor Index (SOX) è sceso del 27%.
- Due fattori spiegano le perdite dell'IA: 1) i modelli cinesi più economici e trasparenti conquistano quote di mercato; 2) le enormi spese in conto capitale e la loro monetizzazione sono messe in dubbio.
- Ampio divario tra il P/E attuale, pari a circa 25, e il P/E prospettico, pari a circa 18.

Eurozona

- Il mercato dell'eurozona ha di nuovo battuto quello USA e da inizio anno ha guadagnato il 3%. Un risultato degno di nota, vista l'esposizione diretta all'IA quasi nulla del mercato europeo, a parte ASML.
- Va notato anche che negli ultimi cinque anni i titoli delle banche europee hanno nettamente sovraperformato i titoli Mag 7 e i semiconduttori.

Regno Unito

- A luglio, il mercato britannico ha dimostrato nuovamente le sue qualità difensive, sovraperformando nettamente gli altri.

Svizzera

- Performance relativamente buona anche per il mercato svizzero, luglio è stato un ottimo mese per i titoli farmaceutici e finanziari.

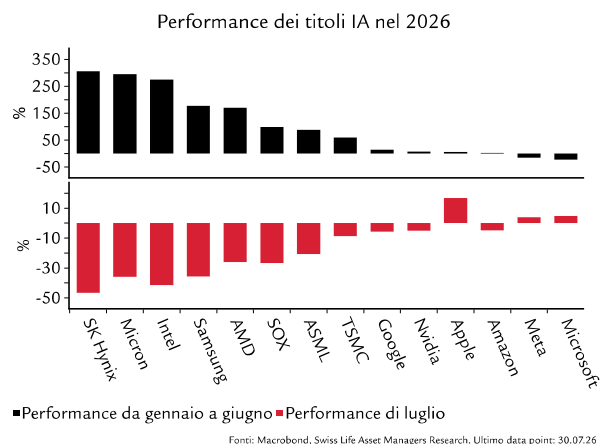
Mercati emergenti

- Dopo il forte rally dei titoli asiatici dei semiconduttori, brusca correzione delle azioni dei mercati emergenti a luglio.
- Perdite tra il 9% e il 47% per i titoli chiave dell'IA, con SK Hynix in coda. In calo diversi titoli cinesi dell'IA.
- A nostro avviso, i motivi della correzione sono tre: 1) gli investitori retail con leva sono stati costretti a vendere; 2) anche SK Hynix e Samsung hanno annunciato piani d'investimento da centinaia di miliardi di USD; 3) gli investitori rivalutano gli investimenti delle principali società USA di IA.

Aggiornamento sui mercati: utili societari, IA e Fed

La stagione degli utili è iniziata a metà luglio con risultati nel complesso eccellenti e oltre le aspettative. Finora la crescita degli utili è del 22% rispetto all'anno precedente negli USA, del 12% in Europa e del 69% nei mercati emergenti. Questa crescita sostenuta, insieme alle revisioni positive, è un importante sostegno per il mercato e probabilmente spiega perché le perdite di luglio sono state relativamente modeste.

Come menzionato, diversi titoli dell'IA hanno subito una flessione a luglio, ma le perdite vanno viste nel contesto dei guadagni precedenti (cfr. grafico). Le emissioni di azioni e di debito degli hyperscaler USA si impennano perché i free cash flow non bastano più per finanziare gli enormi investimenti. Anche il finanziamento circolare tra le imprese è in rapido aumento. Infine, i modelli cinesi open-weight e open-source più economici conquistano quote di mercato. Di conseguenza, ora i business model dei principali attori USA, i cui modelli sono meno trasparenti e più costosi, sono più a rischio.



Infine, un'osservazione interessante: in passato, nei tre mesi successivi alla nomina di un nuovo presidente della Fed il mercato USA è sempre sceso, in media del 12%. Dal 22 maggio, data della nomina di Kevin Warsh, la performance si è attestata intorno al -2%. A giugno abbiamo rivisto la nostra strategia azionaria, raccomandando cautela. Confermiamo questa previsione per il mese prossimo, malgrado la netta correzione dei titoli dell'IA. Oltre ai rischi legati all'IA, i prezzi del petrolio sono saliti molto. Ciò ha fatto aumentare i tassi e il rendimento dei Treasury USA a 30 anni è ai massimi dal 2007, il che contribuisce a penalizzare le azioni. Continuiamo a privilegiare stili azionari più difensivi, come le strategie high-dividend.

Valute

Deprezzamento dell'USD

	Lug. 2026*	Year-to-date*	A 1 mese
EUR/USD	0,3%	-2,5%	↘
EUR/CHF	1,2%	0,4%	→
GBP/USD	0,8%	-0,8%	↘
USD/JPY	0,6%	4,4%	→

* Variazione al 30 luglio. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Mentre scriviamo, a luglio l'USD si è deprezzato dello 0,3% su base ponderata per l'interscambio. La guerra USA-Iran ha continuato a influire sul mercato nel mese. Le nuove tensioni hanno riportato il greggio Brent oltre i 90 USD al barile, sostenendo le valute legate alle materie prime come NZD e NOK e alimentando i timori d'inflazione.
- Restiamo ottimisti sull'USD grazie ai differenziali di rendimento reali favorevoli e alla buona tenuta dell'economia USA.

Eurozona

- A luglio l'EUR si è rafforzato rispetto al CHF e all'USD. Il rincaro dell'energia ha indotto i mercati a scontare una maggiore probabilità di rialzi dei tassi della BCE, sostenendo l'EUR malgrado l'assenza di interventi della BCE alla riunione di luglio.
- Confermiamo le aspettative negative su EUR/USD, basate perlopiù sulla previsione di un vigore generale dell'USD.

Regno Unito

- A luglio il GBP si è apprezzato rispetto all'USD e all'EUR. Come nell'eurozona, dopo il rincaro dell'energia le aspettative di rialzo dei tassi della Bank of England sono aumentate.
- Ribadiamo le aspettative negative su GBP/USD e neutrali su GBP/EUR.

Svizzera

- A luglio il CHF si è indebolito nei confronti dell'EUR, scendendo sotto quota 0,93.
- Dopo la netta oscillazione di luglio, per agosto abbiamo aspettative negative su EUR/CHF e neutrali su USD/CHF.

Giappone

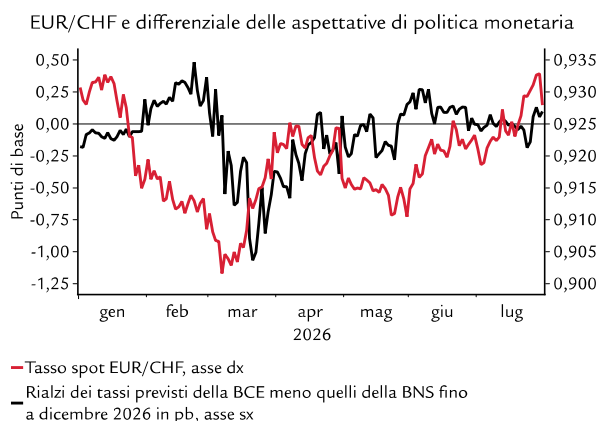
- Il rialzo di USD/JPY è proseguito a luglio.
- Abbiamo aspettative neutrali su USD/JPY: il rischio di interventi valutari dovrebbe limitare ulteriori rialzi.

Timori geopolitici e inflazionistici in primo piano

Luglio è stato dominato dalla nuova escalation in Medio Oriente, che ha influito notevolmente sui mercati valutari. Il rincaro dell'energia ha dato slancio alle valute legate alle materie prime come NOK e NZD, mentre i nuovi timori d'inflazione hanno indotto gli investitori a scontare ulteriori rialzi dei tassi da parte delle principali banche centrali.

Dalla riunione di luglio della Fed è emerso un crescente dissenso in seno al Federal Open Market Committee: tre membri hanno votato a favore di un rialzo. Tuttavia, i mercati hanno interpretato i commenti del presidente della Fed dopo la riunione come relativamente accomodanti e l'USD si è indebolito. Riteniamo che i mercati torneranno a scontare altri rialzi della Fed, visto che l'inflazione rimane sopra l'obiettivo e la crescita USA è solida. Manteniamo quindi aspettative positive sull'USD. Oltre al differenziale di rendimento reale favorevole, la domanda di beni rifugio e i rischi geopolitici elevati dovrebbero continuare a sostenere l'USD.

La riunione di luglio della BCE ha invece avuto uno scarso impatto sui mercati valutari, in quanto gli investitori scontavano già un rialzo dei tassi di 25 pb per settembre. Di conseguenza, l'EUR non si è mosso molto in seguito alla riunione, malgrado i toni restrittivi della BCE. Le oscillazioni del mercato dell'energia hanno influenzato le previsioni sulla futura politica monetaria della BNS, ma meno che nell'eurozona. EUR/CHF dovrebbe superare quota 0,93. La recente oscillazione ci sembra eccessiva: i differenziali d'inflazione restano favorevoli al CHF. Inoltre, il numero di rialzi dei tassi della BCE attualmente scontato ci sembra eccessivo ed espone l'EUR a un'inversione di tendenza, soprattutto se l'inflazione dell'eurozona continuerà a sorprendere al ribasso. Per questo motivo, prevediamo un'inversione di EUR/CHF ad agosto.



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo data point: 30/07/2026

Asset allocation

Opportunità oltre l'IA

Luglio in rassegna

- Andamento contrastante delle azioni globali nel contesto dell'incertezza geopolitica e della maggiore volatilità dei titoli tecnologici. Mercati emergenti e Nikkei in difficoltà, sovraperformance di Asia-Pacifico (Giappone escluso), Canada e Regno Unito.
- Aumento generalizzato dei rendimenti sovrani con la nuova escalation delle tensioni in Medio Oriente.
- Gli spread IG USA si sono ampliati, quelli europei sono rimasti perlopiù stabili.
- L'USD si è leggermente 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	Neutrale

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

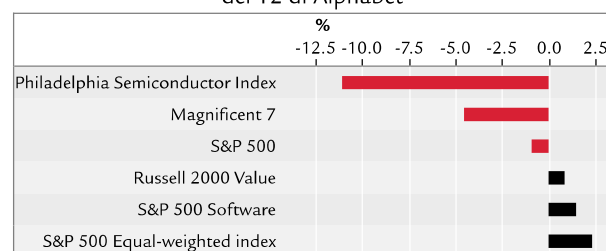
- Nell'ultimo mese il nostro atteggiamento cauto sulle azioni globali ha dato i suoi frutti: le azioni USA erano sotto pressione e quelle dei mercati emergenti, molto esposte ai semiconduttori, hanno subito una correzione.
- Restiamo neutrali sulle azioni a causa della volatilità elevata nella stagione dei risultati e dei timori relativi alle spese per investimenti nell'IA potenzialmente eccessive.
- In ambito azionario, manteniamo un lieve sovrappeso sugli Stati Uniti, alla luce della crescita resiliente degli utili, e sui mercati emergenti, le cui valutazioni sono più interessanti dopo la correzione.
- Restiamo neutrali sui titoli di Stato data l'incertezza sulle prospettive d'inflazione, malgrado il nuovo netto aumento dei rendimenti.
- Al momento sottopesiamo il credito, ma meno di prima. Il profilo di rischio/rendimento dei valori reali ci sembra migliore. Per quanto riguarda gli investitori svizzeri, continuiamo a prediligere le infrastrutture e gli immobili svizzeri basati sul NAV.

IA tra ottimismo e realtà: la diversificazione conta

I risultati del secondo trimestre di Alphabet hanno fatto cambiare il sentiment verso l'IA. L'azienda ha registrato una crescita sostenuta e ha evidenziato una crescente domanda di servizi di IA e cloud, ma l'aumento degli investimenti e il calo del free cash flow hanno spaventato gli investitori. Ciò ha innescato un più ampio ritracciamento tra hyperscaler e aziende di semiconduttori.

Continuiamo a credere che l'IA sarà una forza dirompente in tutti i settori e un driver di crescita economica a lungo termine, ma anche i temi d'investimento forti possono incontrare periodi di correzione quando si scontrano con un muro di preoccupazione. Tuttavia, spesso questi ribassi creano opportunità per gli investitori disciplinati, diversificati e già posizionati per una rotazione nella leadership di mercato.

Rendimento dalla pubblicazione degli utili del T2 di Alphabet



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research.
Intervallo dei dati: 22/06/25 - 30/07/26

In questo contesto, continuiamo a concentrarci sulla qualità e cerchiamo valore in aree trascurate o sfavorite. Le azioni svizzere offrono esposizione a imprese di alta qualità con flussi di cassa resilienti. Le azioni USA, escluse le Magnifiche 7, accelerano grazie alla forte crescita degli utili, mentre le società di software offrono una protezione interessante contro le correzioni legate all'IA.

In sintesi, l'IA continuerà a essere una fonte di volatilità a breve termine, ma prima della prossima fase del rally delle azioni è necessaria una partecipazione più ampia di altri settori e stili.

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