

Agosto 2024 – Aggiornamento sulle recenti turbolenze di mercato nel Flash Comment a pagina 6

## Tassi d'interesse e obbligazioni

Le elezioni USA smuovono tassi e spread

### Rendimenti obbligazionari e spread del credito IG

	Rendimento dei titoli di Stato decennali			Spread dei obbligazioni investment grade		
	Attuale	Lug. 2024*	Year-to-date*	Attuale	Lug. 2024*	Year-to-date*
US	4,1%	-26 pb	26 pb	94 pb	0 pb	-5 pb
Eurozona	2,3%	-16 pb	32 pb	111 pb	-9 pb	-27 pb
UK	4,0%	-13 pb	51 pb	114 pb	-9 pb	-25 pb
CH	0,4%	-8 pb	-21 pb	73 pb	-10 pb	-10 pb

Redimento eurozona = Germania, pb = punti base.  
\* Variazione al 30 luglio. Fonte: Bloomberg

### Stati Uniti

- La crescita economica USA resta relativamente stabile, ma le notizie sulle elezioni sono state il principale driver di tassi e spread.
- In base alle nostre previsioni di ulteriore calo dell'inflazione, prevediamo due tagli dei tassi nel 2024.

### Eurozona

- L'economia dell'eurozona sembra aver raggiunto il punto di minimo: da maggio le stime di crescita del PIL per il 2024 sono state riviste al rialzo.
- Come previsto, il 18 luglio la BCE ha lasciato i tassi invariati. Ci aspettiamo un lieve miglioramento della crescita del PIL, un calo dell'inflazione e, quindi, tagli dei tassi guida a settembre e dicembre.

### Regno Unito

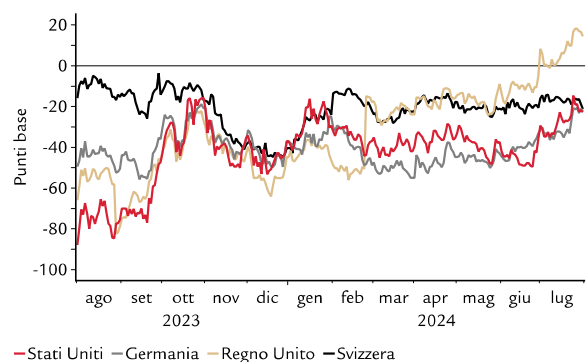
- Le stime di crescita del PIL britannico nel 2024 sono state riviste al rialzo da maggio e, secondo Bloomberg, la probabilità di recessione del Regno Unito a un anno è scesa al 20%.
- Il 20 giugno, la Bank of England (BoE) ha lasciato i tassi invariati. Malgrado la ripresa dell'economia e l'inflazione ancora alta, prevediamo due tagli del tasso guida quest'anno.

### Svizzera

- A giugno l'inflazione e il PMI manifatturiero sono scesi più del previsto. Il franco forte si aggiunge alle tendenze disinflazionistiche.
- Dopo il taglio di 25 pb il 20 giugno, la BNS dovrebbe lasciare i tassi invariati nel secondo semestre 2024.

### L'inversione della curva USA è diminuita da fine giugno

Inversione della curva dei rendimenti: differenza tra il rendimento dei titoli di Stato a 10 anni e quello a 2 anni



Il dibattito presidenziale del 27 giugno e gli eventi successivi hanno fatto salire le probabilità di un secondo mandato di Trump, innescando una reazione del mercato detta «Trump trade». Sul fronte dei tassi, i mercati puntano sempre più sull'aumento dei rendimenti obbligazionari USA a lungo termine. Gli investitori hanno acquistato titoli a più breve scadenza e venduto quelli a più lungo termine («curve steepener trade»). Quanto agli spread in EUR, la volatilità è stata elevata sia nell'investment grade (IG) che nell'high yield (HY) fino a inizio luglio, con le notizie sulle elezioni francesi. Tra gli spread in USD, l'IG è rimasto stabile a luglio e i titoli HY USA hanno battuto gli omologhi europei. L'affidabilità creditizia delle aziende USA più deboli dovrebbe approfittare di sgravi fiscali, dazi e allentamenti normativi. Inoltre, gli emittenti di titoli HY USA generano una quota elevata dei ricavi a livello nazionale, mentre per gli emittenti IG la quota generata negli USA è più bassa. Restiamo neutrali sul credito IG e HY in EUR, ma prevediamo spread più ampi per il credito IG e HY in USD. Per la duration ci aspettiamo un calo dei rendimenti decennali USA e tedeschi ad agosto, perché è probabile che la BCE e la Fed taglino i tassi in autunno. Dopo il vigoroso rally dei titoli di Stato svizzeri, siamo neutrali sui rendimenti a 10 anni. I rischi includono un'inflazione ostinata, un'economia USA ancora più forte del previsto e cambiamenti delle politiche dopo le elezioni presidenziali del 2024.

## Azioni

Ottimo inizio di luglio, seconda metà più debole

### Panoramica delle performance dei mercati azionari

	Lug. 2024*	Year-to-date*
Stati Uniti	-0,4%	14,2%
Eurozona	-0,2%	8,1%
Regno Unito	1,4%	9,3%
Svizzera	2,3%	11,2%
Mercati emergenti	-0,9%	6,5%

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

### Stati Uniti

- Rialzo del 4% fino a metà luglio, ma poi il mercato ha ceduto i guadagni chiudendo il mese in lieve perdita. La performance da inizio anno supera nettamente la nostra stima di circa il 7% per il 2024.
- Finora la stagione degli utili ha superato le attese, ma alcune delle «Magnifiche 7» hanno pubblicato risultati deludenti, con una conseguente correzione.
- A luglio abbiamo osservato una netta ripresa degli stili che prima sottoperformavano. Value ha guadagnato il 4,2% e le small cap il 7,1%, battendo il mercato. I titoli growth hanno deluso con il -4,4%.
- Il mercato USA è costoso e ha una valutazione molto più alta di tutti gli altri mercati.

### Eurozona

- Anche a giugno il mercato dell'eurozona ha deluso. Da inizio anno, la performance è di nuovo molto più debole rispetto a quella del mercato USA.
- Come negli Stati Uniti, finora la stagione degli utili è stata migliore del previsto. La valutazione del mercato europeo è ancora neutrale.

### Regno Unito

- Lieve rialzo per il mercato britannico a luglio e sovraperformance rispetto all'eurozona da inizio anno.
- Il mercato britannico beneficia ancora di una valutazione bassa e potrebbe trarre vantaggio dal nuovo governo.

### Svizzera

- Luglio è stato positivo per il mercato svizzero, che ha sovraperformato sull'eurozona da inizio anno.
- La borsa svizzera è la più costosa dopo quella USA.

### Mercati emergenti

- Dopo un ottimo giugno, a luglio i mercati emergenti hanno perso slancio, cedendo lo 0,9%. La performance da inizio anno è del 6,5%.

### Inizio della rotazione degli stili?

Negli ultimi 15 anni abbiamo osservato una frattura strutturale nei modelli di rendimento dei diversi stili d'investimento: growth ha superato value più che mai (+765% contro il +283% negli Stati Uniti da fine 2009 e +427% contro il +183% a livello globale), le small cap hanno nettamente sottoperformato le large cap e gli stili più difensivi, come Minimum Volatility e High Dividend, non sono riusciti a tenere il passo con il resto del mercato. Inoltre, il mercato USA e il settore IT hanno decisamente battuto gli indici di riferimento globali. Lo stesso quadro è emerso anche negli ultimi 5 e 10 anni, nonché da inizio anno (cfr. tabella). Prima del 2009, era l'opposto: value superava growth, le small cap sovraperformavano le large cap e gli stili difensivi riuscivano a tenere il passo con il mercato.

MSCI World	2009 – giu. 2024	5 anni	10 anni	Year- to-date*	Lug. 2024*
Total	295%	74%	140%	12%	0,1%
Small Cap	249%	39%	84%	7%	5,6%
Growth	427%	104%	214%	13%	-3,3%
Value	183%	44%	76%	10%	3,9%
Momentum	478%	82%	209%	21%	-4,3%
Quality	486%	111%	237%	15%	-2,4%
Min Vol	226%	26%	98%	9%	4,2%
High Dividend	176%	35%	69%	8%	4,3%
IT	948%	189%	522%	18%	-4,6%

\* Variazione al 30 luglio. Fonti: Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Questi sviluppi hanno portato a un'estrema concentrazione dei mercati azionari (il mercato USA è più concentrato che nel 1929 e nel 1999) e a notevoli differenze di valutazione. Ad esempio, attualmente l'MSCI World Growth ha un rapporto prezzo/utigli (P/E) di 30,8 a fronte del 15,1 dell'MSCI World Value: i titoli growth sono due volte più costosi dei value. Si tratta della differenza di valutazione più estrema di questo secolo. Nel complesso, ci troviamo di fronte a tre situazioni estreme: differenze di performance storiche, concentrazione e valutazioni relative. La grande incognita ora è se luglio segnerà l'inizio di una controtendenza o persino di un ritorno ai modelli precedenti al 2009, oppure se si tratta solo di un'oscillazione a breve termine dettata dalla stagione degli utili e dagli sviluppi politici. Fare previsioni è molto difficile, ma una cosa è chiara: le divergenze estreme di performance e valutazione e il problema della concentrazione sono senza precedenti. Prima o poi questi estremi dovranno essere corretti. Sarebbe un bene per i mercati azionari se luglio segnasse l'inizio di una normalizzazione.

# Valute

Battuta d'arresto per il biglietto verde

## Panoramica delle principali valute

	Lug. 2024*	Year-to-date*	Su 1 mese
EUR/USD	1,0%	-2,0%	↘
EUR/CHF	-0,8%	2,8%	→
GBP/USD	1,5%	0,8%	↘
USD/JPY	-5,0%	8,3%	↗

\* Variazione al 30 luglio. Fonte: Bloomberg

## Stati Uniti

- Luglio all'insegna della debolezza dell'USD, che si è deprezzato di circa l'1% su base ponderata per l'interscambio. Tra le principali valute, l'USD si è deprezzato di più rispetto a JPY, GBP e CHF.
- Prevediamo un ritorno del vigore dell'USD ad agosto: le prospettive di crescita USA favoriscono ancora l'USD, soprattutto rispetto all'EUR.

## Eurozona

- L'EUR si è apprezzato rispetto all'USD, ma ha perso lo 0,2% su base ponderata per l'interscambio. Gli indici PMI indicano che l'ottimismo per la crescita del primo semestre si sta già affievolendo nell'eurozona, penalizzando l'EUR.
- L'EUR dovrebbe restare sotto pressione rispetto all'USD, ma siamo neutrali rispetto a GBP e CHF.

## Regno Unito

- Rapido rally per il GBP nella prima metà di luglio per via della crescita e dell'inflazione superiori alle attese: ora il mercato sconta meno tagli dei tassi da parte della BoE quest'anno.
- In previsione di un vigore generale dell'USD, la nostra visione a un mese su GBP/USD è negativa.

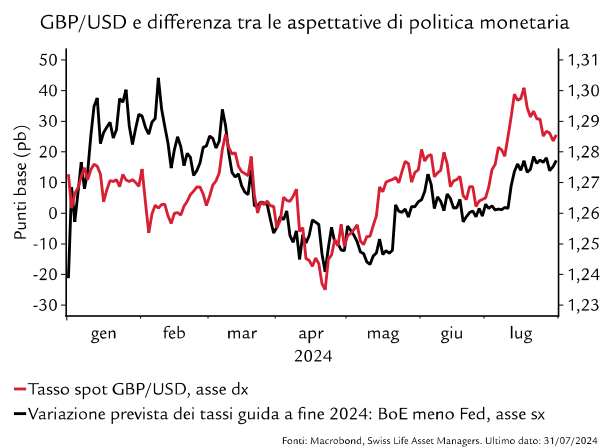
## Svizzera

- CHF ancora forte a luglio: i timori per la crescita europea e la notevole incertezza politica hanno alimentato la domanda di valute rifugio.
- Al livello attuale, abbiamo una visione neutrale su EUR/CHF a un mese.

## Giappone

- Forte rally del JPY a luglio, amplificato dall'inatteso rialzo dei tassi da parte della Bank of Japan (BoJ) il 31 luglio, un sollievo per la valuta principale più deudente da inizio anno.
- Tuttavia, prevediamo un nuovo indebolimento del JPY, dubitando che la BoJ avvii un percorso credibile di aumento dei tassi.

## USD forte, GBP ancora più forte



Il GBP è l'unica valuta dei mercati sviluppati che si sia apprezzata rispetto all'USD da inizio anno, sostenuta dalla dinamica economica relativamente forte e dall'inflazione ostinata. Nel 2024 l'economia britannica ha superato le aspettative. Nel T1 il PIL è cresciuto dello 0,7% rispetto al trimestre precedente e i dati mensili sul PIL per il T2 indicano un persistente vigore. Gli indici PMI preliminari di luglio hanno mostrato un miglioramento del sentiment delle aziende manifatturiere e dei servizi, in netto contrasto con i dati deludenti dell'eurozona, dando nuovo slancio alle previsioni economiche per il Regno Unito. Anche le pressioni inflazionistiche sono in calo nel Paese, ma sono più tenaci di quanto previsto dalla BoE, soprattutto a causa dell'inflazione dei servizi. Per via di questi fattori, la crescita migliore del previsto e l'inflazione più ostinata, i mercati scontano una politica monetaria della BoE più restrittiva più a lungo. Al momento, per quest'anno si prevede un totale di due tagli dei tassi di 25 pb. Per la Fed, i mercati scontano un allentamento più pronunciato. La differenza tra le previsioni sulla politica monetaria ha influito molto sul cambio GBP/USD quest'anno (cfr. grafico). Tuttavia, il rialzo del GBP ci sembra eccessivo, in quanto gli investitori hanno accumulato molte posizioni lunghe su GBP/USD (il c.d. «crowded trade»). L'inversione di GBP/USD, già iniziata a metà luglio, dovrebbe proseguire ad agosto, poiché ci aspettiamo un ritorno del vigore strutturale dell'USD nel prossimo mese.

## Asset allocation

Un momento di introspezione nella pausa estiva

### Analisi

- Dopo un primo semestre 2024 vigoroso ma un po' volatile, a luglio i mercati azionari si sono indeboliti e solo alcuni hanno nettamente guadagnato terreno.
- Le obbligazioni hanno beneficiato di tassi più bassi e di spread relativamente stabili, per cui i portafogli multi-asset con allocazioni obbligazionarie elevate hanno sovraperformato quelli maggiormente investiti in azioni.
- Fino al 30 luglio gran parte dei mercati azionari ha perso terreno in valuta locale, a eccezione di Svizzera e Regno Unito, che sono stati sostenuti dalla loro percentuale minore di titoli tecnologici.
- Le valute sono state volatili e, soprattutto nella seconda metà del mese, il CHF si è apprezzato grazie alla fuga verso le valute rifugio.

### Visione attuale dell'asset allocation

Classe d'investimento	Ponderazione attiva
Titoli di Stato globali	sovrappeso
Obbligazioni societarie globali IG*	sottopeso
Obbligazioni dei mercati emergenti	sottopeso
Azioni globali	neutrale

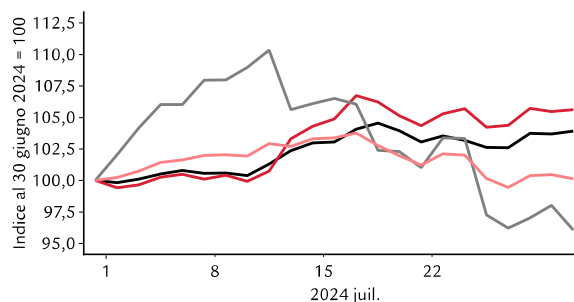
\* IG = investment grade. Fonte: Swiss Life Asset Managers

- La stagione degli utili in corso negli Stati Uniti ha indotto gli investitori a rivedere il valore delle azioni di maggior successo dall'inizio del 2024. Questo potrebbe essere l'inizio di una normalizzazione o un semplice miraggio, perché la pausa estiva tende ad amplificare gli eventi temporanei per via della minore liquidità. Tuttavia, iniziamo a ridurre l'esposizione alle large cap tecnologiche per privilegiare segmenti più interessanti.
- I rendimenti a lungo termine sono scesi, ma sono ancora alti, soprattutto negli Stati Uniti. Troviamo quindi appetibili i titoli di Stato e le obbligazioni di più alta qualità. Un'eccezione degna di nota sono le obbligazioni in CHF: i bassi tassi svizzeri sembrano meno interessanti, malgrado i buoni rendimenti di quest'anno e la bassa inflazione in Svizzera.
- Gli spread sono rimasti stabili, quindi offrono scarsa protezione in caso di deterioramento delle condizioni finanziarie degli emittenti. Continuiamo quindi a preferire i titoli di Stato alle obbligazioni societarie, malgrado i rendimenti più elevati.

### Ha ancora senso essere neutrali sulle azioni?

A febbraio, abbiamo deciso di incrementare la ponderazione delle azioni e di essere «neutrali», sostenendo che probabilmente la dinamica positiva del mercato avrebbe avuto la meglio sui fondamentali negativi delle azioni. La dinamica è stata davvero eccezionale! Da fine febbraio, i mercati azionari sviluppati globali hanno reso il 6,9% (MSCI World Developed con reinvestimento dei proventi netti in CHF), mentre i titoli di Stato globali hanno reso solo lo 0,4% (Bloomberg Global Treasury Total Return Index con copertura in CHF). In questo periodo, il mercato azionario ha subito alcune correzioni, ma si è ripreso rapidamente. La più recente è iniziata il 16 luglio e ha raggiunto un massimo di circa il 6% il 29 luglio. Quindi, col senno di poi, portare la ponderazione azionaria a neutrale è stata una buona decisione. Dobbiamo mantenere questa visione neutrale? Gran parte dei mercati è andata bene, ma la performance di quest'anno è stata trainata da alcune large cap tecnologiche USA (le «Magnifiche 7»), sostenute da una rapida crescita degli utili oltre che da aspettative ancora più ottimistiche sui futuri vantaggi dell'intelligenza artificiale. Tuttavia, benché ancora solidi, gli utili annunciati di recente sembrano deludere gli investitori e il mercato ha penalizzato le società con utili e prospettive deboli, danneggiando soprattutto le large cap tecnologiche sopravvalutate. Pertanto, stavolta la ripresa potrebbe essere più difficile, anche perché 1) la Fed sta rinviando il primo taglio dei tassi alla luce dell'economia ancora solida e 2) le elezioni presidenziali USA creano un'incertezza sgradita ai mercati. Il mercato azionario ha perso slancio. È troppo presto per darlo per certo, ma il punto di svolta potrebbe essere vicino. Pertanto, restiamo neutrali, ma riduciamo l'esposizione alle large cap USA vincenti a favore di azioni più piccole e sottovalutate.

Confronto tra i rendimenti totali delle azioni a luglio 2024



— MSCI World Net Total Return USD — Bloomberg Magnificent 7 Index  
— MSCI World Small Cap Net Total Return USD Index  
— MSCI World Value Net Total Return USD Index

Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 30/07/2024

## Swiss Life Asset Managers



**Sven Kreitmair**  
**Portfolio Manager Fixed Income**  
sven.kreitmair@swisslife-am.com



**Andreas Homberger**  
**Head Quantitative Equities**  
andreas.homberger@swisslife-am.com  
✕ @Homberger\_A



**Damian Künzi**  
**Head Macroeconomic Research**  
damian.kuenzi@swisslife-am.com  
✕ @kunzi\_damian



**Florence Hartmann**  
**Economist Developed Markets**  
florence.hartmann@swisslife-am.com



**José Antonio Blanco**  
**CIO Third Party Asset Management**  
**Head Multi Asset**  
joseantonio.blanco@swisslife-am.com

### Avete delle domande o desiderate registrarvi per ricevere questa pubblicazione?

Inviare un'e-mail all'indirizzo [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Per informazioni più dettagliate vi invitiamo a visitare il nostro sito web: [www.swisslife-am.com/research](http://www.swisslife-am.com/research)



#### Approvata e pubblicata da Swiss Life Asset Management SA, Zurigo

Swiss Life Asset Managers può aver messo in atto o aver sfruttato le raccomandazioni relative alle ricerche prima che le stesse siano state pubblicate. Per quanto i contenuti del presente documento siano basati su fonti di informazione ritenute attendibili, non può esserne garantita né l'accuratezza né la completezza. Il presente documento contiene affermazioni previsionali basate sulle nostre stime, aspettative e proiezioni presenti. Non siamo tenuti ad aggiornare o riesaminare tali affermazioni. I risultati effettivi possono differire sostanzialmente da quelli anticipati nelle affermazioni previsionali.

**Francia:** la presente pubblicazione è distribuita in Francia da Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Parigi alla clientela già in portafoglio e alla clientela potenziale. **Germania:** La presente pubblicazione è distribuita in Germania da Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Straße 36, D-50668 Colonia, da Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Filiale in Germania, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Francoforte sul Meno e da BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlino. **Regno Unito:** La presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells St, Londra W1T 3PT. **Svizzera:** la presente pubblicazione è distribuita in Svizzera da Swiss Life Asset Management SA, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zurigo. **Norvegia:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.



7 agosto 2024

## Tempesta estiva sui mercati finanziari

### Cos'è successo?

- Dopo un luglio positivo, a inizio agosto il sentiment dei mercati finanziari si è di colpo invertito.
- Ciò che è iniziato con la correzione del mercato azionario giapponese il 1 agosto ha finito per travolgere i mercati finanziari globali.
- La correzione è stata scatenata da vari fattori: i dati del mercato del lavoro USA peggiori del previsto, gli utili e le prospettive poco incoraggianti delle aziende USA e l'inatteso aumento dei tassi guida in Giappone hanno turbato gli investitori, causando una brusca correzione delle borse, un ampliamento degli spread e un netto calo dei rendimenti obbligazionari.

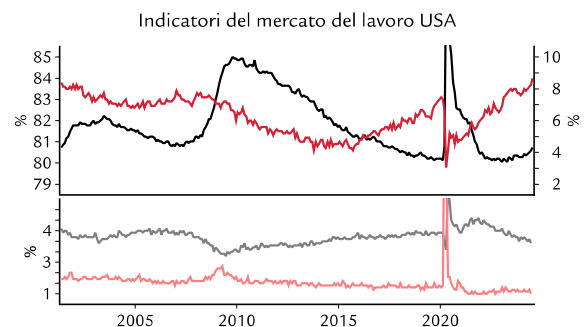
### La nostra valutazione economica

- L'inatteso aumento del tasso di disoccupazione USA dal 4,1% (giugno) al 4,3% (luglio) ha suscitato timori che l'economia USA sia sull'orlo della recessione.
- Il nostro scenario di base per il 2024 prevedeva un rallentamento della crescita eccessiva dei consumi USA e un mercato del lavoro più debole. Non è l'aumento della disoccupazione in sé a preoccupare, ma la velocità con cui è aumentata di recente.
- Il dato incoraggiante è che non è stato un aumento dei licenziamenti a far crescere la disoccupazione, bensì un calo delle assunzioni a fronte di un'impennata della partecipazione alla forza lavoro (cfr. grafico). Quest'ultima non è un segnale negativo per l'economia. Inoltre, gli effetti negativi dell'uragano Beryl potrebbero aver influito sui dati di luglio.
- Il tasso di disoccupazione, peraltro, è attualmente l'unico indicatore di un'accentuata debolezza. Il sondaggio sui salari indica che a luglio l'economia USA ha creato nuovi posti di lavoro, anche se a un ritmo lento. Gli indici PMI suggeriscono che il settore dei servizi era ancora solido a luglio.
- Il rischio maggiore è che lo «spettro della recessione» inizi a pesare sulla fiducia dei consumatori e delle imprese, innescando un circolo vizioso negativo. L'allentamento della politica monetaria è fondamentale per attenuare le preoccupazioni. Ci aspettiamo che la Fed avvii un ciclo di tagli dei tassi a settembre.

### La nostra valutazione di mercato

- Riteniamo che la correzione in corso possa essere stata amplificata dalla scarsa liquidità stagionale del mercato, il che suggerisce un recupero a breve termine. Tuttavia, i fondamentali restano deboli, dato che le oscillazioni non sono state sufficienti a correggere la valutazione elevata di azioni e crediti.
- Prevediamo quindi che la volatilità sui mercati finanziari perduri. È probabile che i mercati azionari proseguano la rotazione a favore di regioni, settori e segmenti di mercato più convenienti. Gli spread sulle obbligazioni societarie e high yield potrebbero ampliarsi ancora. I rendimenti dovrebbero scendere leggermente, anche se il netto calo degli ultimi giorni potrebbe limitare il potenziale di ribasso. Sul fronte valutario, riteniamo che un ulteriore apprezzamento del CHF rispetto a EUR e USD abbia i suoi limiti, visto il possibile intervento della BNS. Dopo il rialzo, non prevediamo ulteriori prospettive di rialzo per EUR/USD: probabilmente il calo dei tassi in USD coinciderà con quello dei tassi in EUR.
- L'attenzione del mercato sul rischio di un rallentamento economico ha portato a un modesto calo dei prezzi del petrolio, malgrado il rischio di un'ulteriore escalation in Medio Oriente. Quest'ultima introdurrebbe ulteriore volatilità che, a nostro avviso, sfavorirebbe in modo particolare i mercati europei.

### USA: meno assunzioni ma aumento della partecipazione



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo punto di dati: 07/2024

## Swiss Life Asset Managers



**José Antonio Blanco**  
CIO Third Party Asset Management  
Head Multi Asset  
joseantonio.blanco@swisslife-am.com



**Damian Künzi**  
Head Macroeconomic Research  
damian.kuenzi@swisslife-am.com  
X @kunzi\_damian

### Avete delle domande o desiderate registrarvi per ricevere questa pubblicazione?

Inviare un'e-mail all'indirizzo [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Per informazioni più dettagliate vi invitiamo a visitare il nostro sito web [www.swisslife-am.com/research](http://www.swisslife-am.com/research)



#### Approvata e pubblicata da Swiss Life Asset Management SA, Zurigo

Swiss Life Asset Managers può aver messo in atto o aver sfruttato le raccomandazioni relative alle ricerche prima che le stesse siano state pubblicate. Per quanto i contenuti del presente documento siano basati su fonti di informazione ritenute attendibili, non può esserne garantita né l'accuratezza né la completezza. Il presente documento contiene affermazioni previsionali basate sulle nostre stime, aspettative e proiezioni presenti. Non siamo tenuti ad aggiornare o riesaminare tali affermazioni. I risultati effettivi possono differire sostanzialmente da quelli anticipati nelle affermazioni previsionali.

**Francia:** la presente pubblicazione è distribuita in Francia da Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris ai clienti già in portafoglio e ai clienti potenziali. **Germania:** la presente pubblicazione è distribuita in Germania da Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Straße 36, D-50668 Colonia, da Swiss Life Asset Managers Luxembourg Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main e da BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Regno Unito:** la presente pubblicazione è distribuita nel Regno Unito da Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Svizzera:** la presente pubblicazione è distribuita in Svizzera da Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurigo. **Norvegia:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gr 1, NO-0161 Oslo.