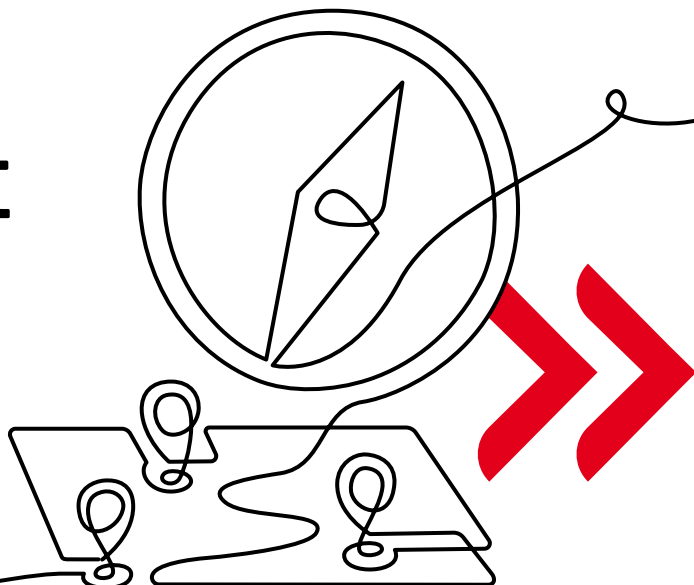


The Checkpoint

29 gennaio 2026



La Dottrina Donroe

Se il 2025 ha segnato l'anno in cui il Presidente degli Stati Uniti Donald Trump ha ridisegnato le regole del commercio globale secondo linee neo-mercantiliste, il 2026 sembra destinato a diventare l'anno in cui ridefinirà il concetto stesso di sovranità nazionale. In pratica, questi due sviluppi sono strettamente interconnessi e riflettono un'unica strategia coerente, nella quale coercizione commerciale, intimidazione politica e controllo territoriale operano come pilastri reciprocamente rafforzanti della supremazia statunitense.

L'operazione militare degli Stati Uniti in Venezuela, così come le rivendicazioni territoriali sulla Groenlandia, sono state imprevedibili nello stile – dal rapimento di un presidente straniero alle minacce velate di attacco a un alleato della NATO – ma non inattese nella sostanza. La National Security Strategy (NSS) del 2025, pubblicata lo scorso dicembre, ha infatti introdotto il “Corollario Trump” alla Dottrina Monroe, ribattezzato dallo stesso Trump “Dottrina Donroe”. La strategia attribuisce priorità alla riallocazione delle risorse economiche e militari per affermare il predominio statunitense nell'emisfero occidentale, inteso in senso ampio.

Questa dottrina mira a contenere la presenza di Cina e Russia in una regione ricca di risorse naturali, rafforzando al contempo la supremazia americana attraverso pressione militare, coercizione economica e alleanze selettive. La NSS è estremamente esplicita riguardo alla rilevanza economica dell'emisfero occidentale per la Casa Bianca: “Vogliamo un emisfero che rimanga libero da incursioni ostili o dal controllo straniero di asset strategici e che sostenga le catene di approvvigionamento critiche”. L'obiettivo è garantire alle imprese statunitensi l'accesso esclusivo a materie prime chiave, così da superare i concorrenti esteri – da qui l'importanza delle politiche neo-mercantiliste.

Più in generale, la nuova Dottrina Monroe contribuisce a frammentare il sistema internazionale in blocchi contrapposti. Il rinnovato focus degli Stati Uniti sull'emisfero occidentale è destinato a deviare l'attenzione della Cina dal Sud America verso il proprio “cortile strategico”, l'Indo-Pacifico. Ciò non implica una minaccia imminente per Taiwan, dato il forte interesse economico e strategico degli Stati Uniti nell'industria taiwanese dei semiconduttori. Allo stesso tempo, la rivalità sino-americana sta diventando così intensa su più fronti che Washington difficilmente lascerà carta bianca a Pechino nell'Indo-Pacifico.

Quali sono le implicazioni di mercato di questi cambiamenti? Il processo di de-dollarizzazione proseguirà. I mercati favoriranno le aziende statunitensi attive nei settori prioritari dell'agenda neo-mercantilista della Casa Bianca. La curva dei rendimenti statunitensi potrebbe irrigidirsi. L'oro beneficerà del suo status di bene rifugio in un contesto di crescente incertezza geopolitica.

Manuela D'Onofrio
Presidente,
The Investment Institute

Fabio Petti
Co-presidente,
The Investment Institute

Edoardo Campanella
Direttore e caporedattore,
The Investment Institute

IL PUNTO DI VISTA DEI CIO 2

Allocazione delle attività

LA NUOVA DOTTRINA MONROE 3

Una chiacchierata con...
Alexandra de Hoop Scheffer

Focus 1: Assicurarsi il controllo minerario dell'emisfero occidentale

Focus 2: Quale impatto avrà la Dottrina Donroe sui mercati finanziari?

STORIE MACRO 8

STORIE DI MERCATO 9

Cosa sta succedendo nel mercato?

- Azioni
- Reddito fisso
- Cambi
- Materie prime

TABELLE DI PREVISIONE 16



Il punto di vista dei CIO

Alessandro Caviglia (Italia), Philip Gisdakis (Germania), Oliver Prinz (Austria)

Dalla pubblicazione del nostro *Compass 2026* all'inizio di dicembre – nel quale avevamo attribuito particolare enfasi agli asset dei mercati emergenti (EM) – l'indice **MSCI EM** ha registrato una performance notevole, con un rendimento prossimo al 10% (in termini di dollari statunitensi). A titolo di confronto, i mercati azionari europei e dell'area del Pacifico hanno messo a segno rialzi rispettivamente di circa il 7% e del 6%, mentre i mercati nordamericani hanno sottoperformato, con un rendimento contenuto al di sotto del 2%. Circa due terzi della performance dei mercati emergenti sono stati generati nel corso di quest'anno. La sottoperformance relativa degli asset statunitensi non si è limitata al comparto azionario. Secondo gli indici obbligazionari di Bloomberg, i Treasury statunitensi hanno registrato una perdita di rendimento totale pari a 11 punti base dall'inizio di dicembre, mentre i titoli di Stato dell'area euro (EGB) hanno conseguito un rendimento totale positivo di 9 punti base. Nello stesso periodo, l'euro si è apprezzato dell'1,15%. Il vero vincitore in termini di performance è stato tuttavia l'oro, che ha segnato un rialzo superiore al 17% (in USD), con i prezzi che hanno superato la soglia simbolica dei 5.000 dollari l'oncia.

Questo contesto di mercato è stato influenzato da una serie di **sviluppi geopolitici**, tra cui la cattura del Presidente venezuelano Nicolás Maduro, l'inaspettata minaccia del Presidente statunitense Donald Trump di annessione la Groenlandia e lo straordinario World Economic Forum di Davos. Particolarmente rilevante – anche dal punto di vista degli investimenti e dell'asset allocation – è stato l'intervento del primo ministro canadese Mark Carney. Nel suo discorso, Carney ha criticato quella che ha definito una "integrazione globale estrema", considerandola una fonte di vulnerabilità economica e un fattore di "subordinazione" politica delle potenze medie alle grandi potenze.

Se in Europa gli appelli a ridurre i rischi legati alla Cina sono ormai consolidati, applicare una logica analoga agli Stati Uniti rappresenterebbe un cambiamento concettuale radicale, con implicazioni di ampia portata per i mercati e per l'economia. Sebbene le conseguenze precise di un simile mutamento restino incerte – e siano destinate a includere sia opportunità sia rischi per gli asset europei e statunitensi, anche in funzione dei modelli di business delle singole imprese – una conclusione appare già evidente: in un contesto caratterizzato da potenziali e profondi cambiamenti strutturali nelle relazioni transatlantiche, si rafforza il razionale a favore di una maggiore diversificazione globale. Ciò implica una maggiore attenzione verso asset al di fuori di Europa e Stati Uniti, a sostegno del nostro messaggio chiave di investimento per il 2026: **gli asset dei mercati emergenti restano in sovrappeso**.

ALLOCAZIONE DELLE ATTIVITÀ

LA NOSTRA VISIONE DI INVESTIMENTO SULLE ASSET CLASS

	SOTTOPESO	NEUTRALE	SOVRAPPESO
Azioni globali		●	
Azioni USA		●	
Azioni Europa		●	
Azioni del Pacifico (mercati sviluppati ¹)		●	
Azioni mercati emergenti			●
Obbligazioni globali		●	
Titoli di Stato in euro	●		
Titoli di Stato non in euro	●		
Obbligazioni corporate investment grade in euro		●	
Obbligazioni corporate high-yield	●		
Obbligazioni mercati emergenti (valuta forte)			●
Obbligazioni mercati emergenti (valuta locale)			●
 Mercati monetari		●	
Alternativi		●	
Bitcoin		●	
Materie prime		●	
Petrolio		●	
Oro		●	

1. Mercati sviluppati: Australia, Giappone, Hong Kong, Nuova Zelanda, Singapore





La nuova Dottrina Monroe

Autore: Edoardo Campanella

Direttore e caporedattore di The Investment Institute



Una chiacchierata con... Alexandra de Hoop Scheffer

Presidente del Fondo Marshall Tedesco
degli Stati Uniti



Intervista del 15 gennaio 2026 nell'ambito della serie di webinar, "40 minutes with ...". Di seguito viene riportato uno script conciso e revisionato. Per l'intervista completa si rimanda al link di seguito: [qui](#).

Edoardo Campanella: Gli Stati Uniti si stanno dividendo il mondo con la Cina e la Russia?

Alexandra de Hoop Scheffer: Ciò che osserviamo nella strategia dell'amministrazione Trump è una riorganizzazione delle priorità statunitensi, accompagnata da una loro accelerazione. Questo è stato delineato con chiarezza nell'ultima National Security Strategy, che esplicita la visione dell'amministrazione sulle alleanze e sul ruolo dei partner europei all'interno delle priorità globali degli Stati Uniti. Un esempio emblematico è il caso del Venezuela: si è trattato della prima applicazione concreta di questa visione strategica, che ordina le priorità come segue: in primo luogo l'emisfero occidentale, in secondo luogo la regione indo-pacifica (dove la Cina occupa una posizione centrale) e solo al terzo posto l'Europa.

Edoardo Campanella: Parliamo della Dottrina Monroe. La Cina ha interessi economici rilevanti in Sud America. Ritieni che questa regione sia a rischio di uno scontro tra grandi potenze?

Alexandra de Hoop Scheffer: L'America Latina, così come l'Africa, sta diventando una vera e propria scacchiera della competizione tra grandi potenze. Non si tratta più soltanto di economia o di investimenti cinesi nelle infrastrutture critiche: la dimensione è ormai eminentemente geopolitica. Una delle principali ragioni per cui Trump ha scelto di aprire il 2026 con un intervento militare in Venezuela è stata proprio quella di contenere la crescente influenza cinese nella regione; dinamiche analoghe sono visibili anche in Africa. Gli Stati Uniti stanno ora adottando una linea dura, affermando che l'emisfero occidentale rientra nella loro sfera di influenza e che si opporranno a interferenze da parte della Cina, della Russia o di altri attori. Detto francamente, si tratta di una missione impossibile. Tuttavia, la rivalità tra grandi potenze – in particolare tra Stati Uniti e Cina – plasmerà sempre di più le dinamiche regionali a livello globale.

Edoardo Campanella: L'Europa ha bisogno di una propria Dottrina Monroe? Quali dovrebbero essere gli elementi chiave di una strategia credibile di lungo periodo?

Alexandra de Hoop Scheffer: L'Europa ha bisogno di chiarezza strategica su ciò che intende difendere e sui contesti in cui è disposta ad agire. Questo richiede una valutazione congiunta, da parte degli europei, del proprio ambiente strategico – dalle minacce sul fianco orientale all'instabilità a sud – e un accordo sulle priorità strategiche fondamentali. Questo consenso, al momento, non esiste. Il punto di partenza deve essere una valutazione lucida degli interessi di lungo periodo dell'Europa: innanzitutto la sicurezza europea, con l'Ucraina che riveste un ruolo centrale; in secondo luogo la resilienza economica e la crescita; infine l'influenza politica nel vicinato prossimo. È esattamente questo ciò che gli Stati Uniti si aspettano dall'Europa: che gli alleati europei si assumano una responsabilità maggiore per la tutela dei propri interessi di sicurezza.

Edoardo Campanella: Il motore franco-tedesco è ancora ciò di cui l'Europa ha bisogno per fare progressi?

Alexandra de Hoop Scheffer: Il tandem franco-tedesco non è più sufficiente per affrontare le principali sfide europee. Per evitare l'irrelevanza strategica, l'Europa ha bisogno di coalizioni più ampie – con l'inclusione del Regno Unito quando necessario – al fine di superare la lentezza dei tradizionali processi decisionali dell'Unione europea.



Assicurarsi il controllo minerario dell'emisfero occidentale

Autori: Stefan Kolek, Tobias Keller

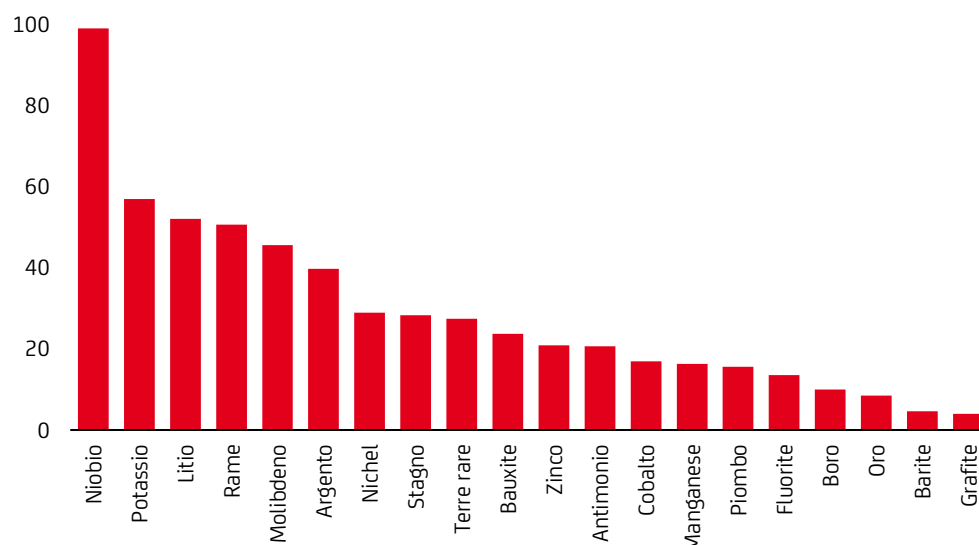
Il raid militare in Venezuela e l'annuncio dell'intenzione di acquistare la Groenlandia segnano un debutto audace della nuova Dottrina Monroe, così come delineata nella nuova [National Security Strategy degli Stati Uniti](#) annunciata lo scorso novembre. Analogamente alla Dottrina Monroe originaria, formulata dall'allora **Presidente statunitense James Monroe nel 1823**, che mirava a evitare il coinvolgimento degli Stati Uniti nelle guerre europee e a impedire alle potenze europee di acquisire territori o stringere alleanze nell'emisfero occidentale, la sua versione aggiornata si concentra sul ripristino della "preminenza degli Stati Uniti nell'emisfero occidentale". La nuova dottrina si articola attorno a tre pilastri principali:

- 1. Autosufficienza:** Richiamando le parole di Alexander Hamilton, uno dei Padri fondatori degli Stati Uniti, secondo cui il Paese non dovrebbe mai dipendere da potenze esterne per elementi fondamentali, la dottrina punta a garantire ed espandere l'accesso a minerali e materiali critici, contrastando al contempo pratiche economiche predatorie, oltre a ripristinare la supremazia energetica statunitense.
- 2. Dominio tecnologico:** La Dottrina Monroe mira al "ripristino del potere e delle priorità americane, in linea con gli interessi di sicurezza degli Stati Uniti", coerentemente con il dinamismo economico e tecnologico e con le esigenze di sicurezza nazionale del Paese. In questo senso, la dottrina avrà implicazioni di lungo periodo sugli equilibri economici globali, poiché gli Stati Uniti rafforzeranno il proprio controllo su una serie di risorse chiave e ridurranno i rischi legati alle catene di approvvigionamento.
- 3. Egemonia navale:** In linea con lo status degli Stati Uniti come superpotenza navale, la dottrina include anche elementi di proiezione globale, quali il mantenimento di un Indo-Pacifico "libero e aperto", la salvaguardia della libertà di navigazione lungo tutte le principali rotte marittime e la tutela di catene di fornitura sicure e affidabili.

L'emisfero occidentale concentra risorse significative di **minerali critici**, includendo quasi l'intera riserva mondiale di niobio e oltre la metà delle riserve globali di potassio, litio e rame (cfr. grafico 1.1). Anche la **Groenlandia** dispone di un ampio ventaglio di risorse minerarie – tra cui carbone, rame, oro, grafite, ilmenite e minerale di ferro, oltre a molte altre – sebbene, a causa degli elevati standard ambientali, le attività di esplorazione sull'isola più grande del mondo siano ancora in una fase iniziale.

GRAFICO 1.1: PRINCIPALI RISORSE MINERARIE DELL'EMISFERO OCCIDENTALE (IN %)

L'EMISFERO OCCIDENTALE DETIENE LE PIÙ GRANDI RISERVE DI MINERALI



Fonte: US Geological Survey (USGS), The Investment Institute by UniCredit

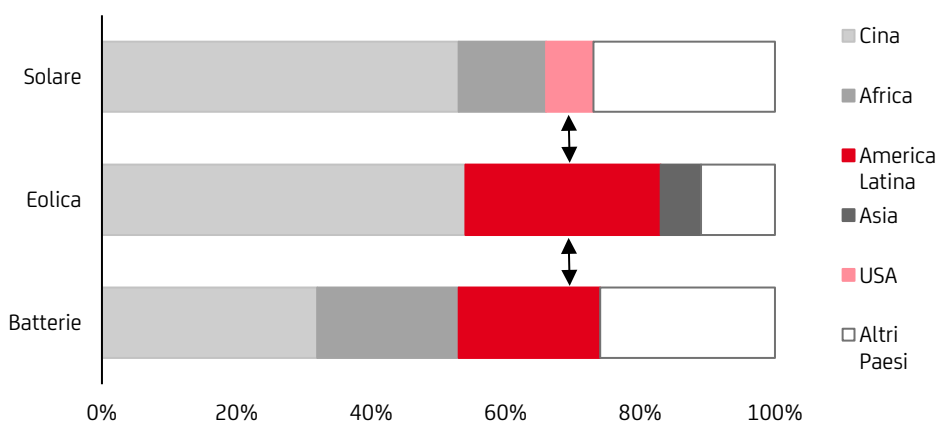


Analogamente, l'emisfero occidentale ospita circa la metà della produzione di minerali considerati dal governo statunitense critici per la propria economia. La nuova Dottrina Monroe implica quindi che gli Stati Uniti ridurrebbero in modo significativo i rischi di approvvigionamento, in particolare per le tecnologie chiave del XXI secolo. A titolo esemplificativo, prendiamo i materiali essenziali per la produzione di energia pulita: il grafico 1.2 mostra che, consolidando il controllo sull'emisfero occidentale, la posizione degli Stati Uniti in termini di minerali chiave per l'energia pulita si avvicinerebbe a quella della Cina.

Inoltre, l'emisfero occidentale detiene una quota strategicamente rilevante della **base globale di idrocarburi**. Il solo Venezuela possiede riserve provate di greggio stimate in circa 303 miliardi di barili – la maggiore dotazione nazionale al mondo – mentre Stati Uniti e Brasile contribuiscono rispettivamente con ulteriori 45 e 16 miliardi di barili. Nel complesso, la regione rappresenta circa un quarto delle riserve mondiali di petrolio provate su base allineata all'OCSE, una definizione che esclude le risorse non convenzionali del Canada, ossia le sabbie bituminose (che ammontano a ulteriori 159 miliardi di barili). Se anche queste ultime vengono incluse, la quota dell'emisfero occidentale supera abbondantemente un terzo delle riserve globali di greggio. La posizione della regione nel gas naturale è più contenuta – circa il 13% delle riserve mondiali – ma rimane comunque di rilevanza strategica. L'emisfero occidentale contribuisce inoltre a circa un terzo della produzione globale di petrolio, con gli Stati Uniti – primo produttore mondiale – affiancati dalla rapida espansione offshore del Brasile. Sebbene la produzione venezuelana resti depressa a causa del deterioramento delle infrastrutture e delle sanzioni, le sue enormi riserve offrono un'opzione strategica di lungo periodo. I dati sull'offerta globale indicano che la crescita della produzione statunitense, l'output canadese e i bacini pre-sale del Brasile costituiscono congiuntamente uno dei corridoi energetici più dinamici al mondo. L'emisfero occidentale è altrettanto centrale nel gas naturale, rappresentando circa il 35% della produzione globale commercializzata, con i soli Stati Uniti responsabili di circa un quarto dell'output mondiale.

Tuttavia, la dottrina potrebbe anche **rappresentare una fonte di rischio**. Da un lato, essa mira a negare ai “competitori extra-emisferici la possibilità di schierare forze o altre capacità minacciose, o di possedere o controllare asset strategicamente vitali”, riconoscendo al contempo che una “rigida adesione al non-interventismo non è possibile”. Ciò potrebbe aprire nuovi potenziali punti di frizione con altre potenze, in particolare con la Cina, che ha effettuato investimenti significativi in numerosi Paesi dell'America Latina (gli investimenti diretti esteri cinesi hanno superato i 180 miliardi di dollari nel terzo trimestre del 2025, secondo il Rhodium Group). Dall'altro lato, l'America Latina è politicamente frammentata, un fattore che può generare tensioni interne all'emisfero. Mentre Argentina e Messico mostrano un orientamento favorevole a Washington – la prima per l'affinità ideologica del presidente Milei con il liberalismo di libero mercato statunitense, il secondo per la profonda integrazione commerciale nell'ambito dell'USMCA – il Brasile, sotto la presidenza di Lula da Silva, cerca di bilanciare le relazioni con entrambe le potenze, promuovendo una “diplomazia mineraria multipolare”. Stati di dimensioni minori, come Perù, Ecuador e Repubblica Dominicana, non sembrano inoltre disposti a schierarsi apertamente nella rivalità tra Stati Uniti e Cina e tendono a calibrare le proprie posizioni caso per caso, cercando di ottenere concessioni da entrambe le parti.

GRAFICO 1.2: DISTRIBUZIONE DELLA PROVENIENZA DELLE MATERIE PRIME PER L'ENERGIA PULITA
L'EMISFERO OCCIDENTALE DETIENE UNA QUOTA IMPORTANTE



Fonte: Nakano, Jane, *The Geopolitics of Critical Minerals Supply Chains*, Center for Strategic & International Studies, Marzo 2021; The Investment Institute by UniCredit

Nota: Minerali utilizzati per le batterie: Co, Li, C, Nb, Mn, Si, Cu, Ti, Al, P, F, Sn, Fe, Iron ore; per l'energia eolica: Al, B, Cr, Cu, Dy, Pb, Mn, Mo, Nd, Ni, Nb, Pr, Iron ore; per l'energia solare: Al, B, Cd, Cu, Ga, Ge, In, Fe, Pb, Mo, Ni, Se, Si, Ag, Te, Sn, Zn



Quale impatto avrà la Dottrina Donroe sui mercati finanziari?

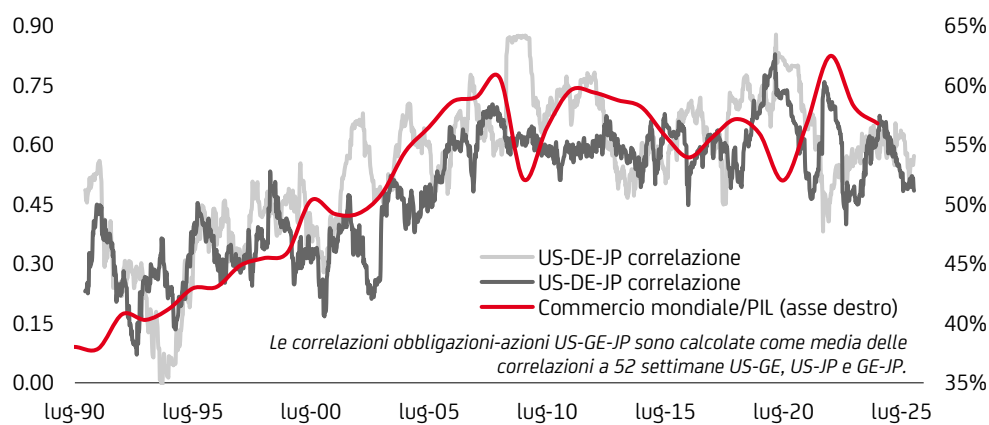
Autore: Francesco Maria Di Bella

Finora, l'approccio assertivo dell'amministrazione Trump nei confronti della Groenlandia e del Venezuela ha suscitato una reazione dei mercati piuttosto contenuta, presumibilmente a causa del peso economico relativamente limitato di questi Paesi. L'impatto sui mercati potrebbe tuttavia risultare più significativo qualora gli Stati Uniti prendessero di mira Paesi che, a differenza della Groenlandia e del Venezuela, rivestono un'importanza sistemica. Inoltre, un mondo che si frammenta in sfere di influenza potrebbe indurre altri Paesi ad adottare misure di ritorsione – come dimostrato dalla minaccia dell'Europa di attivare il meccanismo anti-coercizione dell'UE a difesa della Groenlandia – con effetti negativi non solo sugli scambi di beni, ma anche sulla circolazione dei capitali. Con riferimento principalmente agli Stati Uniti, i principali canali di trasmissione sono i seguenti:

Allocazione del capitale: L'allocazione globale delle risorse è destinata a diventare meno efficiente. Gli investitori potrebbero mostrarsi meno inclini a investire negli Stati Uniti; ad esempio, l'eventuale introduzione di una ritenuta alla fonte sugli asset statunitensi detenuti da investitori esteri rappresenterebbe un rischio rilevante. In questo contesto, gli investitori tenderanno probabilmente ad adottare un maggiore "home bias", con la conseguenza che **gli asset finanziari globali risulteranno meno correlati rispetto ad oggi** (cfr. grafico 1.3). Ciò comporterebbe un aumento dei costi di finanziamento per le imprese, in particolare per le multinazionali, che potrebbero vedere i propri investimenti all'estero messi a rischio dalla competizione tra grandi potenze. In questo senso, a Pechino stanno emergendo crescenti preoccupazioni riguardo alla sicurezza degli investimenti cinesi in America Latina.

GRAFICO 1.3: LA FORTE CRESCITA DEL COMMERCIO GLOBALE HA AUMENTATO LA CORRELAZIONE TRA GLI ASSET

CORRELAZIONE TRA OBBLIGAZIONI E AZIONI (ASSE SINISTRO) COMMERCIO MONDIALE/PIL (ASSE DESTRO)



Fonte: Bloomberg, World Bank, The Investment Institute by UniCredit

Politiche distorsive: La Dottrina Donroe, che mira a creare un accesso esclusivo per le imprese statunitensi alle risorse dell'emisfero occidentale – per ragioni economiche e di sicurezza nazionale – richiederà con ogni probabilità politiche monetarie e fiscali di supporto.

- **Politica fiscale:** Nonostante anni di ampi disavanzi di bilancio, l'amministrazione Trump potrebbe decidere di mantenere elevato il deficit per sostenere le imprese domestiche, sia mantenendo basse le imposte sulle società sia investendo direttamente in aziende private, come avvenuto lo scorso anno con imprese attive nella produzione di semiconduttori (ad esempio Intel) e nelle terre rare (come USA Rare Earths). Secondo l'amministrazione Trump, queste politiche sono fondamentali per realizzare una rinascita manifatturiera negli Stati Uniti.
- **Politica monetaria:** Sul fronte monetario, sarebbe necessaria una Fed accomodante per mantenere condizioni di finanziamento favorevoli sia per il Tesoro statunitense (dominanza fiscale) sia per le imprese domestiche, nonché per preservare la competitività del dollaro USA. Negli ultimi mesi la Casa Bianca è stata particolarmente esplicita nel commentare le decisioni della Fed, alimentando le preoccupazioni degli investitori circa l'indipendenza della banca centrale.

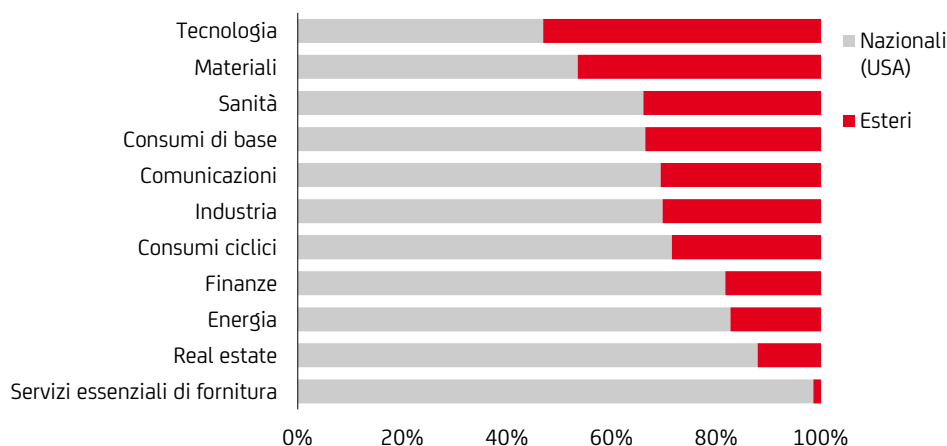


A nostro avviso, la piena implementazione della nuova Dottrina Monroe porterebbe probabilmente a rendimenti più bassi sulla parte breve della curva dei tassi negli Stati Uniti, mentre **le scadenze più lunghe registrerebbero un aumento dei rendimenti** a causa di una maggiore offerta di titoli, di aspettative di inflazione più elevate basate sul mercato e di un progressivo disallineamento degli investitori rispetto alle istituzioni statunitensi.

Mercato azionario USA: Le implicazioni per il mercato azionario statunitense sono meno lineari. Al netto del comparto tecnologico, le società dell'S&P 500 generano principalmente i propri ricavi negli Stati Uniti (cfr. grafico 1.4), risultando così poco esposte a ritorsioni estere e con margini di crescita nei Paesi in cui l'influenza americana potrebbe rafforzarsi. Politiche monetarie e fiscali favorevoli sosterebbero inoltre gli utili della maggior parte delle aziende. Sul fronte negativo, costi di finanziamento di lungo periodo più elevati e una maggiore incertezza economica potrebbero frenare l'appetito per il rischio e ridurre l'attrattiva delle azioni. La prevalenza di uno o dell'altro effetto dipenderà dal settore e dalla dimensione dell'impresa; riteniamo infine che il mercato favorisca **le aziende allineate ai settori prioritari dell'agenda neo-mercantilista della Casa Bianca** e più capaci di adattarsi alle politiche governative.

- **Difesa, industriali, risorse di base e tecnologia risultano i comparti meglio posizionati**, data la loro rilevanza strategica in un nuovo contesto mercantilista. In particolare, tecnologia e difesa potrebbero continuare a beneficiare del sostegno pubblico; le risorse di base potrebbero ricevere un ulteriore impulso qualora gli Stati Uniti intensificassero il proprio coinvolgimento in Venezuela; gli industriali potrebbero trarre vantaggio dai processi di reshoring.
- Al contrario, **il settore dei beni di consumo di base** è destinato a soffrire maggiormente, a causa della sua dipendenza dalle catene di approvvigionamento internazionali. Anche **il settore bancario** potrebbe subire pressioni più intense, in seguito a potenziali fallimenti di imprese di piccole dimensioni non idonee all'accesso ai mercati dei capitali. Ci attendiamo infine difficoltà per **il settore travel & leisure**, a causa di restrizioni più severe agli spostamenti e dei rischi correlati.

GRAFICO 1.4: ESPOSIZIONE DEI RICAVI DELLE SOCIETÀ DELL'S&P 500
QUOTA DEI RICAVI TOTALI



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Impatto su dollaro USA e materie prime: Le politiche mercantiliste richiedono una valuta debole. Questo elemento, combinato con il fatto che gli investitori mettono in discussione il ruolo del dollaro come valuta rifugio, esercita pressioni al ribasso sul biglietto verde. Tuttavia, l'indebolimento del dollaro potrebbe essere contenuto dall'assenza di valide alternative. In tale contesto, i Paesi emergenti che hanno utilizzato il dollaro come valuta di riferimento e che risultano penalizzati dalle politiche statunitensi potrebbero orientarsi verso altre valute. Con l'espansione della sfera di influenza cinese, il renminbi – in particolare nella sua versione digitale – potrebbe rappresentare un'alternativa al dollaro, soprattutto nei Paesi BRICS+. Allo stesso tempo, un atteggiamento più assertivo degli Stati Uniti potrebbe sostenere il dollaro. Qualora ricorressero all'uso della forza, ciò potrebbe compensare parte dei fattori che gravano sul biglietto verde. A nostro avviso, tuttavia, l'effetto predominante resterà l'indebolimento.

Per quanto riguarda **le materie prime**, la Dottrina Monroe e l'intensificarsi della competizione internazionale per garantirsi l'accesso alle risorse chiave sono destinati ad aumentare l'offerta globale. A parità di altre condizioni, ciò eserciterebbe una pressione al ribasso sui prezzi a livello globale. Tuttavia, la natura discriminatoria di queste politiche potrebbe generare divergenze regionali dei prezzi, qualora le materie prime venissero "strumentalizzate" a fini geopolitici. **I metalli preziosi**, come l'oro, sono invece destinati a beneficiare dell'incertezza geopolitica, grazie al loro tradizionale ruolo di beni rifugio.





1 BCE in modalità attendista

La BCE prosegue con la pausa sui tassi. L'attività economica e il mercato del lavoro continuano a mostrare resilienza nonostante l'elevata incertezza e i venti contrari sul fronte del commercio, mantenendo sostanzialmente invariate le previsioni della BCE sulla crescita del PIL. Il rischio di un'escalation delle tensioni con gli Stati Uniti sulla Groenlandia sembra essersi ridimensionato, almeno per il momento, rimuovendo una minaccia rilevante nel breve periodo per la crescita economica e la stabilità dei mercati finanziari. In questo contesto, la BCE può mantenere un approccio attendista. Le prospettive per i prezzi al consumo restano favorevoli: la crescita dei prezzi all'importazione è debole, i prezzi dell'energia rimangono sotto controllo e la dinamica salariale rallenta. L'inflazione complessiva è scesa lievemente al di sotto del 2% a dicembre e probabilmente resterà sotto l'obiettivo della BCE per tutto il 2026 e forse oltre. Finché l'attività economica mostrerà buona tenuta e l'inflazione di fondo resterà sopra il 2%, il Consiglio direttivo difficilmente prenderà in considerazione un ulteriore taglio dei tassi. Continuiamo a prevedere che il tasso sui depositi resterà fermo al 2% ben oltre il 2027.

2 La Fed manterrà un grado sufficiente di indipendenza

L'amministrazione Trump ha messo sotto pressione l'indipendenza della Fed. Di recente, il Dipartimento di Giustizia ha minacciato un'incriminazione penale in relazione alla testimonianza del Presidente della Fed, Jerome Powell, su lavori edilizi, mentre il tentativo di Trump di rimuovere la governatrice della Fed, Cook, per presunte irregolarità su mutui ipotecari è attualmente all'esame dei tribunali. Molti osservatori ritengono che si tratti di pretesti da parte di Trump che sta spingendo verso tassi di interesse significativamente più bassi. Il nostro scenario di base prevede che la Corte Suprema fissi una soglia molto elevata affinché il Presidente possa rimuovere un governatore della Fed "per giusta causa". Con il solo mandato dell'ex consigliere di Trump, il governatore Miran, in scadenza nei prossimi due anni, e con 11 dei 12 Presidenti delle Fed regionali riconfermati per nuovi mandati quinquennali, è improbabile che Trump riesca a esercitare un'influenza dominante sul comitato che decide i tassi di interesse. Di conseguenza, ci attendiamo che le decisioni di politica monetaria della Fed restino ancorate ai dati macroeconomici e al suo duplice mandato, piuttosto che a considerazioni politiche. In questo contesto, prevediamo un solo taglio dei tassi quest'anno, a giugno. Ciò detto, l'indipendenza della Fed non è garantita con Trump alla Casa Bianca e in presenza di una traiettoria ripida del debito federale e dei relativi costi di servizio. Una Fed politicizzata spingerebbe sensibilmente al rialzo inflazione e aspettative di inflazione, ridurrebbe il valore del dollaro statunitense e probabilmente aumenterebbe i costi di finanziamento di lungo periodo.

3 Economia globale: resilienza sotto pressione

Continuiamo ad aspettarci che l'economia globale rimanga resiliente nel biennio 2026–27, nonostante l'elevata incertezza geopolitica e le frizioni commerciali. Nel nostro scenario di base, la crescita del PIL globale resta sostanzialmente stabile, con un aumento del 3,1% su base annua nel 2026 e del 3,2% nel 2027 (dopo il +3,3% dello scorso anno). La resilienza dovrebbe poggiare su tre fattori stabilizzanti. In primo luogo, l'adattamento del settore privato è destinato ad attenuare l'impatto negativo di dazi più elevati e di altre misure protezionistiche: le imprese stanno infatti diversificando i fornitori e riorientando la logistica per limitare le interruzioni. In secondo luogo, digitalizzazione e intelligenza artificiale (IA) dovrebbero sostenere l'attività di investimento, in particolare negli Stati Uniti, accelerando al contempo il passaggio del commercio globale dai beni ai servizi. In terzo luogo, le politiche industriali nelle economie avanzate dovrebbero compensare in parte i venti contrari legati al commercio. Attraverso sussidi alla produzione di beni strategici come semiconduttori e batterie, le catene di approvvigionamento vengono rilocalizzate per ridurre gradualmente la dipendenza dalla Cina. Tuttavia, i rischi per le prospettive dell'economia globale restano orientati al ribasso, poiché un'ulteriore turbolenza geopolitica o una correzione degli investimenti in capitale legati all'IA potrebbero penalizzare la spesa per investimenti e i consumi.



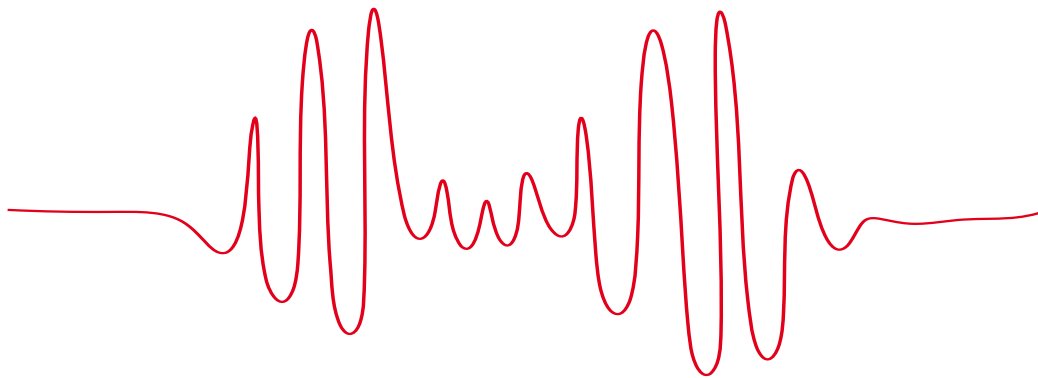


Storie di mercato

Autori: Francesco Maria Di Bella, Tobias Keller, Stefan Kolek, Roberto Mialich, Jonathan Schroer, Christian Stocker, Thomas Strobel, Michael Teig

Il “rumore” ...

Ripensando alle prime settimane dell'anno, i mercati hanno dovuto affrontare una serie di shock geopolitici che hanno aggiunto un livello significativo di rumore al sentiment degli investitori. Gli Stati Uniti hanno adottato una politica estera più assertiva, che include la cattura del Presidente venezuelano Nicolás Maduro, una rinnovata pressione sull'Iran e una spinta decisa per il controllo della Groenlandia, tutte iniziative interpretate come parte di una competizione più ampia con la Cina per l'influenza strategica e l'accesso ai minerali critici. I leader europei hanno reagito con fermezza, avvertendo che nuove minacce tariffarie legate alla Groenlandia potrebbero mettere sotto pressione il partenariato transatlantico e indebolire la coesione della NATO. Nel frattempo, le tensioni in Medio Oriente restano elevate, con il rischio di una nuova escalation e possibili ripercussioni sui mercati energetici. Parallelamente, sono cresciute le preoccupazioni sull'indipendenza della Fed, a fronte dell'intensificarsi delle pressioni politiche. Nel loro insieme, questi sviluppi hanno accresciuto l'incertezza in una fase in cui i mercati auspicavano un avvio d'anno più stabile.



... e il segnale

Al di là del rumore geopolitico, i mercati stanno progressivamente tornando a concentrarsi sui fondamentali che guidano la formazione dei prezzi degli asset. Gli investitori osservano con attenzione i segnali di politica monetaria provenienti dalla Fed. Qualora i dati macroeconomici – in particolare quelli sul mercato del lavoro – dovessero mantenersi solidi, le aspettative di tagli aggressivi dei tassi verrebbero probabilmente ridimensionate, con un possibile moderato rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato. Allo stesso tempo, lo scenario per i mercati azionari resta nel complesso favorevole, con la crescita degli utili che continua a rappresentare il principale driver, nonostante la persistente volatilità. Nei mercati del credito, l'aumento dei tassi di insolvenza e alcuni casi isolati di default hanno attirato l'attenzione, ma tali sviluppi non sono considerati di natura sistemica. Appare più probabile un graduale ampliamento degli spread dagli attuali livelli compressi piuttosto che un aggiustamento destabilizzante. Anche i mercati delle materie prime stanno entrando in una fase più equilibrata: i prezzi del petrolio dovrebbero muoversi lateralmente, con le preoccupazioni geopolitiche bilanciate da un'offerta abbondante, mentre l'oro mostra segnali di consolidamento dopo il forte rialzo, sostenuto da una domanda strutturale ancora solida. Nel complesso, con l'attenuarsi dell'impatto iniziale degli eventi di inizio anno, i mercati stanno filtrando le oscillazioni guidate dai titoli di cronaca e tornando a focalizzarsi sulle dinamiche di politica monetaria, sulla tenuta degli utili e sulla fase matura del ciclo del credito.



Azioni

Un avvio positivo del 2026 rafforza una visione costruttiva sull'anno

L'anno è iniziato con un tono favorevole per i mercati azionari. Secondo un vecchio adagio, quando i primi cinque giorni di contrattazione dell'anno registrano performance positive, l'intero anno tende a chiudersi in territorio positivo. Dal 1950, dei 47 anni con primi cinque giorni positivi, 39 si sono conclusi anch'essi in positivo, con una percentuale di successo dell'83%. I primi cinque giorni di quest'anno sono stati positivi e, al di là di questo effetto stagionale, la nostra visione costruttiva resta intatta, nonostante persistano elementi di incertezza, in particolare sul fronte geopolitico.

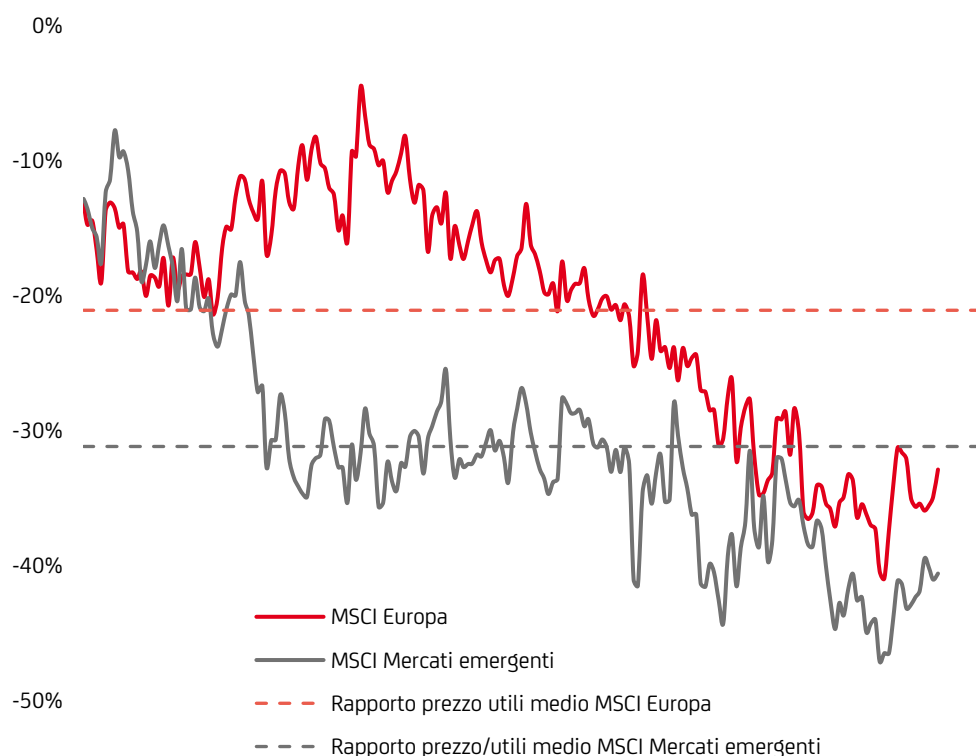
La narrativa sull'IA – uno dei principali motori delle azioni statunitensi – rappresenta un'arma a doppio taglio: alimenta innovazione e potenziale di crescita degli utili, ma solleva timori di sopravvalutazione. Emergono inoltre colli di bottiglia legati all'energia per i data center e alla capacità delle reti elettriche, che potrebbero limitare la crescita dell'IA. Ciononostante, l'impatto si estende ad altri settori, come materiali e industriali, sostenuto da consistenti investimenti in conto capitale da parte delle aziende più esposte all'IA.

Le stime di consenso prevedono una crescita degli **utili societari** tra il 10% e il 15%, superiore alle attese per il 2025 nelle principali regioni. Rimaniamo tuttavia più cauti rispetto al consenso bottom-up, spesso eccessivamente ottimista all'inizio dell'anno. La crescita degli utili, combinata con i dividendi, dovrebbe comunque sostenere rendimenti azionari ragionevoli. Nel complesso, ci attendiamo che i mercati proseguano la traiettoria rialzista nel 2026, sebbene con rendimenti inferiori rispetto al 2025.

Per il **mercato azionario statunitense**, i rendimenti nel 2026 saranno trainati più dalla crescita dei profitti – stimata intorno al 14% per l'S&P 500 – che da un'ulteriore espansione delle valutazioni. I guadagni di produttività legati all'IA nel settore tecnologico giocheranno un ruolo rilevante. Permangono opportunità per leader dell'IA come semiconduttori e software, dove elevati investimenti in conto capitale potrebbero sostenere gli utili e portare l'S&P 500 verso 7.600 a fine anno. Ci attendiamo tuttavia maggiore volatilità rispetto al 2025, a causa di valutazioni elevate, possibili oscillazioni nella politica della Fed, rischi geopolitici e un raffreddamento dell'entusiasmo per l'IA. Gli investimenti infrastrutturali, inclusi i data center, dovrebbero sostenere la domanda nei settori dei materiali, delle utility, delle costruzioni e dei finanziari, aumentando la dispersione dei rendimenti nel mercato statunitense.

Lo scenario per le **azioni europee** appare più moderato. Prevediamo che l'Euro STOXX 50 possa salire verso 6.200, sostenuto da una crescita degli utili di circa l'11%. Misure fiscali in Germania, spesa per la difesa e domanda di materie prime legata agli investimenti in IA favoriranno materiali, macchinari, trasporti, logistica e tecnologia. Tuttavia, rischi commerciali e dazi potrebbero frenare la crescita, mentre un fitto calendario politico nel 2026 potrebbe introdurre volatilità di breve periodo. Le aspettative di consenso sugli utili appaiono in parte ottimistiche e vulnerabili a shock legati all'export; adottiamo quindi un approccio più prudente, stimando una crescita degli utili intorno all'8%. L'IA gioca un ruolo più contenuto in Europa, dove le valutazioni restano interessanti rispetto agli Stati Uniti, ma persistono divari strutturali di produttività (cfr. grafico 2.1).

GRAFICO 2.1: EM ED EUROPA ANCORA SCAMBIANO CON UN GRANDE SCONTO RISPETTO AGLI USA
 SCONTO PREZZO/UTILI RISPETTO ALL'MSCI USA IN %



Fonte: LSEG I/B/E/S, The Investment Institute by UniCredit

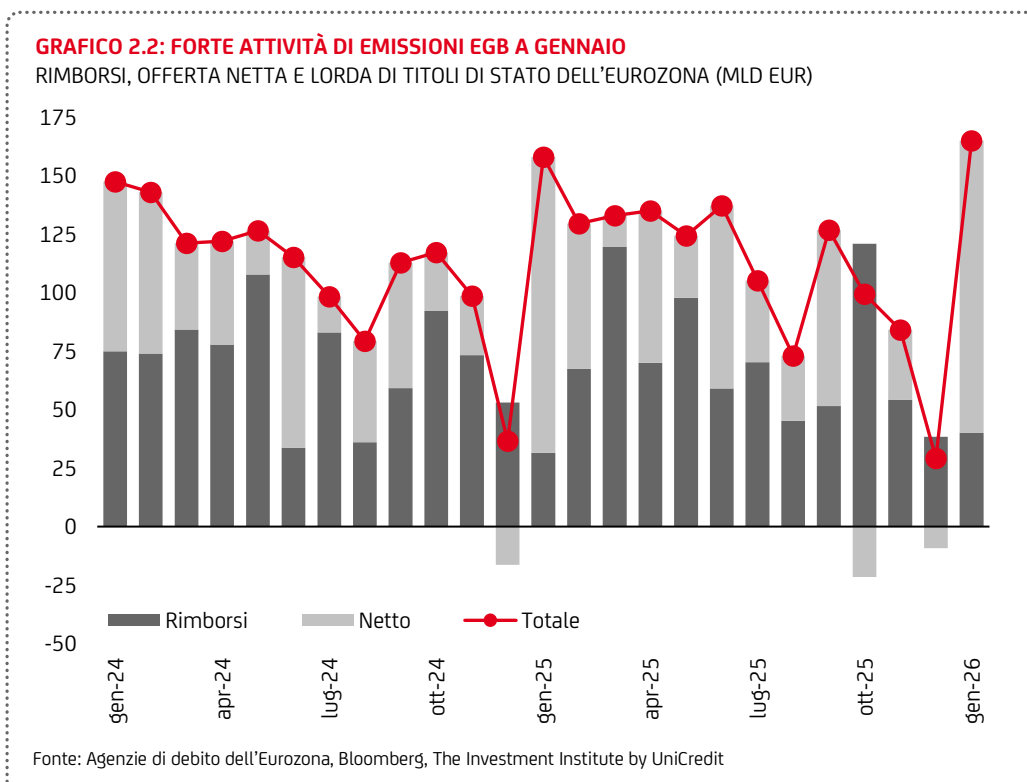
Dopo il rialzo del 30% registrato lo scorso anno, ci attendiamo un altro anno positivo per **le azioni dei mercati emergenti (EM)**, prevedendo una performance di circa il 15% per l'MSCI EM Index nel 2026. Questo scenario è supportato da un contesto macroeconomico globale favorevole, dalla domanda legata all'IA a beneficio dei mercati EM orientati alla tecnologia e da una diversificazione geografica, tutti elementi che contribuiscono alla nostra previsione di crescita degli utili del 19% per il 2026. Sebbene le valutazioni siano aumentate – le società dell'MSCI EM sono ora scambiate a circa 13,6 volte gli utili attesi e l'indice continua a trattare a circa il 40% di sconto rispetto alle azioni statunitensi (cfr. grafico) – il potenziale di crescita resta significativo. All'interno dei mercati emergenti, la Cina continua a confrontarsi con vincoli strutturali alla crescita, evidenziati dal rallentamento dell'economia al 4,5% su base annua nel 4° trimestre del 2025, mentre mercati come Taiwan e Corea beneficiano più direttamente dal ciclo dell'IA e dei semiconduttori. I principali rischi includono shock di crescita o di politica economica dagli Stati Uniti o dalla Cina, oltre a preoccupazioni riguardo a una possibile bolla legata all'IA. Un periodo prolungato di rafforzamento del dollaro – scenario non considerato come nostro caso base – rappresenterebbe inoltre una sfida per i mercati emergenti.

Reddito fisso

L'offerta di titoli di Stato dell'Eurozona viene facilmente assorbita nonostante la volatilità dei mercati

I titoli di Stato della maggior parte dei Paesi sviluppati hanno vissuto un vero e proprio "roller-coaster" durante le prime settimane dell'anno. Dopo un iniziale calo dei rendimenti, con le curve dei tassi generalmente più piatte, si è registrato un successivo bear-steepening a seguito degli ultimi sviluppi geopolitici. Tre eventi hanno avuto l'impatto maggiore: **1.** Le tensioni in **Iran** hanno spinto al rialzo i prezzi delle materie prime e hanno riacceso le aspettative di inflazione basate sul mercato nell'Eurozona e negli Stati Uniti. **2.** In Giappone, l'annuncio del Primo Ministro, **Sanae Takaichi**, di elezioni anticipate, volte a capitalizzare sull'elevata popolarità e consolidare la maggioranza parlamentare, ha provocato una massiccia vendita di titoli di Stato a lunga scadenza, in previsione di un aggressivo stimolo fiscale. **3.** L'intenzione del Presidente Trump di assumere il controllo della **Groenlandia** ha messo sotto tensione i rapporti tra gli Stati Uniti e i loro alleati europei. Di conseguenza, i rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona (EGB) e dei Treasury statunitensi (UST) sono aumentati, poiché gli investitori si aspettano che le agenzie del debito pubblico incrementino l'offerta di bond, sia per sostenere le economie in caso di nuovi dazi sia per finanziare la spesa per la difesa.

Nonostante l'elevata volatilità, la capacità degli investitori di assorbire le emissioni recenti non è stata compromessa. A gennaio, le agenzie del debito dell'Eurozona prevedono di collocare circa 160 miliardi di euro di titoli, un importo che potrebbe superare il record mensile di giugno 2020 (161 miliardi di euro). La qualità dei book di ordine e la valutazione dei nuovi bond indicano che la ricezione sul mercato finora è stata buona.



Il rendimento del Bund decennale si è nuovamente avvicinato all'area del 3%, mentre il rendimento del Treasury statunitense a 10 anni è ai massimi da agosto. Le aspettative di un'elevata offerta di titoli e il fatto che sia la BCE sia la Fed probabilmente adatteranno toni cauti nei prossimi meeting limitano il potenziale recupero di EGB e UST, che potrebbero rimanere volatili nelle prossime settimane. Detto ciò, dubitiamo che si tratti dell'inizio di un nuovo trend rialzista dei rendimenti, poiché l'incertezza economica resta elevata e la liquidità abbondante, e riteniamo che gli investitori opportunistici cercheranno di trarre vantaggio dai movimenti recenti, assicurandosi rendimenti interessanti. La domanda di titoli italiani è rimasta solida nelle ultime settimane, con lo spread che continua a trattare sotto i 70 punti base. Questo supporta il mercato, considerando la recente volatilità diffusa.

Credito corporate: nessun rischio sistemico all'orizzonte

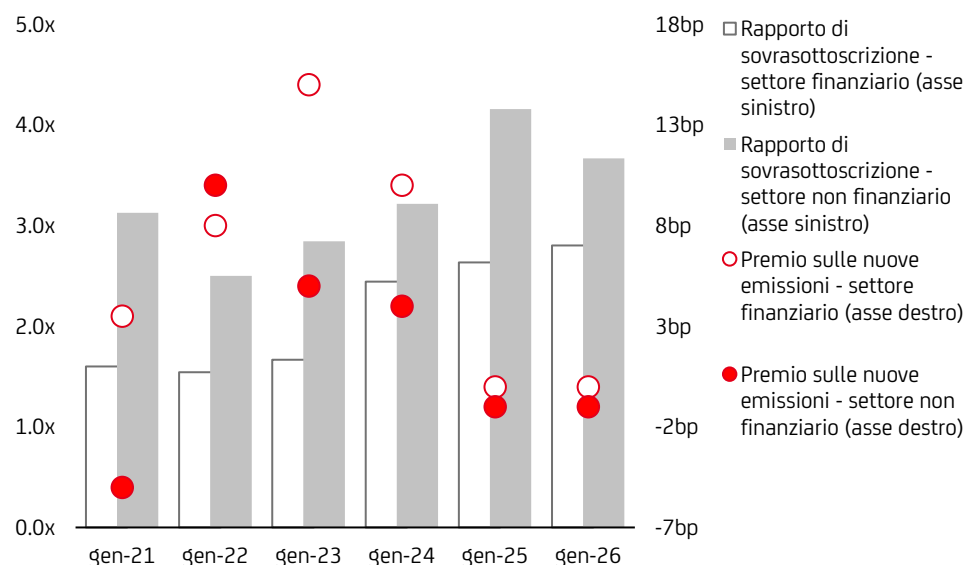
Il credito corporate ha iniziato il nuovo anno su basi solide. Nonostante l'ampia offerta di nuovi bond, i premi per il rischio creditizio sono rimasti stabili. Di conseguenza, il carry continua a rappresentare la principale fonte di rendimento totale. La nuova offerta obbligazionaria ha incontrato una domanda molto robusta da parte degli investitori, con la maggior parte delle emissioni pesantemente sovrasottoscritte, a conferma dell'elevato appetito per il rischio di credito. Le ragioni di questo forte interesse per il credito corporate sono la solidità dei parametri di credito, il continuo rispetto da parte degli emittenti di politiche finanziarie conservative e il basso livello dei tassi di default. La forte domanda di nuove emissioni ha portato a una sovrasottoscrizione significativa (mediana pari a 3,7x) – il secondo valore più alto degli ultimi sei anni – e a una mediana leggermente negativa del premio sulle nuove emissioni.

Per il settore finanziario, anche **gli spread creditizi** hanno registrato performance molto positive. Il sentiment è stato supportato dai buoni risultati del 4° trimestre 2025 delle principali banche statunitensi e dai commenti costruttivi delle banche europee. L'appetito degli investitori per le operazioni di mercato primario è rimasto molto elevato, nonostante le notizie e gli eventi geopolitici legati a Venezuela, Iran e Groenlandia. Per i bond senior benchmark in euro emessi dalle banche fino a questo mese, la mediana di sovrasottoscrizione è pari a 2,8x, il livello più alto degli ultimi sei anni, nonostante l'elevata offerta primaria. Anche il premio medio sulle nuove emissioni si è avvicinato a zero, rispetto all'intervallo tra 1 e 13 punti base registrato tra il 2021 e il 2025. Ciò significa che le banche finanziarie possono prezzare nuove operazioni sulla curva secondaria. Entrambi gli indicatori evidenziano un forte sentiment di mercato primario, nonostante gli eventi geopolitici legati a Venezuela e Iran.

Per il primo semestre 2026, tuttavia, ci attendiamo una certa volatilità. I rischi derivano dall'aumento dei prestiti trasferiti dal settore bancario tradizionale alle istituzioni finanziarie non bancarie (NBF). Questo comporta due implicazioni: **1.** le banche hanno progressivamente finanziato fondi di credito privati per attività di prestito più rischiose; **2.** vi sono dubbi sul fatto che i parametri di qualità degli attivi riportati dalle banche riflettano pienamente il rischio sottostante dei loro portafogli prestiti. Tuttavia, data la solida qualità creditizia, una condizione che dovrebbe essere confermata nella prossima stagione degli utili, le società non finanziarie investment grade dovrebbero restare stabili. Il **credito high-beta** (high-yield e debito subordinato), invece, risulta più vulnerabile agli effetti di contagio. In definitiva, nonostante una pressione moderata al ribasso sugli spread IG e HY nei prossimi mesi, il carry rimane la principale fonte di rendimento. Il settore finanziario potrebbe sottoperformare rispetto ai non-finanziari se l'allargamento degli spread fosse guidato da crescenti preoccupazioni su un cambiamento del ciclo creditizio. Per ulteriori dettagli sulle nostre previsioni di spread del credito corporate, si rimanda alla tabella sulle attività rischiose.

GRAFICO 2.3: INDICATORI DI DOMANDA DEL MERCATO PRIMARIO A GENNAIO

GLI ELEVATI RAPPORTI BID-TO-COVER E I BASSI PREMI SULLE NUOVE EMISSIONI RIFLETTONO LA FORTE DOMANDA NEL MESE



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Cambi

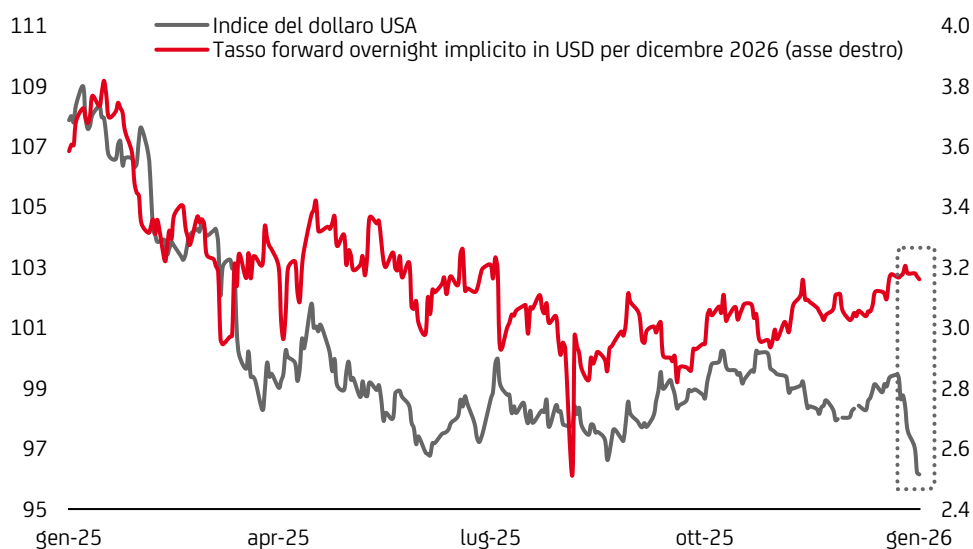
Dollaro sotto pressione mentre riemerge l'incertezza sulla politica statunitense

Il dollaro statunitense ha subito nuovamente pressioni al ribasso a partire da metà gennaio, a seguito della riemersione dei rischi geopolitici, dell'aumento delle tensioni commerciali e delle preoccupazioni sull'indipendenza della Fed. I segnali secondo cui le autorità statunitensi potrebbero essere disposte a partecipare a interventi di mercato coordinati per contenere la debolezza dello yen, seguiti dalle dichiarazioni di Trump a favore di un dollaro più debole ("Penso sia ottimo"), hanno aggiunto ulteriore slancio alla **svalutazione del dollaro**. Queste dichiarazioni della Casa Bianca possono essere interpretate come un'indicazione di preferenza politica per un dollaro più debole, volto a sostenere le esportazioni statunitensi e a ridurre il deficit commerciale.

L'incertezza politica elevata e le preoccupazioni sulla sostenibilità del debito pubblico, combinate con l'escalation delle tensioni geopolitiche e commerciali, hanno rilanciato il dibattito sulla de-dollarizzazione globale. Il recente ritmo di indebolimento del dollaro è stato paragonabile ai movimenti osservati dopo il "Liberation Day", sebbene l'entità del calo sia ancora moderata rispetto a quanto avvenuto nel 2° trimestre 2025. A differenza di aprile 2025, finora l'effetto sui Treasury è rimasto contenuto e il dollaro si è disaccoppiato dalla parte corta della curva, dato che i tassi impliciti sui Fed funds a termine sono calati solo marginalmente. Questa divergenza suggerisce che il sell-off del dollaro possa essere stato eccessivo, oppure che la curva del dollaro possa ancora aggiustarsi tramite un ulteriore steepening.

Il superamento da parte dell'EUR-USD dei massimi dello scorso anno e del **livello 1,20** segnala il rischio che la banda di riferimento per la coppia valutaria possa spostarsi da 1,15-1,20 a 1,20-1,25. Una stabilizzazione nell'area 1,20-1,22 è plausibile se il dollaro riceverà supporto da una narrativa prudente della Fed, come ci aspettiamo. Considerato il ruolo centrale dello yen nel recente movimento del dollaro, l'esito delle elezioni giapponesi dell'8 febbraio potrebbe offrire un sollievo temporaneo all'USD, soprattutto se i rischi politici esercitassero una pressione rinnovata sul JPY. Anche in questo scenario, i rischi di ribasso per l'EUR-USD dovrebbero restare limitati all'area 1,18. Se l'incertezza politica dovesse persistere, ciò potrebbe aprire la strada a un trend più sostenuto di indebolimento del dollaro. Tuttavia, a meno che l'amministrazione statunitense non estenda la propria influenza sulla parte lunga della curva dei rendimenti, un forte aumento dei costi di servizio del debito potrebbe fungere da fattore disciplinante, contribuendo a prevenire un calo eccessivo o disordinato del dollaro.

GRAFICO 2.4: L'USD SI DISCOSTA DAI TASSI MENTRE EMERGE IL TEMA DELLA DE-DOLLARIZZAZIONE
INDICE DEL DOLLARO USA E TASSO FORWARD OVERNIGHT IMPLICITO IN USD PER DICEMBRE 2026



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Materie prime

Petrolio greggio

I mercati petroliferi chiudono gennaio con i prezzi stabilizzati intorno ai 60-65 USD al barile, poiché l'ampia offerta continua a bilanciare il supporto temporaneo derivante dagli shock geopolitici. Il premio per il rischio emerso a inizio gennaio si è parzialmente ridotto, con i prezzi ancora caricati per "assicurarsi" contro potenziali interruzioni. La rimozione del Presidente venezuelano Nicolás Maduro, orchestrata dagli Stati Uniti, ha generato volatilità, ma ha avuto un'influenza trascurabile sui prezzi, dato che la capacità produttiva fortemente limitata del Venezuela lascia poco spazio a variazioni significative dell'offerta nel breve termine. Sul lungo periodo, tuttavia, nuovi investimenti e una stabilizzazione politica potrebbero riportare ulteriori barili venezuelani sul mercato, aumentando il rischio al ribasso dei prezzi.

La stima dell'EIA di un aumento delle scorte di 2,8 milioni di barili al giorno per il 2026 indica un surplus persistente, in netto contrasto con l'aspettativa dell'OPEC di un mercato sostanzialmente equilibrato. L'IEA, nel frattempo, ha rivisto leggermente al ribasso le proiezioni di surplus, riflettendo ipotesi di domanda più elevate, pur continuando a vedere un mercato strutturalmente in eccesso di offerta. Con le scorte via mare già elevate, eventuali barili aggiuntivi potrebbero essere indirizzati agli stock terrestri, esercitando ulteriore pressione al ribasso sui prezzi nel breve termine. Anche l'accumulo strategico cinese introduce maggiore opacità. Nel breve-medio periodo, gli episodi geopolitici tenderanno a fornire solo supporto temporaneo guidato dal sentiment, senza modificare in modo significativo i fondamentali. In questo contesto, riteniamo ragionevole mantenere la nostra previsione per il Brent in un range di **60-65 USD/bbl per il 2026**.

Gas naturale

Il prezzo di riferimento europeo del gas naturale (TTF) è salito fino al 40% dall'inizio dell'anno, innescato dal freddo e dalle tensioni geopolitiche che hanno risvegliato un mercato precedentemente compiacente. Una fonte di volatilità è rappresentata dai livelli di stoccaggio relativamente bassi rispetto agli anni recenti. Le scorte europee sono recentemente scese sotto il 50% della capacità, in calo di 10 punti percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. I livelli iniziali più bassi e il freddo delle ultime settimane hanno messo sotto pressione le scorte, aumentando le preoccupazioni per il rifornimento in vista dell'inverno 2026-27. Gli sviluppi geopolitici hanno ulteriormente incrementato la volatilità dei mercati del gas: da un lato, le tensioni in Iran possono causare interruzioni nei flussi di LNG; dall'altro, una guerra commerciale tra USA e UE potrebbe deprimere l'attività economica, riducendo i prezzi del gas. In assenza di turbolenze geopolitiche rilevanti, prevediamo un graduale calo della volatilità. Confermiamo la nostra previsione per il TTF nel 2026 a **30-35 EUR/MWh**, pur segnalando che i prezzi potrebbero temporaneamente superare questo intervallo nel breve periodo. Verso fine anno, ci attendiamo mercati più calmi con l'arrivo di nuove forniture, soprattutto in Nord America.

Oro

L'oro ha iniziato l'anno in rialzo, superando i **5.000 USD/oz**, spinto dalle tensioni geopolitiche legate alla cattura del Presidente venezuelano Maduro da parte degli Stati Uniti. La contesa tra USA ed Europa sulla Groenlandia e l'aumento delle tensioni in Iran hanno ulteriormente accentuato l'incertezza, rafforzando la domanda di beni rifugio. I driver strutturali continuano a sostenere il mercato, sebbene con intensità leggermente inferiore rispetto al passato. Gli acquisti da parte delle banche centrali restano solidi, gli ETF continuano a registrare flussi costanti e i rendimenti reali non si sono mossi in modo significativo. Questi fattori mantengono l'oro rilevante sul piano strategico, ma con i prezzi già molto elevati e il rischio geopolitico sempre più prezzato, aumenta la probabilità di un ritracciamento temporaneo, anche se la tendenza costruttiva di fondo rimane intatta.



Tablelle di previsione

Previsioni di Unicredit

STIME DI PIL, INFLAZIONE E SALDO DI BILANCIO

	PIL reale (% A/A)			Inflazione (% A/A)			Saldo di bilancio (% del PIL)		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Globale	3.2	3.1	3.2	-	-	-	-	-	-
Stati Uniti	2.2	2.4	2.0	2.7	2.9	2.6	-7.4	-7.9	-8.0
Eurozona	1.4	1.0	1.4	2.1	1.8	1.9	-3.4	-3.7	-3.6
Germania	0.2*	1.2*	1.9*	2.2	1.6	2.0	-2.4	-4.3	-4.3
Francia	0.8	0.9	1.1	1.0	1.3	1.4	-5.4	-5.0	-4.6
Italia	0.5	0.6	0.8	1.5	1.4	1.6	-3.1	-2.9	-2.7
Spagna	2.9	2.1	1.8	2.7	2.1	2.0	-2.5	-2.1	-2.2
Regno Unito	1.4	0.9	1.2	3.4	2.3	2.0	-4.5	-3.8	-3.5
Cina	5.0	4.1	3.8	-0.3	0.5	1.0	-8.5	-8.0	-8.0
Giappone	1.0	0.8	0.8	3.0	2.1	2.0	-3.1	-4.0	-3.8
India	7.3	6.4	6.4	2.8	4.0	4.0	-7.2	-7.1	-6.9

Fonte: The Investment Institute by UniCredit

*Dati non destagionalizzati. Dati destagionalizzati: 0.3% (2025), 0.9% (2026) e 1.8% (2027)

BANCHE CENTRALI

	Attuale	1T26	2T26	3T26	4T26	1T27
Fed	3.75	3.75	3.50	3.50	3.50	3.50
BCE	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
BOE	3.75	3.50	3.25	3.00	2.75	2.75
BoJ	0.75	0.75	1.00	1.00	1.00	1.25
Riksbank	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
Norges Bank	4.00	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50

Fonte: The Investment Institute by UniCredit

Nota: I dati sono di fine periodo



TASSI DI INTERESSE

	26.01.26	1T26	2T26	3T26
Eurozona				
Depo rate	2.00	2.00	2.00	2.00
3M Euribor	2.04	2.00	2.00	2.00
2Y Schatz	2.11	2.10	2.10	2.10
10Y Bund	2.87	2.75	2.80	2.85
2Y EUR swap	2.27	2.25	2.25	2.25
10Y EUR swap	2.89	2.80	2.85	2.90
10Y swap-Bund spread	3	5	5	5
2Y BTP	2.19	2.30	2.30	2.30
10Y BTP	3.46	3.45	3.50	3.55
10Y BTP-Bund spread	59	70	70	70
Stati Uniti				
Fed fund rate	3.75	3.75	3.50	3.50
3M OIS SOFR	3.67	3.56	3.35	3.35
2Y UST	3.59	3.70	3.70	3.65
10Y UST	4.21	4.25	4.25	4.25
10Y UST-Bund spread	134	150	145	140

TASSI DI CAMBIO

	26.01.26	1T26	2T26	3T26
EUR-USD	1.19	1.14	1.16	1.17
USD-JPY	153	154	150	148
EUR-JPY	183	176	174	173
GBP-USD	1.37	1.30	1.29	1.28
EUR-GBP	0.87	0.88	0.90	0.91
USD-CNY	6.95	7.10	7.09	7.08
EUR-CNY	8.30	8.09	8.22	8.28

Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

ATTIVITA' RISCHIOSE

	26.01.26	2T26	4T26
Petrolio			
Brent USD/bbl.	66.0	62.5	62.5
Azioni			
Euro STOXX 50	5,948	5,900	6,200
STOXX Europe 600	608	600	630
DAX	24,901	25,500	27,000
MSCI Italy	117	118	123
S&P 500	6,916	7,200	7,600
Nasdaq 100	25,605	27,000	28,000
Credito corporate			
iBoxx Non-Financials Senior	69	95	90
iBoxx Banks Senior	64	95	87
iBoxx High Yield NFI	255	325	300

Fonte: Bloomberg, S&P Global, The Investment Institute by UniCredit

Per tabelle dettagliate delle previsioni clicca sui seguenti link:

[Economics >](#) | [FI >](#) | [FX >](#) | [Risky Assets >](#)



Andamento dei principali indicatori finanziari

Da	26.01.21	26.01.22	26.01.23	26.01.24	26.01.25	26.01.21	01.01.26
A	26.01.22	26.01.23	26.01.24	26.01.25	26.01.26	26.01.26	26.01.26

INDICI AZIONARI (RENDIMENTO TOTALE, IN %)

MSCI World (in USD)	10.2	-4.8	18.3	22.3	19.6	81.2	2.4
MSCI Mercati emergenti (in USD)	-10.6	-10.2	-3.6	13.5	42.4	23.7	7.5
MSCI Stati Uniti (in USD)	12.2	-5.7	22.8	26.9	15.0	89.0	1.5
MSCI Europa (in EUR)	18.7	1.0	10.3	14.2	18.2	77.4	2.9
MSCI AC Asia Pacifico (in USD)	-10.2	-6.1	-0.2	12.7	35.4	28.0	6.1
STOXX Europe 600 (in EUR)	17.7	0.2	10.2	14.4	18.8	75.9	3.0
DAX 40 (Germania, in EUR)	11.5	-2.1	12.1	26.6	16.5	82.7	1.8
MSCI Italia (in EUR)	24.2	2.7	23.2	28.5	30.9	164.6	0.3
ATX (Austria, in EUR)	34.1	-9.4	8.8	17.6	50.4	133.5	3.7
SMI (Svizzera, in CHF)	13.5	-3.8	3.8	13.2	10.4	39.9	-1.0
S&P 500 (Stati Uniti in USD)	14.6	-5.1	22.4	26.4	15.4	94.0	1.6
Nikkei (Giappone, in JPY)	-3.8	3.6	33.4	12.2	35.0	102.1	5.1
CSI 300 (Cina, in Yuan)	-13.0	-9.2	-18.3	18.5	26.1	-5.2	1.8

INDICI OBBLIGAZIONARI (RENDIMENTO TOTALE, IN %)

Titoli di Stato USA a 10 anni (in USD)	-4.3	-11.4	-1.8	0.2	8.1	-9.7	-0.4
Bund tedeschi a 10 anni (in EUR)	-3.8	-17.3	2.0	0.2	0.6	-18.1	0.4
Titoli di Stato in EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-3.8	-15.3	2.5	2.2	2.2	-12.7	0.6
Obbligazioni societarie EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-1.8	-11.4	5.0	4.8	4.0	-0.7	0.5

RENDIMENTI OBBLIGAZIONARI (VARIAZIONE DEI PUNTI BASE = 0,01 PUNTI PERCENTUALI)

Obbligazioni di Stato USA 10Y (in USD)	81	165	66	50	-41	317	7
Bund tedeschi 10Y (in EUR)	45	229	9	29	28	341	0
Obbligazioni di Stato in EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	49	236	10	14	14	322	-5
Obbligazioni societarie in EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	52	299	-18	-24	-4	309	-6

TASSI DI CAMBIO DELL'EURO (VARIAZIONE, IN %)

Dollaro USA (EUR-USD)	-7.1	-3.4	-0.2	-3.9	13.0	-2.6	0.7
Sterlina britannica (EUR-GBP)	-5.9	5.4	-2.9	-1.3	2.8	-2.3	-0.6
Franco svizzero (EUR-SFR)	-3.7	-3.7	-6.1	0.8	-2.9	-14.4	-1.0
Yen giapponese (EUR-JPY)	2.3	9.7	13.6	1.9	11.4	44.8	-0.9

MATERIE PRIME (VARIAZIONE, IN %)

Indice delle materie prime (GSCI, in USD)	-1.9	5.2	4.0	36.7	80.8	164.6	17.4
Metalli industriali (GSCI, in USD)	34.3	-6.5	-15.5	9.6	29.2	49.9	6.3
Oro (in USD per oncia fine)	-1.1	5.1	4.7	37.4	83.9	175.9	18.0
Petrolio greggio (Brent, in USD per barile)	60.8	-2.8	-6.4	-3.5	-16.4	17.3	7.8

Fonte: Refinitiv Datastream, The Investment Institute by UniCredit (al 26 gennaio 2026)

Nota: i valori passati e le previsioni non sono un indicatore affidabile delle performance future. Gli indici non possono essere acquistati e quindi i rendimenti non includono i costi degli strumenti. Quando si investe in titoli, vengono sostenuti costi che riducono la performance. Il rendimento degli investimenti in valute estere può anche aumentare o diminuire a causa delle fluttuazioni valutarie.





UniCredit S.p.A.
The Investment Institute by UniCredit



Address
Piazza Gae Aulenti, 4, 20154 Milano



Email
the-investment-institute@unicredit.eu

Online
www.the-investment-institute.unicredit.eu

DIRIGENTI DELL'ISTITUTO

Manuela D'Onofrio, Presidente

Fabio Petti, Co-Presidente

Edoardo Campanella,
Direttore e Caporedattore

GENERATORI DI IDEE

Tullia Bucco

Alessandro Caviglia,
CIO, Italia

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Loredana Maria Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Philip Gisdakis,
CIO, Germania

Tobias Keller

Stefan Kolek

Giovanni Mazzariello

Roberto Mialich

Oliver Prinz,
CIO, Austria

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Leonardo Segato

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Marco Valli,
Capo dell'Analisi Macroeconomica

Daniel Richard Vernazza

REDATTORI RESPONSABILI

Chiara Silvestre

Tobias Keller

PRODUZIONE

Ingo Heimig

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

Matthew Stevenson

Till Welzel

DESIGN

Isla Morgan

MARKETING

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Laura Cabrera Gálvez

Maik Dornheim

Ivana Mitojevic

Kim Steinsberger

Avvisi Legali

Glossario

I termini utilizzati nel rapporto sono disponibili sul nostro sito web: <https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/en/glossary>.

Questa è una comunicazione di marketing

La presente pubblicazione costituisce una comunicazione di marketing di UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG e UniCredit Bank GmbH (di seguito congiuntamente "Gruppo UniCredit") è indirizzata ad un pubblico indistinto e viene fornita gratuitamente a titolo meramente informativo. Essa non costituisce raccomandazione personalizzata all'investimento o attività di consulenza da parte del Gruppo UniCredit né, tantomeno, offerta al pubblico di alcun genere né un invito ad acquistare o vendere strumenti finanziari. Le informazioni fornite non sono da intendere come ricerca in materia di investimenti o come analisi finanziaria dal momento che, oltre a non avere i contenuti, non sono state preparate conformemente ai requisiti giuridici volti a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e non sono soggette ad alcun divieto che proibisca le negoziazioni prima della diffusione della ricerca in materia di investimenti.

Le informative rilevanti sugli interessi e sulle posizioni ricoperte dal Gruppo UniCredit sono disponibili al seguente indirizzo: <https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/en/conflictsofinterest-positiondisclosures>. Eventuali stime e/o valutazioni contenute nella presente pubblicazione rappresentano l'opinione autonoma e indipendente del Gruppo UniCredit e, al pari di tutte le informazioni in essa riportate, sono date in buona fede sulla base dei dati disponibili alla data della pubblicazione, tratte da fonti attendibili, ma aventi valore puramente indicativo e suscettibili di variazioni in qualsiasi momento dopo la pubblicazione, sulla cui completezza, correttezza e veridicità il Gruppo UniCredit non rilascia alcuna garanzia e non assume alcuna responsabilità. Gli interessati dovranno pertanto effettuare le proprie valutazioni di investimento in modo del tutto autonomo e indipendente, facendo affidamento esclusivamente sulle proprie considerazioni delle condizioni di mercato e delle informazioni complessivamente disponibili, anche in coerenza con il proprio profilo di rischio e la propria situazione economica. Investire comporta dei rischi. Prima di qualunque investimento, prendere attenta visione della documentazione d'offerta relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione. Si evidenzia inoltre che:

1. Le informazioni relative ai risultati passati di uno strumento finanziario, di un indice o di un servizio di investimento non sono indicative di risultati futuri.
2. Se l'investimento è denominato in una divisa diversa dalla divisa dell'investitore il valore dell'investimento può subire delle forti oscillazioni in funzione delle variazioni dei tassi di cambio e avere un effetto indesiderato sulla redditività dell'investimento.
3. Investimenti che offrono alti rendimenti possono subire delle forti oscillazioni in termini di prezzo a seguito di eventuali declassamenti del merito di credito. In caso di fallimento dell'emittente l'investitore può perdere l'intero capitale.
4. Investimenti ad alta volatilità possono essere soggetti ad improvvise e notevoli diminuzioni di valore, potendo generare rilevanti perdite al momento della vendita fino all'intero capitale investito.
5. In presenza di eventi straordinari può essere difficile per l'investitore vendere o liquidare taluni investimenti o ottenere informazioni attendibili sul loro valore.
6. Se le informazioni si riferiscono a uno specifico trattamento fiscale, si evidenzia che il trattamento fiscale dipende dalla situazione individuale del cliente e può essere soggetto a modifiche in futuro.
7. Se le informazioni si riferiscono a risultati futuri, si evidenzia che esse non costituiscono un indicatore affidabile di tali risultati.
8. La diversificazione non garantisce un profitto né protegge da perdite.

Il Gruppo UniCredit non potrà in alcun modo essere ritenuto responsabile per fatti e/o danni che possano derivare a chiunque dall'utilizzo del presente documento, tra cui, a mero titolo esemplificativo, danni per perdite, mancato guadagno o risparmio non realizzato. I contenuti della pubblicazione – comprensivi di dati, notizie, informazioni, immagini, grafici, disegni, marchi e nomi a dominio – sono di proprietà del Gruppo UniCredit se non diversamente indicato, coperti da copyright e dalla normativa in materia di proprietà industriale. Non è concessa alcuna licenza né diritto d'uso e pertanto non è consentito riprodurre i contenuti, in tutto o in parte, su alcun supporto, copiarli, pubblicarli e utilizzarli a scopo commerciale senza.

IT 25/1

Le informazioni e i dati contenuti in questo documento sono aggiornati al 26 gennaio 2026.