PKB

2026

L'anno della Selettività

PKB Outlook

Prefazione

In certi anni, i mercati sembrano seguire un ordine preciso; il 2025, invece, è stato più simile ad un'escursione in alta quota in cui sole, vento e nebbia si sono presentati senza invito. Ti prepari per una giornata limpida ma vieni sorpreso dalla pioggia ed alla fine ti ritrovi comunque con una vista sorprendentemente bella dalla vetta. È più o meno così che entriamo nel 2026: dopo un “rally” che gli investitori hanno apprezzato solo dopo aver ripreso fiato e controllato l’altitudine.

Azioni, obbligazioni e persino materie prime hanno registrato performance solide, sebbene non prive di stranezze. Una manciata di grandi nomi della tecnologia ha fatto la maggior parte del lavoro pesante, i mercati obbligazionari hanno continuato a comportarsi come se i premi per il rischio fossero opzionali, e le materie prime ci hanno ricordato — in modo discreto ma deciso — che l’economia globale dipende ancora da materiali molto concreti che puoi estrarre, fondere o collegare. Il sentiero sembrava liscio, ma le barriere di sicurezza rappresentate dalla valutazione, dalla concentrazione e dalla geopolitica erano più decorative che robuste.

Un investitore una volta mi disse, solo in parte scherzando: “Il momento in cui i mercati si sentono troppo comodi è il momento in cui controllo dove si trova l’uscita.” C’è saggezza in queste parole, e descrivono bene il quadro per il 2026. Le prospettive macroeconomiche sono costruttive: la crescita rallenta ma resta solida, l’inflazione si sta stabilizzando nella maggior parte dei paesi ed i responsabili delle politiche economiche sono più inclini a sostenere che a restringere. Ma le valutazioni sono elevate, l’intelligenza artificiale e i dazi stanno riorganizzando gli incentivi, e la geopolitica gioca un ruolo più importante di quanto chiunque avesse richiesto.

Questa prospettiva ci avvicina al 2026 con un certo mix di ottimismo e di sano scetticismo. Ci aspettiamo un anno che premia la disciplina più che l’eroismo, la qualità più del rumore, e la vera diversificazione più del conforto di possedere “un po’ di tutto.” La volatilità entrerà ed uscirà, come sempre, ma è una caratteristica con cui lavorare — non una tempesta da cui nascondersi.

Se gli ultimi anni ci hanno insegnato qualcosa, è che i mercati raramente camminano in linea retta. Ciò che offrono — specialmente in anni come questo — sono momenti di vera opportunità per gli investitori che restano curiosi, selettivi e pronti a cambiare marcia quando il sentiero curva.

Vi auguro una lettura interessante e piacevole del PKB Outlook 2026.

Luca Venturini

CEO, PKB Private Bank

Contenuti

Prefazione 2
PANORAMICA DI MERCATO 4
MACROECONOMIA 2026 11
MERCATI AZIONARI 2026 17
MERCATI OBBLIGAZIONARI 2026 25
MERCATI VALUTARI 2026 33
MERCATI DELLE MATERIE PRIME 2026 36
Contatti 39

Panoramica di mercato

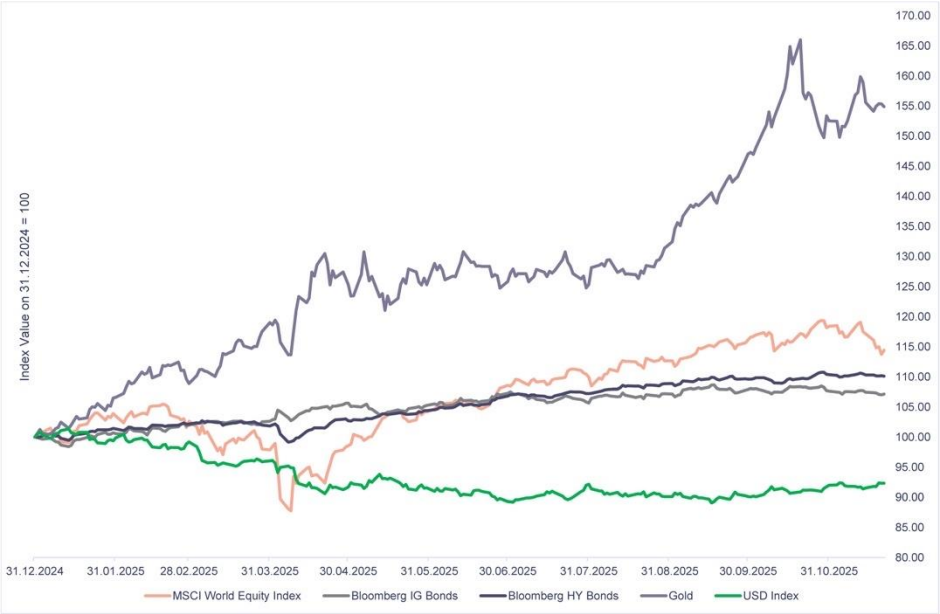
2025: L'anno in cui il mercato si è piegato ma non si è spezzato

Se il 2024 è sembrato l'anno di quiete dopo una lunga tempesta, il 2025 è diventato l'anno in cui i mercati hanno cercato di ritrovare il loro equilibrio — talvolta con fluidità, talvolta più come un giocoliere che vacilla su una corda tesa.

Le azioni hanno performato meglio del previsto, registrando un aumento di circa il 15%, a volte in maniera disomogenea. Quest'anno, gli Stati Uniti non hanno occupato la posizione di vertice, anche se hanno comunque fatto segnare solidi guadagni a doppia cifra, guidati ancora una volta dai grandi nomi della tecnologia. L'Europa ha avuto il suo momento, con Spagna e Italia in evidenza, mentre Svizzera e Francia sono rimaste indietro a causa della forte esposizione a settori difensivi e del continuo e rumoroso sottofondo politico. I Mercati Emergenti sono stati i veri vincitori: la Corea del Sud è cresciuta grazie alla tecnologia, la Cina ha beneficiato di valutazioni basse e di una crescita in miglioramento. Anche il Giappone ha guadagnato slancio grazie ad una nuova stabilità politica e ad iniziative pro-crescita.

I titoli di stato hanno mostrato un quadro misto. Negli Stati Uniti, nuovi tagli dei tassi e timori che i dazi potessero rallentare l'economia hanno sostenuto la curva dei rendimenti, soprattutto nella parte a breve termine. L'Europa è andata nella direzione opposta, con rendimenti in aumento man mano che il sostegno monetario e fiscale iniziava a svanire. Il Giappone, con un cambiamento importante, ha visto i rendimenti obbligazionari salire a livelli mai visti da quasi vent'anni, spinti da un'inflazione più elevata e da un nuovo primo ministro che promuove riforme aggressive per stimolare la crescita.

Grafico 1. Prestazioni di mercato eccezionali, ad eccezione del dollaro USA



"I mercati hanno iniziato a differenziarsi nel 2025… e lo faranno ancora di più nel 2026."

Performance del mercato nel 2025 (a partire dal 21 novembre 2025)

Bloomberg, PKB (Prezzi giornalieri, indici di rendimento totale)

Il credito corporate ha continuato la sua corsa. Utili robusti, bilanci più sani e banche centrali favorevoli hanno spinto gli spread ai livelli più bassi degli ultimi vent'anni — soprattutto negli Stati Uniti, dove la domanda degli investitori in certi momenti è sembrata quasi eccessivamente entusiasta.

Le materie prime hanno avuto i loro alti e bassi abituali. L'oro ha beneficiato di flussi speculativi e delle tensioni politiche globali, ed è sulla buona strada per chiudere la sua miglior performance in oltre quaranta anni. I metalli legati all'intelligenza artificiale (AI) — come argento, rame e alluminio — sono stati favoriti sia dal tema del momento sia da reali opportunità di investimento. Il petrolio, al contrario, ha faticato a causa di un'offerta abbondante, nonostante il conflitto in Medio Oriente.

I mercati valutari ci hanno regalato uno dei momenti più sorprendenti dell’anno in poche settimane, tra gennaio e aprile, quando il dollaro statunitense ha registrato il calo più marcato dal 2022. Gli investitori si sono riversati sulle valute rifugio, facendo salire il franco svizzero e lo yen giapponese. Il dollaro ha continuato a scivolare fino a metà settembre, a causa dell'incertezza persistente.

2026: Quando i mercati hanno smesso di marciare in linea retta

Se hai solo 30 secondi:

- Il 2026 segue un raro rally triennale in cui quasi tutto è salito: azioni, obbligazioni, e anche materie prime.
- I guadagni azionari sono stati importanti ma concentrati: un piccolo gruppo di grandi aziende tecnologiche ha trainato la maggior parte delle performance del 2025.
- Le obbligazioni sono aumentate con la discesa dei tassi, lasciando i rendimenti e gli spread bassi.
- Le materie prime chiave — in particolare l'oro — hanno raggiunto massimi storici sotto la spinta di pressioni geopolitiche e industriali, mentre il dollaro USA è capitolato.
- Il quadro per il 2026 appare positivo ma flebile: valutazioni elevate, spread ristretti e un sentimento fragile.
- Prevediamo mercati tendenzialmente positivi ma che premiano le mosse tattiche; concentrarsi sulla qualità; prepararsi alla volatilità; diversificare con intelligenza e selezione.

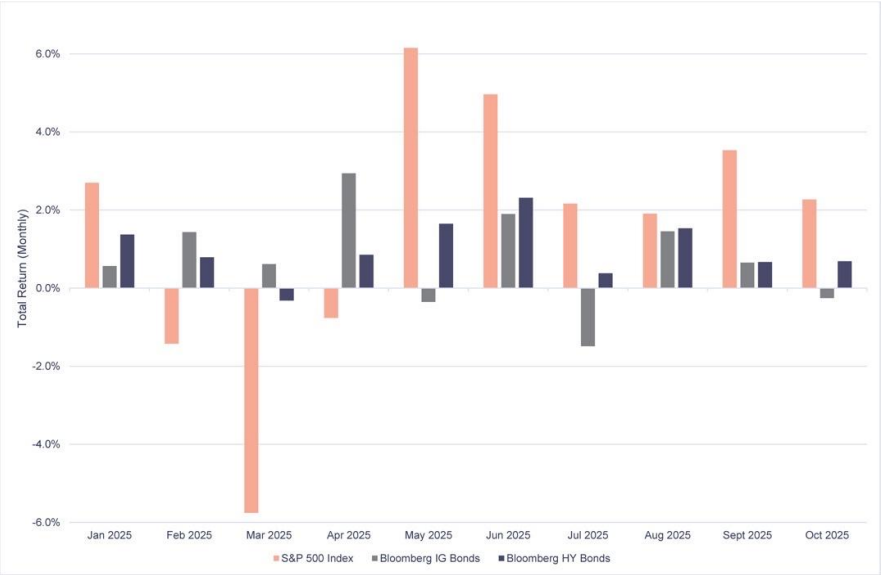
Il punto di partenza per il 2026 è eccezionalmente positivo — ed è proprio per questo che gli investitori devono rallentare e riflettere con attenzione prima di premere sull'acceleratore. Veniamo da tre anni eccezionali, un periodo in cui quasi tutto è salito: azioni, obbligazioni, e persino una manciata di materie prime che di solito si risvegliano quando nessuno le osserva.

Per dare un'idea numerica: se avessimo investito 10.000 $ in un indice azionario globale il 1° ottobre 2022 ci troveremmo oggi con circa 18.183 $ (senza considerare i dividendi). Solo 12 dei 38 mesi passati hanno registrato rendimenti negativi — e anche quelli sono stati limitati. Nel frattempo, 26 mesi sono stati positivi, e 6 di questi hanno avuto rendimenti superiori al +5%.

Il 2025 in sé è sembrato quasi coreografato: sette mesi positivi, solo tre negativi, e una serie consecutiva di sei mesi (da maggio a ottobre) al rialzo. Ma sotto la superficie liscia si nasconde una realtà più fragile: le valutazioni sono salite, e il mercato USA è diventato sempre più sbilanciato. Piu della metà del rendimento totale dell'S&P 500 è derivato da appena nove aziende tecnologiche, e oggi le prime otto società costituiscono più di un terzo dell'intero indice. Quando un mercato diventa così concentrato, è un promemoria che anche una performance eccezionale può poggiare su una base ristretta.

Grafico 2. Performance mensile costante, con alcune eccezioni

"Nel 2026, gli investitori devono rallentare e riflettere attentamente prima di premere sull'acceleratore"



Performance mensile 2025, indice S&P 500, indici obbligazionari Bloomberg IG e HY.

Bloomberg (rendimenti mensili, indici di rendimento totale)

Le obbligazioni, nel frattempo, hanno beneficiato di un forte vento in poppa da fine 2023, quando le banche centrali di tutto il mondo hanno cambiato rotta, passando dalla lotta contro l'inflazione alla normalizzazione dei tassi. I rendimenti sono scesi, i prezzi sono aumentati, e gli spread societari — sia per le obbligazioni investment-grade che high-yield — si sono ristretti ai livelli più bassi visti prima della Grande Crisi Finanziaria. Una buona notizia, certo, ma titoli "prezzati alla perfezione" lasciano poco margine di sicurezza.

E poi ci sono le materie prime. In un mondo che lotta con incertezze geopolitiche e una rinascita industriale alimentata dall'AI, diversi materiali hanno raggiunto massimi storici. L'oro, protagonista indiscusso, è aumentato di oltre il 50%, passando da 1.600 $ per oncia nel 2022 a ben al di sopra di 4.000 $. Anche l'argento e il rame hanno battuto ogni record, facendo sembrare il 2025, a tratti, un ritorno all'era del super ciclo delle materie prime.

Mettendo tutto insieme, il 2026 eredita una combinazione di valutazioni elevate, spread ristretti, tensioni geopolitiche, riorganizzazione delle catene di approvvigionamento e occasionali esplosioni di euforia — condizioni che richiedono una strategia di investimento molto particolare.

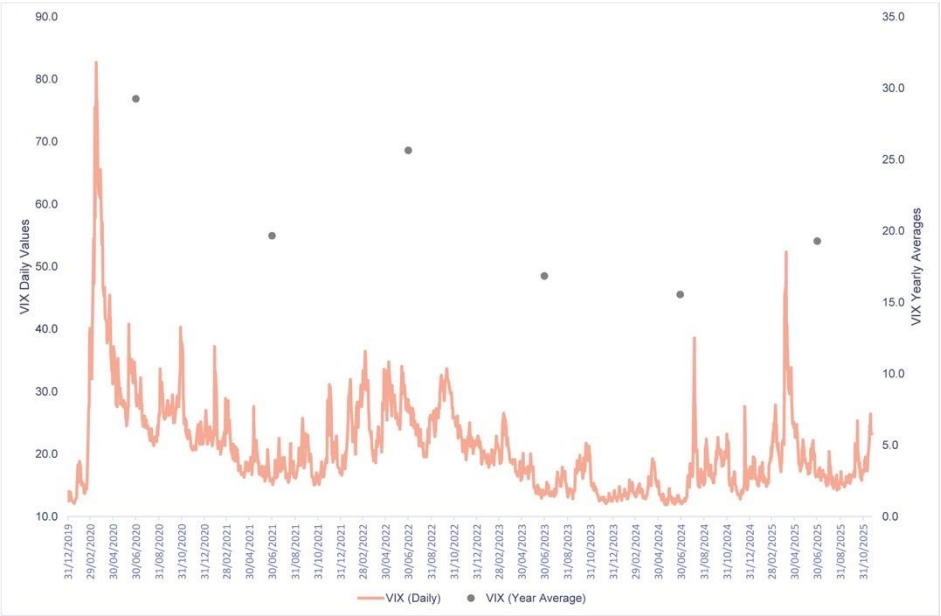
La nostra si basa su cinque principi.

1. Aspettiamoci un mercato che non sceglie una direzione — e impariamo ad apprezzarlo
Siamo stati viziati da mercati monodirezionali. Il 2026 difficilmente seguirà lo stesso copione. La buona notizia: gli ambienti non direzionali creano opportunità — molte opportunità, ma premiano gli investitori che ragionano in modo tattico, agiscono in modo opportunistico e rimangono vigili. Meno "compra e dimentica" e più "osserva, rifletti, agisci". In un anno in cui la marea si alza e si abbassa vinceranno coloro che sanno come remare, non nuotare alla cieca.

2. I rendimenti ci saranno ancora — ma non quelli del periodo 2022-2025
Il supporto monetario e fiscale, il ritorno della produzione e l'innovazione tecnologica continua forniscono solide basi per i rendimenti. Tuttavia, molte "buone notizie" sono già incorporate nei prezzi. I premi al rischio si trovano in una fascia media-bassa, quindi è probabile che il 2026 non offra i guadagni a due cifre degli ultimi tre anni. Questo sarà un anno in cui disciplina e pazienza sostituiranno i guadagni “turbo” delle memorie recenti.

3. La selettività non è opzionale — è il nuovo Alpha
Il 2026 sarà probabilmente un mercato che premia la qualità e non la quantità. Aspettiamoci la leadership di aziende con bilanci solidi, flussi di cassa stabili, vera capacità di determinare i prezzi, canali tecnologici o competitivi reali. E prevediamo una minore generosità nei confronti dell'*hype*, del glamour e delle aziende che si basano più sulle narrazioni che sui guadagni. Una regola utile per il 2026: "Non inseguire ciò che brilla; accumula ciò che ha valore."

Grafico 3. La volatilità è in aumento e probabilmente crescerà ulteriormente



“Valutazioni elevate rendono i mercati più sensibili alle sorprese”

Indice di volatilità Cboe (VIX), valore dell’indice (linea), media annuale (punto), al 24 novembre 2025

Bloomberg, PKB (prezzi giornalieri)

4. La volatilità farà capolino — trattiamola come il meteo, non come una crisi
La volatilità del mercato ha toccato il fondo all'inizio del 2024 e da allora è gradualmente aumentata. Le alte valutazioni rendono i mercati più sensibili alle sorprese — e a questi livelli, basta poco per far sì che gli investitori scappino. Il *FOMO* (paura di perdere l'opportunità) potrebbe spingere gli investitori a comprare, ma le valutazioni elevate aumentano la probabilità di inversioni improvvise. Il 2026 richiederà prontezza: la capacità di acquistare ciò che vale durante le correzioni e la disciplina di ridurre le posizioni quando i prezzi sono eccessivi. La volatilità non è il nemico — sono le emozioni non gestite ad esserlo.

5. Diversificare in modo intelligente — non sposare il detto "compra tutto e spera"
Possedere decine di titoli che si muovono nella stessa direzione non è diversificazione. È confusione. Diversificazione intelligente significa costruzione di portafogli attorno ad asset che si comportano davvero in modo diverso — bassa correlazione, *driver* differenti, ecosistemi distinti. Quest'anno, un "approccio a bilanciere" ("Barbell") è particolarmente prezioso: combinare asset di alta qualità e resilienza con un'esposizione selettiva a opportunità di maggiore crescita o volatilità. Potremmo rimanere indietro durante i rally di bassa qualità (che sono meno probabili quest'anno), ma proteggeremo il capitale quando arriveranno le correzioni — e il capitale preservato è pronto per crescere.

Le tre forze che stanno ridefinendo il futuro

I mercati non si sono comportati come nel 2025 per caso. Tre forze strutturali — AI, de-globalizzazione e geopolitica— sono passate da temi secondari a storie centrali. Non scompariranno nel 2026. Anzi, stanno diventando i capitoli iniziali del prossimo decennio.

1. Intelligenza Artificiale: da novità ad infrastruttura
Una citazione che è circolata molto quest'anno — “L'AI non ti ruberà il lavoro, ma qualcuno che usa l'AI lo farà” — si è rivelata essere meno un avvertimento e più una descrizione del 2025 in tempo reale. L'adozione dell'AI non è più un fenomeno limitato al settore tecnologico. Indagini di mercato mostrano che il 66% delle persone usa intenzionalmente l'AI, il 38% la utilizza settimanalmente o quotidianamente, e l'88% delle organizzazioni l'ha integrata in almeno una funzione aziendale. L'incremento della produttività aziendale è straordinario: le stime parlano di aumenti che vanno dal +20% all'+80%, a seconda del flusso di lavoro. Ciò ha conseguenze non solo per i margini di profitto, ma anche per i mercati del lavoro, dove il 6-7% degli occupati negli Stati Uniti potrebbe essere sostituito in uno scenario di adozione diffusa.
Gli investimenti hanno seguito l'entusiasmo. Quelli in conto capitale per l'AI hanno raggiunto circa $420 miliardi nel 2025 e si prevede che superino i $500 miliardi nel 2026, distribuendosi su tutta la catena di approvvigionamento, dai metalli ai semiconduttori, dai datacenter iperscalabili alle applicazioni finali. Non sono solo Nvidia, Meta od OpenAI a tirare le fila; ci sono anche le compagnie minerarie, i produttori di attrezzature, le utility, la logistica, i fornitori di cloud e gli utenti finali.
Non sorprende che l'AI sia diventata il principale motore di volatilità del mercato. Da aprile a ottobre, qualsiasi titolo collegato all'AI ha visto crescite impressionanti. Poi, a novembre, la consapevolezza che le valutazioni avessero superato i profitti ha portato a un forte ribasso di quelle stesse azioni. “L'AI dà e l'AI toglie”. I mercati sono preoccupati per i prezzi delle azioni legate all'AI e temono una situazione simile alla bolla delle Dot-com (oltre alla recente "finanza circolare" tra alcune aziende di spicco come Nvidia, Oracle e OpenAI). In alcuni casi, queste preoccupazioni sono pertinenti. Tuttavia, mentre nel 2000 le azioni tecnologiche rappresentavano solo circa il 10% dei profitti totali negli indici principali degli Stati Uniti, oggi tale proporzione è arrivata a quasi il 40%. Quindi, non è proprio la stessa cosa…

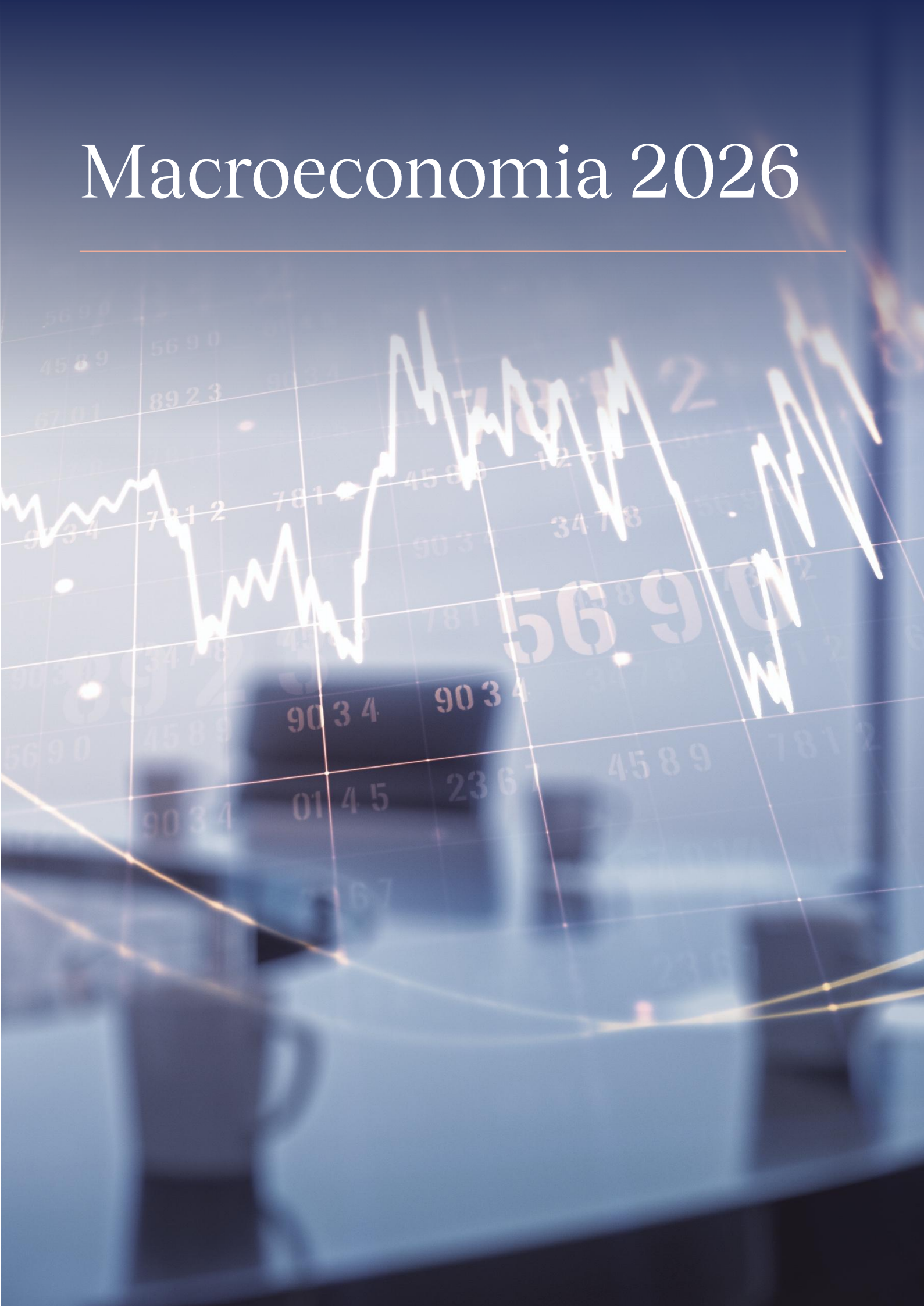
2. De-globalizzazione: i dazi come strumento di politica, non come minaccia
Se il 2 aprile (chiamato “Giorno della Liberazione”) ha segnato il punto di svolta per valute e mercati azionari, ha rappresentato anche un cambiamento più profondo: il mondo ha cominciato a riorganizzarsi attorno a incentivi basati sui dazi piuttosto che sulle efficienze guidate dal commercio. Quali sono i tre obiettivi strategici del Presidente Donald J. Trump riguardo ai dazi?

1. **Stringere accordi diretti:** la Svizzera è diventata un esempio emblematico: i dazi sono scesi dal 39% al 15% in cambio di 200 miliardi di dollari di impegni di investimento statunitensi e quote esenti da dazi sui prodotti agricoli americani. Era diplomazia tramite catene di approvvigionamento.
2. **Aumentare le entrate dai dazi:** i dazi doganali statunitensi sono aumentati da 7 miliardi di dollari al mese a gennaio 2025 a 30 miliardi di dollari al mese a settembre 2025. La raccolta dei dazi per l'anno fiscale 2025 ha raggiunto 195 miliardi di dollari, un incremento del 153% rispetto all'anno fiscale 2024, con un'accelerazione di quasi il 300% nella seconda metà del 2025 rispetto all'anno precedente. Per i mercati, i dazi sono passati da fattore di rischio a voce di bilancio fiscale.
3. **Rimpatriare la produzione:** i numeri sono impressionanti: fino a 4'000 miliardi di dollari in impegni di produzione statunitensi annunciati. Esempi includono: Giappone: 550 miliardi di dollari in semiconduttori, farmaceutica e metalli, Corea del Sud: 350 miliardi di dollari in produzione di auto, ABB: 120 miliardi di dollari in apparecchiature elettriche, Sanofi: oltre 20 miliardi di dollari per produzione e ricerca farmaceutica.

3. Geopolitica: il motore economico che nessuno vuole ammettere esista
Può sembrare cinico, ma la geopolitica nel 2025 non ha operato in isolamento — si è intrecciata strettamente con l'AI e la de-globalizzazione, influenzando sia la domanda che gli investimenti. Le guerre in Ucraina e in Medio Oriente, sebbene non più scioccanti per i mercati, hanno continuato a condizionare i flussi di materie prime (energia, metalli, terre rare), i settori vincenti (difesa, materiali, produzione) e le alleanze regionali. La guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina si è svolta in due capitoli distinti:

- Effetti a breve termine sui mercati: terre rare, agricoltura, produzione di chip, catene di approvvigionamento dell'AI, dinamiche inflazionistiche e mercati obbligazionari hanno risentito della pressione.
- Riconfigurazione a lungo termine: l'emergere dei BRICS+, le alleanze che si stanno modificando in Asia e i nuovi accordi inter-regionali suggeriscono che il mondo si stia lentamente frammentando in due o tre sfere economiche, ciascuna con la propria piattaforma tecnologica, modelli di finanziamento e priorità di sicurezza. Questa riallocazione geopolitica non è temporanea. Sta diventando strutturale — un moltiplicatore di forze per gli investimenti in AI e le tendenze di de-globalizzazione.

Macroeconomia 2026



Macroeconomia 2026 – “Un mondo di moderazione e aggiustamenti”

Se hai solo 30 secondi:

- La crescita globale rallenta nel 2026, ma evita la recessione; l'inflazione diminuisce quasi ovunque tranne che negli USA, colpiti dai propri dazi.
- Gli Stati Uniti rimangono resilienti con mercati del lavoro che si indeboliscono e l'inflazione che raggiunge il picco prima di scendere gradualmente; potrebbero esserci modesti tagli da parte della Fed.
- L'Europa migliora, guidata da una Germania rinvigorita e da una politica fiscale favorevole; l'inflazione è vicina alla zona di comfort della BCE.
- La Svizzera cresce lentamente con inflazione molto bassa e un franco forte che pesa sulle esportazioni.
- La Cina rallenta ma rimane un motore globale chiave, spingendo sull'autosufficienza tecnologica mentre i fondamenti industriali si stabilizzano.

L'economia globale avanza verso il 2026 ad un ritmo più moderato: la spinta si sta attenuando, ma lo spettro della recessione rimane ancora distante. Lo schema di crescita osservato nel periodo 2024-2025 è stato disomogeneo tra le regioni. La maggior parte delle economie emergenti e in via di sviluppo ha rallentato, con la Cina che ha mantenuto una crescita a un ritmo leggermente più lento e l'Asia sostenuta dalla resilienza dell'India, mentre l'America Latina ha subito una brusca decelerazione. Al contrario, le economie avanzate hanno avuto risultati contrastanti: la zona euro e il Regno Unito si sono rivitalizzati, mentre gli Stati Uniti e la Svizzera si sono mossi verso un andamento più debole.

Guardando al 2026, la maggior parte delle regioni subirà un ulteriore rallentamento, influenzato da frizioni commerciali, aggiustamenti valutari e dinamiche salariali reali in indebolimento. Questo va interpretato meno come un deterioramento e più come un ritorno verso le medie di lungo termine. L'inflazione, in termini generali, è destinata a diminuire, supportata da traiettorie di crescita più moderate e da un dollaro statunitense più debole che influenzerà le strutture dei prezzi globali. I riallineamenti produttivi — specialmente il reindirizzamento di parte della produzione cinese dagli Stati Uniti verso l'Europa e altri mercati — potrebbero anche esercitare una pressione al ribasso. Tuttavia, questo ritmo disinflazionistico non sarà universale. Negli Stati Uniti, ad esempio, l'inflazione è probabile che riacceleri, poiché i dazi influenzeranno i prezzi al consumo e le distorsioni del mercato del lavoro. Alla fine, la spinta fiscale negli Stati Uniti potrebbe addirittura aumentare le aspettative di inflazione, e il paese probabilmente supererà il debito con una crescita più elevata.

Grafico 4. Crescita e inflazione più lente, con eccezioni significative

“Guardando al 2026, la maggior parte delle aree geografiche subirà un’ulteriore moderazione”

	Real GDP		Inflation		Central Bank rates	
	2025e	2026f	2025e	2026f	Current	2026f
Eurozone	1.4%	1.1%	2.1%	1.8%	2.0%	2.0%
France	0.8%	0.9%	1.0%	1.4%		
Germany	-0.5%	1.0%	2.2%	2.0%		
Italy	0.5%	0.7%	1.7%	1.5%		
Spain	2.9%	2.1%	2.6%	2.0%		
Switzerland	1.2%	1.2%	0.2%	0.6%	0.0%	0.0%
United Kingdom	1.4%	1.1%	3.4%	2.5%	4.0%	3.25%
United States	1.9%	1.9%	2.8%	2.9%	3.88%	3.33%
China	4.9%	4.3%	0.0%	0.8%	1.4%	1.2%
India	6.8%	6.7%	2.4%	2.5%	5.5%	5.0%
Japan	1.3%	0.7%	3.1%	1.8%	0.5%	1.0%

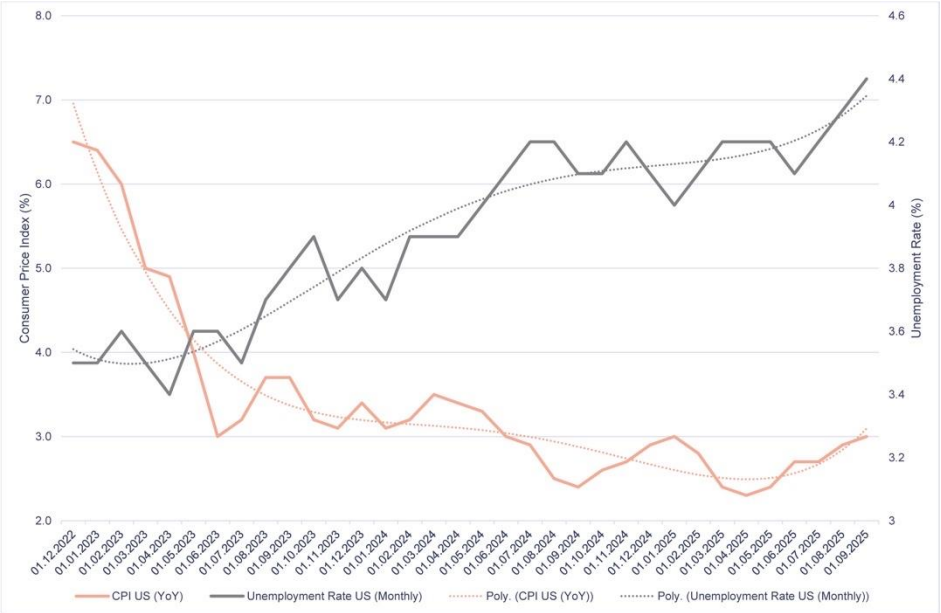
Crescita del Prodotto Interno Lordo (anno su anno), Indice dei Prezzi al Consumo (anno su anno), tassi di riferimento delle Banche Centrali.

Bloomberg (aspettative e previsioni annuali)

Stati Uniti — “Resilienza sotto pressione”
Gli Stati Uniti si avviano verso una crescita più moderata, ma comunque resiliente. La crescita è destinata a diminuire leggermente sotto il peso dei dazi che influiscono sui prezzi e sulle esportazioni. La debolezza del mercato del lavoro probabilmente persisterà, a causa della riduzione dell'offerta, di assunzioni più caute e della carenza di mano d’opera nelle posizioni a bassa retribuzione, dovuta alla politica immigratoria restrittiva. Gli effetti iniziali dell'adozione dell'intelligenza artificiale potrebbero manifestarsi nel 2026, poiché le aziende, confrontandosi con richieste salariali più elevate, cercheranno guadagni di efficienza, sebbene qualsiasi distorsione del mercato del lavoro rimarrà, per ora, contenuta. Il *sentiment* delle imprese dovrebbe migliorare nella seconda metà dell'anno, quando le priorità politiche si sposteranno verso misure fiscali mirate — compreso il “One Big Beautiful Bill” — e deregolamentazione in vista delle elezioni di metà mandato. I consumi delle famiglie a reddito medio dovrebbero restare sostenuti da guadagni salariali solidi e bilanci familiari resilienti, con il 20% delle famiglie più ricco che rappresenta circa i due terzi di tutte le spese personali.

L'inflazione è destinata a raggiungere il picco sopra il 3% nel secondo trimestre prima di diminuire, con lo smaltimento degli eccessi di scorte accumulate e gli effetti dei dazi che diventano più visibili. Sebbene l'obiettivo formale di inflazione rimanga al 2% per preservare la credibilità della banca centrale, un *target* di inflazione effettivo più elevato viene implicitamente accettato, dato che è stata sopra il 2% per più di 4 anni. La Federal Reserve potrebbe effettuare altri due o tre tagli dei tassi nel 2026, sebbene la convinzione sia limitata a causa delle molte incertezze: escalation dei dazi, elezioni di metà mandato, nomina di un nuovo presidente della Fed, frizioni geopolitiche ed evoluzione del posizionamento della Cina. Sebbene il prossimo presidente della Fed probabilmente adotterà un approccio più accomodante, le politiche monetarie rimarranno guidate dai dati, considerati i costi politici e finanziari di qualsiasi percezione che la Fed si sia sottomessa all'esecutivo.

Grafico 5. Il paradosso degli Stati Uniti: aumento dell’inflazione e della disoccupazione



“La Fed degli Stati Uniti potrebbe effettuare altri due o tre tagli dei tassi nel 2026, anche se la convinzione è limitata”

La Fed statunitense potrebbe effettuare due ulteriori tagli dei tassi nel 2026, anche se la convinzione è limitata

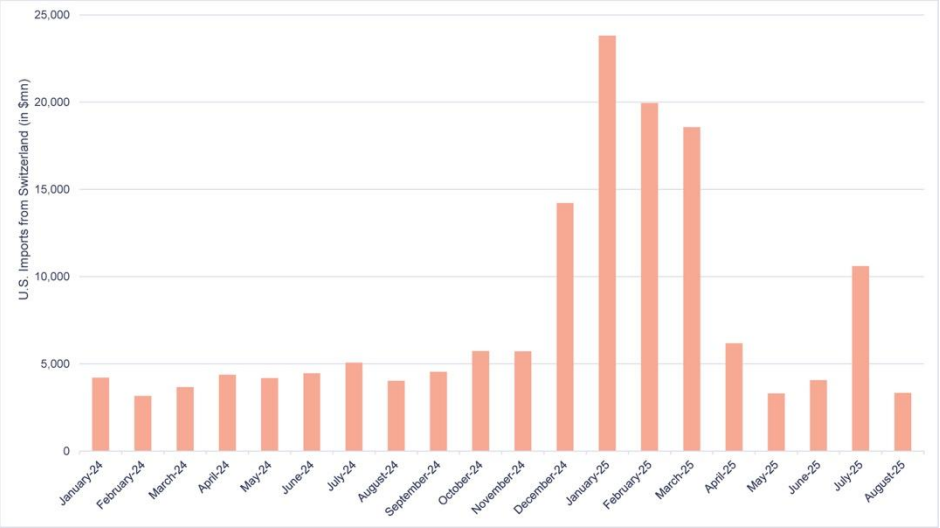
Bloomberg, PKB (mensile)

Zona Euro — “Il lento scongelamento di un gigante addormentato”
Le politiche monetarie e fiscali divergeranno tra le regioni. Nella zona euro, la Germania si riprenderà dopo due anni di recessione e uno di crescita esitante. Il nuovo governo di Berlino ha presentato un pacchetto monumentale di dodici anni che supera il trilione di euro, destinato a infrastrutture (e alla loro modernizzazione), alla difesa e alla riforma sul freno al debito locale — un cambiamento decisivo per la maggiore economia europea. La Francia sembra destinata a mantenere una crescita costante, a condizione che si stabilizzi politicamente e che si raggiunga un compromesso fiscale praticabile, mentre l'*upgrade* del credito dell'Italia segna un quadro economico sorprendentemente solido, anche se ancora lento. La Spagna, che ha sovraperformato nel 2025, è prevista torni verso una crescita più normale.

L'orientamento fiscale complessivo dell'Europa rimane favorevole, principalmente grazie ad iniziative sulla difesa e infrastrutture, come il programma da 800 miliardi di euro della Commissione Europea e lo strumento SAFE per gli acquisti congiunti. Gli indicatori manifatturieri, a lungo depressi, sono ora in miglioramento, anche se i consumi restano il punto debole della ripresa, con le vendite al dettaglio che avanzano appena. Tuttavia, tassi più bassi da parte della Banca Centrale Europea (BCE) e una ripresa timida nei prestiti bancari dovrebbero cominciare a nutrire le piccole e medie imprese. L'inflazione sembra ancorata appena sopra il 2%, vicino alla zona di comfort della BCE, il che implica che ulteriori allentamenti monetari sono improbabili, a meno che la crescita non dovesse rallentare bruscamente.

Grafico 6. Le esportazioni svizzere verso gli Stati Uniti sono state anticipate nel 2025

"L'accordo sui dazi con gli Stati Uniti elimina una principale fonte di incertezza"



Importazioni statunitensi dalla Svizzera (in milioni di dollari), ad agosto 2025

Bloomberg (mensile)

Svizzera — "Passi sicuri nel vuoto"

La Svizzera, al contrario, sta navigando in ambienti più contenuti. La crescita dovrebbe aggirarsi intorno all'1%, con l'inflazione che probabilmente si riprenderà lentamente, superando lo 0%. L'accordo sui dazi con gli Stati Uniti — che ha ridotto le tariffe dal 39% al 15%, allineandole ai livelli europei — elimina una delle principali fonti di incertezza e rafforza il caso per gli investimenti nelle aziende industriali svizzere ed europee. Tuttavia, la persistente forza del franco continua ad erodere la competitività delle esportazioni. Gran parte dell'attività di esportazione all'inizio dell'anno sembra essere stata anticipata, suggerendo un periodo di calma in arrivo, soprattutto mentre gli acquirenti statunitensi hanno accumulato merci svizzere. Inoltre, l'espansione della capacità produttiva negli Stati Uniti contribuisce poco a supportare il settore esterno della Svizzera. Il *sentiment* delle imprese, sebbene lontano dal picco del 2022, è avanzato lentamente, mentre la disoccupazione è aumentata costantemente per più di due anni. L'inflazione dovrebbe rimanere eccezionalmente bassa, mantenendo viva — ma non confermando — la possibilità di un ritorno ai tassi d'interesse negativi, qualora il franco dovesse apprezzarsi eccessivamente.

Cina — "Il drago più lento continua a guidare"

Nel frattempo, la Cina sta attraversando un raffreddamento evidente, ma rimane il motore principale della crescita globale. I dati recenti per la seconda metà del 2025 hanno rivelato debolezze in consumi, produzione, flussi di credito, indicatori di *sentiment* e mercato immobiliare, con le esportazioni che sono brevemente scivolate in territorio negativo. Questo calo non è preoccupante, in parte perché le esportazioni erano state anticipate a inizio anno e in parte perché la Cina sta coltivando rotte commerciali alternative tramite i suoi partner BRICS+ e, potenzialmente, attraverso un impegno economico ricalibrato con l'Europa (che probabilmente contribuirà a ridurre ulteriormente l'inflazione). Il quindicesimo Piano Quinquennale pone l'autosufficienza tecnologica e l'innovazione in prima linea, mettendo in secondo piano la riforma della sicurezza sociale. Le crescenti pressioni geopolitiche hanno rafforzato la determinazione della Cina a garantire l'autonomia strategica nei settori ad alta tecnologia e nell'energia.

I dati economici delle imprese stanno gradualmente migliorando: gli utili si consolidano, il potere di determinare i prezzi sta tornando e i margini si allargano in segmenti come l'industria, la tecnologia e i materiali. La catena del valore globale dei chip per l'AI continua a mantenere un forte slancio, accompagnata da una domanda sostenuta di soluzioni per lo stoccaggio dell'energia e rapidi progressi in biotecnologia. La traiettoria futura delle negoziazioni commerciali tra Stati

Uniti e Cina rimane incerta, ma la Cina attualmente dispone di maggiore potere contrattuale di quanto comunemente si pensi: ha bisogno di semiconduttori (per ora) e prodotti agricoli, mentre gli Stati Uniti dipendono fortemente dalle terre rare cinesi, dai minerali critici e dai beni di consumo a basso costo.

La *Supply Chain* dell'Intelligenza Artificiale (AI) – spiegata semplicemente

Quando si parla di intelligenza artificiale, spesso sembra che viva da qualche parte tra le nuvole, creando risposte su richiesta. In realtà, il mondo dell'AI inizia in un posto molto poco affascinante: la terra.

L'AI comincia dalle materie prime come silicio, minerali rari, rame e molta energia elettrica. Questi ingredienti vengono estratti, lavorati e trasformati in ciò che rende possibili i computer. Senza di essi, non c'è magia — solo macchine molto silenziose. I principali attori in questa fase? **China Northern Rare Earth Group** (terre rare), **Albemarle Corporation** (litio), **BHP** (rame), **Glencore** (metalli diversi).

Una volta raccolti, questi materiali entrano nel mondo molto preciso e costoso dei semiconduttori. Prima ci sono i **designer dei chip**, gli architetti, come **Nvidia**, **AMD**, **Intel**, **Google** e **Amazon**, che creano il *design* dei processori AI. Poi arrivano i **produttori di macchine** che effettivamente incidono questi progetti sul silicio. **ASML** è il leader di questo gruppo, con **Applied Materials**, **Lam Research** e **Tokyo Electron** che forniscono il resto delle attrezzature. Infine, i *design* arrivano nelle mani delle **fonderie**, i maestri costruttori come **TSMC**, **Samsung** e **Intel**, che trasformano quei minuscoli schemi in chip veri e propri, che alimentano infine i sistemi di AI.

I chip poi trovano casa in enormi **data center**. Questi impianti dalle dimensioni di magazzini sono le palestre dove i modelli di AI vanno a fare allenamento. Sono gestiti dai giganti del cloud come **Amazon**, **Microsoft** e **Google**, insieme a nuovi operatori specializzati. All'interno, migliaia di chip lavorano incessantemente, raffreddati da sistemi di ventilazione avanzati (e recentemente anche a liquido) che lavorano tanto quanto i chip stessi. Ogni volta che un modello AI "impara", "pensa" o risponde alla tua domanda, probabilmente succede in uno di questi edifici.

Ma l'hardware è solo metà della storia. Per costruire davvero i sistemi di AI, gli ingegneri usano **software / framework di machine learning** — un po' come le scatole degli attrezzi e i manuali di istruzioni del mondo dell'AI. **PyTorch** (Meta), **TensorFlow/JAX** (Google), **Hugging Face** e **CUDA** (Nvidia) sono alcuni dei grandi nomi che permettono agli sviluppatori di addestrare i modelli.

Poi arriva il **carburante** per l'AI: i **dati**. Tantissimi dati. Enormi set di dati di testi, immagini, audio, video, codici — praticamente tutto ciò che gli esseri umani hanno mai postato, pubblicato o dimenticato su internet. I team raccolgono, puliscono, etichettano e organizzano queste informazioni affinché i modelli possano imparare qualcosa di utile e non solo memorizzare meme di gatti (anche se succede anche questo). Aziende come **Scale AI**, **Appen** e **Sama** si occupano di questo lavoro molto poco glamour ma essenziale: rendere i dati disordinati meno disordinati.

Solo dopo tutto questo arriva il momento di cui tutti parlano: **l'addestramento del modello**. È qui che aziende come **OpenAI**, **Google DeepMind**, **Anthropic**, **Meta**, **xAI**, **Mistral**, **Amazon**, **Cohere** e altre passano settimane o mesi a insegnare a un modello come comprendere il linguaggio e risolvere problemi. L'addestramento richiede una potenza di calcolo enorme.

Una volta addestrato, il modello viene **distribuito attraverso i servizi cloud** affinché persone e aziende possano utilizzarlo. È questa la parte in cui l'AI diventa finalmente visibile al mondo — nei motori di ricerca, nei software per ufficio, nei bot per il servizio clienti o in app come **ChatGPT**.

Alla fine della catena c'è la parte con cui le persone interagiscono: le **applicazioni**. Queste sono le facce amichevoli costruite sopra la macchina pesante. Fanno sembrare l'AI semplice, anche se dietro le quinte c'è un intero ecosistema globale di imprese minerarie, produttori di chip, ingegneri, ricercatori, etichettatori di dati e operatori del cloud che lavorano per far funzionare tutto senza intoppi. Le principali app? **ChatGPT**, **Google Gemini**, **Microsoft Copilot**, **Anthropic Claude** e molte altre che usiamo comunemente.

Mercati azionari 2026

Azioni 2026 – “La lenta fatica di un toro irrequieto”

Se hai solo 30 secondi:

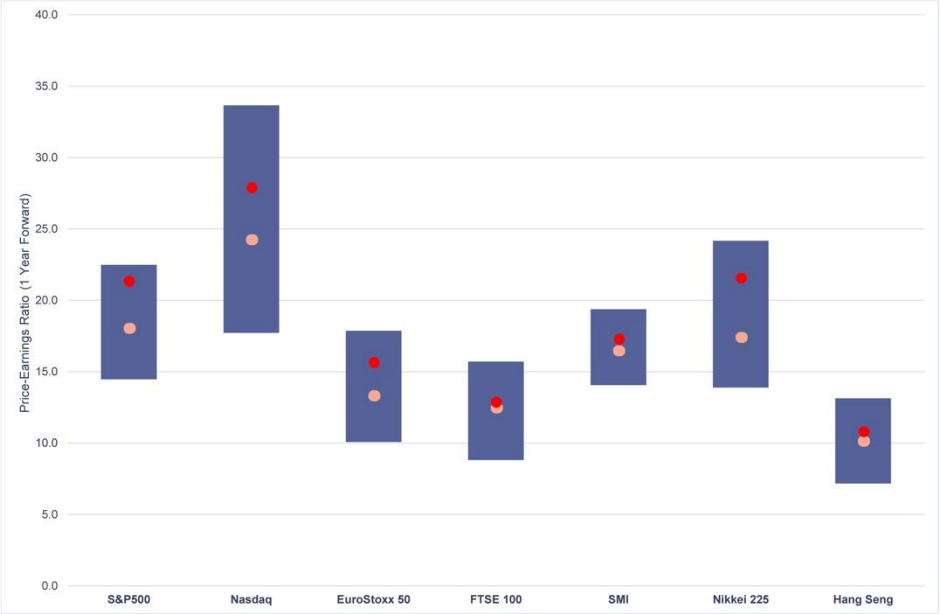
- Le azioni entrano nel 2026 su una base solida, ma con valutazioni elevate e guadagni meno facili. I rendimenti dipenderanno maggiormente dagli utili, dalla selettività e dalla gestione attiva.
- L'intelligenza artificiale rimane un motore principale, ma anche una fonte di rischio da concentrazione.
- Stati Uniti: ancora un locomotore della crescita globale, ma troppo costoso per un posizionamento passivo. L’AI guida, i settori delle utility e delle banche appaiono interessanti, e le mid-cap si distinguono come un punto di forza.
- Europa: più economica rispetto agli Stati Uniti e in miglioramento. Gli utili e la fiducia sono in recupero, grazie a politiche fiscali orientate alla crescita. I settori industriali e bancari rappresentano le principali opportunità.
- Svizzera: stabile, difensiva, modesta. Un franco forte e una crescita economica lenta limitano il potenziale di rialzo. Migliore come riserva di valore che per rendimenti elevati.
- Mercati Emergenti: crescita sostenuta, un dollaro più debole e valutazioni ancora attraenti. La crescita degli utili accelera e gli investitori globali rimangono sottopesati. Scegliamo un approccio diversificato o ci focalizziamo su Cina (a buon mercato, supporto politico per la tecnologia e il recupero industriale) e India (costosa ma alimentata da una crescita strutturale e politiche favorevoli alle imprese).

Le azioni si avviano verso il 2026 in buone condizioni, ma i tempi dei profitti automatici e facili a doppia cifra sono ormai un ricordo. Il mercato di quest'anno continuerà a premiarci per il rischio che prendiamo, ma ci saranno molte più domande a cui rispondere anticipatamente. Le valutazioni restano ancora elevate nella maggior parte dei mercati sviluppati, con l'America Latina e alcuni mercati asiatici (escluso il Giappone) come eccezioni. Il piccolo calo di mercato che abbiamo visto a novembre ha contribuito ad abbassare un po' la pressione, ma non abbastanza da rendere le azioni "economiche". La politica monetaria non è più il potente vento di coda che è stata negli ultimi anni, ma le banche centrali non si stanno ritirando — continueranno a mantenere la rete di sicurezza se la situazione dovesse indebolirsi. E sul fronte fiscale, nonostante carichi di debito piuttosto elevati, i governi rimangono molto più concentrati nel sostenere la crescita che nello “stringere la cinghia”. Lo si vede nel blocco politico in Francia, negli Stati Uniti con il loro "One Big Beautiful Bill" incrementale, e nella spinta a tutto gas del Giappone verso tecnologia, infrastrutture e difesa.

Con i dazi che svaniscono dalle prime pagine dei giornali, le aziende stanno finalmente riacquistando visibilità. I piani di assunzione, gli investimenti in capex e i progetti che erano stati sospesi a lungo stanno lentamente riprendendo vita. Tuttavia, il 2026 non sarà un altro anno in cui le valutazioni aumenteranno solo perché il denaro è economico. Ora il mercato vuole utili reali. La crescita degli utili sta rallentando, ma rimane solida, intorno all'8%, e potrebbe beneficiare di un *boost* grazie ai riacquisti di azioni e a un dollaro statunitense più prevedibile.

L'intelligenza artificiale rimane il grande motore di spinta, ma non è più solo pura eccitazione. Sì, le opportunità di ricavi sono più chiare. Ma anche le domande si stanno facendo più insistenti: quanto è sostenibile questa spesa in conto capitale (capex), quanto debito viene utilizzato per finanziarla, quando tutta questa infrastruttura inizierà a generare ritorni, e cosa succede ai margini quando più attori entreranno nel settore? A tutto ciò si aggiunge la Cina che spinge sull’acceleratore e i titoli dei leader del settore che vengono scambiati a prezzi che fanno impallidire anche gli investitori più stagionati. La concentrazione degli indici è ancora una debolezza reale — troppo dipende da pochi nomi. Allo stesso tempo, uscire presto dal trend dell'AI è una forma di rischio a sé stante.

Grafico 7. Le valutazioni azionarie sono motivo di preoccupazione, tranne in alcuni mercati dei Paesi emergenti



"Le valutazioni sono ancora elevate nella maggior parte dei mercati sviluppati"

Prezzo utili prospettico Forward Price-Earnings).
Barra viola: minimo/massimo degli ultimi 10 anni.
Punto rosa: media degli ultimi 10 anni.
Punto rosso: valore attuale.

Bloomberg, PKB (mensile)

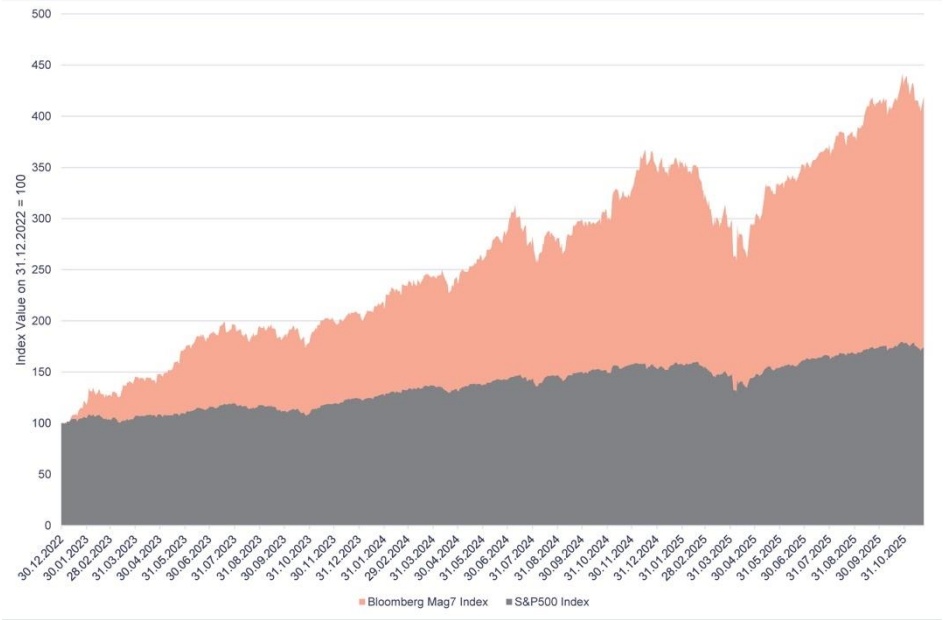
E non dobbiamo dimenticare il contesto psicologico. Il rally del 2025 — sulla carta uno dei migliori degli ultimi anni — è stato comunque apertamente detestato da molti. Diversi grandi investitori sono rimasti sottopesati e hanno trascorso la maggior parte dell'anno sentendosi come se stessero rincorrendo un treno in corsa. Quella frustrazione residua ora alimenta un istinto da "compra-sul-ribasso" che sta conferendo al mercato una base sorprendentemente solida. Se aggiungiamo alcuni possibili *boost* geopolitici, ci troviamo di fronte a un mercato dove la paura di rimanere fuori (FOMO) è ancora ben viva.

Tuttavia, il 2026 non seguirà una linea retta. Si sta configurando come un anno che non sarà né rialzista né ribassista per definizione ma semplicemente pieno di opportunità. La gestione attiva torna ad avere importanza. Le performance saranno probabilmente più limitate, la scelta dei titoli giusti diventerà ancora più cruciale, la volatilità si presenterà con maggiore frequenza, e la diversificazione dovrà essere più intelligente — costruita su contrasti veri, non solo diffusa a caso.

Stati Uniti — "Un mercato di giganti, ma non un mercato per passeggeri"
Gli Stati Uniti continuano ad essere uno dei grandi motori dei mercati globali, ma il 2026 non premierà chi si limita a comprare l'intero mercato sperando nel meglio. Quest'anno si tratta di scegliere con attenzione dove investire. Molto dipenderà da come gli investitori interpreteranno la figura del nuovo presidente della Fed. Finché la persona non viene vista come un nominato politico sotto mentite spoglie, la Fed dovrebbe rimanere una forza stabilizzante, piuttosto che qualcosa contro cui i mercati devono difendersi. I prezzi di mercato sono elevati — oltre 21 volte gli utili previsti, vicino al massimo della fascia storica — ma gli Stati Uniti si trovano anche al centro di una grande trasformazione tecnologica. Tra intelligenza artificiale, influenza geopolitica e innovazione senza pari, il paese continua ad avere i motori di crescita più potenti del pianeta. L'AI in particolare continua a spingere gli utili verso l'alto, nonostante le preoccupazioni su quanto siano concentrate queste crescite e su quanto possa durare l'attuale ciclo di spesa. Se le mega-cap dovessero prendersi una pausa, è più probabile che sia un'opportunità di acquisto che un segnale che la storia sia finita.

Grafico 8. Un mercato azionario USA concentrato ha portato a prestazioni eccezionali

"Se le mega-cap dovessero prendersi una pausa, è più probabile che rappresenti un'opportunità di acquisto"



Performance totale di rendimento degli indici Bloomberg Magnificent-7 e S&P 500 (al 21 novembre 2025)

Bloomberg, PKB (indici di rendimento totale giornalieri)

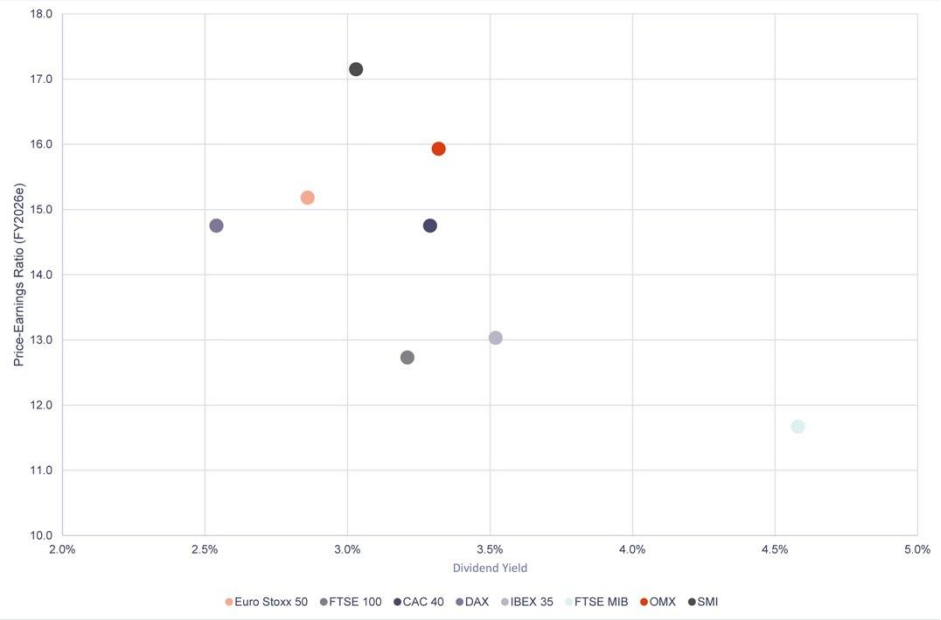
L'economia reale sta inviando segnali contrastanti. La disoccupazione sta salendo lentamente, ma i salari — soprattutto per le famiglie a reddito medio — stanno aumentando a sufficienza per mantenere vive le spese, e i risparmi accumulati continuano a offrire una certa protezione. Con i dazi che si stanno chiarendo, molte aziende si preparano a rilanciare le assunzioni e gli investimenti, specialmente a partire dalla metà del 2026. Un dollaro più debole e l'ulteriore chiarimento sulle tariffe potrebbero anche dare un piccolo impulso alle esportazioni statunitensi.

La leadership di mercato non è cambiata molto. La tecnologia — in particolare i titoli con un forte focus sull'AI — continua a dettare la direzione, ma le valutazioni impongono di avere una visione più lucida nello scegliere cosa possedere. Le *utilities* sono una opportunità più tranquilla, che combina crescita e valore in un modo che spesso viene trascurato, sostenuta dalla transizione energetica, dalla costruzione di data center e dalla necessità di modernizzare la rete elettrica. Le banche, sebbene tutt'altro che economiche, beneficiano di una curva dei rendimenti più ripida, di una forte attività di mercato e di una prospettiva normativa più favorevole. Le mid-cap sembrano particolarmente interessanti: abbondanza di liquidità, prezzi ragionevoli e ben posizionate per trarre vantaggio da una politica monetaria più accomodante e da una ripresa delle operazioni di M&A. La sanità (settore *healthcare*) rimane più un rifugio difensivo, utile quando i mercati vacillano, che una scelta ovvia per una posizione di convincente investimento a lungo termine.

Europa — "Un motore lento, ma che finalmente si avvia"
L'Europa riparte dal 2026 con una modalità lenta ma costante. I prezzi appaiono più favorevoli rispetto agli Stati Uniti — circa 15 volte gli utili attesi — e si collocano solo leggermente al di sopra delle loro medie a lungo termine, nonostante la forte crescita del 2025. La fiducia delle imprese si sta finalmente risvegliando, favorita da politiche fiscali che puntano apertamente alla crescita, specialmente in Germania. I rendimenti da dividendi superiori al 3% offrono alla regione un'ulteriore protezione, e gli utili sembrano pronti a riprendere a crescere, avvicinandosi nuovamente alle medie storiche, mentre il settore manifatturiero mostra finalmente segni di vitalità dopo anni di stagnazione.

La nebbia che avvolge il commercio tra Stati Uniti e Unione Europea e le questioni tariffarie interne europee si sta diradando, e questa chiarezza sta già sbloccando i piani di investimento che le aziende avevano messo in pausa. I margini operativi dovrebbero continuare a migliorare, superando possibilmente il 15% nel 2026 con l'aumento della domanda. L'economia nel suo complesso non è ancora motivo di grande orgoglio, ma stanno emergendo zone di reale forza, in particolare nell'Europa meridionale, dove Spagna e Grecia continuano a sorprendere positivamente, se si va oltre le apparenze.

Grafico 9. Valutazioni sopra la media per le azioni europee, ma buoni dividendi



"Le valutazioni appaiono più favorevoli in Europa rispetto agli Stati Uniti, con dividendi interessanti"

Rapporto prezzo-utili (previsto per fine 2026) rispetto al rendimento da dividendo attuale

Bloomberg (previsioni annuali e dati attuali, indici di rendimento totale.)

Le *utilities* continueranno a beneficiare della crescita a lungo termine della domanda di elettricità, anche se con un impatto meno marcato rispetto agli Stati Uniti, principalmente a causa della diversa struttura del mercato europeo. Il settore industriale si sta configurando come il vero protagonista: la forte spesa della Germania in infrastrutture e difesa rappresenta un importante vento favorevole, e i portafogli ordini globali stanno iniziando ad aprirsi nuovamente. La tecnologia pesa ancora poco negli indici europei, ma dovrebbe migliorare quest'anno dopo aver fatto da fanalino di coda rispetto ai suoi omologhi americani. E poi ci sono le banche: bilanci più puliti, migliore qualità degli attivi, dinamiche favorevoli dei tassi e spazio per ulteriori fusioni — prima all'interno dei singoli paesi e, col tempo, potenzialmente oltre i confini, soprattutto nell'Europa meridionale e orientale. Nel complesso, questi fattori rendono il settore finanziario europeo uno degli ambiti più interessanti da seguire nel 2026.

Svizzera — "Il porto sicuro, non il motoscafo"
La Svizzera resta fedele alla sua reputazione: stabile, prevedibile e costruita per la stabilità piuttosto che per l'entusiasmo. Le aziende svizzere hanno ottenuto risultati discreti nel 2025 — solidi considerando sia l'incertezza globale sia un'economia locale debole — ma nulla che possa infiammare il mercato. Il nuovo accordo tariffario con gli Stati Uniti rappresenta un passo benvenuto nella giusta direzione, riducendo in modo significativo i principali dazi. Tuttavia, settori importanti come quello farmaceutico e dell'oro restano esclusi dall'accordo, e i tempi effettivi di attuazione sono ancora incerti. Inoltre, il franco è rimasto ostinatamente forte, rendendo la vita più difficile agli esportatori, e l'economia non brilla certo per slancio. Con la banca centrale che ha margini molto limitati per ulteriori tagli, non c'è molta speranza che la politica monetaria da sola possa sostenere il mercato nel 2026.

I prezzi raccontano una storia familiare: circa 17 volte gli utili attesi, leggermente sopra la media a lungo termine, e un rendimento da dividendi vicino al 3%, che aiuta a mitigare la volatilità. Le azioni svizzere restano un ottimo investimento difensivo — qualcosa che si vuole avere nel portafoglio quando i mercati globali diventano nervosi. Ma non sono posizionate per sovraperformare in un anno guidato da un'assunzione selettiva del rischio e da aree di crescita altrove. All'interno della nostra strategia a bilanciere, la Svizzera è lo stabilizzatore, non il motore dei rendimenti.

Mercati emergenti — "Volatili, vivi e ancora sottovalutati"
I mercati emergenti si avviano al 2026 come uno degli ambiti più promettenti su cui investire, a patto di essere pronti a sopportare qualche scossone lungo il percorso. Dopo una forte crescita nel 2025, le premesse restano favorevoli: il dollaro dovrebbe indebolirsi, la liquidità sta migliorando sia a livello locale che globale, e l'ecosistema tecnologico cinese continua a stimolare l'innovazione in tutta la regione. Inoltre, molti investitori globali sono ancora sotto ponderati nei confronti dei mercati emergenti, lasciando ampio spazio a nuovi afflussi di capitale.

Si prevede un aumento significativo degli utili — da una crescita di circa il 10% nel 2025 a circa il 15% nel 2026 — con un ampliamento sia dei margini lordi che operativi. Le valutazioni restano uno dei maggiori punti di forza dei mercati emergenti: l'indice MSCI Emerging Markets quota intorno a 13 volte gli utili attesi, in linea con la sua media a lungo termine ma ben al di sotto dei picchi passati. In un mondo dove la maggior parte dei mercati appare costosa, i mercati emergenti offrono ancora un reale valore.

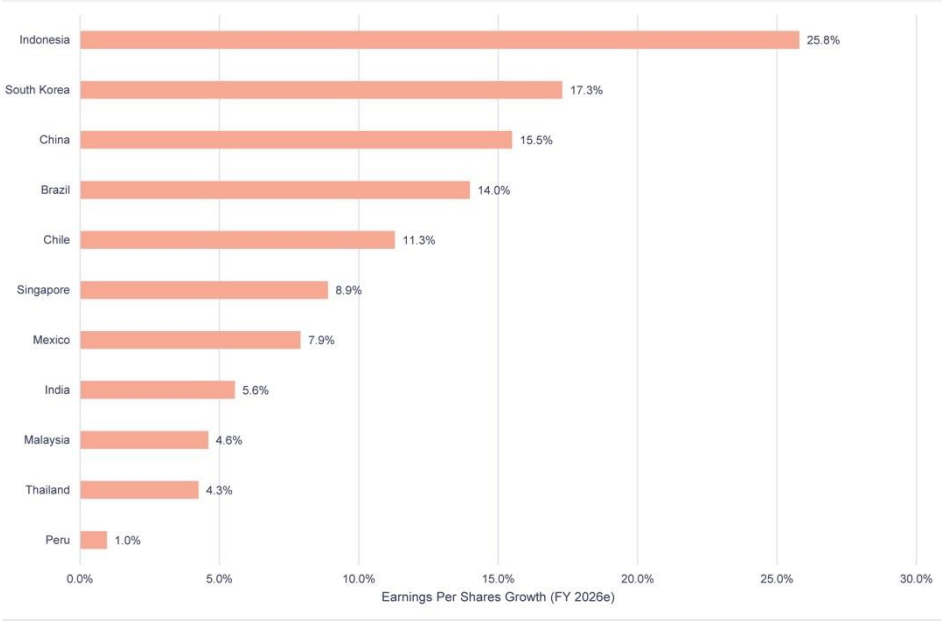
Il più ampio spostamento geopolitico intorno ai BRICS+ potrebbe alla lunga ridurre la dipendenza dagli Stati Uniti e rimodellare le relazioni commerciali a lungo termine. Questi effetti non si manifesteranno completamente nel 2026, ma i primi segnali di cambiamento dovrebbero già essere visibili. Inoltre, l'ampia disponibilità di risorse naturali in molti paesi emergenti continua a rappresentare un vantaggio strutturale. Questi mercati non sono mai del tutto tranquilli — raramente lo sono — ma per gli investitori in grado di gestire la volatilità, il potenziale rendimento nel 2026 rimane significativo.

Grafico 10. Forte crescita degli utili per azione (EPS) nei mercati emergenti, con potenziali sorprese in India

"I mercati emergenti rappresentano un'opportunità promettente per investire, purché si sia disposti a tollerare alcune turbolenze"

Crescita degli utili per azione (EPS) nel 2026 (previsto per il 2025 rispetto alle previsioni per il 2026)

Bloomberg (previsioni annuali e dati attuali, indici di rendimento totale)



Cina e India — "Motori gemelli, velocità diverse"

Cina e India restano i pilastri della narrazione sui mercati emergenti, ma lo fanno per ragioni molto diverse — ed è proprio questo che li rende un'accoppiata efficace. Entrambi i Paesi meritano un posto in un'allocazione azionaria nei mercati emergenti per il 2026. La Cina offre una crescita sottovalutata con utili in miglioramento e un forte supporto politico; l'India porta un'espansione strutturale a un prezzo più elevato. Insieme, creano un mix equilibrato e potente, per chi può sopportare la volatilità…

La Cina può sembrare lenta rispetto al passato, ma sotto la superficie sta ricostruendo slancio dove conta di più: nella tecnologia. La spinta di Xi a colmare il divario nell'intelligenza artificiale con gli Stati Uniti entro il 2025 non ha ancora centrato completamente l'obiettivo, ma è abbastanza vicina da attirare l'attenzione. Modelli come DeepSeek mostrano che la Cina non sta più solo recuperando terreno — ma sta competendo. Il Paese investe ingenti risorse in infrastrutture per l'AI, capacità cloud, semiconduttori e biotecnologie, il tutto avvolto in una strategia politica volta a rendere la Cina meno dipendente dalla tecnologia straniera. Gli utili aziendali si stanno risvegliando, specialmente nei settori industriale, tecnologico e dei materiali, dove i profitti sono destinati a crescere oltre il 30%. Gli investimenti in capitale fisso aumentano rapidamente, le catene di approvvigionamento all'interno della rete BRICS+ diventano più sofisticate e le valutazioni restano attraenti. È una combinazione rara: forti motori di crescita, chiaro sostegno politico e prezzi che appaiono ancora convenienti.

L’India racconta una storia opposta — ma altrettanto convincente. È costosa rispetto ad altri mercati emergenti e gli investitori sono disposti a pagare di più perché il contesto di crescita continua a dare risultati. Il governo sta conducendo una politica fiscale apertamente pro-crescita — tagli fiscali, un sistema GST (imposta sui beni e servizi) più flessibile e programmi che facilitano l’attività delle imprese. La banca centrale dovrebbe allentare la politica monetaria anche se l’inflazione resta un po’ resistente, offrendo ulteriore supporto. La traiettoria a lungo termine dell’India si fonda ancora su tre pilastri: una popolazione giovane, un’adozione digitale rapida e flussi costanti di investimenti. Mettendo tutto insieme, questi fattori giustificano il premio sulla valutazione.

L'intelligenza Artificiale (AI) è un'altra bolla Dot-com?

Si sente spesso dire: "Questo boom dell'AI è solo la bolla dot-com vestita di nuovo." È un paragone comprensibile — l'analogia è allettante. Ma se mettiamo da parte le emozioni per un momento e guardiamo ai fatti, le somiglianze sono sorprendentemente limitate. Sì, entrambi i periodi sono guidati da tecnologie importanti che cambiano la società. Oltre a questo… le differenze fanno la maggior parte del lavoro pesante. (Assunzione per i tempi: Dot-com = gennaio 1995 – marzo 2000; AI = gennaio 2023 – ottobre 2025).

Dove effettivamente si somigliano (in parte…)

- **Tecnologie dirompenti:** entrambi i periodi non riguardano il miglioramento di prodotti vecchi — si tratta di stravolgere il menu e servire una cucina completamente nuova. Internet ha rivoluzionato il modo in cui le aziende operavano; l'AI sta facendo lo stesso oggi.
- **I mercati erano forti.** Allora il Nasdaq guadagnò circa il 570% dalla metà degli anni '90 al picco. La corsa dell'AI è sana ma più contenuta: "solo" circa il 130% da gennaio 2023 a ottobre 2025.
- **Le valutazioni sembrano elevate, ma non sono davvero confrontabili.** Le valutazioni dot-com erano da capogiro: Verizon 60× utili, Deutsche Telekom 100×, Cisco 131×, Yahoo! 600×. I numeri odierni sembrano quasi frugali a confronto — Deutsche Telekom 12× utili, Apple ~33×, Microsoft ~30×, Alphabet ~28×, NVIDIA ~39×, Meta ~25×.
- **Aumento del debito… ma su scala diversa.** Nell'era dot-com i giganti delle telecomunicazioni si indebitarono enormemente per comprare licenze e costruire reti — che poi esplosero in modo spettacolare. Oggi il debito cresce tra i grandi nomi dell'AI con alti investimenti in capitale fisso, ma la maggior parte delle aziende big-tech ha bilanci più sani (molta liquidità, bassa leva finanziaria).

Dove non si somigliano affatto

- **Potenza di fuoco negli investimenti.** Il venture capital raccolse 3 miliardi di dollari nel 1995 e circa 100 miliardi nel 1999. L'AI è un'altra cosa: il capex (privato più corporate) ha raggiunto 252 miliardi nel 2024 e potrebbe arrivare a circa 420 miliardi nel 2025. Un livello completamente diverso.
- **Concentrazione di mercato.** Negli anni '90, le più grandi azioni tech rappresentavano circa il 13,7% dell'S&P 500; le prime 10 IT sotto il 19%. Oggi? Le prime 5 tech valgono il 27%, le prime 10 il 38%. Il doppio di concentrazione — struttura di mercato molto diversa.
- **Fervore per le IPO allora e oggi.** Gli anni '90 furono il paradiso delle IPO: circa 5.700 quotazioni negli USA. L'attuale entusiasmo è meno della metà (~2.360). Molto meno "chiunque con un sito web va in borsa."
- **Durata del rally.** Dot-com: circa 62 mesi. AI: circa 34 mesi finora. Corsa più corta, ciclo più veloce.
- **Profitti reali.** Molte stelle dot-com non avevano profitti, solo un sogno. I pesi massimi dell'AI oggi — Microsoft, Alphabet, Apple, Nvidia — sono macchine da soldi. Postura di rischio totalmente diversa.
- **Avvertimenti e controllori.** La bolla dot-com ebbe l'"euforia irrazionale" di Greenspan, la cautela di Buffett, l'analisi di Shiller (ma nel 1996…). Oggi il megafono è globale: FMI, BCE, BOE, FSB, più ogni grande analista e giornale che sventola la bandiera del "state attenti" a tutto volume.
- **Contesto monetario.** Nel 1999 la politica della Fed era più restrittiva che altro. Nel 2022–2025 i tassi sono saliti rapidamente prima di allentarsi e oggi le banche centrali sono più accomodanti che restrittive, con alcune eccezioni rilevanti.
- **Politica fiscale.** Alla fine degli anni '90 l'America aveva un surplus di bilancio. Oggi ha un deficit da trilioni di dollari. Questo cambia i rischi macro, le barriere di protezione e le scelte politiche in modi che rendono le due epoche strutturalmente diverse.

Mercati obbligazionari 2026

Obbligazioni 2026 – “Il ritorno della curva ripida”

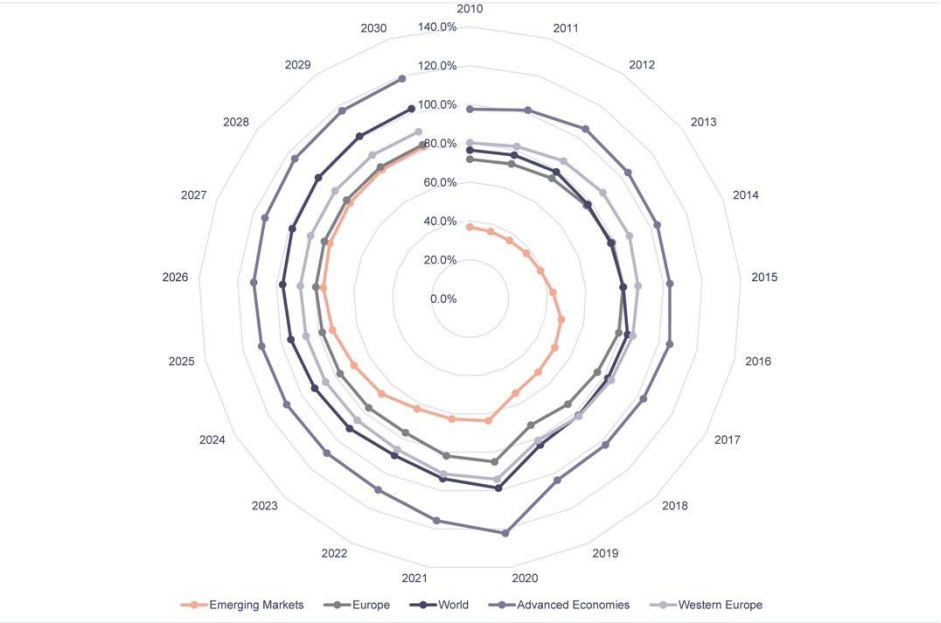
Se hai solo 30 secondi:

- Il 2026 sarà caratterizzato da curve dei rendimenti più ripide, credito selettivo e carry più importante. I governi continuano a indebitarsi, l’inflazione resta persistente e le banche centrali tagliano i tassi lentamente — quindi i tassi a breve calano mentre i rendimenti a lungo termine restano più stabili.
- Obbligazioni governative USA: la parte a breve è sostenuta da modesti tagli della Fed; la parte a lungo termine è sotto pressione per l’elevata emissione e fattori politici. I Treasury restano un’ottima copertura — meglio concentrarsi su duration intermedie.
- Obbligazioni governative europee: allentamento graduale della BCE, quadro fiscale più solido, curve con tendenza a diventare più ripide. Preferiamo i Treasury USA. I gilts britannici risultano relativamente attraenti.
- Obbligazioni Investment Grade: fondamentali solidi, spread ristretti, carry ancora interessante. Focus su alta qualità con scadenze tra 4 e 7 anni.
- Obbligazioni High Yield: i default aumentano leggermente e gli spread sono ridotti. Favorire i rating BB e duration più brevi.
- Obbligazioni dei mercati emergenti: ancora un’opportunità interessante di carry grazie a un dollaro più debole e miglioramento della qualità creditizia — essere selettivi per Paese.
- CLO (Collateralized Loan Obligations): carry a tasso variabile con solida protezione, ma la qualità è fondamentale. Usare con parsimonia.

Il mercato globale delle obbligazioni si avvia verso il 2026 influenzato da tre grandi forze: l’aumento del debito pubblico, banche centrali più caute e debitori corporate che finora stanno ancora reggendo bene. Il debito pubblico continua a salire quasi ovunque. I paesi sviluppati hanno già un rapporto debito/PIL del 110%, e l’FMI pensa che potrebbe arrivare intorno al 118% entro la fine del decennio. Anche le economie emergenti si preparano a indebitarsi di più, mentre portano avanti nuovi piani infrastrutturali e di sviluppo a lungo termine. A guidare questa tendenza sono una combinazione di maggiori spese per la difesa, popolazioni che invecchiano e un’inflazione che si rifiuta di diminuire. E con il rigore fiscale ora politicamente esplosivo — la Francia è l’ultimo esempio — i governi scelgono la crescita invece dell’austerità. Gli Stati Uniti stanno ampliando la loro impronta fiscale, il Giappone sta puntando tutto su spese pro-crescita, e l’Europa si sta muovendo nella stessa direzione. Con tutto ciò, è improbabile che la parte lunga delle curve dei rendimenti scenda molto e diventa essenziale una gestione attiva della duration, specialmente con le insolite grandi divergenze che stiamo vedendo tra i responsabili della Federal Reserve.

La politica monetaria aggiunge un ulteriore livello di complessità. Sì, 51 banche centrali hanno tagliato i tassi per quasi due anni, ma i rendimenti reali sono ancora relativamente alti, e l’appetito per ulteriori tagli sta diminuendo. La parte a breve della curva dovrebbe ancora ricevere supporto — specialmente in paesi come gli Stati Uniti, dove i governi preferiscono il rifinanziamento a breve termine. Ma con l’inflazione che si dimostra ostinata, le banche centrali non possono attuare i cicli di allentamento profondo a cui eravamo abituati. Questo crea le condizioni per un irripidimento della curva: i tassi a breve scendono grazie all’allentamento della politica, mentre i rendimenti a lungo termine restano fermi o aumentano un po’ sotto il peso dell’inflazione persistente e dell’ampia emissione di debito pubblico.

Grafico 11. Debiti pubblici in espansione, con ancora margine di crescita



"Con l'irrigidimento fiscale politicamente esplosivo, i governi scelgono la crescita invece dell'austerità"

Debito del governo centrale come % del PIL (effettivo 2010-2024, previsione 2025-2030)

Fondo Monetario Internazionale, Datamapper

Il credito corporate continua a mostrare una maggiore resilienza rispetto a quanto molti si aspettassero. Gli utili stanno ancora crescendo, i margini stanno migliorando e i bilanci appaiono generalmente solidi. Ci sono segnali da tenere d'occhio — un aumento delle emissioni di obbligazioni convertibili, grandi aziende tecnologiche che accedono ai mercati obbligazionari per finanziare gli investimenti, qualche crepa nel credito privato e un aumento dei tassi di insolvenza nei prestiti commerciali e studenteschi negli Stati Uniti. Ma nulla di tutto ciò appare allarmante nel contesto storico e i tassi di recupero rimangono sani. Il problema più grande sono gli spread: sono bassi, il che lascia poco margine di errore. Questo è un anno in cui la selezione del credito torna a essere importante. Gli investitori devono guardare da vicino i fondamentali, la stabilità dei flussi di cassa, la liquidità e la disciplina del capitale più di quanto abbiano fatto da molto tempo.

Obbligazioni Governative — "Tutto dipende dalle Banche Centrali. O no?"

Stati Uniti – "Supporto a breve termine, fragilità a lungo termine"
Le previsioni della stessa Fed indicano un tasso dei Fed Funds che si avvicina alla fascia 3,25%–3,50% entro la fine del 2026, cioè mezzo punto percentuale in meno rispetto all'attuale 3,75%–4,00%. I mercati sperano in qualcosa di più basso, con alcuni operatori che sussurrano un 3%. Questo sembra un po' troppo ottimistico. L'inflazione, soprattutto nei servizi, probabilmente resterà al di sopra della zona di comfort della Fed almeno per il primo trimestre del 2026, e questo da solo rende difficile credere che la banca centrale attuerà un ciclo di allentamento così pronunciato.

Un nuovo presidente della Fed che arriva in mezzo a tutto ciò non rende le prospettive più tranquille. Anche se la direzione della politica monetaria dovesse rimanere sostanzialmente stabile, i cambiamenti di leadership quasi sempre portano a episodi di volatilità. Ciò che è più chiaro è che la Fed, nel suo complesso, sta puntando maggiormente sul lato del mandato relativo alla "massima occupazione". Questo favorisce la parte breve della curva, dove il carry è ancora interessante e dove i tagli dei tassi — per quanto modesti — dovrebbero mantenere i rendimenti contenuti.

La parte lunga della curva segue regole diverse. Il Tesoro ha un calendario di emissioni molto intenso davanti a sé, e l'amministrazione sta apertamente usando la politica fiscale come strumento di crescita. Questa combinazione spinge naturalmente verso l'alto i rendimenti a lungo termine. Aggiungendo il calendario politico — con alta probabilità che i repubblicani perdano qualche seggio alle elezioni di medio termine del 2026 — il quadro diventa ancora più orientato a un irripidimento della curva. Storicamente, quando l'inflazione è persistente e Washington appare instabile, i tassi a lungo termine tendono a riflettere questa tensione.

Grafico 12. Ulteriori tagli della Fed, ma una curva più ripida

"I mercati sussurrano tassi Fed al 3%. Sembra un po' troppo ottimistico"

Tasso effettivo dei Fed Funds USA vs. rendimento dei titoli del Tesoro USA a 10 anni, al 21 novembre 2025

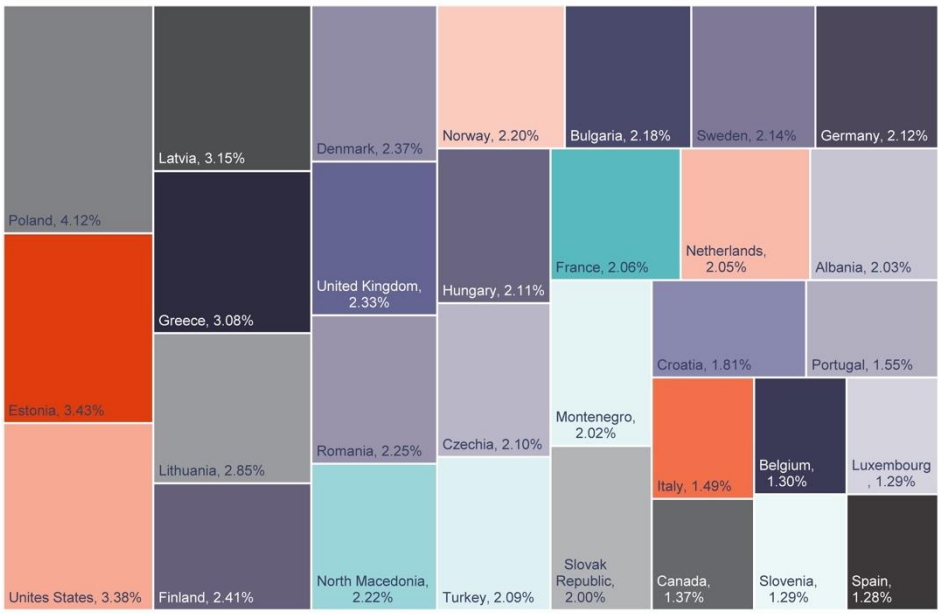
Bloomberg (FFER mensile, UST giornaliero)

Per ora, il Treasury a 10 anni è rimasto bloccato tra il 4,0% e il 4,5% per la maggior parte degli ultimi nove mesi, con solo brevi cali sotto il 4%. Intorno al 4,25%, vediamo un buon punto di ingresso, soprattutto con un percorso credibile verso un livello inferiore al 4% nel 2026, man mano che la crescita rallenta e l'allentamento della politica monetaria arriva, eventualmente. È importante sottolineare che i Treasury hanno riguadagnato la loro correlazione negativa con le azioni — il che significa che possono tornare a fungere da efficace copertura. In termini di posizionamento, una durata intermedia vicino ai sette anni sembra ancora essere il punto ideale.

Europa — "Spazio per allentare, ma senza fretta"
Con l'inflazione nell'Eurozona ormai vicina all'obiettivo del 2%, la BCE ha finalmente aperto la porta ai tagli dei tassi — ma non ha fretta. La crescita è debole, non così tanto da giustificare un allentamento aggressivo, e a meno che l'economia non subisca un improvviso crollo (cosa che non prevediamo), la banca centrale probabilmente agirà più lentamente rispetto ai suoi omologhi.

Anche le condizioni fiscali in Europa stanno seguendo un percorso più sano di quanto molti pensino. Il rapporto debito/PIL dell'Europa occidentale si attesta sotto l'87% e, secondo il FMI, dovrebbe raggiungere un picco inferiore al 90% entro il 2030 — una posizione molto migliore rispetto ad altre grandi economie sviluppate. Questo dà ai governi lo spazio per mantenere una politica fiscale di sostegno, soprattutto in settori come le infrastrutture, la transizione energetica e la difesa. Il piano a lungo termine di Mario Draghi per investimenti europei più profondi ha senso strategico, ma è improbabile che si realizzi completamente già entro il 2026.

Grafico 13. La spesa per la difesa in Europa ha potenziale di crescita



> "Buone condizioni fiscali offrono ai governi lo spazio per mantenere una politica fiscale di sostegno"

Spesa per la difesa come % del PIL (anno intero 2024)

NATO, Atlantic Council

I mercati obbligazionari europei hanno vissuto un 2025 difficile, con la maggior parte dei titoli a 10 anni sotto pressione, fatta eccezione per Italia e Svizzera. Un calo deciso dell'inflazione o un raffreddamento dell'economia più marcato del previsto potrebbero spingere verso il basso i rendimenti a lungo termine, ma non lo consideriamo lo scenario centrale. Più probabile è un irripidimento più marcato della curva dell'Eurozona, man mano che la spinta alla spesa della Germania inizia a influenzare l'economia.

Oltremanica, il Regno Unito appare ancora relativamente attraente. I mercati si aspettano solo limitati tagli dei tassi da parte della Bank of England, insieme a un continuo calo dell'inflazione e alla possibilità di una politica fiscale più restrittiva. Nel complesso, questa combinazione dovrebbe sostenere rendimenti più bassi sui *gilt* nel corso del 2026.

Posizionamento: mantenere una durata più breve in Europa rispetto ai Treasury statunitensi.

Credito Corporate – "La qualità fa la differenza"

Investment Grade (IG) — "Rimaniamo positivi"
Il credito Investment Grade continua a offrire una delle opportunità di carry aggiustato al rischio più interessanti nel reddito fisso globale. I rendimenti complessivi restano elevati, attestandosi intorno al 4,5% per l'IG in USD e circa il 3% per l'IG in EUR — livelli ancora favorevoli rispetto all'ultimo decennio. Le banche centrali si stanno gradualmente orientando verso politiche più accomodanti, in particolare la Federal Reserve e, in misura minore, la BCE, il che aggiunge un ulteriore supporto alla valutazione. La domanda degli investitori è rimasta solida, assorbendo agevolmente l'offerta costante di nuove emissioni. Anche i fondamentali aziendali si sono rafforzati: la crescita dell'EBITDA continua a superare l'aumento della leva finanziaria e i bilanci sono generalmente sani. Anche durante i recenti momenti di turbolenza di mercato, l'IG ha dimostrato una forte resilienza; gli spread sono rimasti contenuti e la categoria ha tenuto molto meglio rispetto al high yield.

Le emissioni di quest'anno sono state particolarmente intense tra le società legate all'intelligenza artificiale. Le più grandi aziende tecnologiche — tra cui Amazon, Alphabet, Oracle e Meta — hanno fatto ricorso ai mercati per finanziamenti multimiliardari a supporto di capex e investimenti strategici. Nonostante l'aumento dell'indebitamento, queste società continuano a coprire circa il 60% delle loro spese in conto capitale con cassa generata internamente; quindi, l'incremento dell'offerta non rappresenta un deterioramento della qualità creditizia.

Grafico 14. Gli spread degli Investment Grade sono bassi. Puntiamo al rendimento.

"Gli spread sono compressi. Un allargamento più significativo creerebbe punti di ingresso attraenti"

Indice dei Corporate Investment Grade USA – Spread rettificato per le opzioni, al 21 novembre 2025

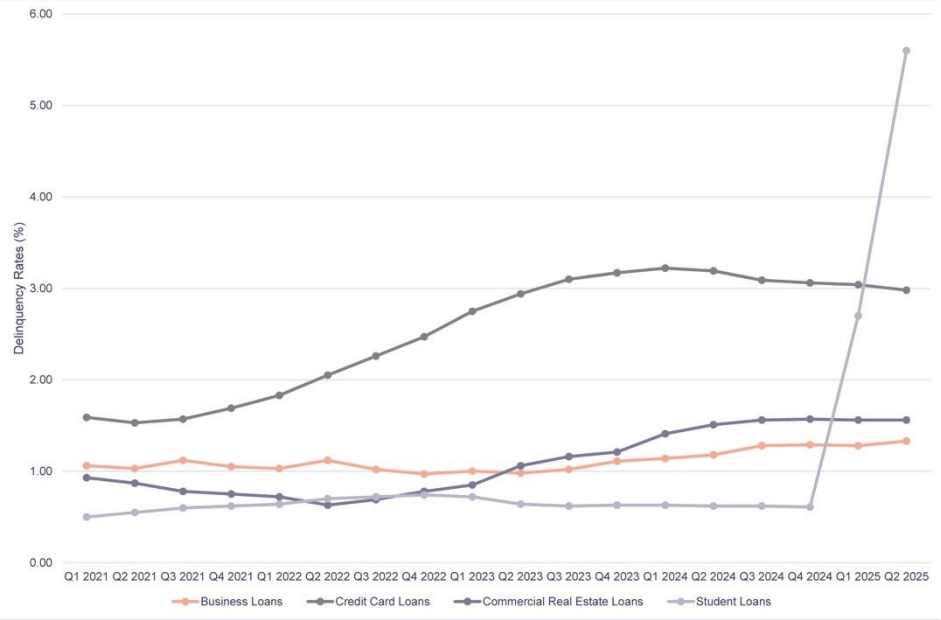
Indice Ice Data, LLC via FRED®

Gli spread sono contenuti, attestandosi sotto gli 80 punti base nell'IG in EUR e intorno agli 85 punti base nell'IG in USD, solo leggermente più ampi rispetto ai minimi del ciclo. Un allargamento più significativo verso la fascia 120–140 punti base creerebbe livelli di ingresso interessanti, ma anche ai prezzi attuali il carry rimane allettante in un contesto privo di shock di rischio importanti. Dal punto di vista del portafoglio, l'attenzione dovrebbe rimanere focalizzata sull'IG di alta qualità nella parte intermedia della curva, in particolare con scadenze tra i quattro e i sette anni.

High Yield (HY) — "Procedere con cautela"

I mercati high yield hanno offerto rendimenti solidi, ma il profilo di rischio sta cambiando. I tassi di default stanno aumentando moderatamente, soprattutto negli Stati Uniti e nell'universo europeo dell'high yield, dove i default sono saliti a quasi il 2,9%. I default nell'high yield statunitense restano relativamente bassi, poco oltre l'1%, anche se prevediamo che si avvicineranno alla soglia del 3%. Nonostante ciò, la composizione complessiva del credito è più solida rispetto ai cicli precedenti, con oltre la metà del mercato high yield attualmente classificata come BB — offrendo così una protezione utile contro un indebolimento economico più ampio.

Grafico 15. I tassi di insolvenza sono in aumento negli Stati Uniti



"I tassi di default stanno aumentando moderatamente, soprattutto nei mutui e nei prestiti studenteschi negli Stati Uniti"

Tassi di insolvenza negli Stati Uniti: imprese, carte di credito, immobili commerciali, prestiti studenteschi

Board of Governors of the Federal Reserve System, California Policy Lab

La leva finanziaria ha iniziato a crescere, in particolare tra gli emittenti mid-cap, anche se per il momento i rapporti di copertura degli interessi restano generalmente adeguati. Nel frattempo, gli spread rimangono compressi: intorno al 3,2% nell'high yield statunitense e poco sotto il 3% in Europa, livelli che lasciano poco margine di errore. Potrebbero allargarsi rapidamente se la volatilità dovesse persistere o se dovessero continuare a emergere default nel settore del credito privato. Detto ciò, le opportunità non mancano, soprattutto nei titoli subordinati finanziari e nelle società con rating BB solide e flussi di cassa prevedibili.

L'approccio prudente è mantenere un orientamento verso l'high yield di qualità superiore, limitare l'esposizione a duration più brevi e restare selettivi — evitando la parte più debole degli emittenti con rating inferiori, dove i rischi sono concentrati in modo sproporzionato.

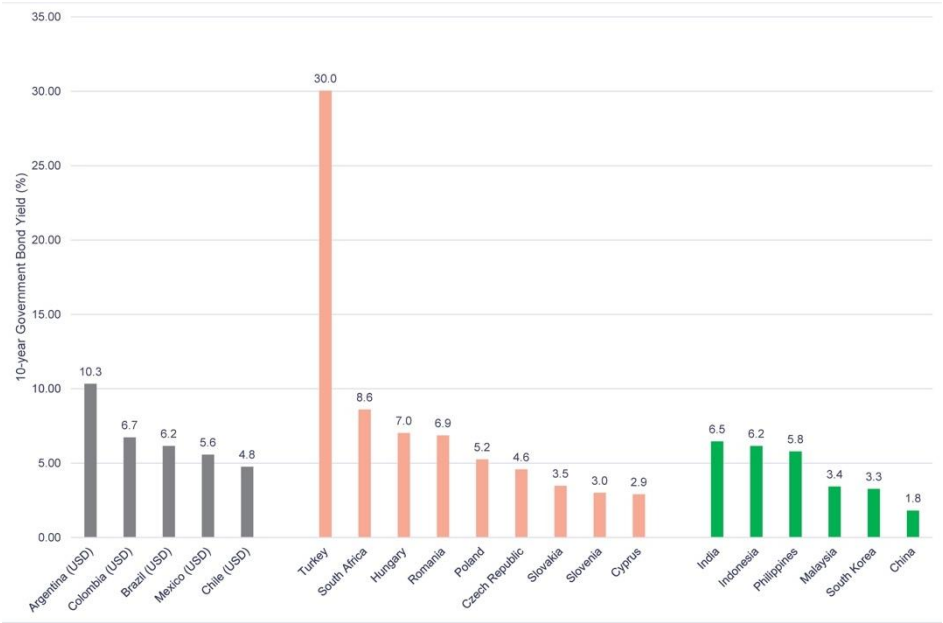
Debito dei Mercati Emergenti — "Una storia di carry ancora interessante"
Nonostante gli spread si trovino vicino ai minimi pluriennali, il debito dei mercati emergenti continua a offrire una storia di carry interessante. Il passaggio in corso della Federal Reserve verso un ciclo di allentamento monetario sta gradualmente facilitando le condizioni finanziarie globali e un dollaro USA più debole fornisce un sostegno significativo alle obbligazioni in valuta locale dei mercati emergenti. Il carry rimane tra i più elevati nel reddito fisso globale, attestandosi intorno al 7% e ben al di sopra delle medie storiche. I tassi di default sono contenuti intorno al 2,5%, chiaramente inferiori alla media storica di circa il 4,5%, mentre la qualità del credito sovrano in molti paesi emergenti è migliorata grazie a diversi upgrade e a un dialogo costruttivo con il FMI.

Grafico 16. I bond dei mercati emergenti offrono ancora rendimenti interessanti

"Il debito dei mercati emergenti continua a offrire una storia di rendimento interessante"

Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni dei mercati emergenti per paese / regione (al 24 novembre 2025)

Bloomberg (ultimo prezzo)



La crescita nelle economie emergenti continua a superare quella dei mercati sviluppati e rimane relativamente stabile, offrendo un contesto favorevole per il credito. In particolare, l'Asia si distingue per i suoi tassi di default bassi, soprattutto rispetto ad alcune aree dell'America Latina dove i rischi idiosincratici restano più elevati. Dal punto di vista del posizionamento, l'approccio più interessante è quello di privilegiare i titoli sovrani in hard currency dei mercati emergenti e le obbligazioni in valuta locale di alta qualità, prestando particolare attenzione alla liquidità e adottando una rigorosa selezione a livello di singolo paese.

CLO — "Una componente di carry di alta qualità a tasso variabile"

Le collateralized loan obligations (CLO) continuano a offrire una combinazione interessante di rendimento e resilienza. I rendimenti restano superiori al 4% nelle fasce di rating comparabili, ben al di sopra delle medie storiche, e la struttura prevalentemente investment grade di questa classe di attivi fornisce un solido cuscinetto. La natura a tasso variabile riduce inoltre il rischio di duration, particolarmente prezioso in un contesto di tassi ancora soggetto a forti oscillazioni e a indicazioni previsionali incoerenti.

Tuttavia, i CLO richiedono disciplina. Gli standard di sottoscrizione variano significativamente tra i gestori, e la dispersione nelle performance può essere ampia, soprattutto in periodi di stress. Gli investitori che si avvicinano al settore in modo selettivo, concentrandosi su gestori esperti con un solido track record, possono ottenere un carry interessante, mantenendo una robusta protezione strutturale. La strategia ottimale è quindi utilizzare l'esposizione ai CLO con giudizio, dando priorità alla qualità del gestore e mantenendo allocazioni ampiamente diversificate.

Mercati Valutari 2026

Valute 2026 – “Navigare tra venti contrari”

Se hai solo 30 secondi:

- Il 2026 sarà un anno in cui è meglio restare vicini alla moneta di riferimento. L’incertezza politica è elevata, le linee tra politica fiscale e monetaria si fanno più sfumate e i tagli dei tassi saranno lenti. A contare di più saranno le dinamiche dei tassi reali più che i movimenti nominali, favorendo le valute dei paesi emergenti dove i fondamentali sono solidi.
- Dollaro USA: i deficit gemelli, una Fed accomodante e volatilità a livello politico pongono il dollaro in posizione di svantaggio. Anche dopo il calo del 2025, resta sopravvalutato e vulnerabile a rendimenti reali più bassi. Non si prevedono correzioni importanti.
- Franco Svizzero: l’inflazione bassa e un atteggiamento prudente della SNB mantengono il franco stabile e meno volatile. Dovrebbe indebolirsi modestamente rispetto all’euro, mantenere il valore rispetto al dollaro e apprezzarsi solo in situazioni di stress sui mercati.
- Euro: un allentamento graduale della BCE, un rischio politico ridotto e una ripresa della spesa fiscale offrono all’euro una base più solida. Non prevediamo un boom, ma una valuta più stabile e leggermente più forte nel 2026.
- Sterlina Britannica: malgrado la confusione politica, il vantaggio di rendimento della sterlina si fa notare. Anche dopo i tagli della BoE, i tassi UK restano elevati rispetto ad altre monete di paesi sviluppati. Positiva rispetto a dollaro e franco; sostanzialmente allineata con l’euro.

Il panorama valutario del 2026 è come stare sul picco di un monte: la vista è ampia, l’aria è limpida, eppure un passo falso può cancellare mesi di guadagni. Sarà un anno buono per restare vicini alla propria valuta di riferimento, non per timore, ma perché il rumore di sottofondo macroeconomico globale è talmente forte da sovrastare anche le operazioni meglio costruite. Banche centrali e autorità fiscali stanno scivolando in una partnership incerta — non per scelta, ma per necessità. Il debito pubblico è in aumento; i deficit non si scusano più; la crescita rallenta. Il risultato è un mondo in cui i leader politici parlano di indipendenza mentre riconoscono silenziosamente la loro interdipendenza. Anche negli Stati Uniti, la Fed lascerà che siano i dati a dettare la sua strada, soprattutto se un nuovo aumento dell’inflazione dovesse costringerla ad agire.

I tagli dei tassi arriveranno, ma saranno lenti, cauti e dipendenti dai dati. Ciò che conta davvero ora non sono i rendimenti nominali, ma quelli reali, e in questo ambito le valute dei mercati emergenti godono del vantaggio di motori di crescita più forti e di un momentum più sano. Diverse valute emergenti hanno la capacità di apprezzarsi rispetto al dollaro semplicemente continuando a mostrare miglioramenti fondamentali costanti.

Dollaro US — “Ancora alcune difficoltà all’orizzonte”

Il dollaro entra nel 2026 appesantito dai tipici problemi familiari: i deficit gemelli che si allargano nel momento sbagliato del ciclo, una nuova leadership della Fed incline a un orientamento più accomodante e un contesto politico che continua a essere turbolento. Anche dopo la correzione del 2025, il dollaro si mantiene sopra il suo valore reale effettivo di lungo periodo di circa una deviazione standard (6%). La valutazione da sola non cambia mai il corso degli eventi, ma indica dove le correnti stanno mutando. A questo si aggiunge l’incertezza legata a una prossima sentenza della Corte Suprema sui dazi — con tutta l’imprevedibilità politica che ne deriva — e lo status del dollaro appare meno dominante e più difensivo.

Grafico 17. Il dollaro USA si è deprezzato ma rimane comunque al di sopra della sua media di lungo termine

"Il dollaro americano si trova ancora a una deviazione standard sopra il suo valore di lungo termine"

Tasso di cambio effettivo reale ampio per il dollaro USA, a ottobre 2025

Bloomberg, PKB (mensile)

Franco Svizzero — "Ancora un rifugio, ma con margini più morbidi"
Il franco svizzero, rifugio perenne in periodi turbolenti, difficilmente registrerà il consueto balzo a meno che i mercati non perdano davvero terreno. L'inflazione interna è ancorata, la Banca Nazionale Svizzera (SNB) non ha interesse a rivedere i tassi negativi e, in una rara dichiarazione congiunta con il Tesoro statunitense, la SNB ha concordato di non voler manipolare la propria valuta. In mercati tranquilli, il franco dovrebbe indebolirsi leggermente rispetto all'euro, mantenendo invece la sua posizione rispetto al dollaro, con brevi e bruschi rialzi solo durante episodi di stress.

Euro — "Non troppo forte, ma più stabile"
L'euro gode di meno motivi di vanto rispetto ai cicli passati, ma anche di meno passività. La BCE potrebbe tagliare i tassi, ma non con la rapidità o l'entità della Fed. Il rinnovamento politico in Francia dovrebbe eliminare una nuvola che sosta sugli asset europei. E con l'Europa che si prepara a una nuova ondata di spese per infrastrutture e difesa, i rendimenti dovrebbero offrire un supporto sufficiente a impedire alla valuta di indebolirsi. «Un po' più forte, non debole» definisce la moneta unica all'inizio dell'anno — un raro momento di equilibrio.

Sterlina Britannica — "Carry con riserve"
La sterlina resta la favorita dei "*contrarian*". Nonostante l'incertezza fiscale e un clima politico che solleva più domande che risposte, il carry della sterlina rimane interessante. Anche dopo i tagli dei tassi previsti dalla Bank of England nel corso del 2026, i rendimenti nel Regno Unito continueranno a essere nettamente superiori a quelli della Svizzera, chiaramente più alti rispetto a quelli dell'Eurozona e distintamente maggiori rispetto agli Stati Uniti. Per questi motivi, manteniamo un giudizio costruttivo sulla sterlina rispetto sia al dollaro sia al franco, e siamo sostanzialmente favorevoli alla traiettoria dell'euro.

Mercati delle Materie Prime 2026

Materie Prime 2026 – “Il battito sotto la superficie”

Se hai solo 30 secondi:

- Le materie prime iniziano il 2026 stabili, sostenute dalla domanda energetica legata all’AI, dall’elettrificazione globale e dalla ricostruzione delle infrastrutture. La dispersione è ampia, ma il tono generale è costruttivo.
- Oro: un dollaro più debole, rendimenti reali più bassi e tensioni geopolitiche mantengono l’oro come un solido stabilizzatore. Non aspettiamoci però performance pari a quelle del 2025.
- Petrolio: l’offerta al di fuori dell’OPEC+ ha raggiunto il picco mentre la domanda cresce, creando un sostegno più solido ai prezzi.
- Metalli industriali: rame e alluminio sono “*winners*” a lungo termine, poiché data center, reti elettriche e veicoli elettrici mettono sotto pressione un’offerta limitata. Argento, uranio e torio offrono opportunità selettive ma ad alta volatilità.

Nel 2026, le materie prime non sono più una semplice allocazione satellite a cui gli investitori ricorrono solo quando l’inflazione si riaccende. Esse rappresentano il ritmo sottile che accompagna le transizioni globali. Premiano chi sa ascoltare con attenzione — il rumore, certo, ma ancor di più il battito più profondo e lento che guiderà il decennio a venire.

Le materie prime entrano nel 2026 senza clamore ma con una solidità che non accenna a svanire. La loro forza non è rumorosa né lineare; è quel tipo di forza che si costruisce gradualmente, negli spazi in cui le catene di approvvigionamento si stringono, i modelli di domanda cambiano e le tecnologie superano le vecchie ipotesi sulle risorse. La volatilità è in aumento e la dispersione si amplia, ma questo non è un mercato dominato da grandi maree macroeconomiche — questo è un anno in cui le singole materie prime scrivono le proprie storie. L’orientamento generale è costruttivo, ma il successo dipende dalla capacità di leggere con precisione le correnti sotterranee piuttosto che cavalcare le onde superficiali.

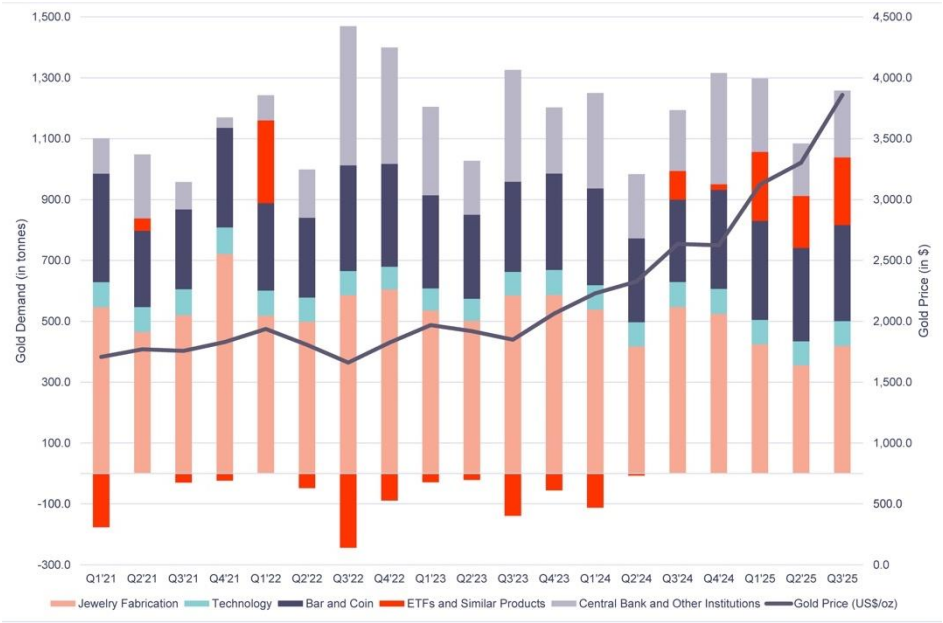
La ripresa della produzione offre una spinta leggera, ma la vera propulsione nasce da tre grandi archi che attraversano i cicli: l’insaziabile appetito elettrico dell’intelligenza artificiale, la marcia accelerata dell’elettrificazione globale e la svolta strutturale verso infrastrutture più verdi. Molti metalli si trovano all’incrocio di queste forze, e quell’intersezione conferisce loro un peso strategico all’interno dei portafogli. Poiché la performance delle materie prime spesso danza fuori sincrono rispetto ad azioni e obbligazioni, questi asset rafforzano la diversificazione a bilanciere al centro del nostro posizionamento per il 2026.

Oro — “Il guardiano silenzioso”

L’oro, da parte sua, rimane una scelta tatticamente neutra ma un compagno essenziale. Guadagna la sua posizione non grazie all’entusiasmo, ma alla sua affidabilità: assorbe le scosse generate dalla debolezza del dollaro, dalle tensioni elettorali, dagli scontri geopolitici e dalla spinta fiscale. Gli acquisti da parte delle banche centrali hanno mantenuto il loro ritmo nel 2025 e prevediamo un nuovo accumulo da parte dei paesi ancora strutturalmente sottopesati. Con la Fed che riduce i tassi e i rendimenti reali che scendono, il costo opportunità di detenere oro diminuisce, offrendo al metallo un supporto silenzioso ma persistente.

Grafico 18. Il prezzo dell'oro è principalmente guidato dagli ETF e dagli acquisti speculativi

"L'oro, da parte sua, rimane una scelta tatticamente neutra ma un compagno essenziale"



Domanda di oro per fonte, prezzo dell'oro in $/oncia (a fine settembre 2025)

ICE Benchmark Administration, Metals Focus, World Gold Council, Bloomberg

Petrolio — "Il risveglio a lenta combustione"

Il petrolio racconta una storia completamente diversa. La sua sottoperformance nel 2025 — frenata da un'offerta generosa e da una domanda esitante — ha creato le condizioni per una svolta. La crescita dell'offerta fuori dall'OPEC+ sta raggiungendo il suo limite, proprio mentre la domanda aumenta. Questo restringimento del divario introduce un sostegno più solido ai prezzi. L'energia conserva anche il suo antico riflesso geopolitico: quando le tensioni globali si intensificano, il petrolio diventa allo stesso tempo l'acceleratore e l'assorbitore di shock del mercato.

Metalli Industriali – "Il cablaggio del futuro"

Tra i metalli industriali, rame e alluminio emergono come protagonisti strutturali. Sono al centro del legame tra intelligenza artificiale ed energia, e la loro scarsità diventa sempre più difficile da ignorare. Consideriamo la portata della domanda futura: gli Stati Uniti potrebbero dover aggiungere oltre 100 GW di nuova capacità energetica ogni anno solo per tenere il passo con la digitalizzazione, mentre Bloomberg prevede che il consumo elettrico dei data center quasi triplicherà entro il 2035. L'infrastruttura per l'AI da sola ha bisogno di molto rame — 2 miglia per rack nei sistemi più avanzati — mentre la transizione verde intensifica la stessa competizione per i metalli che già creano l'espansione delle reti elettriche e la diffusione dei veicoli elettrici. Le miniere non riescono ad espandersi abbastanza rapidamente per alleviare questa pressione. Questi metalli non sono investimenti ciclici; sono temi di lungo termine. Elementi più volatili — argento, uranio, torio — offrono opportunità a scatti. Il balzo record dell'argento di quest'anno è un promemoria: questi mercati possono offrire guadagni entusiasmanti, ma solo per investitori a loro agio nel navigare la turbolenza. Uranio e torio si inseriscono nella narrazione della rinascita nucleare — un fenomeno lento ma potente quando prende piede.

Contatti

Alfonso Rivolta

Group Head Wealth Solutions

Alfonso.rivolta@pkb.ch
+41 91 913 31 45

Loris Centola

Chief Investment Officer

Loris.centola@pkb.ch
+41 91 913 34 64

Le informazioni, i prodotti, i dati, i servizi e gli strumenti contenuti o descritti in questa pubblicazione hanno uno scopo puramente informativo e non costituiscono né una pubblicità o una raccomandazione né un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi prodotto. I prodotti finanziari descritti nella presente pubblicazione non sono idonei per tutti gli investitori. Le informazioni contenute nella presente pubblicazione non rappresentano alcuna raccomandazione finanziaria, legale, fiscale e/o di altro tipo. Ogni scelta o decisione di investimento o di altro tipo non deve essere presa esclusivamente sulla base di questo documento. Prima di prendere qualsiasi decisione di investimento, si raccomanda di richiedere un esame approfondito della propria situazione e la consulenza di uno specialista qualificato. Sebbene le informazioni contenute in questo documento siano state redatte da PKB sulla base di o con riferimento a fonti, materiali e sistemi ritenuti affidabili e accurati, PKB non ne garantisce l'attualità, l'accuratezza o la completezza dei contenuti. PKB declina ogni responsabilità nella misura massima consentita dalle normative e/o dai regolamenti vigenti, per perdite o danni di qualsiasi natura derivanti direttamente o indirettamente dal contenuto, dall'accuratezza, dalla completezza o altro del contenuto o di qualsiasi contenuto di terzi di cui alla presente pubblicazione. Le analisi e le previsioni contenute in questa pubblicazione si basano su ipotesi, stime e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati e portare quindi a risultati sostanzialmente diversi.

PKB

Lugano

Via S. Balestra 1
6901 Lugano - Svizzera

T: +41 91 913 35 35
F: +41 91 923 35 22
email: infolu@pkb.ch

Zurigo

Tödistrasse 47
8002 Zurigo - Svizzera

T: +41 44 204 34 34
F: +41 44 204 34 35
email: infozh@pkb.ch

Ginevra

Rue Charles-Galland 12
1206 Ginevra - Svizzera

T: +41 22 346 91 55
F: +41 22 346 42 56
email: infoge@pkb.ch

www.pkb.ch