ANALISI CONGIUNTURALE

NOVEMBRE 2026

ASSET MANAGEMENT SERVICES



15, Rue de la Fontaine – 1204 GINEVRA

Sito web: www.asset-ms.ch

Tel: + 41 22 73 13 263

LA SITUAZIONE MACROECONOMICA

STATI UNITI
DATI DELLE INDAGINI SULL'ATTIVITÀ

Negli Stati Uniti, le indagini sull'attività economica sono buone, come indicato dai risultati degli indici PMI (tabella sottostante):

USA	Agosto	Settembre	Ottobre
Manufatto	53,9	55,9	56,0
Servizi	56,5	58,8	57,9
Composizione	56,0	58,4	57,6

Gli indici sono sopra 50 (il livello sopra cui l'attività si mantiene o si espande) con un leggero miglioramento nel settore manifatturiero.

L'AREA EURO
DATI DELLE INDAGINI SULL'ATTIVITÀ

Le conclusioni delle indagini sull'attività economica nell'area euro sono significativamente meno favorevoli rispetto agli Stati Uniti. Le pressioni sui costi energetici stanno pesando sull'economia.

Zone Eur	Agosto	Settembre	Ottobre
Manufatto	52,7	52,7	52,4
Servizi	51,6	53,0	51,7
Composizione	52,0	53,1	51,9

I TASSI REALI SONO DIVENTATI POSITIVI

Negli ultimi anni, aziende, famiglie e investitori hanno vissuto in un ambiente di tassi d'interesse quasi nulli, cioè in un ambiente in cui il capitale non costa nulla. Da diversi mesi la situazione è cambiata radicalmente: negli Stati Uniti, i tassi decennali hanno raggiunto **il 5,08%,** in Francia **il 5,06%,** nel Regno Unito **il 5,44%,** in Spagna **il 4,01%** e in Germania, il miglior valore simbolo dell'eurozona, i tassi decennali sono al **3,34%.**

Per circa dieci anni, i risparmi sono stati abbondanti e la domanda di investimenti più debole; i tassi reali erano vicini a zero o addirittura negativi; oggi, **gli enormi investimenti fatti nell'IA** – la creazione di data center, la domanda energetica di IA – si riflettono nelle richieste ai mercati obbligazionari e stanno facendo salire i tassi d'interesse. **La spesa nel settore della** difesa – il piano tedesco – e **il trasferimento delle industrie** nei paesi occidentali stanno accelerando questo movimento. Infine**, i deficit degli stati occidentali** li stanno costringendo a emettere debito.

Il **rendimento reale** negli Stati Uniti – cioè il rendimento di un investimento tenendo conto dell'inflazione – che era ancora negativo nel 2021 è ora **del 2,7%.**

Non è solo il rimbalzo dell'inflazione a essere all'origine dell'aumento dei tassi a lungo termine, ma anche **una rivalutazione del prezzo del denaro legata alle esigenze di indebitamento.** .

LE CONSEGUENZE DI QUESTI TASSI REALI POSITIVI

Questo aumento dei rendimenti reali sta portando gli investitori a porsi una domanda chiave: gli investimenti effettuati – in particolare nell'IA – saranno sufficientemente redditizi in termini di costo del capitale?

Per alcuni investitori, l'**IA accelererà rapidamente la produttività delle aziende** , portando a una crescita più forte e a una migliore redditività delle aziende; gli investimenti saranno quindi giustificati, anche con tassi reali positivi.

Per i pessimisti, l'IA accelererà certamente la produttività delle aziende, ma **il distacco temporale tra** gli investimenti effettuati oggi e un miglioramento della produttività che si estenderà per diversi anni causerà necessariamente un rallentamento di questi investimenti.

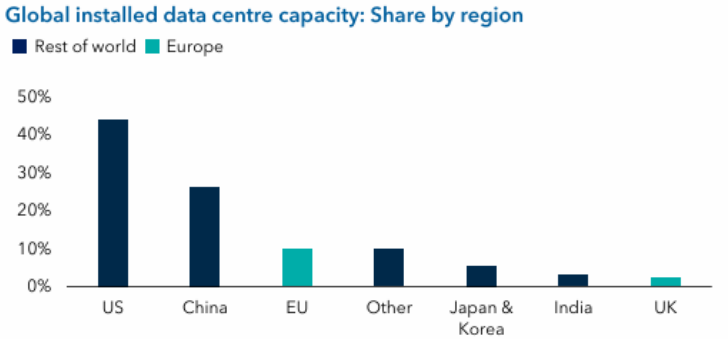
* * *

Le obbligazioni stanno tornando a diventare una parte centrale dei portafogli dei nostri clienti e un'opportunità di investimento; per le azioni, i calcoli di valutazione non sono identici a quelli dei tassi a lungo termine dell'1% o del 5,5%. Soprattutto, una garanzia di ricevere un rendimento annuo del 5,5% su buoni investimenti (investment grade) dovrebbe essere considerata un'alternativa interessante.

L'EUROPA DOVREBBE ANCHE BENEFICIARE DEI GUADAGNI DI PRODUTTIVITÀ LEGATI ALL'IA

L'Europa è ovviamente molto indietro rispetto a Stati Uniti e Cina in termini di investimenti, ma dovrebbe comunque beneficiare del ciclo degli investimenti legati all'IA e dei conseguenti guadagni di produttività. Molte aziende europee sono presenti nella catena del valore legata alla spesa in conto capitale per l'IA (**ASML** – **SCHNEIDER** ELECTRIC – **SIEMENS ENERGY** – **ASM INTERNATIONAL** – **BE SEMICONDUCTOR INDUSTRIES** – **INFINEON** – **SAP** – per esempio). Inoltre, lo sviluppo dell'IA nelle aziende potrebbe aiutare a risolvere una delle principali sfide dell'economia europea: la bassa produttività.

Di seguito è riportato il confronto dei data center installati per regione:



ANTHROPIC RIPORTA RISULTATI SOLIDI IN VISTA DELL'IPO

L'IPO potrebbe avvenire presto.

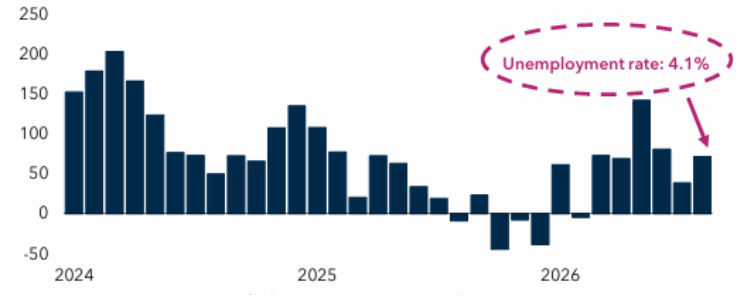
L'azienda ha pubblicato i risultati finanziari per la prima metà del 2026. I ricavi ammontano a 16,3 miliardi di USD nella prima metà del 2026 rispetto a 1,2 miliardi di USD per la prima metà del 2025. I ricavi basati sul consumo di token AI rappresentano l'80% e gli abbonamenti al 20%.

L'azienda vuole realizzare un'integrazione verticale aumentando i propri investimenti nella potenza di calcolo, un elemento essenziale della sua crescita. Il gruppo acquisterà chip e potenza di calcolo dai suoi fornitori, BROADCOM, SPACE X, GOOGLE e AMAZON.

NEGLI STATI UNITI, IL CONSUMO STA REGGENDO LA DISOCCUPAZIONE RIMANE STABILE A UN LIVELLO BASSO

La resilienza dell'economia statunitense è notevole, nonostante tassi di interesse più alti e incertezza geopolitica. Il tasso di crescita rimane superiore a quello della maggior parte dei paesi sviluppati. (**3,4%** nel terzo trimestre 2026 contro **il 2,2%** nel secondo trimestre 2026)

Gli investimenti nel settore dell'intelligenza artificiale sono un fattore determinante, ma **il consumo rimane un fattore chiave di crescita.** La ragione principale del forte consumo è il mercato del lavoro; il tasso di disoccupazione rimane a un livello basso (vedi sotto) al **4,1** % e la crescita dei salari ha permesso alle famiglie di preservare il loro potere d'acquisto e il consumo supportato.



L'aumento dei mercati azionari statunitensi, l'apprezzamento dei valori immobiliari e la buona performance del mercato del lavoro hanno contribuito a mantenere un consumo robusto tra le famiglie con redditi medio-alti; solo le famiglie con redditi molto bassi hanno ridotto il loro consumo a causa dell'aumento dei prezzi.

Non dobbiamo dimenticare che gli investimenti nell'IA sono un complemento per sostenere la crescita degli Stati Uniti ma non possono sostituire **il consumo delle famiglie, che rimane il principale motore di questa economia (67,6% del PIL).** Pertanto, un cambiamento relativamente piccolo nella spesa delle famiglie può avere un effetto significativo sulla crescita complessiva.

IL DEBITO DEI "NEOCLOUD"

I "neocloud", a differenza dei principali fornitori storici di potenza di calcolo come AMAZON, MICROSOFT e ALPHABET, cercano di affermarsi da 4 anni.
Acquistano chip GPU (da NVIDIA, AMD o INTEL) e costruiscono datacenter per far girare i modelli di aziende come OPEN AI, ANTHROPIC, MICROSOFT o META.

Il problema dei "neocloud" è questo: le prospettive di ricavi e profitti sono eccellenti e i contratti con OPEN AI e ANTHROPIC sono a lungo termine e molto redditizi, ma gli investimenti necessari per costruire i data center sono giganteschi. E questi investimenti devono essere effettuati a monte dei ricavi generati da questi contratti.

Per finanziare questi investimenti – stimati in 6.000 miliardi di dollari nei prossimi tre anni – queste aziende ricorrono al debito.

Ad esempio, **COREWEAVE** ha un debito di 50 miliardi di USD per un fatturato di 5,1 miliardi di USD nel 2025. Questa situazione preoccupa gli investitori poiché le **obbligazioni emesse da COREWEAVE** si scambiano tra il 70% e l'80% dell'importo nominale e i rendimenti variano tra il 14% e il 16%.
Il prezzo **delle azioni COREWEAVE** è sceso del 20% rispetto all'inizio dell'anno.

Più in generale, la domanda che gli investitori si pongono è: **i ricavi generati dall'IA da aziende e consumatori saranno sufficienti a garantire la redditività di tutti questi investimenti?** La risposta è molto probabilmente no.

La domanda è attuale perché questi attori usano il debito come materia prima e **i tassi di interesse sono aumentati drasticamente**.

La domanda di potenza di calcolo è ancora in aumento, ma finanziare gli investimenti sta diventando sempre più costoso; alcuni progetti probabilmente verranno fermati e i "neocloud" dovranno spiegare agli investitori la redditività di questi investimenti colossi.

I VINCITORI E I PERDENTI DELL'IA

Pian piano, il mercato sta distinguendo tra vincitori e perdenti dell'IA. Dopo essere state pesantemente punite dal mercato, le aziende attive nel settore software o nella consulenza - **SAP** - **SERVICENOW** - **ACCENTURE** - hanno recentemente riconquistato il favore degli investitori. Ritengono che le relazioni di queste aziende con i loro clienti siano solide e che queste aziende abbiano già in gran parte integrato l'IA nel loro processo e dovrebbero in ultima analisi beneficiarne insieme.

Oggi sono i "neocloud" a soffrire sul mercato azionario a causa del loro alto debito.

In generale, l'adozione di una nuova tecnologia come l'IA non avviene in modo lineare, ma in fasi: fase di accelerazione e poi fase più calma.

Ad oggi, l'**IA** generativa – che produce contenuti su richiesta – è ampiamente adottata da aziende e famiglie.

L'IA **agente**, che può pianificare, decidere, sequenziare i passaggi e adattarsi, non è ancora ampiamente adottata dalle aziende e per nulla dalle famiglie. L'IA agentica è **molto più costosa in termini di token** e richiede budget più elevati dalle aziende.

MERCATI A REDDITO FISSO

STATI UNITI: L'INFLAZIONE RIMBALZA DURANTE IL MESE DI SETTEMBRE

Negli Stati Uniti, l'inflazione generale di settembre è stata **del 3,7**% contro **il 3,6%** previsto dagli analisti. Anche l'inflazione di base sta aumentando sotto una moderata pressione al rialzo sugli affitti.

Stati Uniti	Luglio	Agosto	Settembre
Inflazione	3,4%	3,4%	3,7%
Infl (nucleo)	2,5%	2,4%	2,6%

Per la Fed, ciò significa che la disinflazione non è ancora iniziata e dovrebbe quindi ritardare qualsiasi allentamento della sua politica monetaria.

Kevin Warsh, il nuovo presidente della Fed, ha ammesso per la prima volta che l'IA potrebbe avere effetti inflazionistici nel breve termine a causa del surriscaldamento della domanda di investimenti, ma ha affermato che l'effetto sarebbe molto vantaggioso per l'economia statunitense nel medio termine.

* * *

Si prevede che la Fed mantenga invariati i suoi tassi chiave al 3,75% 4%. La crescita negli Stati Uniti è solida, il mercato del lavoro sta andando bene ma l'economia non si surriscalda; in particolare, la ripresa dell'inflazione non ha avuto un impatto sui salari, che faticano a tenere il passo con l'inflazione, per i salari più modesti.

I tassi statunitensi si sono allentati negli ultimi giorni a causa dello spostamento degli investitori verso asset "senza rischio". Dopo aver raggiunto un picco al 5,35%, il rendimento statunitense a 10 anni è sceso intorno al 5%.

Per il 2027, la politica monetaria della Fed dipenderà in gran parte dall'evoluzione dei prezzi del petrolio; **più lungo sarà lo shock energetico, maggiore sarà il rischio di una spirale inflazionistica**; d'altra parte, un rallentamento della crescita o un deterioramento del mercato del lavoro porranno fine alla politica monetaria restrittiva.

EUROPA: ESPANSIONE SPREAD – OAT

In Europa, la crescita è significativamente inferiore rispetto agli Stati Uniti – 1,2% per il 2025 – 1,1% per il 2026 e 1,2% per il 2027 secondo le previsioni del FMI, rispetto al 2,3% degli Stati Uniti in questi tre anni.

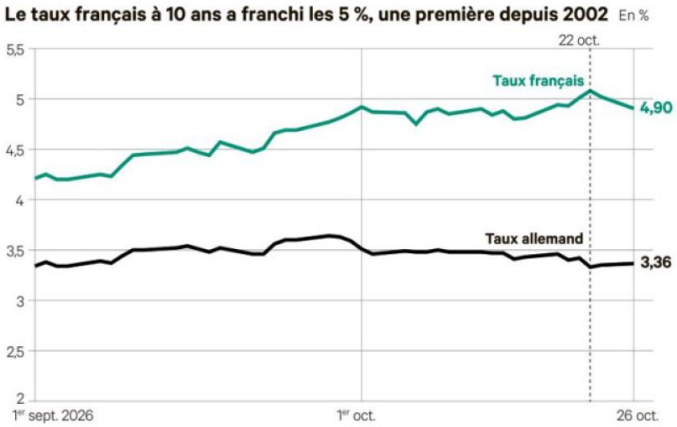
Zona euro	Luglio	Agosto	Settembre
Inflazione	2,9%	3,4%	3,8%
Infl (nucleo)	2,3%	2,4%	2,5%

Il rischio di una spirale inflazionistica – prezzi in aumento – salari in aumento – prezzi in aumento – è quindi inferiore in Europa.



* * *

A causa del deterioramento della situazione fiscale della Francia e dell'incertezza politica, lo spread tra il tasso decennale francese e quello tedesco a 10 anni raggiunse i 170 punti base prima di scendere a 150 punti base.



AMS – Asset Management Services SA
15, Rue de la Fontaine – 1204 GINEVRA
Sito web: www.asset-ms.ch Tel: +41 22 73 13 263

AMS
ASSET MANAGEMENT SERVICES

Risultati del mercato azionario dall'inizio del 2026	
Indici Stati Uniti	YTD
S&P 500	+ 10,73%
Dow Jones	+ 7,71%
Nasdaq Comp.	+ 9,44%
Indici Europei	YTD
EuroStoxx 50	+ 5,87%
EuroStoxx 600	+ 8,49 %
Indici europei per paese	YTD
DAX	+ 5,21%
CAC 40	- 2,76%
FTSE 100	+ 7,82%
IBEX 35	+ 6,63%
MIB	+ 10,14%
SMI (Indice del Mercato Svizzero)	+ 11,80%
Indici Asia	Inizio
NIKKEI 225	+ 22,10%
Shanghai Composite (SSE)	- 10,55%
Hang Seng HK composito	- 9,11%
Olio Brent (USD 117,70)	+ 95,39%
Oncia d'oro (USD 3.875,36)	- 10,19%

Rendimento delle obbligazioni di Stato					
Valuta	**Paese**	**2 anni**	**5 anni**	**7 anni**	**10 anni**
Dollari USA	Stati Uniti	4,69%	4,90%	4,90%	5,04%
Euro	Germania	3,03%	3,12%	3,20%	3,32%
	Portogallo	3,11%	3,41%	3,59%	3,82%
	Spagna	3,21%	3,48%	3,71%	3,92%
	Italia	3,30%	3,95%	4,21%	4,39%
	Francia	3,77%	4,27%	5,16%	4,88%
Sterlina	Regno Unito	4,80%	5,02%	5,14%	5,38%

PMI					
		Sette			Ott
Stati Uniti	*Manuf.*	57,0	**Stati Uniti**	*Manuf.*	56,0
	Servizi	58,7		*Servizi*	57,9
	Composito	58,4		*Composito*	57,6
Zona euro	*Manuf.*	52,9	**Zona euro**	*Manuf.*	52,4
	Servizi	53,0		*Servizi*	51,7
	Composito	53,1		*Composito*	51,9

	Inflazione principale	**&**	**Inflazione di base**
	AGOSTO su base annuale a turno		*SETTE Su base annuale mobile*
USA (Globale)	3,4 %		3,7%
USA(core)	2,4 %		2,6%
Eurozona (globale)	3,2 %		3,8 %
Eurozona (core)	2,4 %		2,5 %

Prezzi al 31 ottobre 2026

AMS – Asset Management Services SA
15, Rue de la Fontaine – 1204 GINEVRA
Sito web: www.asset-ms.ch Tel: +41 22 73 13 263

IN CONCLUSIONE

Nonostante il ritorno delle pressioni inflazionistiche legate ai prezzi dell'energia, non si prevede che la Fed e la BCE continueranno la loro politica monetaria restrittiva e aumenteranno i tassi chiave.

In Europa, la BCE sembra più preoccupata per il rischio di un rallentamento economico che per il rischio di un ciclo inflazionistico – prezzi in aumento – salari in aumento – prezzi in aumento. L'inflazione oggi ha un contenuto recessionista. C'è quindi poco rischio di inflazione al secondo turno; le aziende stanno soffrendo per l'aumento dei prezzi di produzione ma hanno difficoltà a trasmettere questi aumenti dei prezzi di vendita per proteggere i margini.

Quindi, il rischio è più un blocco della domanda perché i tassi sono troppo alti e perché i prezzi sono alti. Ecco perché le banche centrali oggi non stanno aumentando i tassi.

* * *

La BCE farà ciò che è necessario per evitare un allargamento degli spread di credito tra Germania e Francia? (vedi grafico sotto)
La BCE finirà per tenere un discorso deciso, come quello di Mario Draghi "Qualunque cosa ci sia", solo se lo spread creditizio tra i tassi dei diversi paesi dell'area euro continuerà ad allargarsi. Questo sarebbe l'unico modo per calmare le speculazioni contro i titoli di stato francesi.



* * *

SOMMARIO DELLA STRATEGIA DI INVESTIMENTO PER IL 2026

Portafogli azionari

I tassi di interesse elevati non sono necessariamente un ostacolo alla buona performance dei mercati azionari, a condizione che l'economia cresca soddisfacentemente.

Tuttavia, la crescita dell'economia statunitense per il terzo trimestre del 2026 è del 3,4%, che rappresenta un livello elevato (la crescita è stata del 2,2% nel secondo trimestre del 2026).

I leader di mercato combinano posizioni solide con forti prospettive di crescita (il nostro fondo AMS GLOBAL LEADERS è in aumento del +11,36% dal primo gennaio). Tuttavia, le valutazioni sono elevate e non permettono delusioni.

Portafogli obbligazionari

Per quanto riguarda il reddito fisso, consideriamo che i livelli dei tassi a lungo termine stiano diventando un'opportunità di acquisto e stiamo gradualmente estendendo le durate sia dei portafogli obbligazionari denominati in euro che in quelli denominati in dollari dollari.

Favoriamo gli emittenti bancari per la solidità finanziaria delle banche negli Stati Uniti e in Europa.

Infine, evitiamo sempre il debito sovrano.

Scritto il 31 ottobre 2026

AMS – Asset Management Services SA
15, Rue de la Fontaine – 1204 GINEVRA
Sito web: www.asset-ms.ch Tel: +41 22 73 13 263

ASSET MANAGEMENT SERVICES

Informazioni importanti

Questo documento non ha valore precontrattuale o contrattuale, viene fornito al destinatario a scopo informativo,

Le informazioni contenute in questo documento sono fornite solo a scopo informativo e non costituiscono una garanzia di prestazione,

Questo documento è stato preparato dai team AMS – Asset Management Services sulla base di informazioni provenienti da fonti pubbliche,

Le analisi contenute in questo documento non devono essere interpretate come raccomandazioni di investimento da parte di AMS,

Glossario

- *L'indice dei prezzi al consumo **"CPI"** misura la variazione media dei prezzi dei prodotti consumati dalle famiglie,*
- *L'Indice Base dei Prezzi al Consumo **(PCE)** misura la variazione dei prezzi dei beni e dei servizi acquistati da individui esclusi prodotti alimentari ed energetici.*
- ***Il "PMI"** sta per "Purchasing Manager's Index"; è un'indagine condotta tra i gestori degli acquisti nelle grandi aziende che consente una migliore comprensione della situazione economica di un settore di attività.*
- *Le **obbligazioni investment** grade si riferiscono a titoli obbligazionari emesse da società il cui rischio di default è considerato molto basso (AAA) o moderato (BBB-) secondo la valutazione di Standard & Poor's, ad esempio,*
- *Le obbligazioni **ad alto rendimento** sono obbligazioni emesse da società con un rischio di default superiore rispetto alle obbligazioni investment grade; in cambio, generalmente offrono un coupon più alto agli investitori.*
- *La durata è la vita media di un'obbligazione scontata su tutti i flussi (pagamenti di interessi e rimborsi del capitale)*
- *Lo **"spread"** si riferisce alla differenza tra il tasso attuariale di rendimento di un'obbligazione e quello di un prestito privo di rischio con la stessa scadenza; lo spread per il debito francese è, ad esempio, la differenza di redditività tra l'OAT francese e il Bund tedesco alla stessa scadenza; per una società, lo "spread" misura la differenza tra i tassi di interesse e quello del debito sovrano del suo paese di origine.*