

OUTLOOK 2026

6 PER IL 2026

Domande essenziali
per gli investitori

Con l'avvicinarsi del 2026, una cosa appare chiara:

gli investitori si confrontano con un mercato che appare familiare ma anche fondamentalmente diverso. La crescita è disomogenea, ma ha ancora un margine di miglioramento. La tecnologia sta trasformando la produttività, ma il suo impatto su profitti e portafogli è ancora da valutare. Nel frattempo, i tassi d'interesse a livello globale si muovono in direzioni divergenti.

Nel nostro outlook 2026, alcuni esperti degli investimenti e dei mercati di BNY rispondono a sei domande chiave che emergono spesso durante le conversazioni – argomenti di cui parliamo anche tra di noi.

Sono domande pratiche che, a nostro avviso, plasmeranno lo scenario degli investimenti e dei mercati nel 2026. Il nostro obiettivo è fornire chiarezza e prospettiva per supportare gli investitori nel tiro alla fune di un mercato in evoluzione.

Nei periodi incerti, porre buone domande fondate sui dati è importante quanto dare buone risposte.

- 01 L'economia globale potrà mantenere il suo delicato equilibrio nel 2026?
- 02 Qual è la prossima mossa delle Banche Centrali?
- 03 In che modo i percorsi divergenti dei tassi stanno ridefinendo il mercato obbligazionario negli Stati Uniti, in Europa e nei mercati emergenti (ME)?
- 04 Il 2026 rappresenterà un punto di svolta per il dollaro USA?
- 05 Le valutazioni delle azioni USA sono eccessive?
- 06 Chi saranno i vincitori dell'era dell'AI, nel lungo periodo?

John Flahive
Co-Head of Municipal Bonds
Insight Investment

Francesca Fornasari
Head of Currency Solutions
Insight Investment

Jason Granet
Chief Investment Officer
BNY

Ella Hoxha
Head of Fixed Income
BNY Investments Newton

Eric Hundahl
Head of BNY Investment Institute
BNY Advisors

Alicia Levine
Head of Investment Strategy & Equities
BNY Wealth

Brendan Murphy
Head of Fixed Income, North America
Insight Investment

John Porter
Chief Investment Officer
BNY Investments Newton

Vincent Reinhart
Chief Economist
BNY Investments Dreyfus & Mellon

Bob Savage
Head of Markets Macro Strategy
BNY Markets

John Velis
Americas Macro Strategist
BNY Markets

Chris Vella
Chief Investment Officer
BNY Advisors

Sebastian Vismara
Head of Economic Research
BNY Advisors

Jason Vitale
Head of Global Markets Trading
BNY Markets

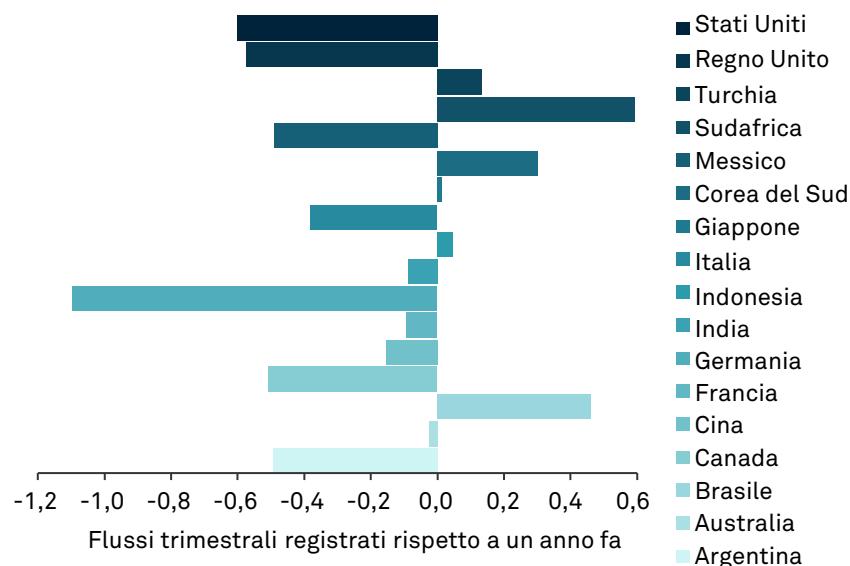
FLUSSI DI INVESTIMENTO NEL 2025

Nel 2025 la crescita è stata disomogenea, ma resiliente. In particolare, dopo due anni consecutivi di rendimenti azionari annui positivi (+20%), le società ad alta capitalizzazione statunitensi hanno mantenuto un solido andamento. Allo stesso tempo, i rendimenti obbligazionari hanno evidenziato i timori del mercato sulla spesa pubblica. Sui mercati obbligazioni globali abbiamo assistito a un irripidoamento delle curve dei rendimenti per le scadenze comprese tra i 10 e i 30 anni, poiché gli investitori hanno ponderato gli effetti di ingenti pacchetti fiscali e maggiori emissioni di debito.

Flussi azionari

A partire dalla scorsa estate, gli investitori globali hanno optato per un'asset allocation difensiva e la maggior parte di essi ha ridotto l'esposizione azionaria nel secondo semestre dell'anno.

Tuttavia, i Paesi legati alle materie prime, come Brasile e Sudafrica, hanno registrato un aumento degli afflussi azionari.

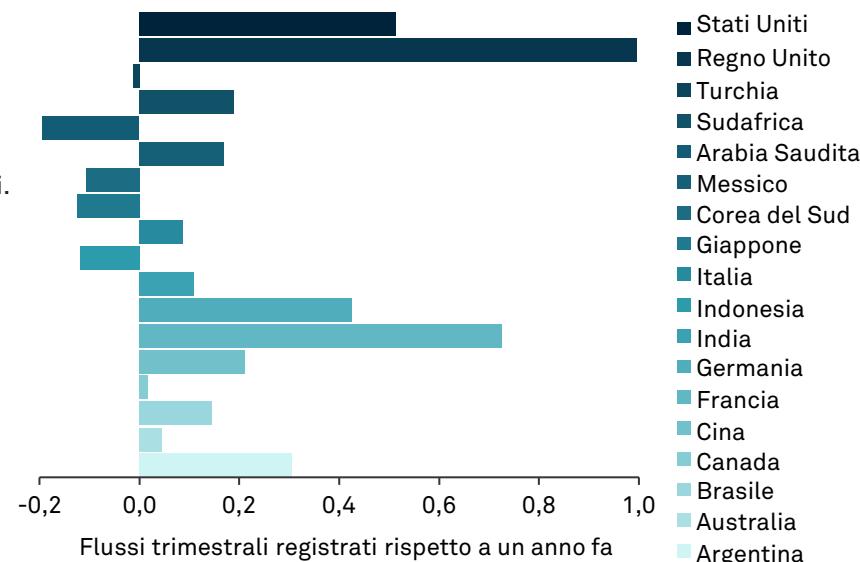


Fonte: Dati BNY dal 15 luglio al 14 ottobre 2025.

Flussi obbligazionari

Nell'ambito di tale atteggiamento difensivo, la maggior parte degli investitori globali ha incrementato l'esposizione agli asset obbligazionari.

Abbiamo registrato una domanda di mercati stabili e a basso rischio, come Stati Uniti e Regno Unito, nel corso dell'estate. Tuttavia, le posizioni sono rimaste invariate rispetto al dato storico.



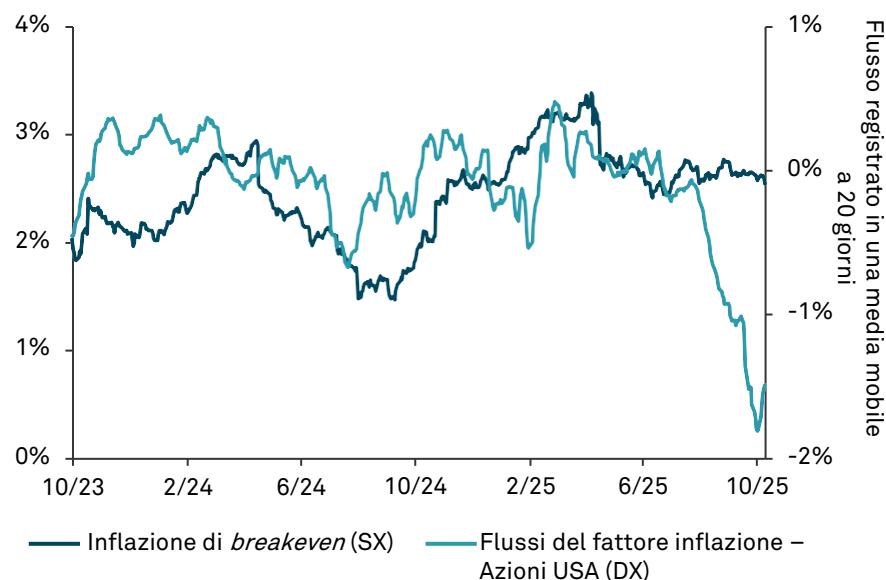
Fonte: Dati BNY dal 15 luglio al 14 ottobre 2025.

FLUSSI DI INVESTIMENTO NEL 2025

Flussi azionari USA legati all'inflazione

Gli investitori hanno abbandonato gli *asset* e i settori azionari che tendono a sovrapreformare nei periodi di aumento dell'inflazione, come energia, materiali e industriali.

La diminuzione dei flussi verso i fattori legati all'inflazione evidenzia un'attenuazione dei timori di una penalizzazione delle azioni dovuta all'aumento dei prezzi, nonostante gli effetti ritardati delle tariffe.

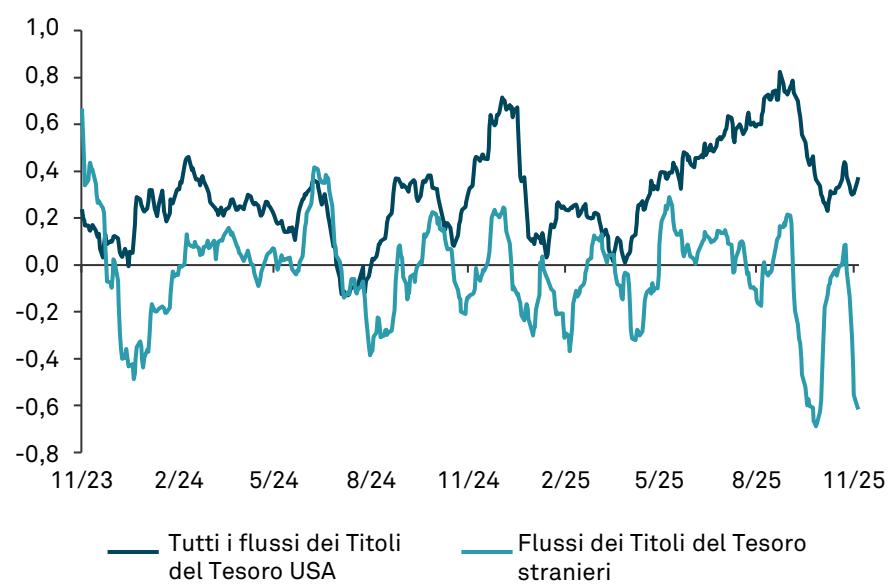


Fonte: BNY, 10 ottobre 2025.

Flussi dei Titoli del Tesoro USA

Gli investitori non statunitensi hanno mostrato un interesse eterogeneo per i Titoli del Tesoro, legato a spread relativi e prospettive di inflazione.

La diminuzione dei rendimenti dei Titoli del Tesoro USA ha spinto al ribasso i rendimenti nel 2025.



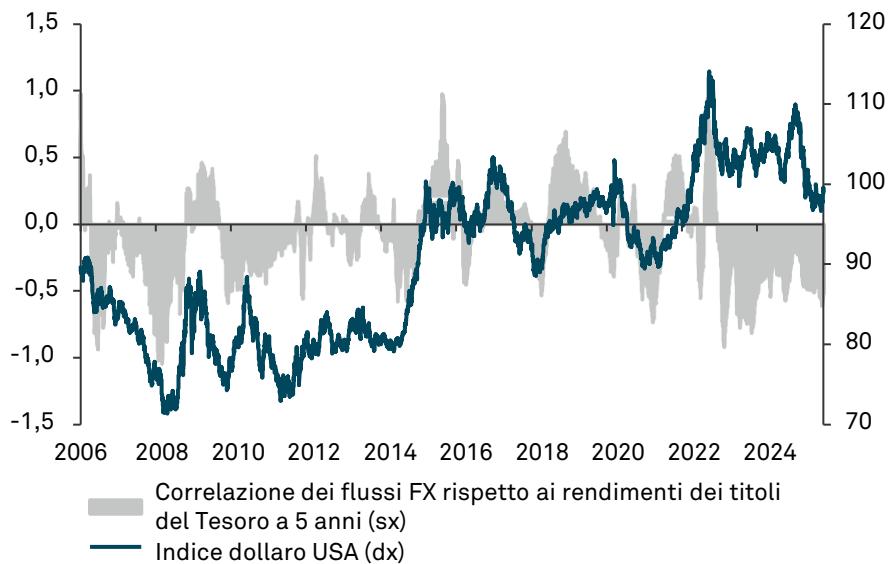
Fonte: BNY, 11 novembre 2025.

FLUSSI DI INVESTIMENTO NEL 2025

Dollaro USA

Nel 2025 il dollaro USA ha registrato vendite significative, dovute all'incertezza sulla politica commerciale, all'aumento del deficit fiscale USA e alle aspettative sui tagli dei tassi di interesse da parte della Fed.

Per il 2026 ci attendiamo una prosecuzione del *trend*, poiché gli investitori copriranno la loro esposizione agli *asset* statunitensi, a fronte dei timori su volatilità e tagli dei tassi.



Fonte: BNY, 10 ottobre 2025.

BNY iFLOW

La precedente analisi sui flussi di investimento è tratta da BNY iFlow, che fornisce una prospettiva del comportamento di investimento globale analizzando dati anonimizzati e aggregati basati sugli asset detenuti in custodia da BNY, pari a USD 57.800 miliardi.¹ I dati raccolti includono flussi *cross-asset*, partecipazioni, posizioni e vendite allo scoperto di obbligazioni, azioni e valute. Diversamente dai prodotti standard tradizionali, BNY iFlow utilizza dati basati sulla custodia per mostrare le tendenze di investimento e aiutare i clienti a interpretare le dinamiche di mercato. L'intelligenza iFlow è disponibile attraverso le regolari pubblicazioni inviate ai sottoscrittori tramite e-mail o attraverso la piattaforma self-service BNY iFlow.

[PER SAPERNE DI PIÙ](#)

6 DOMANDE PER IL 2026

- 01** L'economia globale potrà mantenere il suo delicato equilibrio nel 2026?
- 02** Qual è la prossima mossa delle Banche Centrali?
- 03** In che modo percorsi dei tassi divergenti stanno plasmando il settore obbligazionario negli USA, in Europa e nei mercati emergenti (ME)?
- 04** Il 2026 rappresenterà un punto di svolta per il dollaro USA?
- 05** Le valutazioni dell'azionario USA sono eccessive?
- 06** Chi saranno i vincitori dell'era dell'AI, nel lungo periodo?

01

L'economia globale potrà mantenere il suo delicato equilibrio nel 2026?



Eric Hundahl
Head of BNY Investment Institute²
BNY Advisors



John Velis
Americas Macro Strategist
BNY Markets

Dissezionare l'economia globale non è un compito facile, poiché moltissime sono le forze economiche in gioco, dal *sentiment*, ai mercati del lavoro alle politiche monetarie e fiscali. Come un cubo, ogni faccia può mostrare un aspetto diverso. Da un lato, la crescita mondiale è resiliente e sta accelerando. Da un altro, l'inflazione è vischiosa e, da un altro ancora, emergono segnali preoccupanti sui mercati del lavoro. Girando ancora il cubo, possiamo vedere che l'AI sta modificando le dinamiche competitive e alimentando aumenti di produttività. Ogni faccia può apparire complessa e condurre a conclusioni diverse se considerata singolarmente.

Il nostro outlook 2026 abbraccia questa visione multidimensionale. Nel complesso, le forze stanno progressivamente convergendo verso una nuova accelerazione della crescita, con il sostegno delle politiche fiscali e monetarie. Solidità della spesa al consumo, allentamento delle condizioni finanziarie, introduzione di incentivi fiscali mirati, calo dell'incertezza e bilanciamento del mercato del lavoro ampliano il quadro. Questa multidimensionalità definirà il 2026 e, nel complesso, fornisce chiarezza.

Le facce della crescita statunitense

Gli Stati Uniti si apprestano a chiudere il 2025 con una crescita del PIL vicina all'1,6% e destinata a stabilizzarsi in prossimità dell'1,9% nel 2026. Pur essendo inferiore al *trend* di lungo periodo, si tratta comunque di un dato positivo in un mondo colpito da shock commerciali, minore offerta di manodopera e tensioni geopolitiche. Probabilmente nel 2026 la situazione economica migliorerà, a fronte di una minore ambiguità sulle tariffe e di un crescente impatto della politica fiscale, ad esempio attraverso gli incentivi fiscali e la deregolamentazione, e dell'allentamento della Fed.

Inoltre, ci attendiamo un aumento delle vendite di case e dell'attività di rifinanziamento dei mutui, a seguito della diminuzione dei tassi di interesse dovuta alla politica della Fed e al generale miglioramento delle condizioni finanziarie. La spesa al consumo rappresenterà un altro fattore chiave per la crescita, sostenuta da redditi disponibili reali elevati e maggiori rimborsi fiscali derivanti dallo *One Big Beautiful Bill Act* (OBBA).

La prospettiva europea

Anche se l'Eurozona è riuscita a gestire l'ambiguità sulle tariffe relativamente bene, prevediamo una crescita soltanto moderata nella regione per il 2026. Ci attendiamo un aumento del PIL dell'1,3% circa, trainato dagli incentivi fiscali introdotti in Germania e da maggiori consumi privati a seguito di un incremento dei redditi reali. Tuttavia, la limitata capacità di acquisto nei settori costruzioni e difesa e il rischio di possibili ritardi o di una spesa inadeguata continueranno a penalizzare la crescita. Le incertezze politiche in Francia rappresentano un ulteriore potenziale ostacolo. L'inflazione si è avvicinata all'obiettivo del 2% fissato dalla Banca Centrale Europea (BCE) e probabilmente lo raggiungerà alla fine del 2026.

I contorni della crescita cinese

I progressi nell'AI e la diversificazione delle esportazioni hanno sostenuto la *performance* nel 2025. Tuttavia, la crescita derivante dall'aumento delle esportazioni prima dell'imposizione dei dazi e la moderata ripresa del settore immobiliare stanno rallentando, a fronte di una persistente deflazione generalizzata. Secondo i dati c'è spazio per ulteriori stimoli fiscali che consentirebbero di raggiungere una crescita per l'intero 2026 vicina agli obiettivi ufficiali; tali stimoli potrebbero derivare da maggiori investimenti nelle infrastrutture e

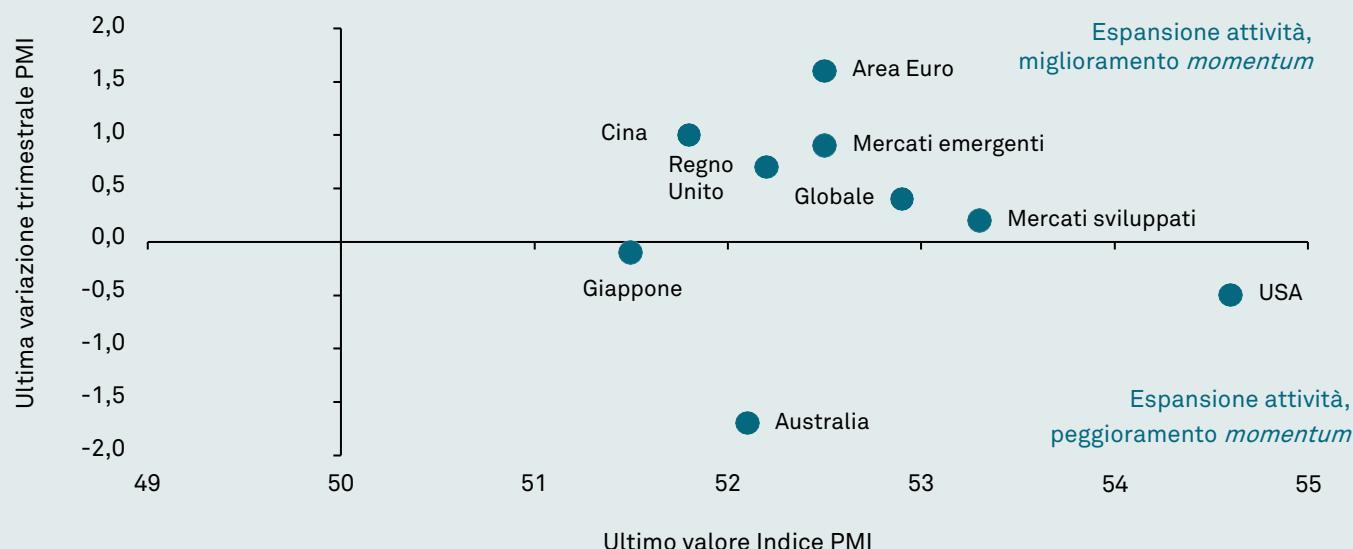
da un rafforzamento del supporto del governo locale, anche se tutto ciò richiederà tempo. A nostro avviso, tali misure fiscali si concretizzeranno nel primo semestre 2026, poiché la Banca Popolare Cinese (PBOC) manterrà un atteggiamento accomodante e fisserà un tetto ai costi di finanziamento per mitigare i rischi legati al settore immobiliare.

Chiarezza in un mondo multidimensionale

Lo scenario economico appare più solido, ma continua a cambiare. La politica monetaria fornirà stabilità, ma i risultati dipenderanno soprattutto dalle manovre fiscali. Gli investimenti nell'AI dovrebbero sostenere la crescita statunitense; tuttavia, servirà un aumento della spesa al consumo e delle costruzioni di immobili residenziali per spingere l'economia al livello successivo. Fortunatamente, questo divario può essere colmato anche attraverso strumenti politici, la cui progettazione ed esecuzione sarà monitorata attentamente dai mercati. Nel complesso, l'economia sembra essere pronta per una costante ripresa; tuttavia, gli investitori non dovrebbero dimenticare che, in uno scenario multidimensionale, cambiamenti anche minimi possono modificare la prospettiva. Restiamo ottimisti e monitoreremo attentamente i segnali di evoluzione.

Momentum PMI composito globale

Ultimo valore PMI rispetto all'ultima variazione trimestrale



Fonti: BNY Investments, Macrobond, al 12 novembre 2025. L'Indice dei direttori degli acquisti (PMI) è un indicatore economico mensile che misura lo stato di salute dei settori manifatturiero e dei servizi, in base ai sondaggi dei direttori degli acquisti. Un punteggio superiore a 50 indica un'espansione economica, inferiore a 50 invece una contrazione. 50 equivale a nessuna variazione.

02

Qual è la prossima mossa delle Banche Centrali?



Vincent Reinhart
Chief Economist
BNY Investments Dreyfus & Mellon

La Fed è già in movimento; il Federal Open Market Committee (FOMC) ha ripreso il ciclo di tagli dei tassi e ha annunciato la fine della stretta quantitativa per il mese di dicembre. Sulla scia delle nuove politiche sull'immigrazione e dei cambiamenti apportati alla pianificazione della forza lavoro federale e alla pubblicazione dei dati, dovuti allo *shutdown* governativo, a nostro avviso nel 2026 la Fed continuerà a vigilare sull'occupazione.

A fronte di un dato previsionale moderatamente superiore all'obiettivo, il peso relativo dell'inflazione sulla funzione oggettiva della Fed cambia rispetto al periodo 2022-2024, quando l'inflazione aveva raggiunto livelli inaccettabili. La Fed si concentrerà sul sostegno a occupazione e crescita, proseguendo il suo percorso verso una posizione neutrale del 3% a lungo termine, anche se gli imminenti avvicendamenti all'interno del *board* potrebbero influire sull'entità e il ritmo dei tagli dei tassi.

Cambiamenti in arrivo

Ci attendiamo una maggiore propensione della Fed verso l'allentamento monetario. Una nuova maggioranza all'interno del *board* potrebbe dare con relativa rapidità un nuovo assetto al gruppo decisionale, Che, ad esempio, potrebbe intervenire sulla politica direttamente, modificando un tasso amministrato sotto il suo controllo, come il tasso di interesse sui saldi di riserva.

La Fed continuerà a tagliare i tassi di riferimento nel 2026 fino a quando l'economia e i mercati finanziari non la fermeranno, portando il limite inferiore dell'intervallo al 2,5% entro il 2027, a nostro avviso. Se il *momentum* della domanda aggregata nella nostra previsione di base dovesse rivelarsi sostenuto, tale allentamento politico sosterrà l'inflazione, con un conseguente aumento dei rendimenti dei Titoli del Tesoro a lungo termine.

Sintesi delle proiezioni economiche

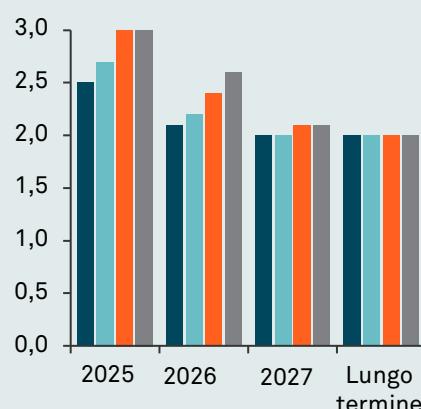
Risposta mediana, verificata in diversi trimestri, percentuale

■ Dic-24 ■ Mar-25 ■ Giu-25 ■ Set-25

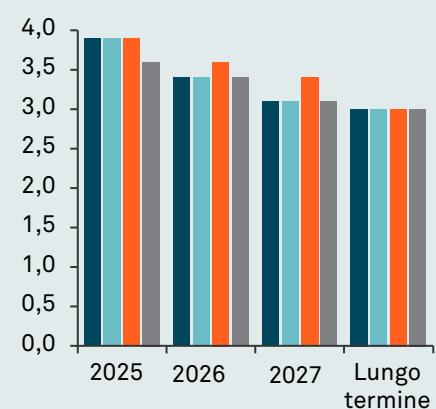
Crescita del PIL reale



Spesa per consumi personali
Inflazione dei prezzi



Tasso sui Fed Fund appropriato



Fonte: Federal Reserve, Summary of Economic Projections, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy.htm>. Analisi aziendale, 24 ottobre 2025.

IMPLICAZIONI GLOBALI

Una Fed più allineata all'agenda politica dell'attuale amministrazione rappresenterà una mosca bianca tra le banche centrali delle economie avanzate, e il dollaro subirà probabilmente nuove pressioni. Il freno alla domanda proveniente dai nostri partner commerciali, dovuto all'apprezzamento delle loro valute, potrebbe aggiungersi all'effetto del rallentamento globale dei volumi degli scambi commerciali.

La BCE potrebbe optare per un lieve allentamento, a causa della tiepida crescita economica del Vecchio Continente. Tuttavia, si tratterà probabilmente di un allentamento contenuto, poiché ci attendiamo alcuni stimoli fiscali netti associati all'impegno europeo per rafforzare il settore della difesa. Mentre il governo tedesco ha eliminato il "freno" al debito per poter spendere di più, molti altri membri dell'Eurozona devono far fronte a un debito pubblico elevato, che riduce il loro spazio di manovra fiscale.

Le restrizioni agli scambi commerciali, la debolezza dei prezzi dell'energia e i timori sul tasso di cambio costringeranno probabilmente la Bank of Canada a imitare la Fed, anche se con riluttanza e non completamente. Per contro, la Bank of Japan probabilmente manterrà stabile il tasso di riferimento, poiché il governo sta negoziando una complicata transizione che la espone a pressioni politiche interne. Le alternative sicure agli *asset* in dollari USA risulteranno particolarmente interessanti.

03

In che modo percorsi dei tassi divergenti stanno plasmando il settore obbligazionario negli USA, in Europa e nei mercati emergenti (ME)?



Brendan Murphy
Head of Fixed Income,
North America
Insight Investment

Dopo anni di sincronizzazione, le politiche monetarie e fiscali globali hanno intrapreso direzioni divergenti, riflettendo dinamiche di crescita, pressioni inflazionistiche e priorità politiche diverse. Di conseguenza, differenziali di rendimento, andamento delle curve e *spread* sul credito evidenziano una maggiore dispersione, aprono nuove strade per i rendimenti, ma rendendo potenzialmente più difficile individuare le opportunità.

Sempre più spesso i risultati dipendono da dinamiche fiscali, sequenza delle politiche e fondamentali locali. In tale scenario, l'adozione di un approccio in grado di distinguere tra modifiche a breve termine, cambiamenti strutturali e condizioni economiche, nonché ponderare il valore relativo di mercati e scadenze, è fondamentale.

Stati Uniti

A nostro avviso la crescita economica statunitense potrebbe migliorare; tuttavia, a causa del contesto di fine ciclo, l'economia è più vulnerabile alla volatilità.

- Probabilmente i tagli dei tassi della Fed favoriranno i Titoli del Tesoro a breve termine. Inoltre, raffiguriamo alcuni rischi a lungo termine, dovuti ai persistenti timori sui deficit USA.
- Riteniamo che il credito statunitense offra valore, a fronte di rendimenti complessivi relativamente elevati. Tuttavia, considerando lo scenario di *spread* contenuti, le emissioni di qualità più elevata offriranno maggiori opportunità fino a quando gli *spread* non registreranno un ampliamento.
- I settori fuori benchmark come il credito strutturato “esoterico”, comprendente, ad esempio, operazioni supportate da data center, infrastrutture digitali e *whole business securitization*, possono offrire un “premio di complessità” interessante, superiore al credito *corporate*.



Ella Hoxha
Head of Fixed Income
BNY Investments Newton

Europa

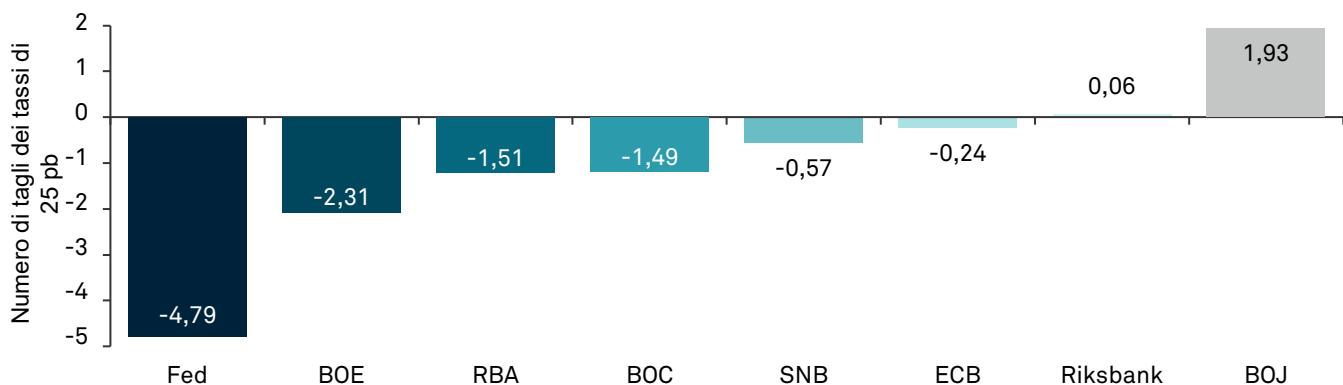
In Europa le condizioni monetarie sono frammentate. La BCE deve fronteggiare una crescita disomogenea e la pressione sui conti pubblici, soprattutto in Francia, dove l'adozione di una risoluzione è resa difficile dall'aumento del deficit e dallo stallo politico sul *budget*. Dopo i tagli dei tassi di marzo e giugno, attualmente i mercati non stanno scontando ulteriori interventi da parte della BCE nel corso del prossimo anno, anche se, in caso di peggioramento dei dati economici, esiste il rischio di ulteriori tagli.

Nel contempo, dopo cinque tagli dei tassi effettuati dall'agosto 2024, la Bank of England sta fronteggiando uno scenario di persistente inflazione e crescita dei salari che potrebbe indurla ad adottare un approccio più prudente. I mercati prevedono due tagli dei tassi per il 2026.

- Le dinamiche a livello di singoli Paesi continuano a trainare le valutazioni relative. Attualmente, la *duration* francese appare relativamente costosa, a causa delle crescenti pressioni sul debito sovrano. I rendimenti spagnoli e tedeschi riflettono fondamentali più equilibrati; in particolare, la Spagna continua a beneficiare di una straordinaria ripresa post-pandemica. Anche Italia, Irlanda e Norvegia spiccano per i premi per la *duration* relativamente interessanti.
- Sul fronte del credito denominato in euro il premio di rendimento rispetto agli USA è diminuito, ma è ancora sostenuto da una solida domanda globale e da uno scenario macro complessivamente favorevole. Nel contempo, *spread* sul credito storicamente bassi garantiscono un approccio misurato alla *duration*.

Aspettative sui tassi d'interesse

Aspettative tagli dei tassi nei prossimi 12 mesi



Fonti: BNY Investments, Macrobond. Dati al 28 ottobre 2025. Banche centrali: Federal Reserve statunitense (Fed), Bank of England (BOE), Reserve Bank of Australia (RBA), Bank of Canada (BOC), Banca Nazionale Svizzera (BNS), Banca Centrale Europea (BCE), Sveriges Riskbank (Riksbank), Bank of Japan (BOJ).

Mercati emergenti

La maggior parte dei Paesi in America Latina e Asia ha avviato il taglio dei tassi, mantenendo un certo grado di flessibilità politica in caso di rallentamento del *momentum* della crescita. Inoltre, molti di questi Paesi stanno entrando in una fase di moderato consolidamento fiscale. Nel complesso la crescita del PIL dei ME appare solida e potrebbe potenzialmente sostenere le obbligazioni *corporate high yield*.

- Gli afflussi hanno registrato un aumento, a fronte di maggiori aspettative di indebolimento del dollaro americano, e ciò potrebbe favorire il debito dei ME in valuta locale non soggetto a copertura.
- Sul fronte dei tassi, Brasile, Colombia e Perù, fortemente correlati ai Titoli del Tesoro USA, offrono opportunità.
- A nostro avviso, anche Argentina e Turchia, dove le obbligazioni potrebbero trarre vantaggio dalle misure deflattive adottate dal governo, presentano un potenziale.

Le opportunità stanno diventando più idiosincratiche e gli investitori con un approccio rapido e selettivo a livello geografico, di *duration* e qualità del credito potrebbero essere ben posizionati per coglierle.

EQUILIBRIO NEL CICLO DEL CREDITO

Il gioco di equilibri alla base dell'economia globale caratterizza anche il ciclo del credito. I fondamentali rimangono solidi; tuttavia, stando al *consensus* di mercato, ci troviamo in uno scenario di fine ciclo. Anche gli *spread* sul credito sono allineati ai modelli di fine ciclo storici. L'andamento della crescita mondiale e delle politiche monetarie potrebbe contribuire a prolungare questa fase, creando eventualmente opportunità per gli investitori obbligazionari più attenti.

Secondo i dati forniti da iFlow, nel 2025 i clienti di BNY hanno mantenuto posizioni sottopesate sul credito. A nostro avviso, gli investitori obbligazionari stanno bilanciando attentamente la prevista ripresa della crescita con i timori che gli *spread* sul credito potrebbero non riflettere accuratamente i rischi.

Tuttavia, restiamo ottimisti sulle obbligazioni globali, a fronte dei solidi fondamentali sottostanti. Il debito di categoria *investment grade* rimane stabile, i coefficienti di copertura degli interessi sono migliorati evidenziando una diminuzione dei tassi, e gli *EBITDA margin*, un indicatore della redditività operativa, sono ai massimi.

La liquidità è ampia e sostiene solidi *free cash flow* e una costante attività di emissione. L'aumento delle operazioni di fusione e acquisizione (M&A) potrebbe esercitare una moderata pressione sulle metriche del credito nel 2026, anche se le strutture delle operazioni, basate prevalentemente su azioni, implicano nuove emissioni di debito contenute.

Un cenno al credito privato

Nonostante il quarto trimestre sia stato segnato da alcuni *default* del credito privato di alto profilo, rimaniamo ottimisti. Sacche di stress sono probabili; tuttavia, la qualità degli asset dovrebbe rimanere complessivamente elevata, grazie alla combinazione tra elevata crescita nominale e collaterale a tasso variabile. I rischi si trovano nelle incognite, inclusa l'osservabilità dell'andamento del collaterale. Uno stress idiosincratico può rapidamente propagarsi trasformandosi in rischio sistematico. Anche se questo non è il nostro scenario di base, riteniamo che un'eventuale dislocazione nel settore rappresenterebbe un'opportunità per costruire posizioni nell'*asset class*.

La lente del credito: indice Bloomberg U.S. Corporate Bond

+15%

CRESCITA DEGLI UTILI NEL TERZO TRIMESTRE

All'interno dell'indice Bloomberg U.S. Corporate Bond, l'81,2% delle società ha superato le attese e soltanto il 15,1% ha fornito sorprese negative.

+23%

CRESCITA DEL CAPEX SU BASE ANNUA

I settori tecnologia e servizi di pubblica utilità, trainati soprattutto dagli investimenti nell'AI, hanno emesso più debito per finanziare la crescita. Tuttavia, i riacquisti di azioni sono aumentati soltanto dello 0,4% su base annua, il ritmo più basso dal 2023.

COSTANTE

COEFFICIENTI DI INDEBITAMENTO

I coefficienti di indebitamento delle società sono rimasti invariati su base trimestrale e hanno registrato un lieve miglioramento su base annua. Soltanto gli emittenti dotati di un rating singola A di qualità più elevata hanno segnato un leggero aumento dei livelli di indebitamento per finanziare le operazioni di M&A.

Fonti: Bloomberg. L'indice Bloomberg U.S. Corporate Bond misura l'andamento del mercato delle obbligazioni *corporate* imponibili a tasso fisso di categoria *investment grade* e comprende titoli denominati in dollari USA emessi pubblicamente da società industriali, dei servizi di pubblica utilità e finanziarie, statunitensi e non statunitensi. Dati al 18 novembre 2025.

04

Il 2026 rappresenterà un punto di svolta per il dollaro USA?



Bob Savage
Head of Markets Macro Strategy
BNY Markets



Francesca Fornasari
Head of Currency Solutions
Insight Investment

Nel 2026 i mercati valutari globali saranno plasmati da una combinazione di situazioni fiscali tese, tensioni geopolitiche e percorsi di politica monetaria divergenti. Nel 2025 l'attività economica globale si è rivelata resiliente, una tendenza che ritieniamo destinata a rafforzarsi nel 2026. A nostro avviso, il mondo continuerà a spostarsi verso un equilibrio del potere multipolare, e le relazioni politico-economiche globali diventeranno più complesse. Per i mercati valutari ciò significa che molteplici valute di riserva saranno utilizzate per la finanza commerciale, i pagamenti e la conservazione di valore. Inoltre, le vulnerabilità fiscali delle economie sviluppate peseranno sulle principali valute, inclusi dollaro USA, euro, yen giapponese e sterlina britannica.

Pressione sui fondamentali

A fronte di questo scenario, lo status di investimento sicuro del dollaro USA vacilla. Alcuni investitori stanno iniziando a preferire l'oro rispetto alle valute dei mercati sviluppati tradizionali. In particolare, le banche centrali globali attualmente detengono quasi la stessa quantità di oro che detenevano nel 1965, quando il dollaro americano era ancora pienamente convertibile nel metallo prezioso.

Crescono i timori sulle sfide strutturali che il biglietto verde dovrà affrontare, soprattutto in relazione a situazione fiscale, politica monetaria e valutazioni. Il debito statunitense è balzato dal 55% del PIL nel 2001 al 125%, e con l'OBBBA si aggiungeranno circa tremila miliardi di dollari nel prossimo decennio. Anche se la crescita, il *carry trade* e l'andamento degli *asset* sono riusciti a compensare tali timori fiscali, l'aumento del premio a termine dei Titoli del Tesoro USA e il declassamento di Moody's evidenziano un cambiamento del *sentiment* degli investitori.

Inoltre, nonostante si preveda un percorso di riduzione dei tassi da parte della Fed, la banca centrale americana deve gestire sfide su entrambi i fronti del suo duplice mandato. Nonostante il calo del 2025, il dollaro USA appare ancora sopravvalutato rispetto a un paniere composto dalle principali valute, evidenziando la possibilità di un'ulteriore diminuzione.

Poiché gli investitori stranieri detengono circa 30.000 miliardi di asset USA, qualunque cambiamento del *sentiment* potrebbe avere implicazioni significative.

Dinamiche di copertura

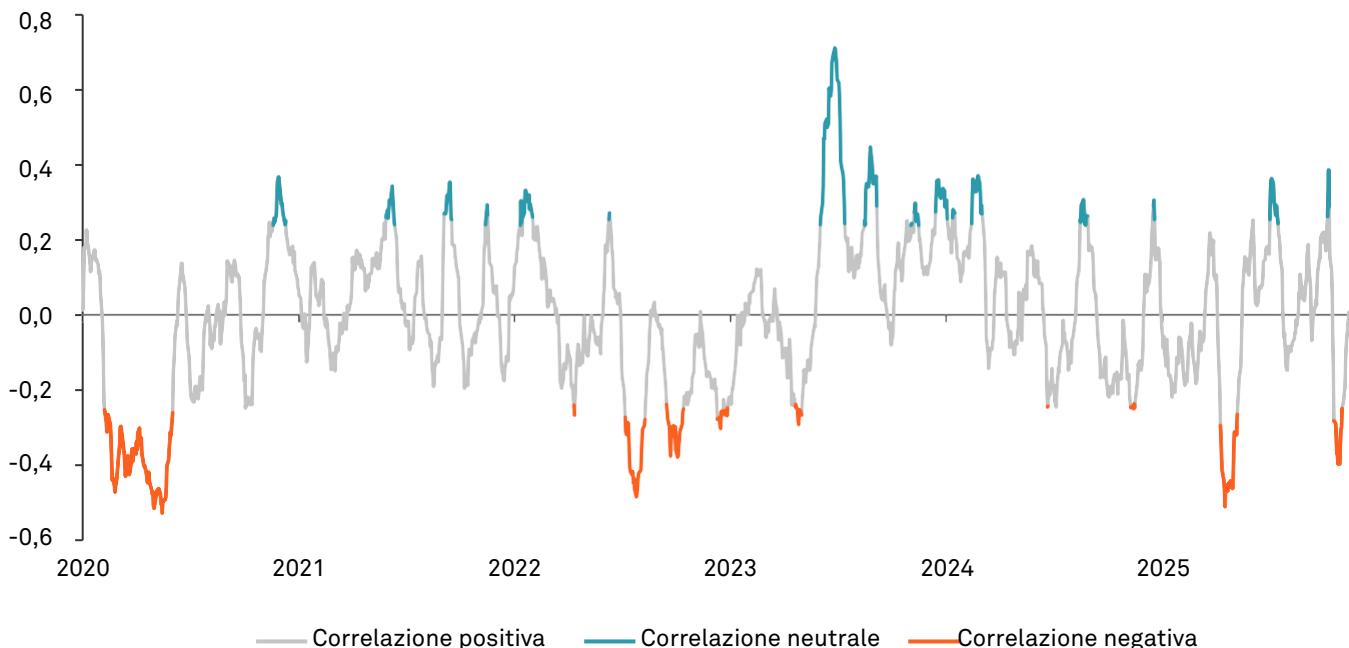
Riteniamo che gli investitori incrementeranno la copertura della loro esposizione in dollari USA. Oltre alla volatilità, i costi di copertura sono dovuti soprattutto ai differenziali dei tassi di interesse tra il dollaro americano e le valute degli investitori stranieri. Una maggiore rapidità del ritmo dei tagli dei tassi statunitensi riduce i differenziali dei tassi di interesse e aggiunge pressione trainata dal *momentum* sul dollaro USA, con un conseguente aumento della copertura del biglietto verde.

Poiché gli investitori stranieri detengono circa 30.000 miliardi di asset USA, qualunque cambiamento del *sentiment* potrebbe avere implicazioni significative.

Sarà probabilmente un percorso volatile. Eventuali cambiamenti relativi alle *asset allocation* strategiche o ai coefficienti di copertura si concretizzeranno lentamente e saranno irregolari. Se l'economia statunitense dovesse rivelarsi più resiliente del previsto nel 2026 o se dovessero verificarsi shock globali dal lato dell'offerta, come un'impennata del prezzo del petrolio, la svalutazione del dollaro USA potrebbe essere posticipata o subire addirittura un'inversione di tendenza.

Anche la domanda di *asset* USA sarà importante. Generalmente gli investitori stranieri detengono posizioni sottopesate negli Stati Uniti e, considerando le nostre previsioni sulla crescita trainata dagli USA nel 2026, probabilmente aumenteranno la loro esposizione agli asset americani e, allo stesso tempo, gestiranno attivamente l'esposizione valutaria.

Correlazione dei flussi valutari e delle posizioni con il *carry trade*



Fonti: BNY, WM/Refinitiv. Dati al 14 ottobre 2025.

05

Le valutazioni dell'azionario USA sono eccessive?



Alicia Levine
Head of Investment Strategy
& Equities
BNY Wealth



John Porter
Chief Investment Officer
BNY Investments Newton

L'indice S&P 500® ha toccato nuovi massimi e gli investitori si chiedono se il *rally* sia alimentato dai fondamentali o dal clamore del momento.

Nonostante l'incertezza, l'S&P 500 ha registrato una solida *performance* da inizio anno. Attualmente il rapporto tra prezzo e utili (P/E) è pari a 22x, un dato superiore alla media di lungo periodo di circa 17x³ che, secondo alcuni, grida "sopravvalutato", ma il contesto conta.

Seppur storicamente elevate, a nostro avviso le attuali valutazioni sono parte di uno scenario caratterizzato da multipli maggiori, sostenuto da migliore redditività e maggiore peso della tecnologia all'interno dell'indice. La crescita economica e degli utili rimane resiliente; gli utili globali sono rivisti al rialzo e la redditività si sta estendendo oltre le *big tech*. L'aumento della produttività e la progressiva adozione dell'AI dovrebbero rafforzare ulteriormente i margini record e la crescita degli utili a lungo termine. A nostro avviso, valutazioni più elevate riflettono fondamentali più solidi.

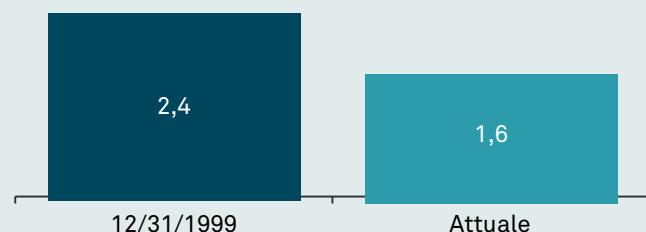
La forza nei numeri

La redditività delle società statunitensi è elevata e il margine operativo⁴ dell'indice S&P 500 è vicino a un massimo del 19%. Nessun altro settore evidenzia questa solidità come quello tecnologico, che presenta margini quasi doppi rispetto a quelli dell'indice complessivo. In effetti, la ponderazione della tecnologia all'interno dell'S&P 500 è quasi raddoppiata dal 2010, raggiungendo il 36%. La tecnologia presenta inoltre un P/E più elevato rispetto all'indice complessivo, determinando un conseguente aumento del multiplo dell'indice. Riteniamo che ciò rifletta uno spostamento strutturale verso modelli di business più efficienti e con margini elevati, trainati da innovazione, dimensioni e automazione. Gli investitori stanno premiando le società non solo per la crescita ma per la redditività sostenibile.

A nostro avviso, le valutazioni del settore tecnologico sono ragionevoli in termini relativi e sulla base dei fondamentali. Nell'era delle *dot-com*, i titoli tecnologici venivano scambiati con un premio pari a 2,4x il P/E dell'S&P 500; attualmente il premio si attesta a 1,6x circa, un divario nettamente inferiore. La redditività racconta una storia simile. I margini di *free cash flow* del settore tecnologico superano dell'11% circa l'S&P 500, rispetto al 2% solamente nel 1999, mentre i margini dei servizi di comunicazione sono cresciuti del 6% rispetto a un precedente dato negativo dell'1,5%.

I FONDAMENTALI CONTANO

Valutazione relativa



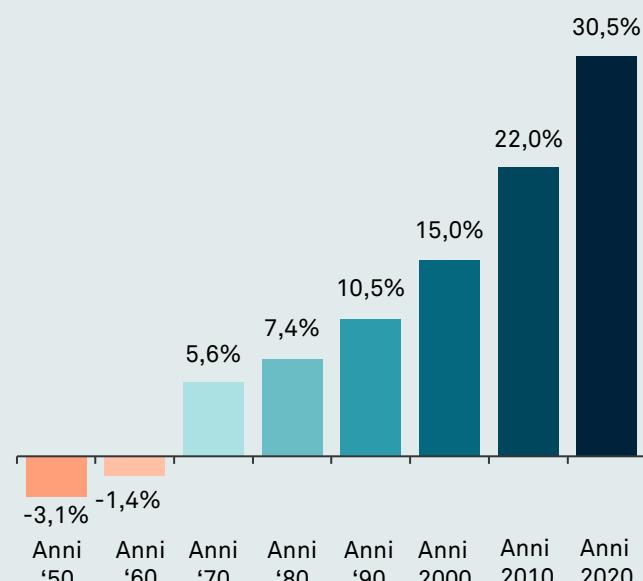
Margini di *free cash flow* relativi per decennio



Fonti: Bloomberg e FactSet. Dati al 30 ottobre 2025.

Margini per decennio

Le 10 maggiori azioni dell'S&P 500



Una storia multidimensionale

Anche se la tecnologia rappresenta una parte importante dell'equazione, stiamo assistendo a un'estensione della crescita degli utili a livello settoriale e regionale. Complessivamente, gli utili dell'S&P 500 dovrebbero registrare una crescita superiore al 10% entro la fine del 2025 e superiore al 13% nel 2026. Le stime sul margine operativo del titolo medio dell'S&P 500 sono salite al 13,7%, il massimo in un anno. Considerando gli attuali livelli, difficilmente i multipli registreranno un'ulteriore crescita significativa e i guadagni proverranno dalla crescita degli utili, che a nostro avviso proseguirà dopo un 2025 migliore delle attese.

A livello globale, la quota delle società i cui utili sono stati rivisti al rialzo ha raggiunto i massimi da inizio anno negli indici S&P 500, MSCI EAFE e MSCI EM. Da una prospettiva globale, l'aumento della spesa per difesa e infrastrutture in Europa, la riforma in Giappone e l'impatto dell'allentamento della Fed sui mercati emergenti offrono opportunità a fronte di un ampliamento della crescita.

Con il sostegno derivante dall'allentamento della Fed, anche le società a bassa capitalizzazione stanno iniziando a riemergere, scambiando ai minimi relativi dal 2001. Stando alle previsioni gli utili dovrebbero superare quelli delle società ad alta capitalizzazione nel 2026, con un conseguente consolidamento dell'equilibrio delle fondamenta del mercato, e una crescita più inclusiva.

In futuro gli investitori dovrebbero prestare attenzione alla politica monetaria e fiscale, poiché la loro interazione potrebbe influire sulla sostenibilità del debito e sulle condizioni finanziarie delle economie più sviluppate. Una ripresa ciclica più lenta del previsto potrebbe penalizzare gli utili a breve termine e un'eventuale attenuazione della crescita degli utili statunitensi, della crescita economica o della produttività potrebbe minacciare le ragioni a sostegno di valutazioni strutturalmente più elevate. Nel complesso, permangono i rischi, ma rimanere investiti e diversificati consente di cogliere possibili opportunità.

06

Chi saranno i vincitori dell'era dell'AI, nel lungo periodo?

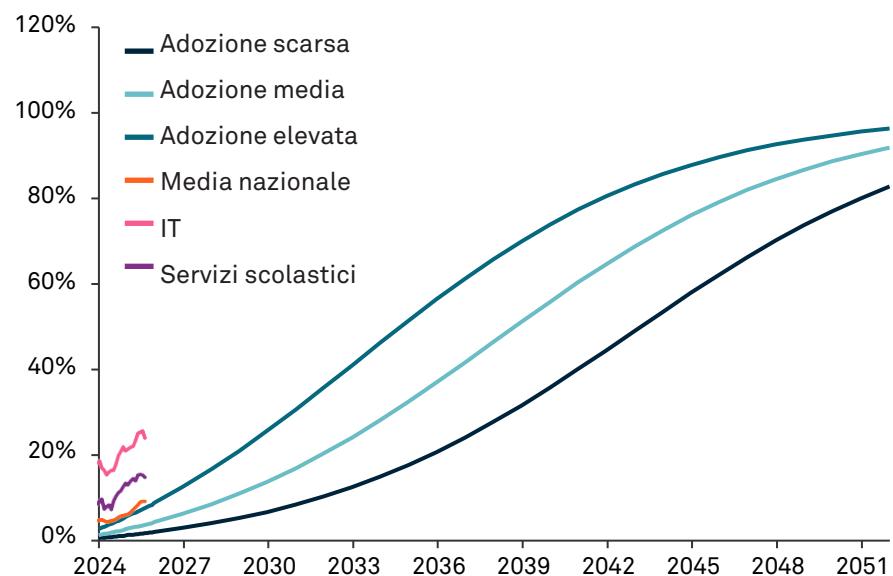


Sebastian Vismara
Head of Economic Research
BNY Advisors

L'AI si è rapidamente evoluta, passando da novità a parte integrante dei flussi di lavoro e della vita quotidiana. La sua adozione sta già superando molte delle aspettative di pochi anni fa. A fronte della rapida progressione nel suo utilizzo, guardiamo oltre i guadagni in termini di produttività per capire quali società possono trasformare il vantaggio tecnologico in potere di mercato duraturo.

Analogamente a quanto accaduto agli inizi delle precedenti rivoluzioni tecnologiche, finora la *performance* di mercato si è concentrata sui soggetti che hanno costruito e consentito l'innovazione. Tuttavia, a seguito della progressiva adozione, l'impatto della tecnologia sulla produttività e sulle dinamiche competitive sarà più visibile. A nostro avviso l'attenzione del mercato si sposterà da chi utilizza l'AI a chi può veramente ottenere valore dall'AI.

Tasso di adozione AI generativa negli USA % di aziende che adottano l'AI



Fonti: Oxford Economics e BNY Investments. Al 31 agosto 2025.

La produttività non è l'unico fattore

È opinione diffusa che le società e i settori che traggono beneficio dagli aumenti di produttività trainati dall'AI otterranno il maggiore incremento dei profitti. La logica è semplice: quando la produttività aumenta, i costi diminuiscono e gli utili societari dovrebbero crescere di conseguenza.

Gli aumenti di produttività sono un utile punto di partenza, ma raramente da soli sono sufficienti a generare un significativo miglioramento della redditività. In molti settori, la concorrenza spesso trasforma gli aumenti di produttività in prezzi più bassi e/o salari più alti. Anche l'espansione della capacità e i nuovi soggetti che fanno il loro ingresso in aree fortemente redditizie tendenzialmente erodono il ritorno sul capitale. La capacità di un'azienda di sfruttare gli aumenti di produttività trainati dall'AI dipenderà in larga misura dal suo potere di mercato. Le società che operano in mercati meno competitivi sono quelle che più probabilmente manterranno una quota significativa degli aumenti di produttività come profitti.

Dinamiche competitive in evoluzione

L'AI abbassa il costo di accesso e trasformazione delle informazioni, riducendo la scarsità sottostante ai vantaggi competitivi basati sulle informazioni.

I settori la cui competitività poggia su *asset* fisici, barriere normative o effetti di rete potrebbero vedere tali vantaggi preservati, e i guadagni di produttività generati dall'AI in queste aree potrebbero tradursi più direttamente in valore per gli azionisti.

I settori che si affidano in misura significativa sull'elaborazione delle informazioni, come software, motori di ricerca e diagnostica sanitaria, potrebbero assistere all'intensificarsi delle dinamiche competitive, poiché l'AI crea condizioni di parità. Alcune grandi società pubbliche hanno già fronteggiato i timori di mercato relativi al modo in cui l'AI generativa potrebbe penalizzare i loro modelli di business esistenti.

Soddisfare la domanda insoddisfatta

Le variazioni dei margini di profitto trainate dall'AI sono soltanto una parte della storia; un'altra parte della storia risiede nella domanda. Quando i prezzi diminuiscono, generalmente la domanda di un determinato bene o servizio aumenta. Ciò apre spesso nuovi mercati, consentendo a un maggior numero di consumatori di accedere a prodotti o servizi precedentemente inaccessibili. Anche settori interessati da una compressione di margini e prezzi dovuta all'AI possono ancora ottenere un aumento dei profitti complessivi – se la crescita della domanda riesce a superare il calo dei prezzi.

Nel tempo, a seguito di un incremento della produttività e di una diminuzione dei prezzi determinati dall'AI, i redditi reali aggregati potrebbero crescere – con un conseguente potenziale ulteriore aumento della domanda in alcuni settori. Il settore sanitario, ad esempio, è caratterizzato da una significativa domanda insoddisfatta. La maggior parte delle persone vorrebbe una buona assistenza sanitaria, ma non può permettersela. Diagnostica e trattamenti più economici determinerebbero probabilmente una crescita dei volumi, sostenendo potenzialmente i profitti complessivi.

Un'attenta selezione è fondamentale

I principali beneficiari dell'adozione dell'AI non saranno semplicemente i più rapidi ad adottarla. Le aziende che risulteranno vincenti sfrutteranno probabilmente due vantaggi: forti guadagni di produttività anche dopo una diffusa adozione e capacità di cogliere la domanda insoddisfatta dove prezzi più bassi si traducono in volumi più elevati. I settori che riusciranno a combinare queste due dinamiche potranno assumere rilevanza nel tema dell'AI. Pur rimanendo uno dei settori favoriti in questo scenario, la tecnologia informatica deve far fronte anche a una profonda trasformazione, con un'ampia dispersione tra vincitori e sconfitti; di conseguenza, effettuare un'attenta selezione è fondamentale.

Guadagno di produttività mantenuto vs. elasticità della domanda

Domanda relativa alla sensibilità a prezzi e reddito

		Basso	Alto
Guadagno di produttività mantenuto	Alto	Finanziari Industriali Serv. comunic.	Tech
	Basso	Serv. pubbl. util. Energia Materiali	Sanità

Fonte: BNY Investments.

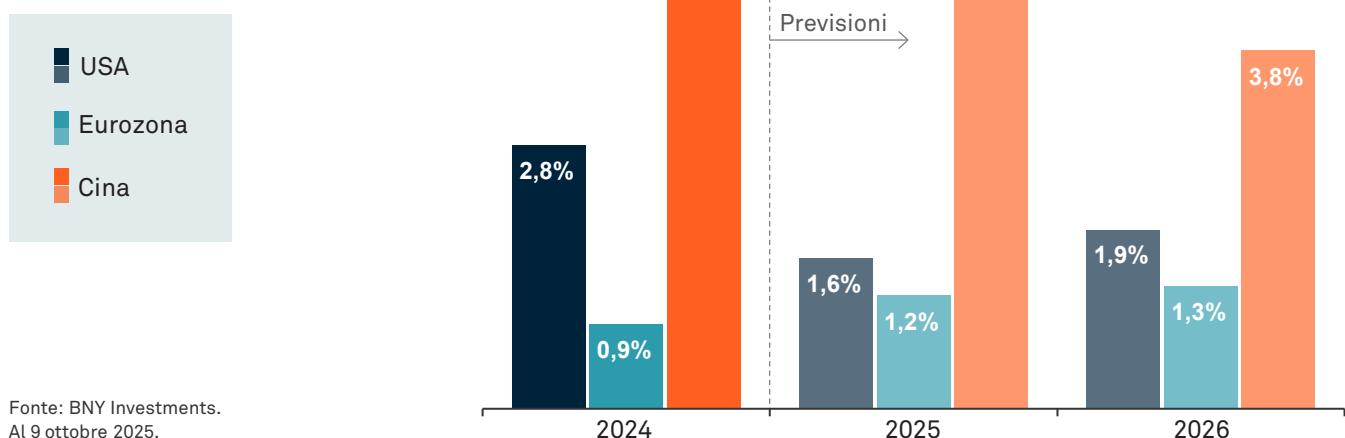
INVESTIRE IN UN MONDO MULTIDIMENSIONALE

Poiché nel 2026 gli investitori dovranno affrontare l'imprevisto, l'ampia diversificazione sarà uno dei principali temi. I bilanci solidi delle aziende, le condizioni macro favorevoli e le politiche monetarie accomodanti offrono ampio sostegno sia alla crescita economica mondiale che alla performance degli *asset* rischiosi. A nostro avviso, prediligendo la solidità del mercato statunitense e individuando le opportunità che si presenteranno a livello settoriale, geografico e di *asset class* sarà possibile cogliere opportunità.

Il rischio sarà ancora legato a dinamiche fiscali in evoluzione, politiche monetarie divergenti e ostacoli valutari. I rischi non sono da sottovalutare. Ma nemmeno le opportunità. Tuttavia, riteniamo che i mercati siano destinati a crescere, in un contesto favorevole ma sempre più multi-dimensionale.

Previsioni di crescita di BNY

Anno solare



Fonte: BNY Investments.
Al 9 ottobre 2025.

USA

A nostro avviso, la crescita USA rimarrà inferiore al trend fino a fine anno e registrerà una ripresa, avvicinandosi al trend, nel 2026. La diminuzione dei tassi e gli stimoli fiscali contribuiranno a riattivare il ciclo e la costante espansione dell'AI e dei data center potrebbe determinare una significativo aumento degli investimenti in beni strumentali. Riteniamo che la crescita degli utili rimarrà resiliente e si estenderà oltre il settore tecnologico. Permangono rischi di recessione, dovuti principalmente ai segnali di rallentamento del mercato del lavoro, che tuttavia rimangono complessivamente moderati.

Eurozona

Ci attendiamo una crescita dell'Eurozona verso il suo potenziale, sulla scia di un aumento della spesa pubblica per difesa e infrastrutture. I settori sensibili all'andamento dei tassi, come immobiliare residenziale e manifattura, stanno rispondendo positivamente ai tagli dei tassi della BCE e riteniamo che tale *momentum* sia destinato a proseguire nel 2026. La persistente debolezza della manifattura, e la continua pressione competitiva derivante dalle esportazioni cinesi e la parziale o ritardata attuazione degli stimoli fiscali previsti rappresentano i principali rischi al ribasso.

Cina

Nonostante i progressi tecnologici e la diversificazione delle esportazioni, ci attendiamo ostacoli alla crescita, dovuti al minor sostegno offerto dall'anticipo delle esportazioni USA, e una fragile stabilizzazione del settore immobiliare. Nel contempo, la deflazione dell'intera economia rimane problematica. L'attuazione delle riforme strutturali finalizzate a riequilibrare l'economia richiederà più tempo; tuttavia, un maggiore o più rapido sostegno della politica fiscale, volto a favorire i consumi privati e la domanda interna in modo sostenibile, potrebbe contribuire al miglioramento delle prospettive sui fondamentali.

Giappone

La transizione politica interna con un governo di minoranza probabilmente incrementerà l'incertezza economica a breve termine. Riteniamo che la progressiva crescita dei salari nominali e il calo dell'inflazione consentiranno un miglioramento dei redditi reali che, a nostro avviso, costituiscono un motore chiave dei consumi, così come l'aumento degli investimenti per difesa e tecnologia. I rischi di crescita sono orientati al rialzo, a fronte di una politica fiscale accomodante e di possibili sorprese positive negli investimenti delle imprese.

	2025	2026
PIL	1,6%	1,9%
Inflazione IPC	3,2%	2,5%
Tasso di riferimento	3,75%	3,0%

	2025	2026
PIL	1,2%	1,3%
Inflazione IPC	2,0%	2,0%
Tasso di riferimento	2,0%	1,75%

	2025	2026
PIL	4,8%	4,0%
Inflazione IPC	0,5%	0,8%
Tasso di riferimento	1,2%	1,0%

	2025	2026
PIL	1,2%	0,8%
Inflazione IPC	3,0%	2,0%
Tasso di riferimento	0,75%	1,0%

Fonte: BNY Investments, 17 ottobre 2025. Il PIL si riferisce all'anno solare; l'inflazione IPC rappresenta l'inflazione su base annua; i tassi di riferimento sono stimati a fine anno.

PUNTI PRINCIPALI

01

A nostro avviso l'economia e i mercati statunitensi continueranno a dettare il ritmo per il resto del mondo. I tagli dei tassi e la riduzione delle imposte sulle società dovrebbero supportare la crescita economica.

02

A livello globale, i cambiamenti nelle politiche monetarie nelle varie regioni generano opportunità per una gestione selettiva della *duration* dell'allocazione geografica, incluse opportunità di diversificare l'esposizione ai tassi e generare reddito di qualità al di fuori degli USA.

03

I fondamentali delle obbligazioni globali rimangono solidi. *Spread* sul credito USA stabili creano potenziali opportunità per i Titoli del Tesoro con una *duration* più breve e per il credito *investment grade*. In Europa le dinamiche a livello di singoli Paesi continuano a trainare le valutazioni relative.

04

Gli *asset* dei ME appaiono pronti ad assumere un ruolo significativo nel 2026, complici possibili allentamenti da diverse Banche Centrali, un probabile stimolo della Cina e la continua pressione sul dollaro USA.

05

Il *momentum* degli utili USA si sta estendendo oltre i titoli delle società a mega capitalizzazione. L'Europa beneficia della spesa fiscale e dell'allentamento monetario, mentre la transizione in Giappone sta guidando i progressi su inflazione e consumi.

06

Le società al di fuori del settore tecnologico in grado di sfruttare i vantaggi competitivi sostenuti dall'AI appaiono ben posizionate. L'intersezione tra politica fiscale e AI potrebbe diventare un acceleratore strutturale, sostenendo la crescita nei settori infrastrutture, energia e metalli.

I NOSTRI ESPERTI



John Flahive
Co-Head of Municipal
Bonds
Insight Investment



Francesca Fornasari
Head of Currency
Solutions
Insight Investment



Jason Granet
Chief Investment Officer
BNY



Ella Hoxha
Head of Fixed Income
BNY Investments Newton



Eric Hundahl
Head of BNY
Investment Institute²
BNY Advisors



Alicia Levine
Head of Investment
Strategy & Equities
BNY Wealth



Brendan Murphy
Head of Fixed Income,
North America
Insight Investment



John Porter
Chief Investment Officer
BNY Investments Newton



Vincent Reinhart
Chief Economist
BNY Investments Dreyfus
& Mellon



Bob Savage
Head of Markets
Macro Strategy
BNY Markets



John Velis
Americas Macro
Strategist
BNY Markets



Chris Vella
Chief Investment Officer
BNY Advisors



Sebastian Vismara
Head of Economic
Research
BNY Advisors



Jason Vitale
Head of Global Markets
Trading
BNY Markets

Note finali

1. Asset detenuti in custodia e/o amministrazione secondo quanto riportato negli utili per il 3T 2025 di BNY.
2. L'Investment Institute di BNY è costituito dai team di ricerca macroeconomica, *asset allocation*, ricerca dei gestori e *due diligence* operativa di BNY Advisors.
3. Media dal 1996.
4. Margine operativo basato sulla stima del margine EBIT a 12 mesi per FactSet.

Informativa

BNY è il marchio aziendale di The Bank of New York Mellon Corporation e può essere utilizzato per indicare l'azienda nel complesso e/o le sue controllate in generale. Il presente materiale e i prodotti e servizi nello stesso menzionati possono essere emessi o forniti in vari Paesi da controllate, affiliate e joint venture di BNY debitamente autorizzate e regolamentate. Il presente materiale non costituisce una raccomandazione fornita da BNY. Le informazioni contenute nel presente documento non sono volte a fornire consulenza fiscale, legale, di investimento, contabile, finanziaria o altra consulenza professionale di alcun tipo e non devono essere utilizzate o considerate come tale. Le opinioni espresse nel presente materiale sono le opinioni degli autori dei contributi e non coincidono necessariamente con quelle di BNY. BNY non ha verificato in maniera indipendente le informazioni contenute nel presente materiale e non rilascia alcuna dichiarazione sull'accuratezza, completezza, tempestività, commerciabilità o idoneità per uno specifico scopo delle informazioni contenute nel presente materiale. BNY non si assume alcuna responsabilità diretta o conseguente per eventuali errori contenuti nel presente materiale o per eventuali decisioni adottate facendo affidamento sullo stesso.

Il presente materiale non può essere riprodotto o diffuso in alcun modo in assenza di previa espressa autorizzazione scritta di BNY. BNY non deve ritenersi responsabile per l'aggiornamento delle informazioni contenute nel presente materiale e le opinioni e le informazioni nello stesso contenute sono soggette a modifica senza preavviso. I marchi commerciali, marchi di servizio, loghi e altri marchi della proprietà intellettuale appartengono ai rispettivi proprietari.

 **BNY**