

PROSPETTIVE D'INVESTIMENTO 2026

Una ripresa sincronizzata

QUANDO LE ECONOMIE TROVANO
UNA RARA ARMONIA



PROSPETTIVE D'INVESTIMENTO 2026

Una ripresa sincronizzata

Indice

1. Introduzione	3
2. Scenario di base: una ripresa sincronizzata	6
3. Scenari rialzista e ribassista	14
4. Prospettive dei mercati finanziari	17
5. Sintesi	25

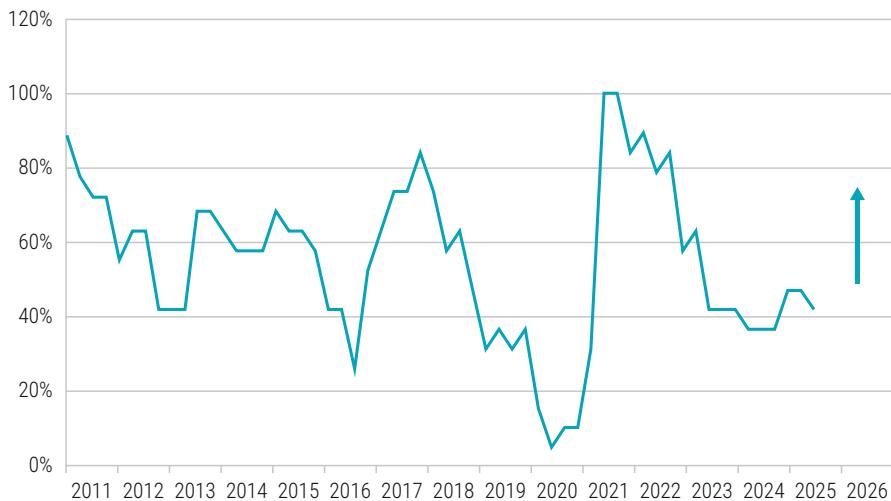
L'Outlook sull'investimento 2026 è stato elaborato da Peter van der Welle (Multi-Asset Strategist) e Colin Graham (Head of Multi-Asset Strategies).

1. Introduzione

Nelle loro composizioni più famose, per catturare l'attenzione degli ascoltatori, i grandi compositori classici come Bach, Schubert, Mozart e Chopin utilizzarono tutti lo stesso accordo (diverse note musicali armoniose suonate insieme) dai toni drammatici: l'accordo napoletano. Un'armonia sorprendentemente insolita, apparentemente fuori tonalità, l'accordo napoletano segnava un momento cruciale nelle loro composizioni prima di tornare alla tonalità principale. Allo stesso modo, nel nostro scenario di base, ci aspettiamo che nel 2026 il ciclo economico viva un "momento napoletano": una rara e breve ripresa sincronizzata di fine ciclo, favorita dall'allentamento delle tensioni commerciali, da una lieve accelerazione del ciclo manifatturiero globale e dagli effetti ritardati delle politiche monetarie più accomodanti a livello mondiale.

La nostra tesi di una breve ripresa sincronizzata ricorda da vicino quanto accaduto nel 2017, quando l'economia globale, in particolare i mercati emergenti, sperimentò una temporanea ripresa grazie a condizioni finanziarie favorevoli, al deprezzamento del dollaro, alla stabilizzazione dei prezzi dell'energia e ad una riaccelerazione dell'economia mondiale con un miglioramento della fiducia di imprese e consumatori. La nostra metrika mostra che intorno al 2017 oltre l'80% delle economie del G19 ha registrato un'espansione superiore al 2% in termini di PIL reale.

Figura 1: Percentuale di paesi del G19 con una crescita superiore allo steady state
(variazione percentuale del PIL reale su quattro trimestri)



Fonte: LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Una configurazione a forma di K indica un equilibrio economico instabile

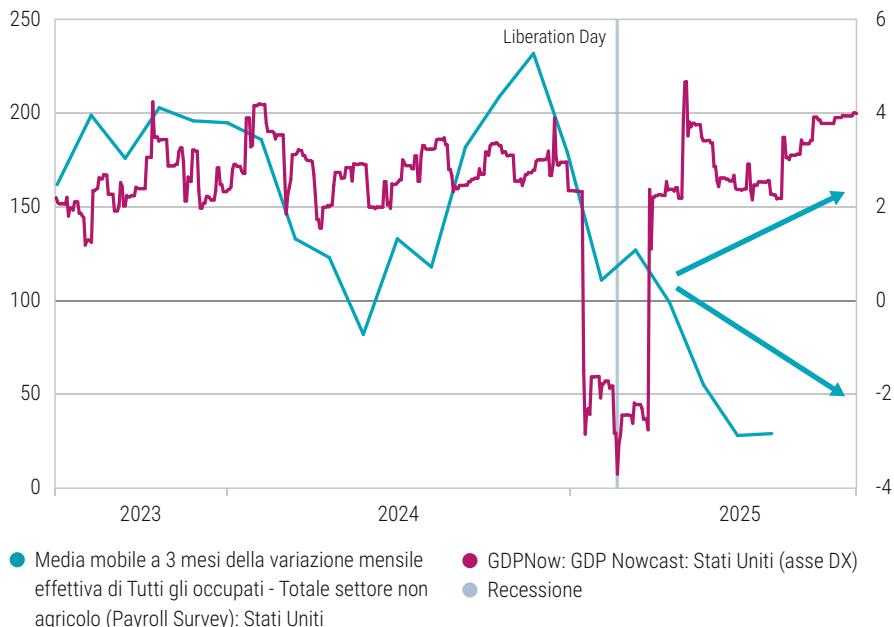
Non stiamo ancora vivendo una riedizione del 2017. La percentuale di economie del G19 che crescono a un tasso superiore al 2% è pari attualmente ad appena il 42%. La nostra tesi dello scorso anno, "Non siamo ancora in fase di atterraggio", richiamava alla possibilità di una marcata stagflazione dovuta alle politiche commerciali statunitensi in un contesto altrimenti caratterizzato da un'economia resiliente. "Resilienza" era in quel caso la parola chiave, poiché nel suo ultimo World Economic Outlook il Fondo monetario internazionale (FMI) aveva sottolineato la buona tenuta dell'economia mondiale nonostante gli effetti avversi dei dazi. Tuttavia, il "Liberation Day" ha lasciato il segno. Con un'aliquota effettiva statunitense pari a circa l'11%, ci aspettiamo, dall'inizio del 2026, di osservare un marcato trasferimento dei dazi dalle imprese ai consumatori USA (dall'attuale 20% al 50%), che metterà a dura prova le persone a basso reddito della più grande economia del mondo.

Contemporaneamente, dal momento che il Consumer Price Index (CPI) statunitense rimane ben al di sopra del target, l'economia americana si trova caratterizzata da una configurazione a forma di K, con un'accelerazione dell'attività in termini reali ma un notevole rallentamento della crescita dei posti di lavoro. Uno scenario di stagflazione è ancora una possibilità concreta. A questo contrasto si aggiunge la biforcazione della crescita dei consumi negli Stati Uniti, dove le famiglie facoltose continuano a spendere mentre quelle a basso reddito stringono la cinghia a causa della decelerazione della crescita occupazionale.

INTRODUZIONE

La configurazione a forma di K potrebbe perdurare e costituisce un equilibrio intrinsecamente instabile: o i posti di lavoro tornano a crescere, o l'economia reale spingerà la crescita occupazionale in territorio di recessione. La configurazione a forma di K pone un dilemma: siamo agli inizi di una più generale crescita della produttività guidata dall'IA o le imprese stanno rinviano le assunzioni, spremendo maggiormente la propria forza lavoro per ottenere maggiori guadagni di efficienza in un contesto di incertezza commerciale? ●

Figura 2: La configurazione a forma di K dell'economia statunitense

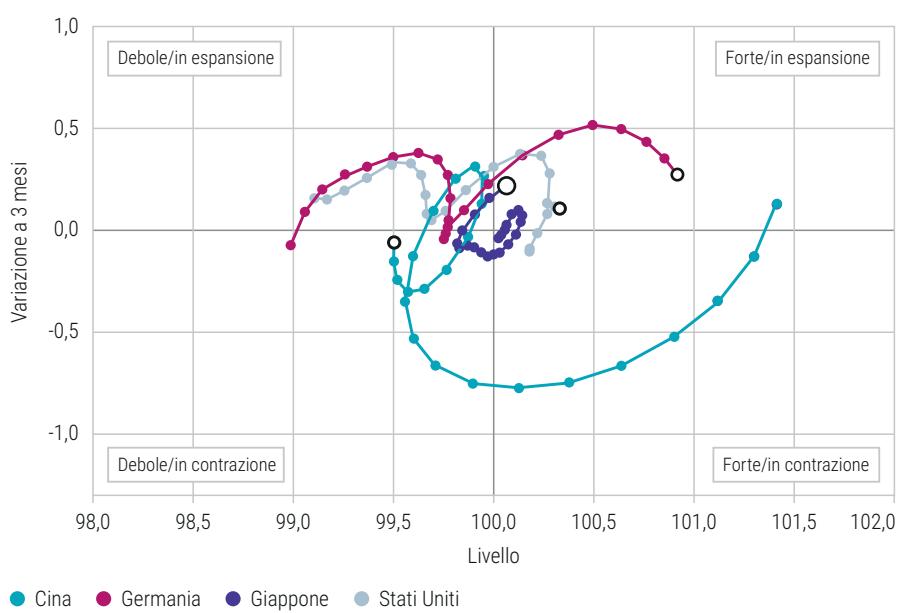


Fonte: LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Figura 3: Accelerazione dell'espansione nelle principali economie; la Cina potrebbe unirsi al gruppo nel 2026?

Andamento dei cicli economici negli ultimi due anni

OCSE: Main Economic Indicators, a settembre 2025



Fonte: LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

2. Scenario di base: una ripresa sincronizzata



Secondo il nostro scenario di base, si intravedono già alcuni segnali di crescita della produttività. Il calo delle assunzioni tra i neolaureati suggerisce che l'IA sta cominciando a sostituire gradualmente un segmento specifico del mercato del lavoro. Se da un lato la disoccupazione tecnologica – un fenomeno già preannunciato da Keynes negli anni '30 del secolo scorso – potrebbe mettere in difficoltà una specifica fascia di lavoratori, dall'altro potrebbe essere una manna per l'economia statunitense nel suo complesso. Il miglioramento del prodotto per ora lavorata introduce un fattore di espansione dell'offerta che potrebbe in parte compensare gli shock negativi derivanti dalla persistente incertezza sulle politiche commerciali e dalle restrizioni all'immigrazione negli Stati Uniti nel 2026. Negli ultimi quattro anni la crescita dei consumi negli Stati Uniti si è attestata in media al 2,6%; prevediamo che questa scenderà al 2,3% (i dazi e i rimborси dei prestiti degli studenti giocano un ruolo in tal senso), spingendo la crescita del PIL reale statunitense al 2,1% nel 2026.

Quattro punti di forza: quali fattori sostengono i consumi globali?

Individuiamo quattro motivi alla base della resilienza dei consumi globali e una progressiva riduzione della spaccatura nei consumi USA nel corso del 2026. In primo luogo, l'incertezza derivante dai dazi è destinata a ridursi ulteriormente nel corso del prossimo anno, eliminando un grande ostacolo alla crescita dei consumi e alla fiducia dei CEO nell'investire e nell'assumere. Un'ulteriore riduzione di 1 STD (deviazione standard) dell'incertezza politica statunitense potrebbe incrementare la crescita dei consumi USA dello 0,8%. Le probabilità di recessione nel 2025 sono strettamente legate alle incertezze derivanti dalla politica commerciale di Trump.

In secondo luogo, la politica fiscale espansiva attuata attraverso l'OBBA (One Big Beautiful Bill Act) permette di concentrare gli impegni di spesa pubblica all'inizio del 2026. L'abolizione delle imposte sugli straordinari, sulle mance, sugli interessi dei prestiti auto e sui crediti d'imposta per i figli sosterrà le famiglie a basso reddito.

In terzo luogo, non va sottovalutato l'effetto ricchezza generato dal rally storico del +25% a partire dal 10 aprile 2025, che si aggiunge a un patrimonio netto delle famiglie statunitensi già pari a 7,8 volte il reddito disponibile (riferito al secondo trimestre del 2025).¹ Le famiglie dispongono di ampie riserve, sia negli Stati Uniti che in Europa. Grazie al rialzo a doppia cifra registrato quest'anno dai mercati azionari, nel 2026 le famiglie con i redditi più elevati potrebbero incrementare la spesa dello 0,25-0,5%, assumendo una propensione marginale al consumo dalla ricchezza in linea con le medie storiche.

Infine, l'International Energy Agency prevede un crescente eccesso di offerta² nei mercati energetici nel corso del 2026, con una discesa dei prezzi del petrolio sotto la soglia dei 60 dollari al barile. Riteniamo che quotazioni petrolifere inferiori a 60 dollari siano insostenibili per tutto il 2026, ma un prezzo compreso tra 60 e 70 dollari sarebbe comunque favorevole per i consumi globali.

L'Europa riaccende il suo motore di crescita

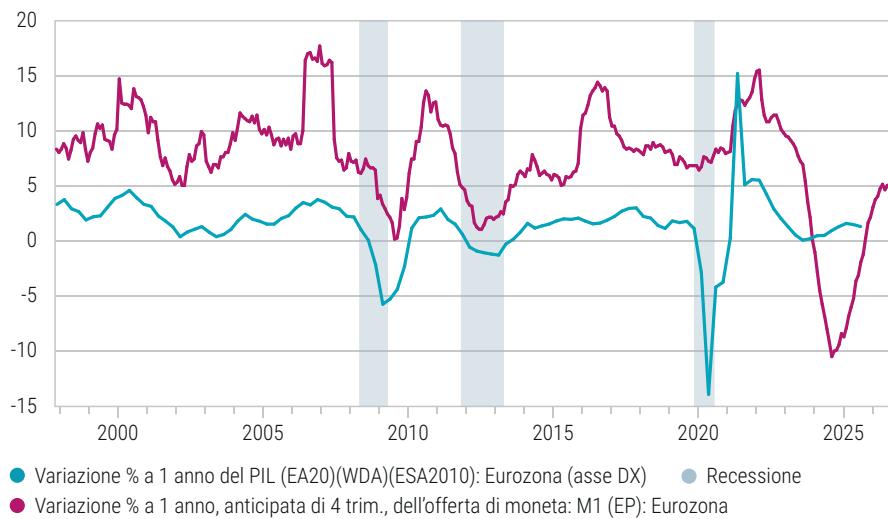
Nel frattempo, anche altri mercati sviluppati sono in crescita. Sulla base degli indicatori anticipatori dell'OCSE, la Germania è passata in territorio di espansione nella seconda metà del 2025, dimostrando, al pari del Giappone, un'accelerazione dell'attività economica reale a partire da una base solida. Il nostro scenario di base prevede che la Germania continui a recuperare terreno nel 2026 rispetto ai tassi di crescita degli Stati Uniti. C'è ancora ampio spazio per una crescita non inflazionistica, poiché ci aspettiamo che nel 2026 l'Eurozona registrerà un'espansione dell'1,6%. Il contributo proviene dagli effetti ritardati dell'allentamento monetario della BCE, dalla spesa delle famiglie dei risparmi accumulati (superiori del 2% rispetto alla media degli ultimi vent'anni), dal maggiore impulso fiscale (che contribuirà per lo 0,6% alla crescita nel 2026) e dalla ripresa della domanda estera (export).

1. LSEG Datastream, secondo trimestre 2025.

2. Oil Market Report IEA, ottobre 2025

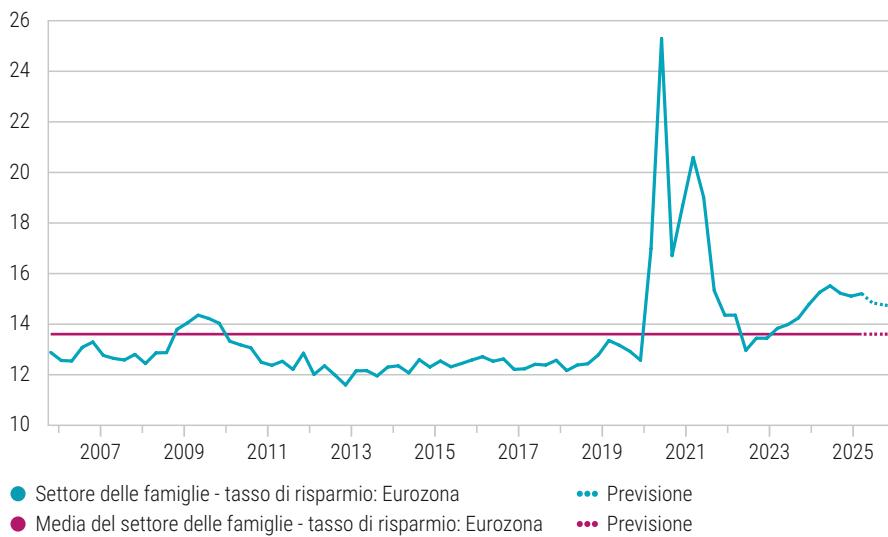
SCENARIO DI BASE: UNA RIPRESA SINCRONIZZATA

Figura 4: Crescita di M1 nell'Eurozona ancora favorevole



Fonte: LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Figura 5: In attesa che si sblocchi la domanda repressa



Fonte: LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

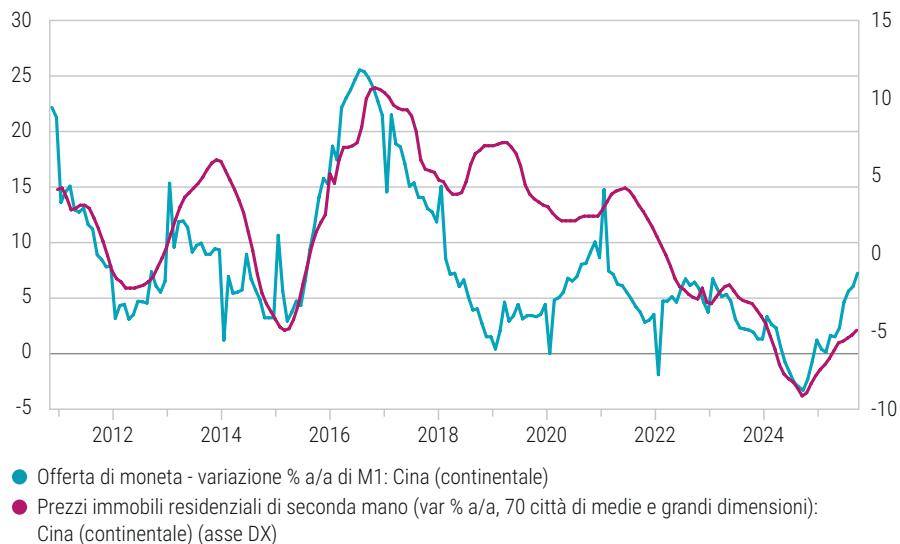
Mentre il rafforzamento dell'euro incide negativamente sulla competitività esterna, l'effetto moltiplicatore derivante dalla spesa pubblica per la difesa e per le infrastrutture rafforza la competitività interna. L'attuale sovraccapacità della Germania in campo industriale si traduce in un maggior effetto moltiplicatore della politica fiscale. La tregua nel turbolento panorama politico francese, con la riforma delle pensioni rinviata a dopo le elezioni presidenziali del 2027, non indebolisce più i maggiori paesi europei.

La Cina a un bivio: dalla deflazione alla ripresa interna?

Ancora impegnata a contrastare le spinte deflazionistiche, la Cina continua a registrare livelli di attività modesti, oscillando tra contrazione ed espansione. Tuttavia, nella seconda metà del 2026 si potrebbero registrare segnali più promettenti di un aumento dei consumi interni, poiché il ciclo di riduzione dell'indebitamento nel mercato immobiliare cinese raggiungerà la fase finale in un contesto di maggiori stimoli fiscali a livello nazionale.

SCENARIO DI BASE: UNA RIPRESA SINCRONIZZATA

Figura 6: La crescita dell'offerta di moneta cinese suggerisce un miglioramento del mercato immobiliare nazionale

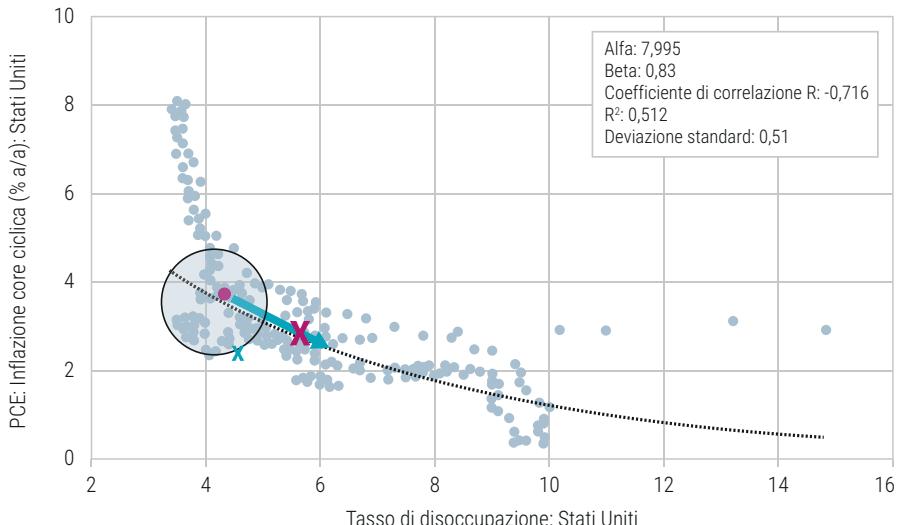


Fonte: LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

La prossima mossa dell'inflazione: il rialzo sincronizzato rischia di surriscaldare l'economia?

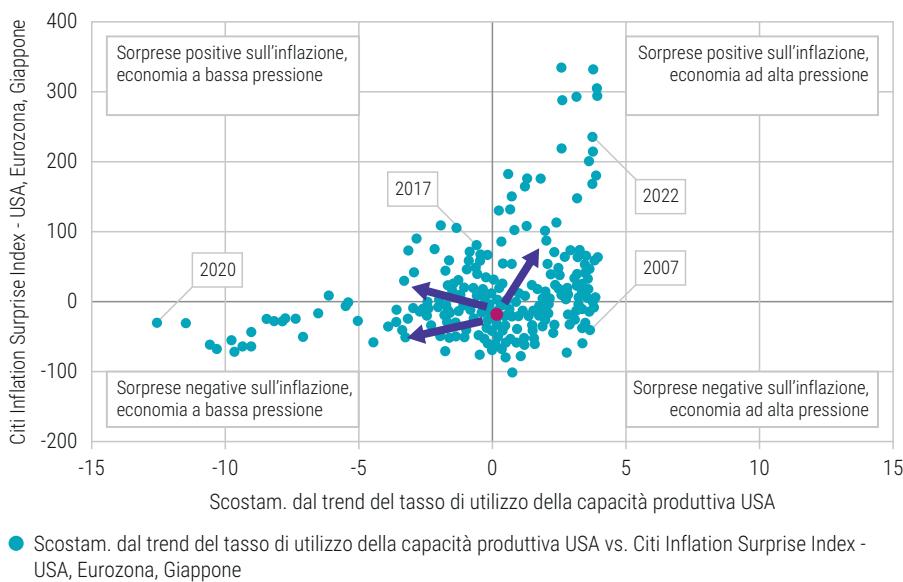
La domanda chiave è capire quali conseguenze comporti sull'inflazione una ripresa sincronizzata dell'attività economica reale a livello globale. Le differenze regionali in termini di preesistente capacità inutilizzata potrebbero tradursi in differenze nelle spinte inflazionistiche in caso di futuro miglioramento della domanda aggregata. La Cina (e in misura minore l'Europa) hanno maggiori margini per una crescita non inflazionistica rispetto agli Stati Uniti. Per quanto riguarda Stati Uniti e Giappone, il quadro è molto più sfumato. Se il mercato del lavoro statunitense rimarrà sostanzialmente in equilibrio, con un tasso di disoccupazione medio intorno al 4,5% fino al 2026, le possibilità di una crescita non inflazionistica saranno limitate. Tuttavia, ciò potrebbe essere in parte compensato da un calo dei costi unitari del lavoro, laddove i guadagni di produttività favoriti dall'IA superino la crescita dei salari nominali.

Figura 7: Prevediamo che il mercato del lavoro statunitense rimarrà sostanzialmente in equilibrio nel 2026



Fonte: LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Figura 8: Creazione di un'economia ad alta pressione?



Fonte: LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Ogni punto rappresenta una specifica combinazione passata tra le sorprese inflazionistiche nei mercati sviluppati e lo scostamento dal trend di utilizzo della capacità produttiva negli Stati Uniti. Il quadrante in alto a destra denota un "economia ad alta pressione", poiché un utilizzo della capacità produttiva superiore al trend negli Stati Uniti coincide spesso con un'inflazione inattesa più elevata. Il punto rosso è il valore più recente, mentre le frecce rappresentano le tre direzioni di marcia più plausibili nel 2026.

Il governatore della Fed Stephen Miran si è recentemente espresso a favore di un taglio dei tassi di 200 punti base (pb), poiché prevede un tasso neutrale più basso e un'ulteriore disinflazione. Per quanto riguarda l'inflazione degli affitti, ritiene che essa possa diminuire a causa della diminuzione dei flussi migratori, ma non condividiamo la sua analisi che prevede un tasso neutrale più basso. A nostro avviso, è probabile che la produttività stia migliorando e che la domanda di investimenti stia aumentando rispetto all'attuale livello dei risparmi degli Stati Uniti. Pertanto, il rischio è che, anche un tasso di policy inferiore ma vicino al 3,75%, si traduca in un allentamento eccessivo in un contesto caratterizzato da politica fiscale prociclica, migrazione limitata che spinge al rialzo i costi del lavoro in settori come agricoltura e edilizia, e un boom dell'IA negli Stati Uniti.

Lenta accensione: la scintilla inflazionistica posticipata

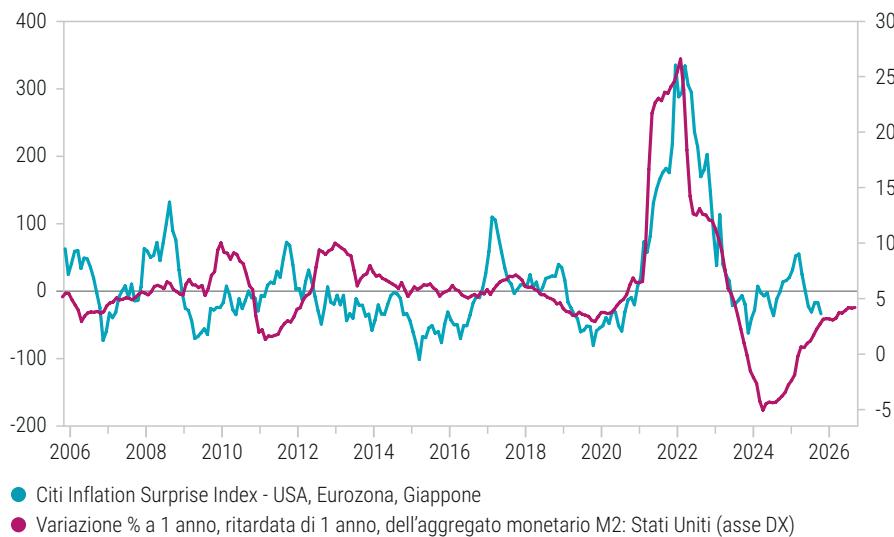
Anche se nel 2026 un allentamento eccessivo potrebbe sfociare in sorprese positive sul fronte dell'inflazione rispetto alle aspettative di consenso, ci vorrà tempo prima che si sviluppi una seconda vampata inflazionistica. Potremmo quindi ritrovarci non nel quadrante in alto a destra della Figura 8, ma in quello in alto a sinistra, con sorprese di inflazione più modeste sommate a un utilizzo della capacità produttiva inferiore ma vicino al trend, grazie ai miglioramenti della produttività.

In primo luogo, da un punto di vista monetario, la crescita della moneta resta contenuta nelle economie sviluppate, intorno al 5% annuo. Inoltre, la velocità di circolazione della moneta continua a diminuire, in netto contrasto con il periodo successivo al Covid. In secondo luogo, nel 2026 l'impulso fiscale sarà probabilmente molto meno pronunciato rispetto a quello registrato post pandemia. Ciò riduce il rischio che l'inflazione core raggiunga nuovamente il 4% nei prossimi 12 mesi, un livello che storicamente si è

SCENARIO DI BASE: UNA RIPRESA SINCRONIZZATA

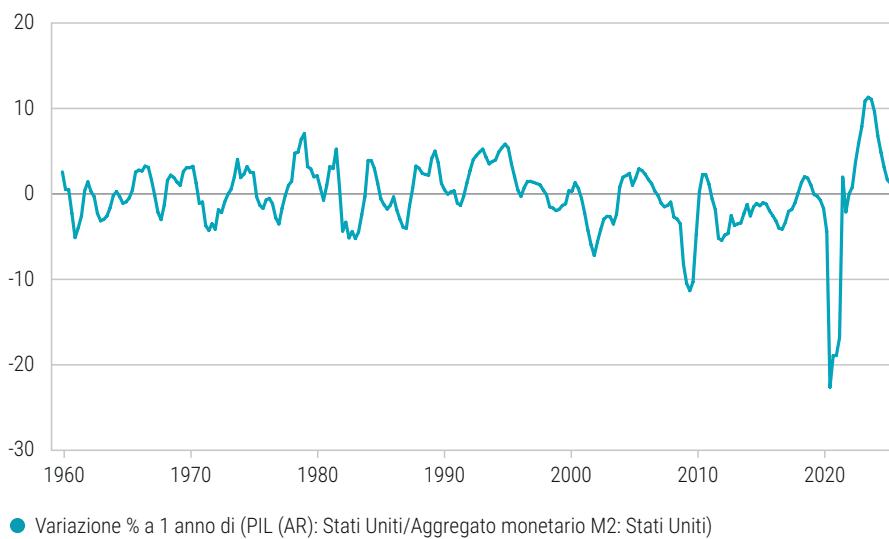
rivelato un importante punto di inflessione per i rendimenti azionari³ (cfr. Tabella 1 a pagina 18). Il nostro scenario di base prevede che il CPI statunitense registri un random walk intorno al 3%, con un'inflazione più bassa di quasi 100 pb nell'Eurozona.

Figura 9: La crescita dell'offerta di moneta non è tale da condurre a una vampata inflazionistica già nel 2026



Fonte: LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Figura 10: La velocità della moneta è bassa



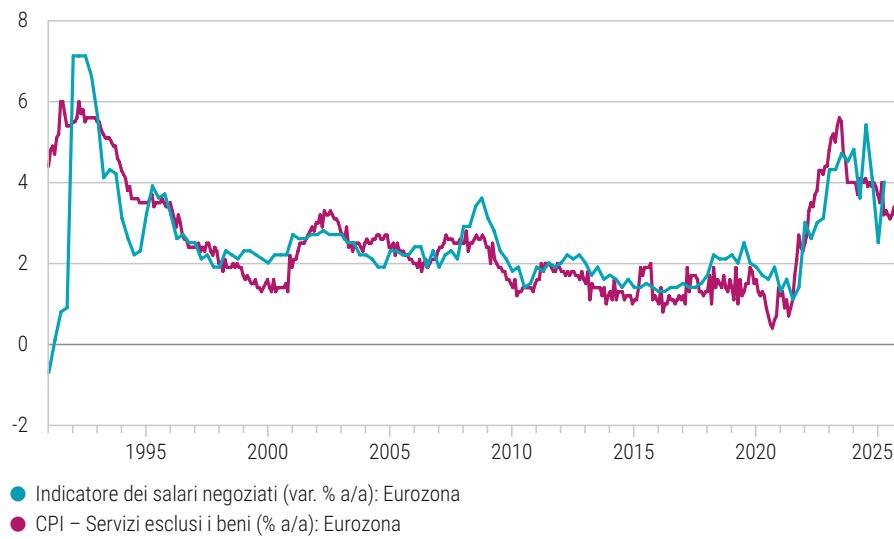
Fonte: LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Quanto alle dinamiche delle componenti sottostanti dell'inflazione, riteniamo che l'inflazione dei beni possa ancora registrare un rialzo ciclico sia per l'impatto ritardato dei dazi doganali sia per la ripresa del ciclo manifatturiero globale. Tuttavia, finché la Cina resterà alle prese con un eccesso di capacità industriale, la tendenza di lungo periodo sarà ancora lievemente disinflazionistica. L'inflazione degli alloggi dovrebbe diminuire, compensando parzialmente l'aumento dell'inflazione dei servizi (esclusi gli affitti).

3. I rendimenti passati non sono indicativi dei possibili risultati futuri. Il valore degli investimenti può subire oscillazioni.

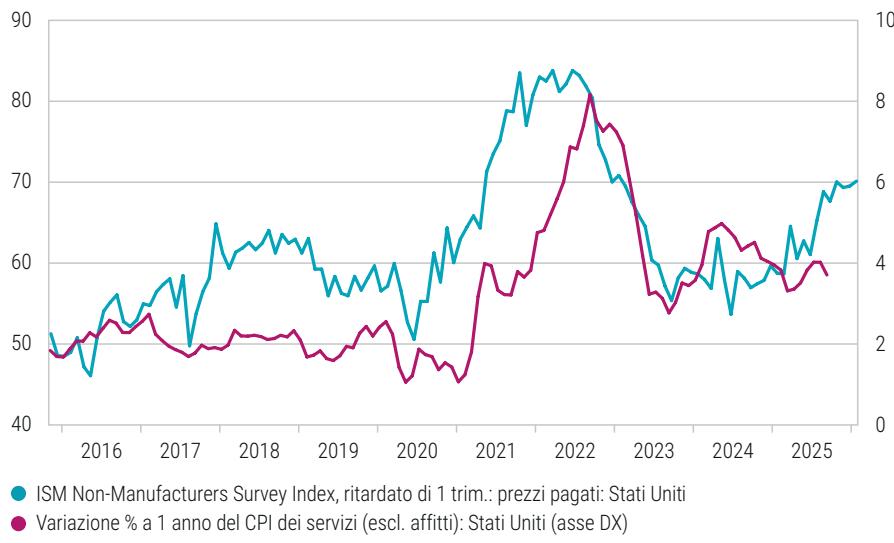
SCENARIO DI BASE: UNA RIPRESA SINCRONIZZATA

Figura 11: Crescita dei salari negoziati nell'Eurozona inferiore al 4% nel primo semestre 2026, inizialmente al di sotto dell'inflazione al consumo



Fonte: LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Figura 12: Gli Stati Uniti potrebbero registrare un'accelerazione dell'inflazione dei servizi nel 2026



Fonte: LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Banche centrali in primo piano: orientarsi nel labirinto degli allentamenti monetari

Poichè la Fed ritiene essere ancora "moderatamente restrittiva" riguardo la propria politica monetaria, ci aspettiamo ulteriori tagli dei tassi (75 pb fino alla fine del 2026). Tuttavia, permangono condizioni di inflazione persistenti con rischi di inflazione a medio termine sempre più orientati al rialzo con l'avanzare del 2026, prevediamo perciò che il tasso sui Fed Fund finirà la sua discesa su un livello superiore all'attuale stima di consenso del 3% alla fine del prossimo anno. Il mandato del presidente della Fed, Powell, scade nel maggio 2026. Il suo successore potrebbe dimostrarsi più sensibile all'agenda di Trump, adottando tassi di policy che potrebbero finire per collocarsi al di sotto di quello previsto dalla regola di Taylor. In altre parole, a parità di altre condizioni, i tassi di policy sarebbero inferiori a quelli della Fed guidata da Powell.

SCENARIO DI BASE: UNA RIPRESA SINCRONIZZATA

Tuttavia, il mercato potrebbe sopravvalutare l'entità dei prossimi tagli dei tassi. In primo luogo, a causa dei controlli sui flussi migratori, il livello di pareggio dell'occupazione non agricola è ora stimato intorno alle 50.000 unità, per cui un dato inferiore alle 100.000 unità potrebbe ancora essere ampiamente coerente con la piena occupazione. In secondo luogo, anche se prevediamo un calo dell'inflazione degli affitti, è probabile che questo sia ampiamente compensato dall'inflazione dei servizi al netto degli affitti. In terzo luogo, l'inflazione persistente ha contribuito a far scendere l'indice di gradimento di Trump. In vista delle elezioni di metà mandato, l'amministrazione USA potrebbe dimostrarsi meno incline a promuovere un indebolimento del dollaro.

Per quanto la BCE si consideri al momento "in una buona posizione", ci aspettiamo un ulteriore taglio dei tassi (25 pb) nel 2026, anche se la ripresa europea si rafforza grazie agli stimoli fiscali. In primo luogo, considerando la capacità inutilizzata dell'industria (tedesca), permane spazio per una crescita non inflazionistica. In secondo luogo, lo scarto temporale storico tra le riduzioni dei tassi della BCE e della Fed è pari a dieci mesi. Con i previsti tagli di 75 pb attesi dalla Fed, nel 2026 aumenteranno le pressioni per un'altra sforbiciata da parte della BCE. Anche se in misura inferiore rispetto alle medie storiche, l'apprezzamento dell'euro potrebbe amplificare la disinflazione importata. In terzo luogo, in questo ciclo non si è assistito ad un aumento dei prezzi dell'Eurozona trainato dai salari, ma piuttosto il contrario. Questa dinamica potrebbe smorzare i timori di effetti di secondo ordine, anche se la disoccupazione tedesca migliora.

Riteniamo che il mercato stia sottovalutando il rischio di ulteriori rialzi dei tassi da parte della Bank of Japan (BoJ) nel 2026. Dopo aver vissuto un lungo ciclo di deflazione, la società giapponese considera l'inflazione un problema crescente. Le condizioni tese del mercato del lavoro nazionale, uno yen sottovalutato e il maggior impatto dei prezzi all'importazione sull'indice dei prezzi al consumo minacciano di tradursi in un'inflazione vischiosa. Inoltre, la nuova prima ministra Sanae Takaichi potrebbe non replicare esattamente il modello dell'Abenomics, lasciando alla BoJ maggiore libertà di alzare i tassi.

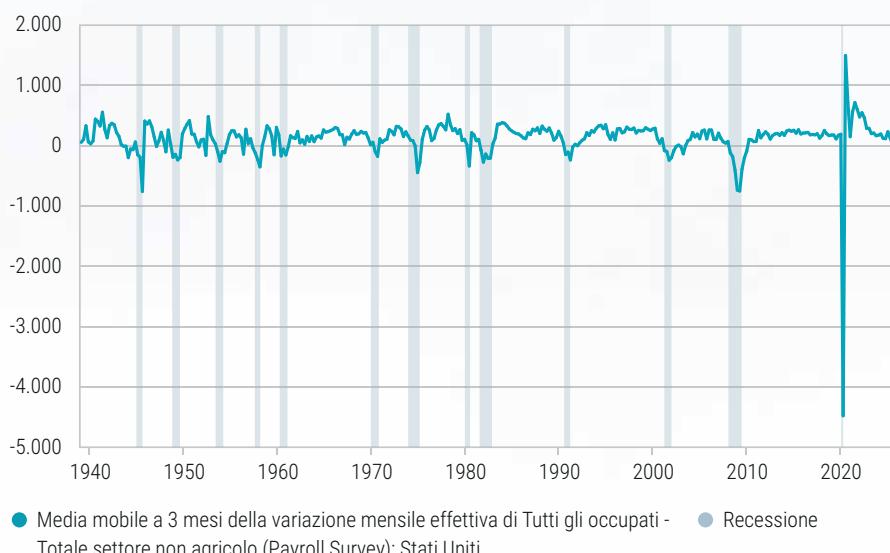
Quanto alle banche centrali dei mercati emergenti, crediamo che queste seguiranno in larga misura l'orientamento accomodante da noi previsto per la Fed nel 2026, poiché l'apprezzamento delle valute permette di ridurre ulteriormente i tassi di policy verso i rispettivi livelli neutrali. Nel caso della People's Bank of China (PBoC), riteniamo che la decelerazione della disinflazione e la debolezza dello yuan riducono l'urgenza di tagli aggressivi. ●

3. Scenari rialzista e ribassista

Scenario ribassista: decrescendo doppio

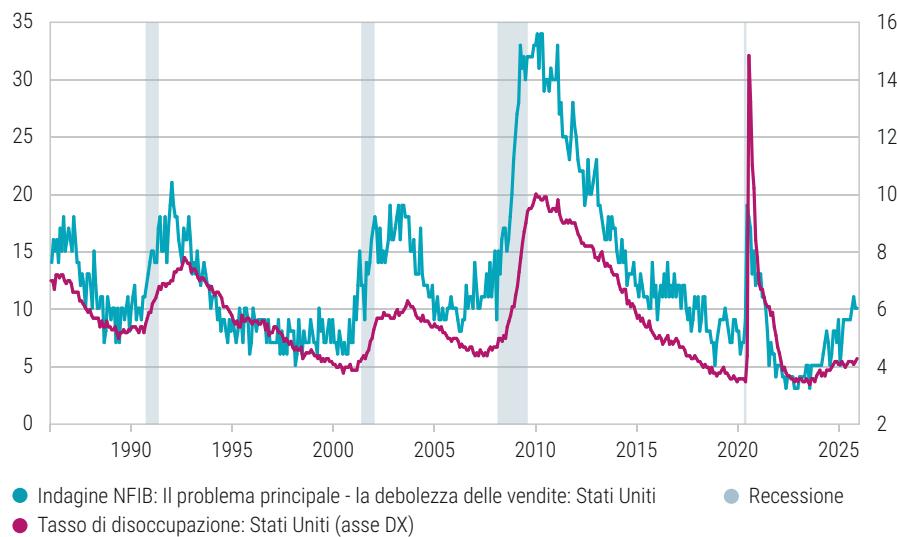
Secondo l'FMI, nel 2026 i rischi sono orientati al ribasso. L'incertezza prolungata, l'aumento del protezionismo e gli shock dell'offerta nel mercato del lavoro potrebbero pesare sulla crescita. Tuttavia, i rischi per quest'ultima non derivano unicamente dalle cause citate dall'FMI. Concordiamo sulla possibilità che gli shock negativi dell'offerta inneschino una stagflazione, in quanto il prodotto potenziale si riduce più velocemente rispetto alla domanda aggregata. Tuttavia, in uno scenario in cui gli utili delle Magnifiche Sette cominciano a deludere gli investitori, provocando uno scoppio della bolla dell'IA, uno shock negativo dei consumi è quasi altrettanto probabile. L'impatto dello scoppio della bolla dell'IA sulla crescita e sull'inflazione è ben diverso da quello di uno shock negativo dell'offerta derivante dalla politica statunitense. Tuttavia, un aspetto comune ai due casi è il venir meno dell'eccezionalità statunitense.

Figura 13: La debolezza genera debolezza



Fonte: LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Figura 14: Diversi indicatori segnalano un ulteriore aumento della disoccupazione negli Stati Uniti



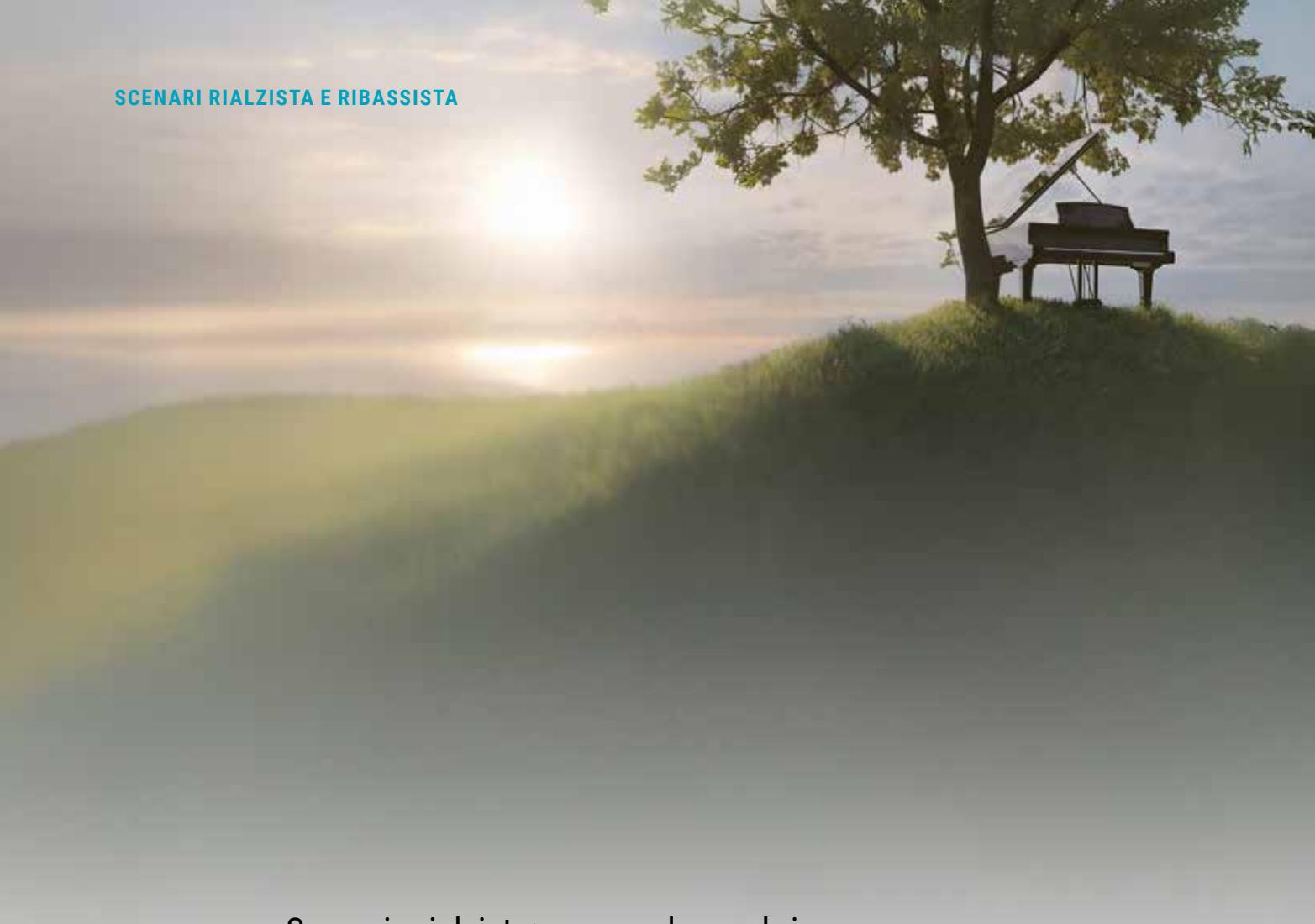
Fonte: LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Le probabilità che l'eccezionalismo statunitense si affievolisca non sono trascurabili nel breve periodo. Il nostro indicatore di recessione segnala un rischio del 20% negli Stati Uniti. Inoltre, un incremento mensile medio dell'occupazione su tre mesi di 29.000 unità, come quello registrato nell'ottobre 2025 negli Stati Uniti, ha quasi sempre anticipato una recessione negli USA. L'unica fortunata eccezione si è avuta nel 1962, quando l'incremento dell'occupazione è sceso a 17.000⁴ unità ma l'espansione è proseguita. Inoltre, alcuni indicatori anticipatori segnalano un ulteriore e sostanziale indebolimento del mercato del lavoro statunitense. Ad esempio, un'indagine condotta dalla National Federation of Independent Business (NFIB) tra le piccole e medie imprese statunitensi indica sempre più spesso che il principale problema di queste aziende è la debolezza delle vendite.

A fronte del maggior assottigliamento dei margini dovuto al persistere di dazi elevati, la debolezza del settore delle small cap potrebbe ripercuotersi sulle imprese più grandi. In tal caso, la disoccupazione statunitense aumenterebbe di oltre l'1%, un dato che sarebbe coerente con una lieve recessione negli USA. Benché in genere perdite di posti di lavoro di tale entità esercitino pressioni disinflazionistiche, la natura dello shock (combinazione di shock negativi dell'offerta) che conduce alla recessione presenta analogie con una recessione causata da un brusco aumento dei prezzi del petrolio.⁵ All'opposto, lo scoppio di una bolla causata dall'IA avrebbe un impatto minore sulla disoccupazione ed effetti disinflazionistici netti più in linea con la norma.

4. LSEG Datastream, novembre 2025

5. Uno studio dell'FMI (2008) rivelava che le recessioni indotte dai prezzi del petrolio si sono generalmente caratterizzate per un aumento di 50 pb del CPI durante le fasi recessive.



Scenario rialzista: crescendo con brio

Nello scenario rialzista, nei mercati sviluppati si crea un'economia ad alta pressione con un'inflazione superiore alle attese, mentre negli Stati Uniti la crescita del PIL reale raggiunge il 2,9%. L'eccezionalismo statunitense riprende piede e il dollaro si rafforza per via della diminuzione delle posizioni volte a trarre vantaggio da un suo deprezzamento. La Fed ha meno spazio per ridurre i tassi al di sotto del 3,5%, poiché il tasso neutrale è più alto e la disoccupazione statunitense riscende al 4,0%. In questo scenario, caratterizzato nei mercati sviluppati da sorprese inflazionistiche ancora maggiori rispetto al nostro scenario di base, i mercati finanziari si trovano invece a scontare un altro ciclo di inasprimento. Anche per una Fed più allineata sulle posizioni di Trump, un'inflazione prossima al 4% diventa scomodamente elevata.

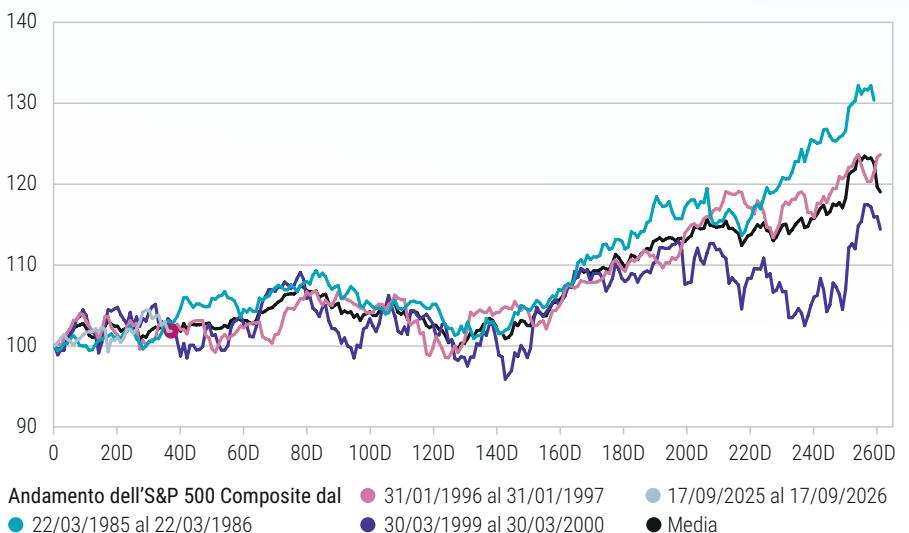
In primo luogo, gli shock che hanno frenato le economie vengono risolti. Nell'Eurozona la capacità inutilizzata diminuisce più rapidamente, poiché l'attenuazione delle minacce geopolitiche si rivela un potente catalizzatore che sblocca la domanda repressa in Europa. La riduzione della capacità inutilizzata compensa pienamente il rallentamento dello stimolo fiscale associato alla spesa per la difesa. In secondo luogo, l'accordo commerciale tra Cina e Stati Uniti regge, con una riduzione dell'aliquota daziaria effettiva degli Stati Uniti nel corso del 2026 che dà impulso alle piccole e medie imprese statunitensi. I flussi commerciali verso gli Stati Uniti riprendono quota, favorendo la crescita delle esportazioni delle economie emergenti. In terzo luogo, oltre che della solida crescita delle esportazioni, la Cina beneficia di spinte reflazionistiche dovute sia alla ripresa del mercato immobiliare residenziale seguita all'accresciuta formazione di nuclei familiari, sia al ritorno degli acquirenti sulla scia di una maggiore accessibilità economica. ●

4. Prospettive dei mercati finanziari

Azioni: bull market – i mercati azionari sono destinati a un forte rialzo?

A che punto del ciclo azionario ci troviamo? In primo luogo, con la ripresa del ciclo di allentamento monetario e in assenza di un rischio immediato di recessione, le azioni di norma continuano a registrare performance ben superiori al 7% (il loro rendimento di stato stazionario).* Una volta che la Fed ha ricominciato ad allentare la politica monetaria dopo una pausa iniziale, l'S&P 500 Index ha guadagnato storicamente il 20% nei 12 mesi successivi.

Figura 15: La ripresa dei cicli di allentamento della Fed si è accompagnata storicamente a rialzi del 20% nei 12 mesi successivi



* I rendimenti passati non sono indicativi dei possibili risultati futuri. Il valore degli investimenti può subire oscillazioni.

Fonte: LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Sebbene un ulteriore rally del 20% dell'S&P 500 nel 2026 sarebbe sorprendente, a giudicare dal già straordinario rialzo messo a segno da inizio anno, ciò segnala la possibilità di un melt-up, ossia di una brusca impennata dei prezzi azionari non giustificata dai fondamentali. In secondo luogo, riteniamo che la guidance di un presidente della Fed con una visione più vicina a quella di Trump, qualora assumesse la guida della banca centrale nel 2026, potrebbe incentivare maggiormente l'assunzione di rischio azionario rispetto ai tipici cicli di allentamento non recessivi condotti dalla Fed in passato. In terzo luogo, giacché riteniamo che l'inflazione dei mercati sviluppati rimarrà superiore al target, ma senza superare il 4% nel 2026, ci troviamo ancora in un'ottima posizione per cogliere solidi rendimenti azionari in termini reali,* nell'ipotesi che non si materializzi una recessione negli Stati Uniti.

Tabella 1: Rendimenti reali 1875-2021

Classe di Asset	Inflazione <0%	0-2%	2-4%	Inflazione >4%
Azioni	5,5	9,8	8,2	-1,7
Obbligazioni	8,4	3,4	1,6	-4,6
Liquidità	5,9	1,5	0,5	-4,3

* I rendimenti passati non sono indicativi dei possibili risultati futuri. Il valore degli investimenti può subire oscillazioni.

Fonte: Baltussen, Swinkels, Van Vliet e Van Vliet (2023).

Esplosione o crollo? La bolla dell'intelligenza artificiale e il sentimento di mercato

Alla fine degli anni '90, durante il mandato di Greenspan alla Fed, è fiorita una copiosa letteratura sull'opportunità che le banche centrali "scoppiassero" le bolle finanziarie.⁶ Tuttavia, durante la conferenza stampa di ottobre, l'attuale presidente della Fed Jerome Powell si è rifiutato di esprimere commenti sul fatto che il mercato azionario fosse sopravvalutato o meno. L'atteggiamento evasivo di Powell è ragionevole, poiché uno dei migliori indicatori previsionali dei rendimenti azionari, il CAPE di Shiller, coglie solo l'8% della varianza dei rendimenti successivi su un orizzonte di 24 mesi. Inoltre, il potere previsionale al di fuori del campione è trascurabile su un orizzonte di 12 mesi; in futuro può ancora accadere di tutto, nonostante le valutazioni azionarie statunitensi siano molto elevate.⁷

Se consideriamo il punto del ciclo azionario in cui ci troviamo in termini di sentimento, non siamo ancora entrati nella fase dell'euforia irrazionale, poiché tra i consumatori prevale un clima di pacatezza e, secondo l'American Association of Individual Investors, il livello di ottimismo degli investitori retail si colloca sul 0,3° percentile in termini relativi. Si tratta di un aspetto importante, poiché lo scoppio delle bolle è stato spesso preceduto, oltre che da elevate valutazioni azionarie, anche da picchi nei livelli di fiducia e nei conti a margine degli investitori retail; è l'assenza di timori che bisogna temere.

6. Cfr. ad esempio Cecchetti, Gengberg, Lipsky e Wadhwan (2000).

7. Cfr. ad esempio Campbell e Thompson (2008); Goyal e Welch (2008).

Considerando un premio al rischio azionario implicito globale nettamente inferiore alla media storica e un CAPE di Shiller a quota 40 – un livello superato solo una volta (1999) negli ultimi 135 anni – nel 2026 la capacità di generare utili assumerà un'importanza cruciale. Se da un lato le valutazioni storicamente elevate costituiscono un difficile punto di partenza per il 2026, dall'altro una riaccelerazione sincronizzata dell'economia globale fa ben sperare per le prospettive di utile. L'interrogativo fondamentale che molti si porranno è se il brusco aumento del rapporto tra investimenti e fatturato degli hyperscaler sia giustificato.

La nuova spesa per investimenti continuerà a produrre risultati? Per quanto il rapporto attualmente elevato tra fatturato e investimenti nel settore tecnologico statunitense non lasci presagire una compressione dei margini nei prossimi 12 mesi, storicamente la probabilità che ciò si verifichi aumenta in una fase successiva. I vincoli energetici si stanno imponendo sempre più spesso come l'ostacolo alla scalabilità dell'IA, provocando un aumento dei costi marginali. Tuttavia, finora la crescita attesa degli utili degli hyperscaler non si è discostata da quella dei loro investimenti. Non scorgiamo ancora segni di sovraccapacità. La spesa per investimenti è ancora finanziata in prevalenza dai cash flow anziché dall'emissione di debito. Non si rilevano ancora gli eccessi del 1999. Per il momento, il settore tecnologico statunitense ha tutte le caratteristiche di una realtà in fermento, anziché di una bolla in procinto di scoppiare.⁸

Rotazione azionaria globale: dove emergeranno le prossime società leader al di fuori degli Stati Uniti?

Allargando lo sguardo al di fuori degli Stati Uniti, si scopre che l'MSCI World ex US ha sovraperformato l'omologo statunitense nel 69% degli anni⁹ solari in cui si è registrato un deprezzamento dell'indice del dollaro ponderato per l'interscambio. La diminuzione dei differenziali di interesse e la ripresa dell'attività in termini reali nelle altre economie del G10 comporteranno probabilmente un indebolimento del dollaro su base ponderata per l'interscambio (anche se non mancheranno momenti di vigore del biglietto verde). Come nel 2017, ciò lascia ben sperare per i mercati azionari ad alto beta, notevolmente più sottovalutati rispetto al mercato statunitense, in un quadro di allentamento dell'incertezza sulle politiche commerciali mondiali.

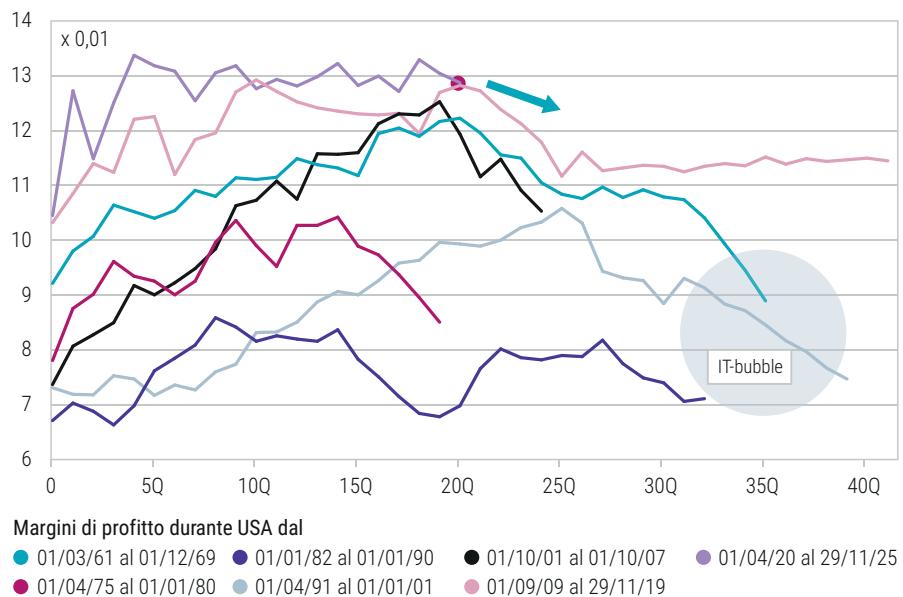
Siamo ottimisti sul ciclo degli utili globali; vediamo in particolare un rischio di rialzo dell'8% rispetto alla stima di consenso degli utili per azione (EPS) globali a 12 mesi, poiché i tagli dei tassi di metà ciclo di solito preludono a un successivo innalzamento delle previsioni sugli utili globali. I margini di profitto globali rimangono superiori al trend. Per quanto riguarda gli Stati Uniti, ci aspettiamo una contrazione dei margini rispetto ai livelli massimi da qui ai prossimi 12 mesi, ma ciò è coerente con le fasi iniziali dei mercati rialzisti di fine ciclo. Durante l'espansione rilevata dall'NBER negli anni '90, nel corso della quale si formò la bolla dei titoli tecnologici, i margini di profitto avevano già raggiunto un punto di massimo due anni e mezzo prima del picco toccato dall'S&P 500 nel settembre 2000.

8. Cfr. l'approfondimento "Bursting or buzzing bubbles?" pubblicato nel settembre 2024 sul sito web di Robeco.

9. I rendimenti passati non sono indicativi dei possibili risultati futuri. Il valore degli investimenti può subire oscillazioni.

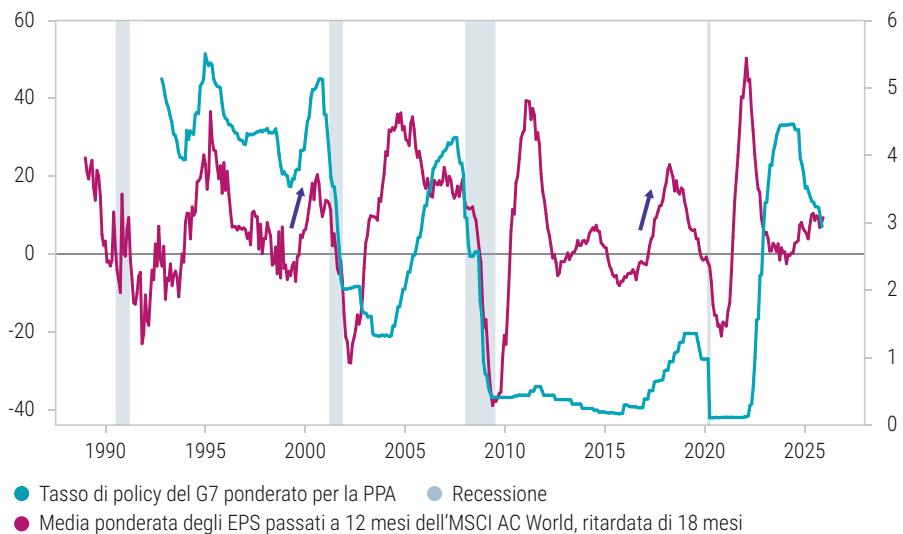
Figura 16: È molto insolito che si registri una recessione negli Stati Uniti senza un precedente calo dei margini su base trimestrale

Margini di profitto durante le fasi di espansione dell'NBER



Fonte: LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Figura 17: I tagli dei tassi di metà ciclo preludono di solito a una revisione al rialzo delle stime sugli EPS globali

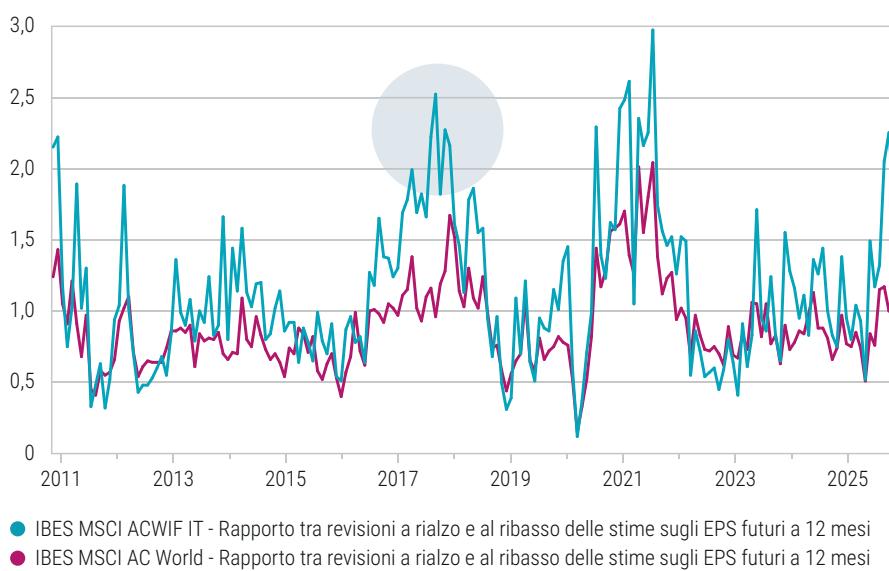


Fonte: LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Come nel 2017, ci aspettiamo di osservare ulteriori revisioni al rialzo delle stime sugli utili per il settore tecnologico nel 2026, che apriranno la strada ad analoghe revisioni delle stime sui profitti in altri settori verso il 2027. Prevediamo inoltre un allargamento della crescita degli utili nel corso del prossimo anno. In primo luogo, le aziende industriali, le utility e le imprese energetiche ricevono forte impulso dagli investimenti effettuati dagli hyperscaler. Benché sul mercato si registrino opinioni fortemente discordanti in merito al settore che trarrà i maggiori vantaggi dall'IA, è sempre più evidente che i comparti della finanza e della sanità beneficiano di questa nuova tecnologia. In secondo luogo, un'ulteriore riduzione dell'incertezza legata alle politiche

commerciali potrebbe aiutare soprattutto le piccole e medie imprese a recuperare terreno in termini di crescita degli utili. Infine, i benefici dell'attuale ciclo di allentamento si ripercuotono in misura nettamente maggiore sulle imprese di minori dimensioni più sensibili ai tassi, abbassando il loro costo del capitale.

Figura 18: Le revisioni delle stime sugli EPS a livello globale si stanno portando in linea con quelle del settore tecnologico



Fonte: LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

In ulteriore analogia con il 2017, un ulteriore indebolimento dell'indice del dollaro ponderato per l'interscambio potrebbe favorire un'accelerazione dell'azionario dei mercati emergenti rispetto a quello dei mercati sviluppati. Poiché ci aspettiamo un miglioramento delle revisioni delle stime sugli utili in Cina rispetto a quelle dell'MSCI EM ex China, riteniamo possibile un aumento delle valutazioni azionarie cinesi rispetto a quelle degli altri mercati emergenti nel 2026. Considerando inoltre che le aspettative di consenso sulla sovrapreperformance della Cina rispetto al resto dei mercati emergenti nel 2026 sono modeste, questa posizione assume un carattere ancora più contrarian.

Apprezziamo le azioni dell'Eurozona alla luce delle valutazioni interessanti, della debolezza del biglietto verde, dei prezzi contenuti dell'energia, dell'ulteriore accelerazione della crescita della regione favorita dagli stimoli fiscali, dell'espansione dell'offerta di moneta e del miglioramento del sentimento dei consumatori.

Curve dei rendimenti e incroci: navigare il mercato obbligazionario nel 2026

Stando al nostro modello del fair value, i rendimenti nominali¹⁰ a 10 anni dei titoli statunitensi dovrebbero superare il 4,5%, il che segnala rischi al ribasso per i Treasury USA. Inoltre, in seguito a una ripresa dei tagli dei tassi da parte della Fed, nel 1996 e nel 1999 i rendimenti decennali sono saliti di 100 pb a distanza di 12 mesi. Mentre i rendimenti nominali potrebbero chiudere il 2026 al di sopra dell'attuale livello del 4%, i rendimenti reali potrebbero subire pressioni al ribasso. In previsione del fatto che i fedelissimi di Trump potrebbero esercitare una crescente influenza sulla Fed nel 2026, ci aspettiamo un notevole calo dei rendimenti reali. Storicamente le banche centrali che hanno ceduto alle pressioni dei leader politici nelle decisioni di politica monetaria

10. I rendimenti passati non sono indicativi dei possibili risultati futuri. Il valore degli investimenti può subire oscillazioni.

hanno spesso dovuto affrontare le conseguenze di un'inflazione elevata.¹¹ Riteniamo pertanto che le aspettative di inflazione a medio termine scontate dal mercato siano destinate ad aumentare nel corso del prossimo anno. Ci aspettiamo inoltre un ulteriore aumento del premio a termine man mano che il mercato ricalibra la possibilità che la Fed si ritrovi (di nuovo) dietro la curva. Inoltre, se da un lato il calo dei rendimenti reali migliora la domanda (di lavoro) aggregata, dall'altro può accelerare l'inflazione dei prezzi delle attività finanziarie.

Figura 19: L'inflazione di pareggio potrebbe salire entro la fine del 2026

Inflazione di pareggio USA



Fonte: LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Mentre i fattori tecnici rimangono favorevoli, gli spread dei titoli investment grade sono ristretti. La nostra previsione di un aumento dei rendimenti a lungo termine nel 2026 rafforza la nostra preferenza per un'esposizione a titoli caratterizzati da una minore (spread) duration. I differenziali di rendimento delle obbligazioni high yield sono storicamente ridotti, ma le condizioni finanziarie sono ancora molto favorevoli e prefigurano la possibilità di un'ulteriore compressione degli spread nel 2026. A questo proposito sarà utile un allargamento della generazione di utili. Durante l'espansione dei primi anni 2000, le valutazioni sono rimaste su livelli onerosi per circa quattro anni prima che gli spread dei titoli high yield tornassero verso i rispettivi fair value.

I livelli di leva finanziaria sembrano ancora gestibili da una prospettiva storica, con un rapporto debito netto/patrimonio netto pari a circa 2,5 a livello globale. Ciò potrebbe arginare un aumento incontrollato degli spread in seguito a un evento di rischio sistemico. Tuttavia, il margine di errore si sta riducendo e, con gli spread avviati a restare sotto i 500 pb nel 2026 secondo le nostre previsioni, è difficile che l'high yield riesca a sovrapassare l'azionario. Riteniamo quindi che le azioni offrirebbero un maggiore potenziale di rialzo laddove il nostro scenario di base dovesse concretizzarsi; al contempo, il sottopeso sull'high yield ci fornirebbe una protezione dai ribassi qualora si realizzasse invece lo scenario peggiore. Quanto al debito dei mercati emergenti – un'asset class che si colloca a metà strada tra l'high yield e l'investment grade – ci aspettiamo afflussi persistenti in un contesto di allentamento monetario, debolezza del dollaro e carry ragionevole, soprattutto rispetto alle alternative investment grade dei mercati sviluppati.

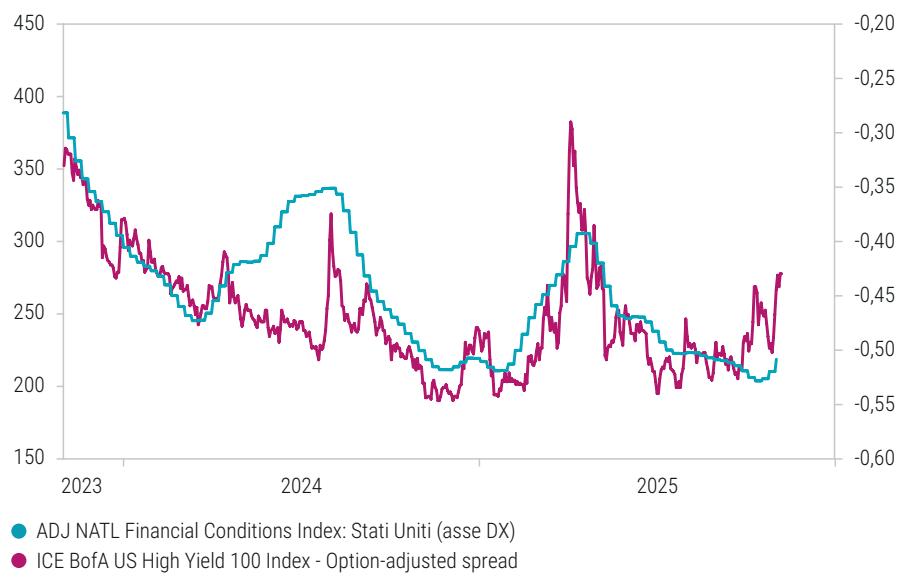
11. Cfr. ad es. il BIS Working Paper No. 1028.

Figura 20: I titoli HY sono rimasti sopravvalutati per quattro anni (2004-2008) prima di registrare una correzione



Fonte: LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Figura 21: Possibile un'ulteriore compressione degli spread

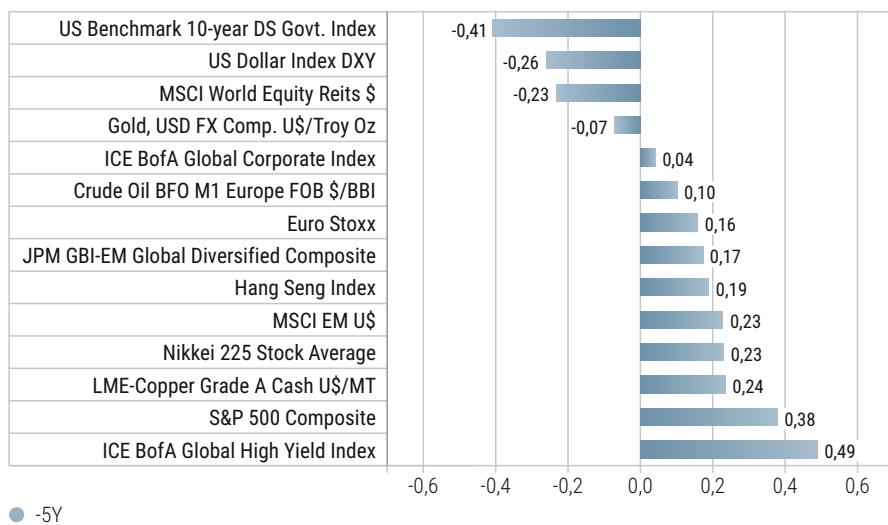


Fonte: LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Una dimostrazione di valore

In previsione di una ripresa ciclica sincronizzata, riteniamo che i metalli industriali possano segnare un rialzo. Un indicatore di crescita ciclica, il rapporto rame/oro, mostra un andamento sottotono rispetto all'indicatore di fiducia compilato dall'ISM per il settore manifatturiero. Pertanto, i metalli industriali potrebbero cominciare a sovraperformare l'oro quando il ciclo manifatturiero globale inizierà a migliorare. L'oro conserva un potenziale di rialzo sul lungo periodo, poiché gli investimenti delle imprese aurifere non sono eccessivi e le preoccupazioni per l'indipendenza della Fed e la vischiosità dell'inflazione potrebbero aumentare nel 2026. Tuttavia, il prossimo anno la corsa del metallo giallo potrebbe essere frenata da un numero deludente di tagli dei tassi della Fed e dall'attenuazione dei timori di stagflazione favorita dalla ripresa sincronizzata dell'attività economica. ●

Figura 22: Beta storico dei rendimenti a 1 anno rispetto alla variazione a 1 anno dell'ISM manifatturiero



I rendimenti passati non sono indicativi dei possibili risultati futuri. Il valore degli investimenti può subire oscillazioni.

Fonte: LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

5. Sintesi

Rischi di coda e fattori avversi: cosa potrebbe ostacolare il rally nel 2026?

In primo luogo, alcuni rischi ritenuti idiosincratici potrebbero diventare sistemici. Ad esempio, i recenti fallimenti nel settore dell'auto statunitense sono stati liquidati come episodi occasionali. Tuttavia, i dati FRED rivelano che gli accantonamenti per perdite su crediti (prestiti e leasing) delle banche commerciali statunitensi sono in costante aumento. In secondo luogo, sia il nostro scenario rialzista che quello ribassista comportano problemi per gli asset rischiosi. Il nostro scenario rialzista contempla un'economia ad alta pressione con un crescendo di sorprese inflazionistiche e non è così favorevole per gli asset rischiosi come potrebbe sembrare.

Nell'ipotesi che i meccanismi di controllo della Fed siano ancora attivi, una risalita del PCE core statunitense al di sopra del 3,75% farebbe suonare nuovamente un campanello d'allarme, spingendo la Fed a considerare la possibilità di un inasprimento anziché di un allentamento. I mercati finanziari potrebbero non apprezzare il fatto che un aumento sostenuto del PCE core venisse definito un'altra volta "transitorio". Se la storia dovesse ripetersi, il nostro scenario ribassista di una lieve recessione negli Stati Uniti potrebbe essere accompagnato da un sell-off del 30-40% dei mercati azionari. Esiste una chiara correlazione negativa tra i livelli ex-ante del CAPE e l'entità dei ribassi complessivi dell'S&P 500 indotti da una recessione negli ultimi 125 anni. Inoltre, i mercati azionari sono tendenzialmente instabili in prossimità delle elezioni statunitensi di metà mandato. Attenzione ai rischi di coda.

Si noti che lo shutdown del governo degli Stati Uniti non ha permesso di accedere ad alcuni dati economici ufficiali che avrebbero potuto essere rilevanti per la valutazione delle prospettive per il 2026.

Finché suona la musica

I mercati finanziari sono prociclici per natura. Finché suona la musica, bisogna alzarsi e ballare (come disse l'ex CEO di Citigroup Charles Prince nel 2007). In questo momento, la musica sta ancora suonando. Anche se l'insorgere di una ripresa sincronizzata potrebbe preannunciare l'avvicinarsi del gran finale, ciò non segna ancora (come l'accordo napoletano) la conclusione del brano. ●

Tabella 2: Sei rischi per le prospettive tattiche da tenere d'occhio

#	Scenario	Crescita	Inflazione
1.	Recessione USA dovuta a una brusca frenata, anziché a una graduale decelerazione, del mercato del lavoro	↓↓	↓
2.	Un'economia globale ad alta pressione e una Fed allineata	↑	↑↑
3.	Implusione dell'ecosistema dell'IA, crollo dell'oro; una bolla destinata a scoppiare, non una realtà in fermento	↓	↓
4.	Rinnovata incertezza sul fronte commerciale (sentenze della Corte Suprema, rottura dell'accordo USA-Cina)	↓↓	↑
5.	Invocazione dell'articolo 5 da parte di un membro europeo della NATO	↓	↑
6.	Potenziali eventi sistemici derivanti dai mercati privati (del credito)	↓	↓

Fonte: Robeco, 7 novembre 2025.

Tabella 3: Preferenze di portafoglio di Investment Solutions al 1° novembre 2025

Classe di Asset		Complessivo
Azioni	USA	–
	Europa	+
	Mercados emergentes	+
Obbligazioni	Governative – USA	=
	Governative – Europa	=
	Governative – Mercados emergentes	+
	Corporate IG – USA	=
	Corporate IG – Europa	=
	Corporate IG – Mercados emergentes	=
	High yield – USA	–
	High yield – Europa	–
	High yield – Mercados emergentes	–
Materie prime	Oro	+
	Petrolio	=
Valute	USD	–
	EUR	+
	YEN	+
	Valute locali mercados emergentes	+

Fonte: Robeco, 1° novembre 2025.

Informazioni importanti – il capitale investito è a rischio

Le presenti informazioni si riferiscono esclusivamente a informazioni generali su Robeco Holding B.V. e/o sulle sue società collegate, affiliate e controllate, ("Robeco"), sull'approccio, sulle strategie e sulle capacità di Robeco. Il presente documento è una comunicazione di mercato destinata esclusivamente agli investitori istituzionali, definiti quali investitori qualificabili come clienti professionisti, che abbiano richiesto di essere trattati come tali o che siano autorizzati a ricevere tali informazioni ai sensi delle leggi applicabili. Se non diversamente specificato, i dati e le informazioni riportate provengono da Robeco, sono, per quanto a conoscenza di Robeco, accurati al momento della pubblicazione e sono forniti senza garanzie di alcun tipo. Qualsiasi opinione espressa è esclusivamente l'opinione di Robeco, non è una dichiarazione di fatto, è soggetta a modifiche e non costituisce in alcun modo un consiglio di investimento. Il presente documento ha il solo scopo di fornire una panoramica dell'approccio e delle strategie di Robeco. Non sostituisce un prospetto né qualsiasi altro documento legale relativo a uno specifico strumento

finanziario. I dati, le informazioni e le opinioni contenute nel presente documento non costituiscono, e non possono in nessun caso essere interpretate come, un'offerta o un invito o una raccomandazione a effettuare investimenti o disinvestimenti o una sollecitazione all'acquisto, alla vendita, alla detenzione o alla sottoscrizione di strumenti finanziari o come una consulenza finanziaria, legale, fiscale o di ricerca sugli investimenti o come un invito a farne qualsiasi altro uso. Tutti i diritti relativi alle informazioni contenute nel presente documento sono e rimarranno proprietà di Robeco. Questo documento non può essere copiato o utilizzato con il pubblico. La copia o riproduzione (di parti) di questo documento in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo sono vietati senza il previo consenso scritto di Robeco. Robeco Institutional Asset Management B.V. è autorizzata quale gestore di OICVM e FIA dall'Autorità olandese di vigilanza sui mercati finanziari con sede ad Amsterdam.

© Q3/2025 Robeco



Per maggiori informazioni,
consultare il sito web di Robeco.