

The Globe

Scenario 2026

La view d'investimento
di Eurizon

16 gennaio 2026

Scenario di riferimento

Il 2026 si presenta come un anno di prosecuzione del ciclo economico globale, il settimo del ciclo *post Covid*.

Politiche fiscali di supporto all'economia, politiche monetarie neutrali, elezioni di *Midterm* negli USA sono elementi che sostengono il ciclo economico.

Elemento positivo è anche la stabilità dell'inflazione; in Eurozona tornata stabilmente in zona 2% e negli USA poco impattata dai dazi alle importazioni.

In Cina le autorità economiche dosano gli stimoli in modo da mantenere la crescita in linea con l'obiettivo del 5% annuo.

Per i mercati finanziari lo scenario centrale, che combina prosecuzione del ciclo economico espansivo con inflazione stabile, prefigura un contesto favorevole, in continuazione con il 2025.

I mercati azionari possono proseguire il rialzo sostenuti dalla crescita degli utili. Le valutazioni tirate dei titoli tecnologici sono motivo di attenzione, ma il resto del mercato ha valutazioni in linea con le medie di lungo periodo.

Il credito presenta *spread* compressi, ma rimangono una fonte di rendimento addizionale rispetto ai titoli governativi.

I governativi presentano tassi a scadenza superiori all'inflazione su tutte le scadenze. La *duration* governativa rappresenta, peraltro, una polizza assicurativa rispetto al rischio di inatteso rallentamento dell'economia globale.

ME

Macro Economy

- Negli USA le incertezze suscitate dalla guerra commerciale hanno indebolito il mercato del lavoro, con impatti modesti sull'inflazione. In Eurozona la crescita è attesa in miglioramento con l'implementazione dei piani di spesa fiscale.
- La Fed appare ormai vicina al livello di neutralità dei tassi; la BCE è ferma con tassi a livello neutrale.

AA

Asset Allocation

- La prosecuzione del ciclo economico globale è l'ipotesi centrale; l'attenzione sarà sul mercato del lavoro USA e sui piani di investimento in Eurozona.
- I mercati obbligazionari scontano i tagli attesi e l'annunciata espansione fiscale. Si confermano tassi cedolari interessanti. I mercati azionari appaiono tirati, ma gli utili sono a supporto.

FI

Fixed Income

- Obbligazioni governative interessanti, grazie a un flusso cedolare superiore all'inflazione e come protezione ai portafogli, in caso di inatteso rallentamento macro.
- *Spread* ai minimi per le obbligazioni *corporate*, che rimangono comunque una fonte di rendimento aggiuntivo rispetto ai governativi.

E

Equity

- Il movimento di breve appare tirato per i mercati azionari, ma la prosecuzione del ciclo economico (e degli utili), con tassi Fed in calo, è un solido sostegno di medio termine.
- A livello geografico, il recupero relativo di Europa e Mercati Emergenti già visto nel 2025, dopo una lunga fase di predominio USA, potrebbe proseguire nel 2026.

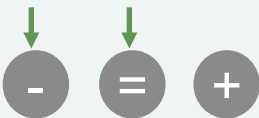
C

Currencies

- Forza dell'euro in parte rientrata, con la moneta unica ora in area 1,17 contro dollaro. Il taglio dei tassi Fed può mantenere il dollaro debole nel medio termine, ma non con l'intensità del 2025.

View d'investimento

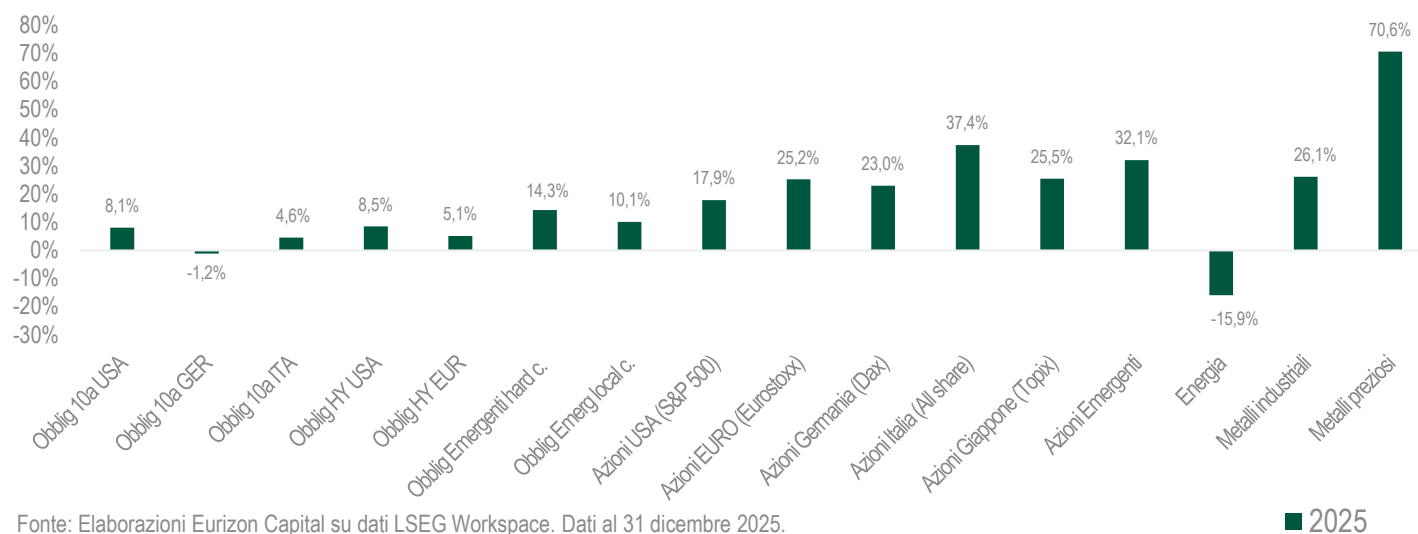
Lo scenario di riferimento vede il proseguimento del ciclo economico globale come ipotesi centrale. Con la fine dello *shutdown* si potrà verificare lo stato di salute dell'economia USA, dopo un mese e mezzo di sospensione nella pubblicazione dei dati macro. In Europa l'attenzione è sui piani di investimento in difesa e infrastrutture.

ASSET CLASS	GIUDIZIO	
FIXED INCOME Global Government	 POSITIVO USA POSITIVO GER	Giudizio positivo sulla <i>duration</i> di USA e Germania. Preferenza per i tassi reali.
	 POSITIVI PERIFERICI	Giudizio positivo sui titoli governativi periferici dell'Eurozona. Giudizio positivo sullo <i>spread</i> dei titoli governativi <i>non-core</i> euro, concentrato sull'Italia e sugli altri periferici.
FIXED INCOME Credit Spread	 POSITIVO SPREAD CORPORATE POSITIVO SPREAD EMERGENTI	Giudizio positivo sulle obbligazioni a <i>spread corporate</i> e sui Mercati Emergenti. Il giudizio positivo sugli <i>spread corporate</i> riguarda tutte le componenti <i>Investment Grade</i> e <i>High Yield</i> di USA ed Eurozona. Giudizio positivo anche sullo <i>spread</i> delle obbligazioni emergenti in valute forti.
EQUITY	 POSITIVO	Giudizio positivo sulle azioni. A livello geografico l'ordine di preferenza relativa è: (1) Europa, Mercati Emergenti, (2) USA, (3) Giappone, Pacifico ex Giappone.
CURRENCIES	 NEGATIVO DOLLARO NEUTRALE ALTRE VALUTE	Giudizio negativo sul dollaro, neutrale sulle altre valute.

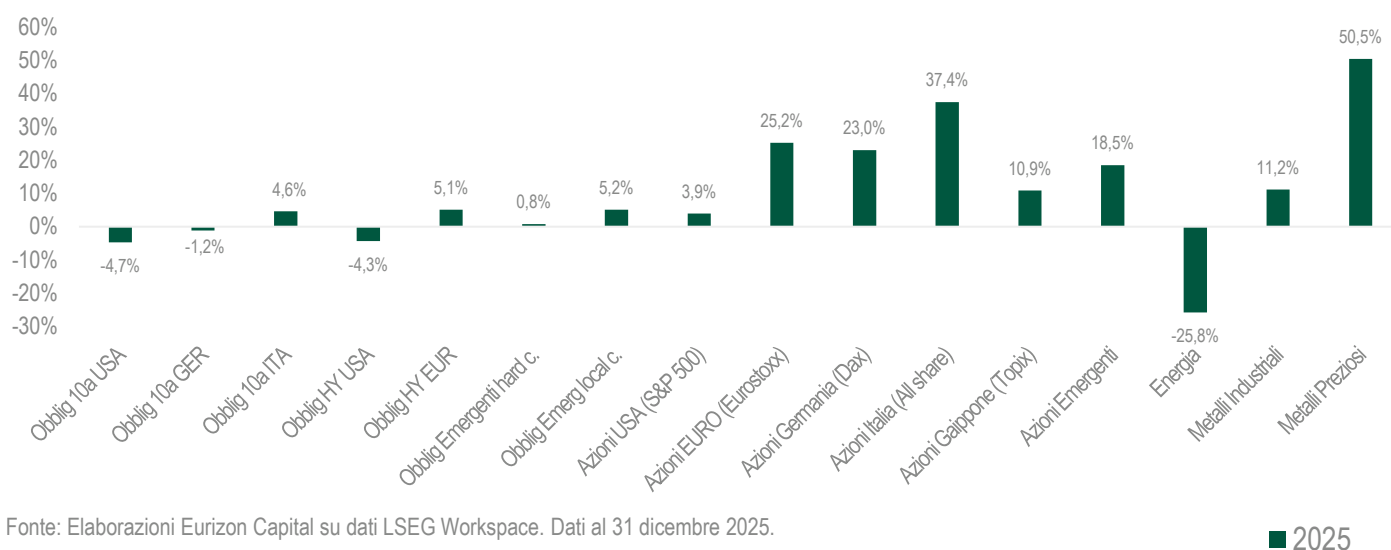
Asset Class a confronto

Tassi governativi poco mossi tra fine dicembre e inizio gennaio. *Spread* stabili a livelli bassi in Eurozona, per le obbligazioni *Investment Grade*, *High Yield* e dei Mercati Emergenti. Saldo positivo per i mercati azionari a inizio anno, a proseguire la tendenza 2025, con Mercati Emergenti ed Europa meglio degli USA. Dollaro attestato in zona 1,17 contro euro.

Mercati a confronto Valuta locale



Mercati a confronto Euro

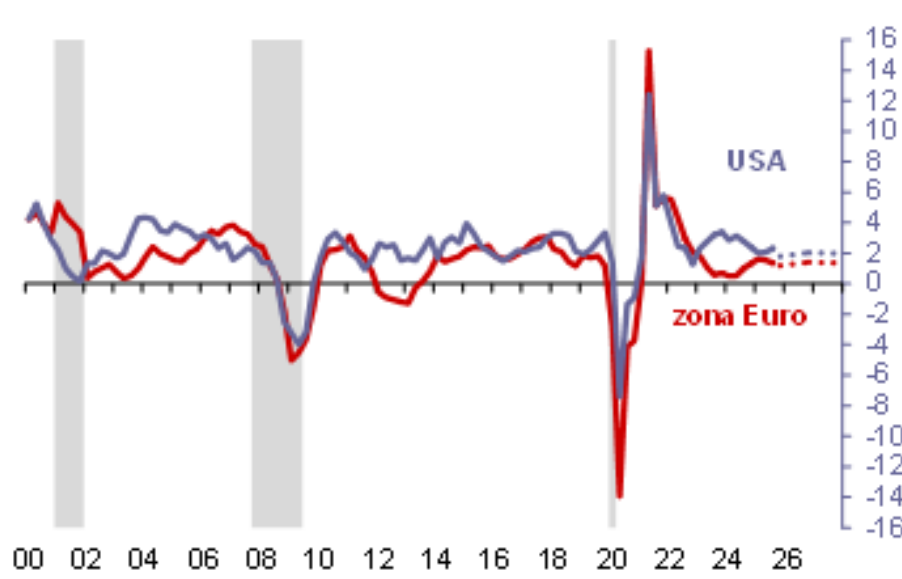


Scenario 2026

2026, un anno di prosecuzione

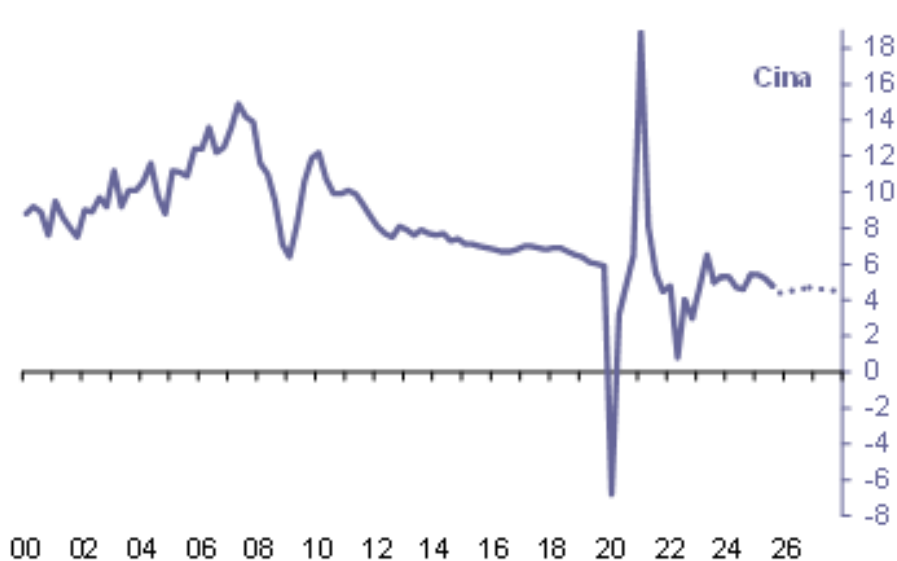
- Il 2026 si presenta come un anno di prosecuzione del ciclo economico globale, il settimo del ciclo post Covid. Vi sono almeno tre ragioni per assumere questa ipotesi come scenario centrale.
- La politica fiscale si presenta come moderatamente espansiva negli USA e di supporto all'attività economica in Eurozona, grazie ai piani di spesa in difesa e infrastrutture.
- Nelle attese, la politica monetaria si manterrà neutrale in Eurozona, con tassi già ora allineati al livello di inflazione, e diventerà neutrale negli USA, man mano che la Fed proseguirà il ribasso dei tassi.
- Il 2026 sarà un anno elettorale per gli USA, con il rinnovo del Congresso a novembre. L'amministrazione Trump farà quindi il possibile per evitare turbolenze economiche in un anno elettorale.
- Per quanto riguarda la Cina, le autorità economiche continuano a dosare gli stimoli in modo calibrato così da mantenere la crescita in linea con l'obiettivo del 5% annuo. Da questo punto di vista, la Cina rappresenta un elemento di stabilizzazione del ciclo globale.

USA e Eurozona - crescita annua del PIL



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital SGR su dati LSEG Workspace

Cina - crescita annua del PIL

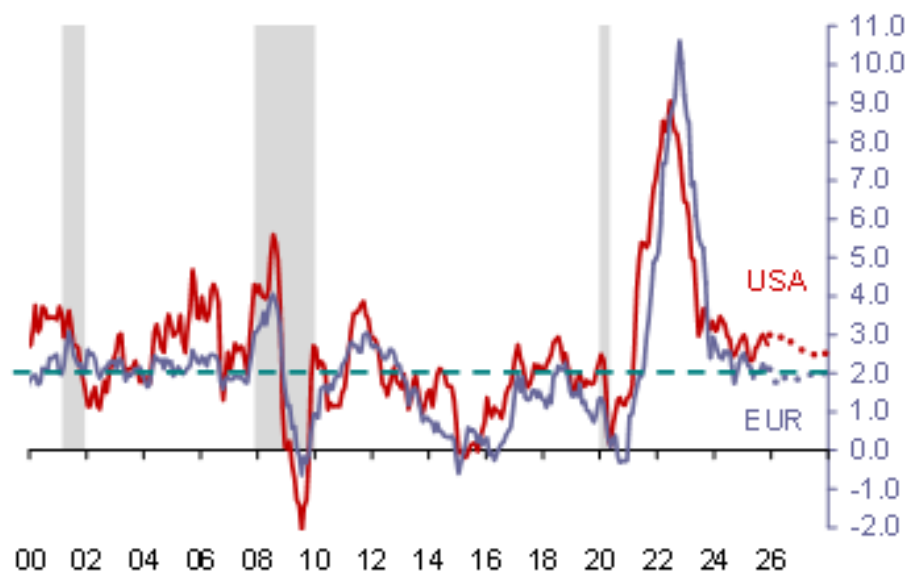


Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital SGR su dati LSEG Workspace

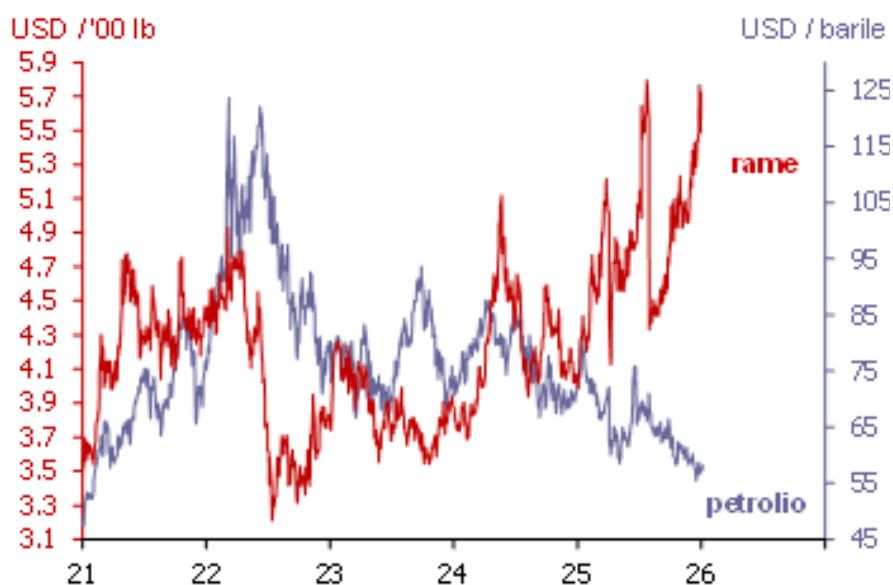
Scenario 2026 (segue)

- Tra gli scenari di rischio, a bassa probabilità di realizzazione, l'eventualità di una «delusione macro» potrebbe essere legata negli USA alla persistente debolezza del mercato del lavoro o al rallentamento degli investimenti in intelligenza artificiale; in Eurozona a ritardi nella realizzazione dei piani di investimento in difesa e in infrastrutture. La debolezza macro avrebbe come compensazione un atteggiamento più accomodante di politica monetaria sia per la Fed sia per la BCE.
- Lo scenario alternativo di una crescita economica sopra le attese, al contrario, comporterebbe Banche Centrali meno accomodanti ma, d'altro lato, ne risulterebbero favoriti i profitti aziendali.
- **Elemento positivo da considerare è la stabilità dell'inflazione.** In Eurozona il ritorno al 2% è consolidato. Per quanto riguarda gli USA, l'imposizione di dazi alle importazioni non ha riacceso l'inflazione perché le tariffe sono state in larga parte assorbite dalle imprese, con un trasferimento modesto sui prezzi al consumo. L'inflazione USA risulta stabilizzata poco sotto il 3%, un livello leggermente superiore rispetto al ciclo *pre Covid*.

L'inflazione in USA ed Eurozona



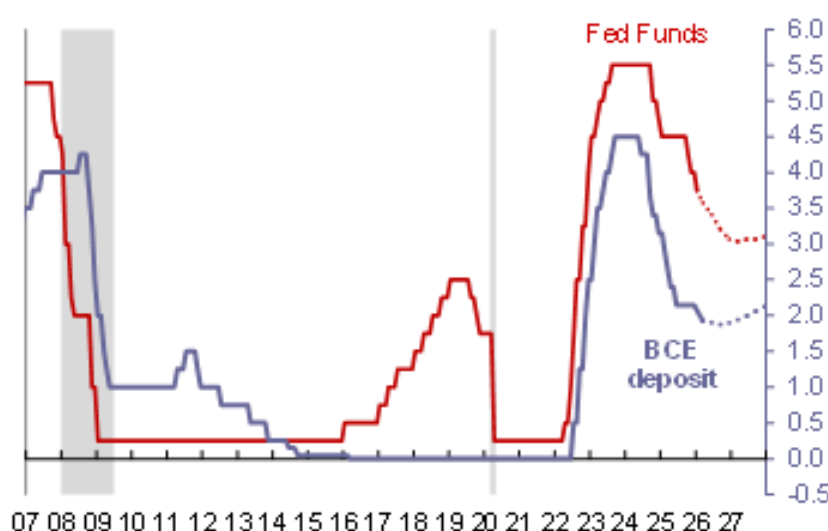
Prezzo del petrolio e del rame



Scenario 2026 (segue)

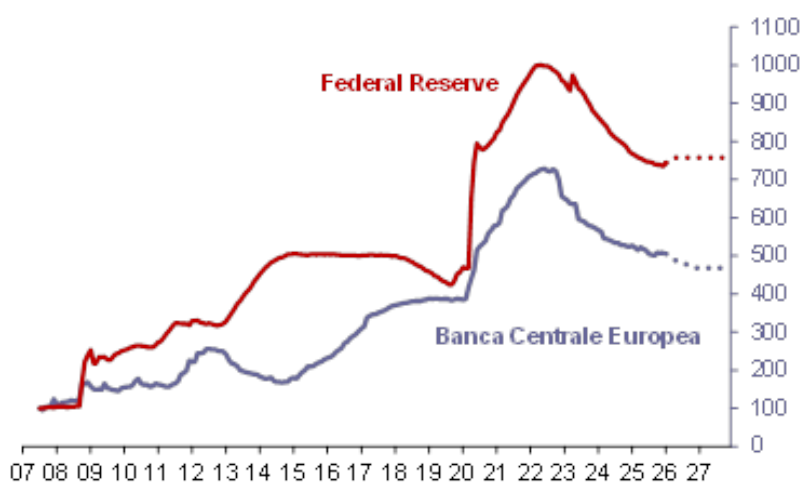
- Per le Banche Centrali il 2026 potrebbe essere un anno in larga parte inattivo.
- Vero che la Fed sta ancora completando la neutralizzazione della politica monetaria, ma con l'inflazione stabilizzata poco sotto il 3%, mancano due ribassi dei tassi per raggiungere l'obiettivo. Nello scenario centrale la Fed opererà questi tagli nei mesi centrali dell'anno e poi starà ferma in posizione neutrale.
- In questo senso il principale tema di attenzione riguardante la Fed sarà il cambio di guida, con il mandato di Powell in scadenza a maggio. Il nome del successore sarà con ogni probabilità annunciato con largo anticipo.
- La BCE ha già portato i tassi al livello neutrale, con gli otto tagli operati tra giugno '24 e giugno '25, e nello scenario centrale dovrebbe mantenere la politica monetaria invariata per tutto l'anno.
- La BCE sta ancora operando la riduzione dei titoli detenuti in bilancio (*Quantitative Tightening*, restrizione quantitativa), azione opposta rispetto alle misure di *Quantitative Easing* decise dal 2008 in poi e ancora dopo il Covid. La Fed ha già sospeso il *Quantitative Tightening*, mentre la BCE sembrerebbe orientata a proseguire quest'anno, terminandolo eventualmente nel 2027.

Tassi di politica monetaria



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital SGR su dati LSEG Workspace

Bilancio delle Banche Centrali dall'inizio della crisi dei debiti (Lug 2007 = 100)



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital SGR su dati LSEG Workspace

Scenario 2026 (segue)

- Per quanto riguarda i mercati finanziari, lo scenario centrale, che combina prosecuzione del ciclo economico espansivo con inflazione stabile, prefigura un contesto favorevole, in continuazione con il 2025.

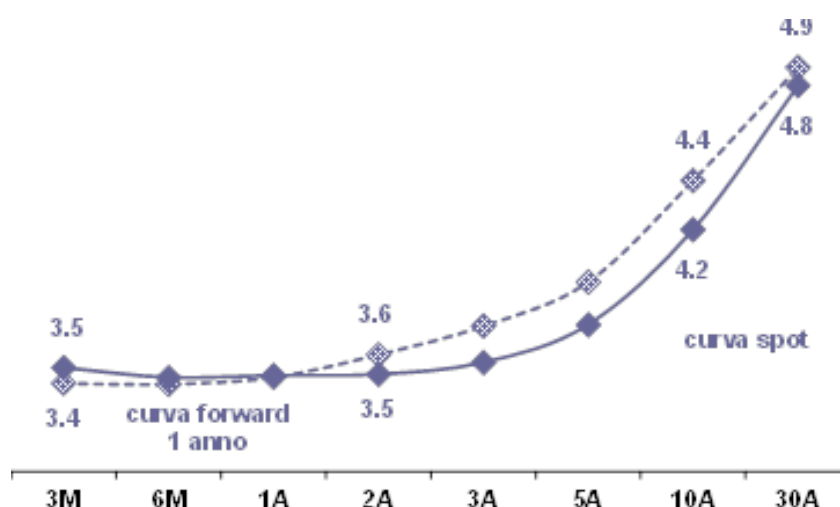
- I tassi governativi nello scenario centrale si potrebbero muovere poco, come già avvenuto nel 2025. Questo è quanto suggerito dalle curve *forward* a 1 anno, praticamente sovrapposte alle curve *spot* attuali.

- In questo caso l'investitore incasserebbe, comunque, un flusso cedolare superiore all'inflazione su tutte le scadenze.

- La componente di *duration* governativa nei portafogli rappresenta, peraltro, una sorta di polizza assicurativa rispetto al rischio di inatteso rallentamento dell'economia, che farebbe scendere i tassi di interesse, con guadagni in conto capitale, a compensazione della volatilità su azioni e credito.

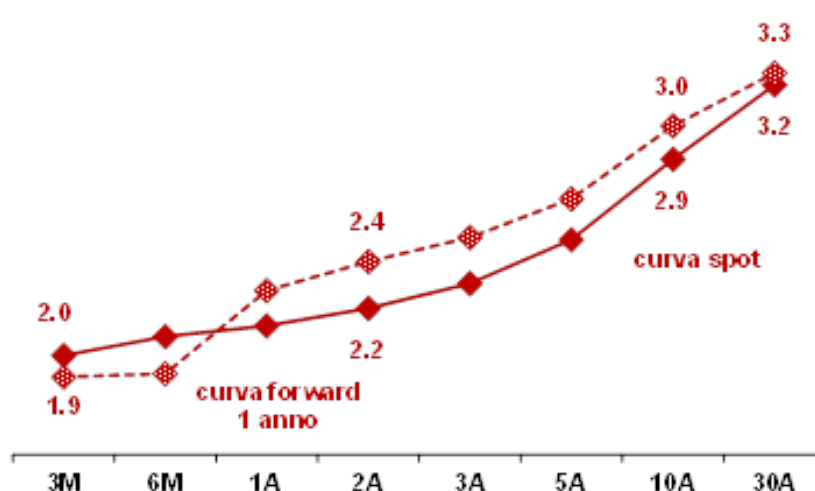
- L'ipotesi alternativa, di tassi che si muovono verso l'alto, sarebbe legata a un'inflazione in riaccelerazione; evento molto improbabile considerata l'«insensibilità» dell'inflazione perfino ai dazi decisi negli USA lo scorso anno.

USA: curva governativa *spot* e *forward* a 1 anno



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital SGR su dati LSEG Workspace

EUR: curva tassi *swap spot* e *forward* a 1 anno

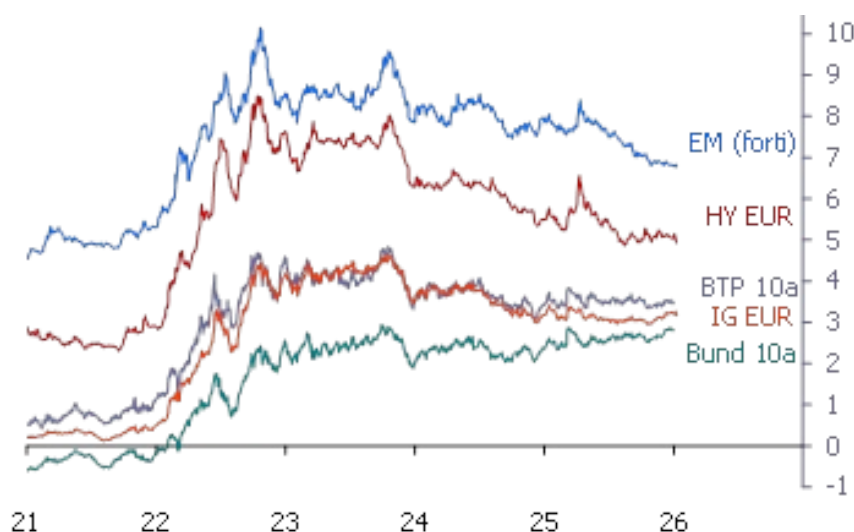


Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital SGR su dati LSEG Workspace

Scenario 2026 (segue)

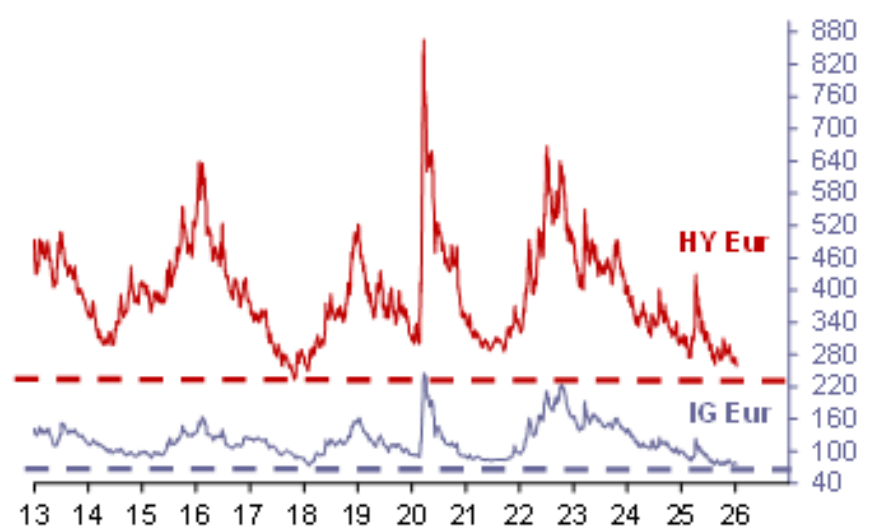
- Il credito presenta *spread* storicamente compressi, ma nello scenario di riferimento continua a rappresentare una interessante fonte di rendimento addizionale rispetto ai titoli governativi.
- I tassi a scadenza delle componenti di credito (*Investment Grade* e *High Yield*) e dei Mercati Emergenti sono risultati tutti in calo nel 2025, con la sola eccezione degli *Investment Grade* di Eurozona risultati poco mossi rispetto a fine 2024. Per tutte le componenti a *spread*, quindi, il rendimento assoluto è stato abbondantemente positivo.
- A questo punto gli *spread* sono ai livelli minimi dei cicli precedenti, area 80 punti base per l'*Investment Grade* di Eurozona e area 250 punti base per l'*High Yield* di Eurozona e per i Mercati Emergenti.
- Da qui in avanti lo spazio per ulteriori cali degli *spread* appare modesto. I tassi a scadenza di *Investment Grade*, *High Yield* e Mercati Emergenti sono però ben superiori ai minimi del ciclo precedente, quando i tassi zero o negativi delle Banche Centrali avevano abbassato tutte le curve, e rimangono interessanti in un contesto di prosecuzione del ciclo economico che limita i tassi di *default*.

**Titoli «a spread» a confronto
(rendimenti a scadenza)**



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital SGR su dati LSEG Workspace

**Obbligazioni Euro Corporate
(spread vs governativi)**



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital SGR su dati LSEG Workspace

Scenario 2026 (segue)

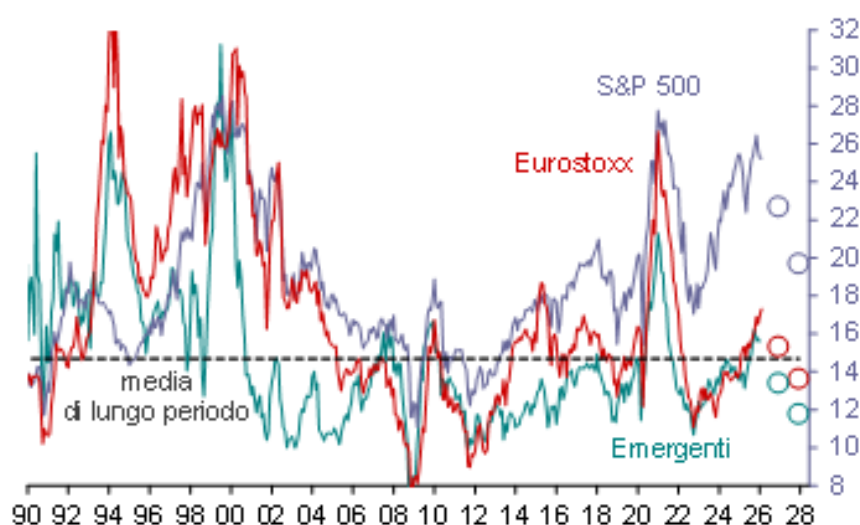
- Con il proseguimento del ciclo economico e dei profitti, i mercati azionari potrebbero proseguire il rialzo sostenuti dalla crescita degli utili.

- In termini di valutazioni, l'attenzione è sul settore tecnologico americano i cui multipli risultano sopra le medie di lungo periodo e scontano già parte degli utili futuri. Per quanto tirate, però, al momento non sono valutazioni estreme o comparabili a quelle della bolla valutativa del 2000.

- Altra differenza sostanziale con la bolla del 2000 è che allora la TMT (*Technology, Media e Telecommunications*) «mania» aveva gonfiato le valutazioni di tutti i mercati. Nel caso attuale, invece, le valutazioni degli indici europei e dei Mercati Emergenti risultano allineate alle medie di lungo periodo, così come per gli indici USA che escludono i titoli tecnologici.

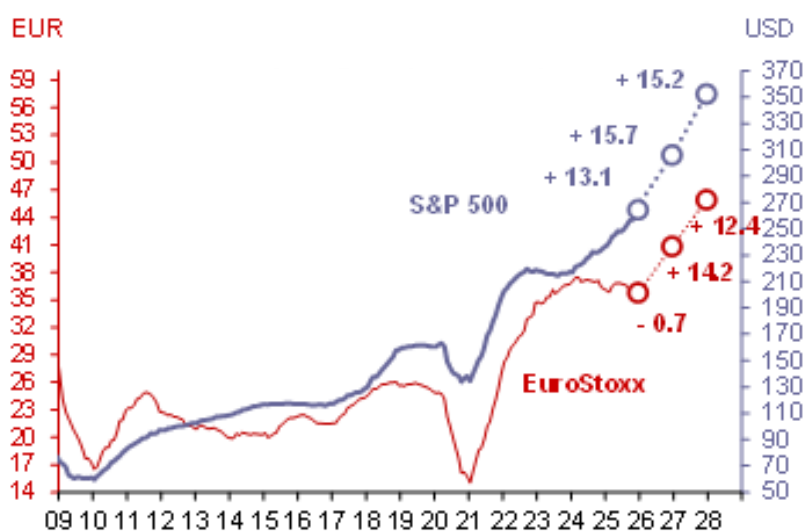
- Quanto alle stime di crescita degli utili, va notato che risultano decisamente sostenute sia negli USA sia in Eurozona, con crescita a doppia cifra per il 2026 e 2027. Sono stime ottimistiche, ma non irrealistiche, che presuppongono il mantenimento di elevati margini di profitto per le imprese, un importante contributo della profittabilità delle società tecnologiche e, per l'Eurozona, la confermata profittabilità del settore finanziario, oltre che un contributo neutro (o meno negativo) dall'andamento del cambio euro/dollaro.

Una misura di valutazione dei mercati azionari: P/E (rapporto Prezzo/Utili)



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital SGR su dati LSEG Workspace

Utili per azione USA ed Eurozona (trailing EPS)



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital SGR su dati LSEG Workspace e IBES

Scenario 2026 (segue)

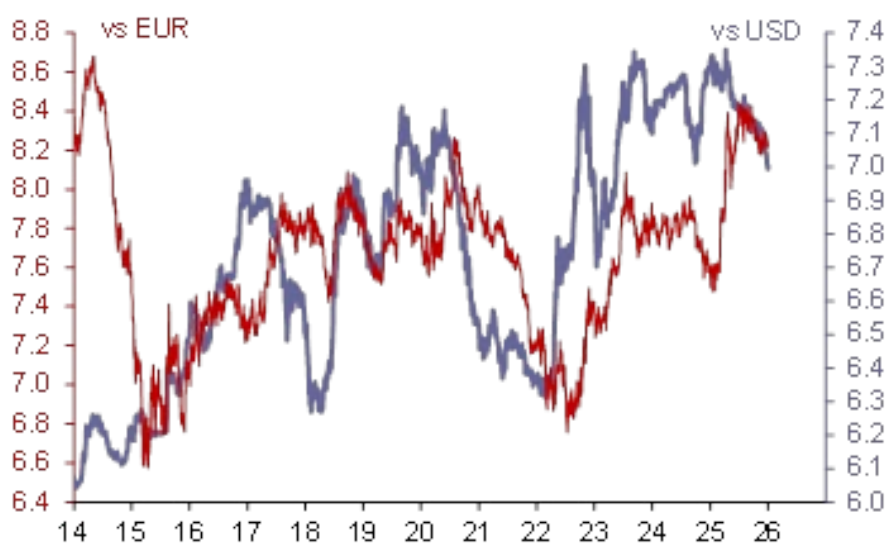
- Il dollaro viene da un 2025 all'insegna della debolezza, ma ha frenato la discesa dall'estate in poi ed è ora in sostanziale stabilizzazione.
- Il fatto che la Fed stia ancora tagliando i tassi rappresenta un elemento di debolezza per il dollaro, mentre il sostegno alla crescita che in Eurozona arriverà dalle spese in difesa e infrastrutture è un supporto per l'euro.
- L'indebolimento del dollaro potrebbe eventualmente proseguire nel corso dell'anno, difficilmente, però, con l'intensità del 2025.

Cambio euro - dollaro



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital SGR su dati LSEG Workspace

Yuan cinese



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital SGR su dati LSEG Workspace

DOCUMENTO AD USO ESCLUSIVO DEI COLLOCATORI E DEI CLIENTI PROFESSIONALI E/O QUALIFICATI. È VIETATA LA DIFFUSIONE AL PUBBLICO. La presente pubblicazione non è destinata alla diffusione al pubblico, ma è diretta a fini informativi ai collocatori e ai clienti professionali e/o qualificati della società di gestione Eurizon Capital SGR, la quale non si assume alcuna responsabilità per l'uso personale o professionale delle informazioni in essa contenute. L'intero documento, le singole parti, le informazioni e i dati in esso riportati non costituiscono una sollecitazione o un suggerimento ad effettuare operazioni in strumenti finanziari o alla sottoscrizione di fondi e non possono essere oggetto di consegna o comunicazione agli investitori, per i quali sono disponibili a fini informativi il rendiconto annuale e la relazione semestrale dei fondi, nonché specifiche pubblicazioni. L'unico strumento diretto all'offerta di fondi è il KID (Informazioni Chiave) che deve essere consegnato agli investitori prima dell'adesione. Si ricorda che la diffusione di notizie, dati e performance relativi ai fondi è soggetta a specifiche disposizioni normative. Il contenuto del documento riporta dati puntuali ed elaborazioni effettuate alla data di emissione dello stesso.

Ulteriori informazioni sull'andamento dei mercati finanziari sono disponibili in formato video nel sito www.eurizoncapital.com

Eurizon Capital SGR S.p.A.

Sede Legale: Via Melchiorre Gioia, 22 - 20124 Milano - Italia

Capitale sociale euro 118.200.000,00 i. v. - Codice Fiscale e Iscrizione Registro Imprese di Milano n. 04550250015 - Società partecipante al Gruppo IVA "Intesa Sanpaolo", Partita IVA 11991500015 (IT11991500015) - Iscritta all'Albo delle SGR, al n. 3 nella Sezione Gestori di OICVM e al n. 2 nella Sezione Gestori di FIA - Società soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. ed appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari. Socio Unico: Intesa Sanpaolo S.p.A. - Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia



EURIZON
ASSET MANAGEMENT