

Settembre 2026

Tassi d'interesse e obbligazioni

Divergenza di rendimento obbligazionario

	Rendimento dei titoli di Stato decennali			Spread dei titoli investment grade		
	Attuale	Ago. 2026*	Year-to-date*	Attuale	Ago. 2026*	Year-to-date*
US	4,7%	-6 pb	51 pb	78 pb	0 pb	0 pb
Eurozona	3,3%	5 pb	40 pb	78 pb	-1 pb	0 pb
UK	5,0%	-2 pb	55 pb	86 pb	-3 pb	3 pb
CH	0,4%	-5 pb	9 pb	77 pb	1 pb	-2 pb

Redimento eurozona = Germania, pb = punti base.

* Variazione al 27 agosto. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Ad agosto i rendimenti dei Treasury USA sono scesi dopo il calo dell'inflazione di luglio rispetto a giugno e le vendite al dettaglio deludenti. Spread IG in USD stabili, ma calo degli spread HY in USD.
- I rischi energetici legati al Medio Oriente preoccupano per l'inflazione, ma gli effetti di secondo impatto non rientrano nel nostro scenario di riferimento. La Fed dovrebbe mantenere i tassi invariati quest'anno malgrado l'alta inflazione primaria.

Eurozona

- Anche ad agosto i rendimenti dei titoli di Stato tedeschi sono saliti lungo l'intera curva: il rincaro di petrolio e gas ha aumentato le aspettative d'inflazione. Nuovo calo degli spread IG e HY in EUR.
- L'inflazione resta oltre l'obiettivo, ma crescita debole e momentum moderato dovrebbero limitare l'inasprimento oltre l'annunciato rialzo di settembre.

Regno Unito

- L'inflazione di fondo è rimasta al 2,6% a luglio, ma ha nuovamente superato le aspettative. Ad agosto i rendimenti dei gilt a 10 anni sono saliti e gli spread IG si sono un po' ridotti.
- Visti i dati contrastanti, ci aspettiamo un rialzo dei tassi a novembre, anziché a settembre.

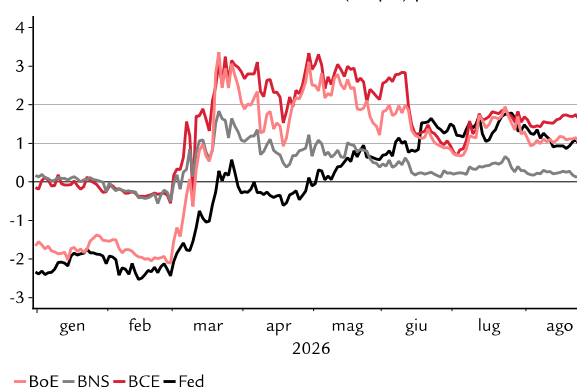
Svizzera

- Inflazione di fondo stabile allo 0,3% a luglio, come previsto. Calo dei rendimenti dei titoli di Stato svizzeri a 10 anni e aumento degli spread IG svizzeri.
- L'inflazione interna è contenuta e la BNS dovrebbe restare in attesa, a meno che la BCE non avvii o i mercati non scontino un ciclo di rialzi duraturo.

I rendimenti dei titoli di Stato sono saliti nel 2026

Da inizio anno, i rendimenti dei titoli di Stato decennali USA e dell'eurozona sono saliti di 40-50 pb. Negli Stati Uniti sono stati decisivi tre fattori: 1. deficit fiscali crescenti, maggiore offerta di Treasury USA e il cambio di toni con il nuovo presidente della Fed hanno fatto salire i tassi a lungo termine; 2. dopo l'inizio della guerra in Iran a fine febbraio, il mercato è più convinto che la Fed manterrà i tassi elevati più a lungo; 3. la crescita rapida ha ridotto i timori di recessione e la domanda di Treasury USA come beni rifugio. Nell'eurozona hanno inciso tre fattori simili: 1. l'espansione fiscale e le maggiori emissioni sovrane hanno spinto i premi a termine: gli investitori si sono concentrati sul fabbisogno di finanziamenti per difesa e infrastrutture; 2. i rincari energetici legati alla guerra in Iran hanno aumentato le aspettative d'inflazione a breve termine, alimentando timori di inflazione ostinata; 3. la BCE è più restrittiva: ha alzato il tasso sui depositi di 25 pb a giugno 2026 e tende a inasprire. Gli spread ridotti lasciano poco margine di sovrarendimento sui titoli di Stato e implicano rischi di correzione. Le maggiori emissioni e operazioni più ampie potrebbero erodere le condizioni di mercato, specie in Europa, dato che il mercato USA appare saturo. Restiamo neutrali sugli spread IG in USD e prevediamo spread più ampi per IG in EUR e HY. Per i titoli di Stato USA e dell'eurozona a 2 e 10 anni, ad agosto prevediamo rendimenti in calo. Restiamo neutrali sulla Svizzera.

Numero stimato di interventi sui tassi (25 pb) previsto entro fine 26



Fonti: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Ultimo data point: 26.08.2026

Azioni

L'ottima stagione degli utili risollewa i mercati

Mercati azionari regionali	Ago. 2026*	Year-to-date*
Stati Uniti	3,4%	13,5%
Eurozona	1,1%	13,1%
Regno Unito	-0,3%	11,5%
Svizzera	0,4%	10,6%
Mercati emergenti	3,6%	24,3%

Indici MSCI Net Total Return in valuta locale.
* Variazione al 27 agosto. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Gli ottimi utili, soprattutto dei titoli legati all'IA, hanno favorito la ripresa del mercato USA ad agosto.
- La stagione degli utili è stata la migliore dal 2021 e il 2026 è uno dei pochi anni in cui le stime sugli utili sono state riviste al rialzo durante l'anno (cfr. articolo a destra).
- Ampio divario tra il P/E attuale, pari a circa 26, e il P/E prospettico, pari a circa 20.

Eurozona

- Ad agosto i titoli dell'eurozona hanno sottoperformato il mercato USA, ma solo in valuta locale.
- Come gli Stati Uniti, l'eurozona ha registrato una delle migliori stagioni degli utili degli ultimi anni. Tuttavia, a differenza degli USA, ciò non è avvenuto grazie ai titoli legati all'IA.

Regno Unito

- Il mercato britannico ha mostrato le sue caratteristiche difensive, sottoperformando ad agosto.

Svizzera

- Come il Regno Unito, ad agosto il mercato svizzero ha sottoperformato soprattutto a causa della performance deludente di Nestlé e dei titoli assicurativi.

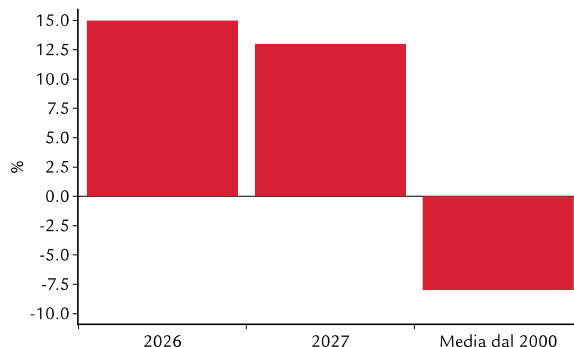
Mercati emergenti

- Come negli Stati Uniti, ad agosto i titoli legati all'IA si sono ripresi (in termini di USD), aiutando il mercato nel suo complesso a guadagnare il 3,6%.
- Nonostante gli ottimi utili, le valutazioni restano basse: il P/E attuale è di circa 15,0, mentre il P/E prospettico è solo di 9,2.
- È degno di nota quanto rimangano basse le valutazioni di società chiave come SK Hynix, Samsung e Taiwan Semiconductor. SK Hynix scambia a un rapporto P/E attuale/prospettico di 7,4/3,6, Samsung a 11,3/4,0 e Taiwan Semiconductor a 28,0/18,5. Queste valutazioni suggeriscono che gli investitori nutrano notevoli dubbi sulla sostenibilità dei margini e degli utili dei titoli coreani legati all'IA.

Stagione degli utili e prospettive di mercato

La stagione degli utili del T2 è stata eccezionale. Negli Stati Uniti gli utili sono saliti di quasi il 50% e quasi il 90% delle aziende ha superato le attese. Anche escludendo le plusvalenze (non realizzate) sulle partecipazioni in società private di IA, la crescita degli utili è rimasta ben oltre il 20% e la crescita mediana ha superato il 10%. Si stima che nel T2 le aziende legate all'IA abbiano contribuito agli utili USA totali per il 30-50%. Anche gli utili europei sono stati molto solidi. La quota di aziende di IA è esigua, ma gli utili sono cresciuti di oltre il 20%. Nei mercati emergenti sono saliti di oltre l'80% e hanno superato le attese del 30%. Questa straordinaria performance deriva perlopiù dai titoli asiatici legati all'IA e dal mercato sudcoreano. Al contempo, le previsioni sugli utili per l'intero mercato USA per il 2026 e il 2027 sono state riviste al rialzo da inizio anno, il che accade di rado (cfr. grafico sotto). Gran parte di questo miglioramento riflette aspettative sempre più ottimistiche per le aziende legate all'IA.

S&P 500: revisioni degli utili 2026-2027 rispetto alla media storica



■ S&P 500 earnings revision for calendar year from start of prior year

Fonti: Ruist, Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Ultimo data point: 04.08.2026

Gli utili solidi e le aspettative di utile ottimistiche per i prossimi uno o due anni riflettono perlopiù le aspettative di mercato e, salvo ulteriori sorprese positive, difficilmente spingeranno i mercati molto al rialzo. Diversi fattori potrebbero influire sui mercati quest'autunno: 1. la guerra in Iran rimane irrisolta; 2. i mercati sono scettici riguardo ad alcune proiezioni di utile, alla luce dei bassi P/E di diversi titoli di chip di memoria, inferiori a 10; 3. l'aumento delle emissioni obbligatorie e azionarie e i minori riacquisti di azioni stanno cambiando le dinamiche di domanda e offerta degli ultimi 15 anni; 4. tipicamente settembre e ottobre sono mesi deboli. Nel complesso, restiamo piuttosto cauti per settembre.

Valute

L'attenzione torna sui differenziali d'interesse

	Ago. 2026*	Year-to-date*	A 1 mese
EUR/USD	1,1%	-0,8%	↘
EUR/CHF	0,7%	0,7%	→
GBP/USD	0,8%	0,9%	↘
USD/JPY	1,3%	1,7%	→

* Variazione al 27 agosto. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Mentre scriviamo, ad agosto l'USD si è deprezzato dell'1,2% su base ponderata per l'interscambio. La debolezza è ascrivibile perlopiù alla decisione del Tesoro di incrementare gli acquisti di obbligazioni a lungo termine (cfr. testo principale).
- Restiamo ottimisti sull'USD grazie ai differenziali di rendimento favorevoli e alla buona tenuta dell'economia USA.

Eurozona

- Ad agosto l'EUR si è di nuovo rafforzato rispetto a CHF e USD. Dati economici e di sondaggi migliori del previsto hanno contribuito alla performance positiva.
- Tuttavia, i differenziali di rendimento suggeriscono che EUR/USD superi il fair value di circa 1,10, quindi continuiamo a prevedere un calo di EUR/USD il mese prossimo.

Regno Unito

- Ad agosto il GBP si è apprezzato nei confronti dell'USD ed è rimasto pressoché stabile nei confronti dell'EUR.
- Ribadiamo le aspettative negative su GBP/USD e neutrali su GBP/EUR.

Svizzera

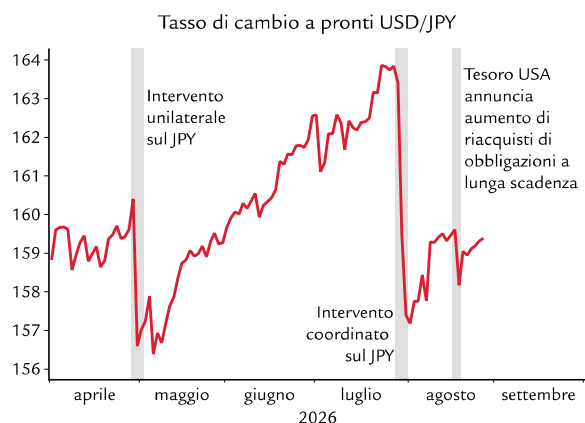
- Altro mese deludente per il CHF rispetto all'EUR: ad agosto EUR/CHF ha toccato brevemente quota 0,94. Il fatto che gli investitori preferiscano il CHF al JPY come valuta di finanziamento potrebbe aver influito (cfr. testo principale).
- Dopo tre mesi di apprezzamento, prevediamo una battuta d'arresto per EUR/CHF a settembre. Abbiamo aspettative neutrali su EUR/CHF e positive su USD/CHF.

Giappone

- Il rialzo di USD/JPY è ripreso ad agosto dopo il netto calo dovuto all'intervento valutario coordinato a fine luglio (cfr. grafico).
- Abbiamo aspettative neutrali su USD/JPY: il rischio di interventi valutari dovrebbe limitare il rialzo.

Gli interventi USA e giapponesi trainano i mercati

In circostanze normali, riteniamo che i differenziali di rendimento siano uno dei principali driver dei mercati valutari. È stato senz'altro così per il CHF ad agosto, perché EUR/CHF ha probabilmente beneficiato del carry trade, ossia dei finanziamenti a basso costo in CHF per investire in EUR a più alto rendimento. Forse ad agosto le proprietà di bene rifugio del CHF non erano richieste, malgrado le persistenti incertezze geopolitiche. Anche il differenziale di rendimento e il relativo carry trade hanno indebolito il JPY a livello strutturale, ma gli interventi valutari hanno annullato (temporaneamente) il deprezzamento: l'ultimo è stato il primo intervento coordinato tra USA e Giappone dal 1998 a fine luglio. Ad agosto il rischio di interventi valutari potrebbe aver indotto gli investitori speculativi a preferire il CHF al JPY come valuta di finanziamento. Malgrado le aspettative di ulteriori rialzi dei tassi da parte della Bank of Japan, il ritmo sembra troppo lento per eliminare la pressione al ribasso sullo yen. Dopo il netto apprezzamento dovuto all'intervento valutario, USD/JPY è tornato a salire ad agosto. Intanto, un altro intervento ha scosso i mercati valutari nel mese, ossia la decisione del Tesoro USA di incrementare gli acquisti di obbligazioni a lungo termine per interrompere l'inarrestabile rialzo dei rendimenti, soprattutto nel segmento a 30 anni. Questa misura, che non contribuisce a correggere la causa alla base dell'aumento dei rendimenti reali, ossia i deficit di bilancio strutturali, potrebbe aver intaccato nuovamente la fiducia di alcuni investitori nelle istituzioni USA e indebolito l'USD ad agosto. Tuttavia, i differenziali di rendimento nel segmento più breve della curva, soprattutto a due anni, restano elevati rispetto a gran parte delle principali valute dei mercati sviluppati, motivo per cui restiamo ottimisti sull'USD.



Fonte: Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Ultimo data point: 27.08.2026

Asset allocation

L'unica costante è il cambiamento

Agosto in rassegna

- Dopo un luglio difficile, ad agosto le azioni globali hanno guadagnato terreno, sostenute dalla tenuta dei dati economici e dagli ottimi utili del T2. Il rally generalizzato è stato trainato dal Nasdaq, legato all'IA, e dai mercati emergenti, mentre Canada e Asia-Pacifico (Giappone escluso) hanno continuato a registrare ottime performance.
- Nuovo aumento dei rendimenti sovrani nei principali mercati per via dei persistenti deficit fiscali, dell'elevato indebitamento societario e della crescita sostenuta.
- Spread del credito investment grade nel complesso stabili: le emissioni societarie sono state ben assorbite dalla domanda sostenuta.
- 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	Sovraponderazione

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

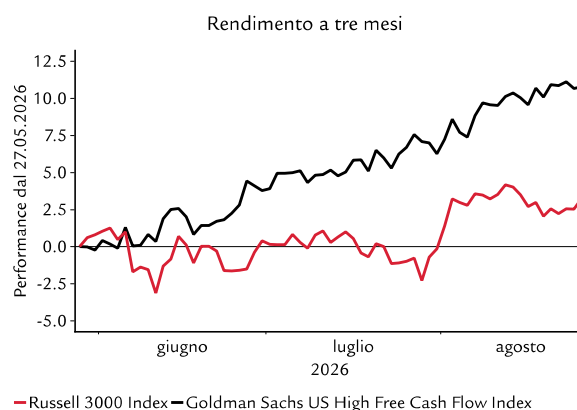
- Quanto agli asset rischiosi, preferiamo ancora le azioni e i valori reali rispetto al credito, dato il profilo di rischio/rendimento più allettante. A settembre sovrappeseremo leggermente le azioni e sottoponderemo il credito.
- Riteniamo che le condizioni monetarie possano diventare meno restrittive del previsto. I rialzi dei tassi sono ampiamente già scontati e i recenti dati economici segnalano un contesto macro più debole, il che potrebbe persino consentire alla Fed di non intervenire. Inoltre, sebbene storicamente gli alti tassi a lungo termine siano un ostacolo per le azioni, a differenza del 2022 il recente rialzo è stato graduale più che dirompente.
- In ambito azionario, continuiamo a sovrappesare gli Stati Uniti e i mercati emergenti per via dei fondamentali solidi. Abbiamo iniziato a sovrappesare l'Europa alla luce del miglioramento del contesto economico.
- Restiamo nel complesso neutrali sui titoli di Stato, ma preferiamo decisamente i tassi a breve rispetto a quelli a lungo termine.
- Continuiamo a privilegiare l'oro, gli immobili svizzeri basati sul NAV e le infrastrutture.

Investire attraverso i cambi di prospettiva

L'economia USA continua a mostrare molte caratteristiche tipicamente associate a un contesto di metà ciclo. La crescita resta resiliente, sostenuta dal mercato del lavoro solido e dalla situazione finanziaria relativamente buona dei consumatori, anche se emergono segnali di debolezza. Intanto, l'inflazione è elevata e l'incertezza sul percorso futuro alimenta ancora il dibattito sulle prospettive della politica monetaria.

In questo contesto, i mercati rivalutano costantemente l'equilibrio tra i rischi di crescita e d'inflazione. I nuovi dati economici, aziendali e sui consumi tendono a provocare bruschi sbalzi del sentiment, contribuendo a un'elevata volatilità tra le classi d'investimento. In alcuni mesi, l'economia sembra raggiungere uno scenario quasi ideale, caratterizzato da una crescita solida e da un calo dell'inflazione. In altri, si teme una transizione verso una fase più difficile del ciclo.

Crediamo che il contesto d'investimento stia diventando sempre più selettivo, come nel 2021. Gli investitori attribuiscono un premio crescente alle società con bilanci solidi, una crescita duratura degli utili e una solida generazione di free cash flow. In un contesto in cui il costo del capitale resta elevato e la visibilità economica è limitata, la qualità rimane un fattore di differenziazione fondamentale.



Fonte: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Ultimo data point: 27.08.2026
Il GS US High Free Cash Flow Index punta su società del Russell 3000 con un elevato free cash flow rispetto al valore d'impresa.

Preferiamo quindi mercati azionari di alta qualità e segmenti ben posizionati per resistere ai frequenti cambi di prospettiva del mercato. Al contempo, vediamo un potenziale di ripresa in regioni e settori ciclici che sono rimasti indietro rispetto al mercato e che potrebbero beneficiare di fondamentali migliori e valutazioni interessanti. Nel reddito fisso, continuiamo a favorire l'esposizione alle obbligazioni a duration breve: la volatilità dei tassi dovrebbe restare elevata.

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, 122 Rue La Boétie, F-75008 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.