

BANCA ALETTI | **BANCO BPM**
GRUPPO

CONGIUNTURA E MERCATI

Economic Research and Markets Strategy

Febbraio 2026

BANCA ALETTI | **BANCO BPM**
GRUPPO

Congiuntura e Mercati

- Il FMI ha pubblicato l'aggiornamento del World Economic Outlook, delineando uno scenario globale che, pur a fronte di incertezze e tensioni politiche e commerciali, mostra una notevole resilienza, mantenendo una traiettoria di crescita congiunturale stabile.
- Le proiezioni annue indicano un'espansione del PIL mondiale del 3,3% per il 2026, sostenuta da condizioni finanziarie accomodanti e da un robusto ciclo di investimenti in tecnologia, in particolare nell'intelligenza artificiale. A livello geografico, persiste una decisa differenziazione. Per gli Stati Uniti si riporta una stima del 2,4% nel 2026, grazie alla spinta degli stimoli fiscali (One Big Beautiful Bill) e dalla spesa per investimenti proprio in AI. In Eurozona si registra una dinamica più moderata (1,3%), penalizzata dalla debolezza del manifatturiero, dall'apprezzamento dell'euro e dai ritardi causati dalla scarsa incisività della politica economica. In questo contesto, l'Italia mostra una performance sottotono rispetto alla media dell'area, con una crescita prevista dello 0,7% nel 2026-2027. Le stime per la Cina sono state riviste al rialzo al 4,5% per l'anno in corso, grazie soprattutto alle misure di supporto fiscale, sebbene la situazione del settore immobiliare continui ad esercitare un grave freno alla domanda interna.
- Sul fronte dei prezzi, il processo di disinflazione prosegue, ma a velocità asimmetriche: per le economie avanzate, l'inflazione generale dovrebbe scendere dal 2,5% del 2025 al 2,2% nel 2026 e al 2,1% nel 2027. Negli Stati Uniti il rientro al target appare più lento, con proiezione verso il target nel

FMI – STIME DI CRESCITA

saggi annui in %

PAESI	2024	2025	2026		2027	
			gen-26	gen-26	diff. Ott-25	gen-26
Mondo	3.3	3.3	3.3	0.2	3.2	0.0
Economie Avanzate	1.8	1.7	1.8	0.2	1.7	0.0
Stati Uniti	2.8	2.1	2.4	0.3	2.0	-0.1
Eurozona	0.9	1.4	1.3	0.1	1.4	0.0
Germania	-0.5	0.2	1.1	0.2	1.5	0.0
Francia	1.1	0.8	1.0	0.1	1.2	0.0
Italia	0.7	0.5	0.7	-0.1	0.7	0.1
Spagna	3.5	2.9	2.3	0.3	1.9	0.2
Giappone	-0.2	1.1	0.7	0.1	0.6	0.0
Regno Unito	1.1	1.4	1.3	0.0	1.5	0.0
Cina	5.0	5.0	4.5	0.3	4.0	-0.2
India	6.5	7.3	6.4	0.2	6.4	0.0

2027. Eurozona, invece, ha realizzato una convergenza più rapida verso il livello obiettivo, sebbene l'indice core mostri maggiore resistenza a causa del vischioso rallentamento della componente dei servizi. In Cina, la dinamica dei prezzi dovrebbe segnare invece un allentamento delle pressioni deflazionistiche, con una progressiva risalita dei prezzi al consumo verso e oltre l'1% dal 2027.

- Analizzando il profilo dei rischi globali, FMI evidenzia criticità che possono minare la crescita: tra le principali minacce emerge la possibilità di una correzione dei mercati finanziari innescata dalla tecnologia che potrebbe determinare un calo dei flussi ed erodere la ricchezza delle famiglie. A questo si aggiungono i timori per la frammentazione geoeconomica - conflittualità e nuove barriere commerciali - che potrebbe generare shock negativi sull'offerta di materie prime; un ulteriore elemento di fragilità è rappresentato dalla sostenibilità fiscale, causa deficit e debiti pubblici elevati; FMI pone un accento cruciale sul salvaguardia dell'indipendenza delle banche centrali, fondamentale non solo per ancorare le aspettative di inflazione, ma per evitare pericolose derive di «dominanza fiscale», ovvero la subordinazione della politica monetaria a quella dei governi. Questo monito assume una rilevanza specifica nell'attuale scenario statunitense, fenomeno che aumenta concretamente la probabilità di errori di policy.

FMI – MIX DATI MACRO

saggi annui in %

PAESI	2024	2025	2026		2027	
			gen-26	gen-26	diff. Ott-25	gen-26
Commercio Globale (beni e servizi)	3.6	4.1	2.6	0.3	3.1	0.0
Commercio Economie Avanzate	2.0	3.0	1.9	0.4	2.4	0.2
Commercio Mercati Emergenti	6.3	5.7	3.6	0.0	4.4	0.0
Petrolio*	-1.8	-14.2	-8.5	-4.0	0.1	0.3
Non Fuel**	3.7	9.4	7.5	3.4	0.9	0.3
Inflazione Globale	5.8	4.1	3.8	0.1	3.4	0.0
Inf. Economie Avanzate	2.6	2.5	2.2	0.0	2.1	0.0
Inf. Mercati Emergenti***	7.9	5.2	4.8	0.1	4.3	0.1

* media UK Brent, Dubai Fateh, and West Texas Intermediate (WTI) basata sul mercato dei futures (Nov25). Attesa per il 2026 di 62.13\$ e 2027 62.12\$.

** indice dei prezzi delle materie prime non energetiche (escluse petrolio, gas naturale e carbone)

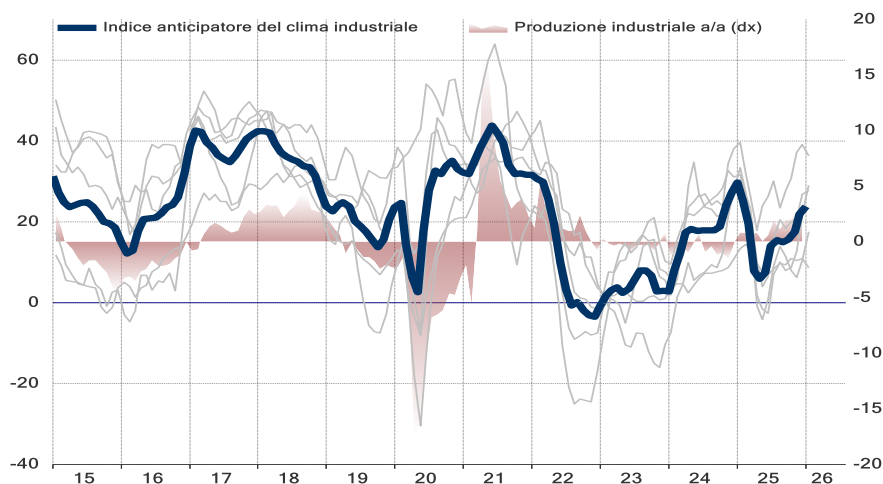
*** escluso Venezuela

Congiuntura e Mercati

- Negli Stati Uniti, il PIL del terzo trimestre è progredito del 4,4% annualizzato (stima preliminare accresciuta di un decimo), realizzando il passo congiunturale più intenso del biennio. Il tasso tendenziale, confermatosi al 2,3%, (da 2,1% precedente), rappresenta il miglior risultato dalla fine del 2024. La composizione della crescita conferma le caratteristiche dell'economia statunitense. La parte preponderante della spinta resta affidata ai consumi privati, in aumento del 3,5% sul trimestre precedente, per un contributo alla crescita del 2,3%. Gli investimenti fissi hanno registrato una performance positiva limitata dello 0,8% (per un contributo minimale dello 0,2) e la spesa pubblica del 2,2% (contributo 0,4); per il secondo trimestre, le esportazioni nette hanno fornito una spinta non comune alla crescita, contribuendo per l'1,6%; invece le scorte sono calate, fornendo una minima decontribuzione (-0,1). Anche per il quarto trimestre i dati macro preannunciano una crescita sostenuta, nonostante il periodo sia stato caratterizzato dallo shutdown più lungo della storia (43 giorni). Secondo nostre stime, il 2025 potrebbe concludersi con un'espansione media del Pil attorno al 2,2%.
- Sul fronte qualitativo, gli indici segnalano ottimismo per l'attività industriale e terziaria, quadro confermato dal graduale miglioramento delle indagini delle Fed regionali dopo i minimi successivi al «Liberation day» di aprile.

SONDAGGIO FED REGIONALI

Banca Aletti – Indice sintetico del clima industriale

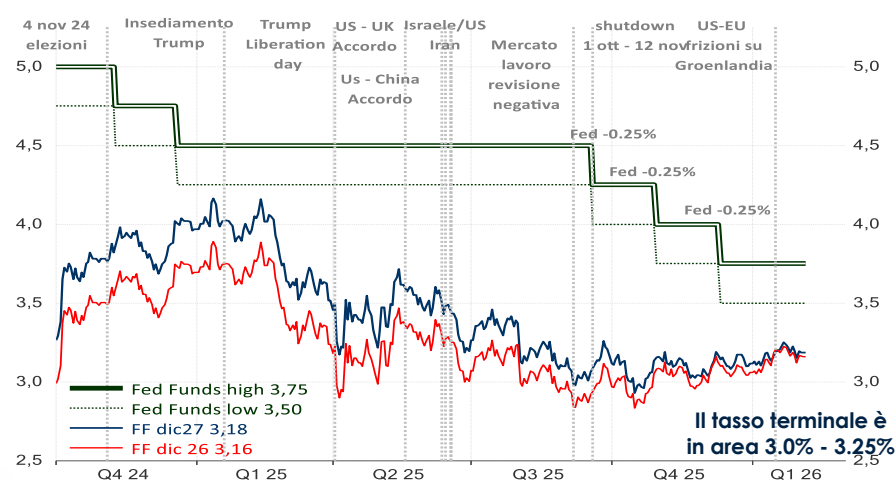


Il clima di fiducia dei consumatori - Conference Board - ha invece registrato un peggioramento a gennaio, toccando il punto di minimo da oltre un decennio (84,5 da 94,2). Il dato è in contrasto con il recente miglioramento del sentiment rilevato dall'indice dell'Università del Michigan ed è risultato inferiore alle aspettative. Tuttavia, la raccolta del sondaggio è terminata il 16 gennaio, nel pieno delle tensioni internazionali e sociali interne per l'attività di polizia ICE che potrebbero avere distorto in senso peggiorativo il dato. Il fattore comune che deprime condizioni correnti ed aspettative rimane comunque il timore legato alla crescita dei prezzi, fenomeno percepito come grave.

- L'inflazione generale è rimasta comunque stabile al 2,7% a dicembre, senza il temuto rimbalzo post-shutdown. Stabile anche la componente core al 2,6%. In particolare, i contributi positivi di alimentari ed energia hanno impedito al dato generale di flettere rispetto al mese precedente. Alla luce del quadro economico, stimiamo una moderazione dei prezzi nel 2026 al 2,4%, dal 2,7% medio del 2025.
- Nel meeting di gennaio, la Fed ha mantenuto fermi i tassi nel range 3,50-3,75%, prima pausa dopo tre tagli consecutivi. Il mercato sconta due ulteriori tagli, per complessivi 50pb, entro fine 2026, probabilmente dall'estate quando, il nuovo Governatore individuato da Trump nella persona di K. Warsh, presiederà il FOMC.

ATTESE DEL MERCATO

Proiezioni basate su Fed Fund future



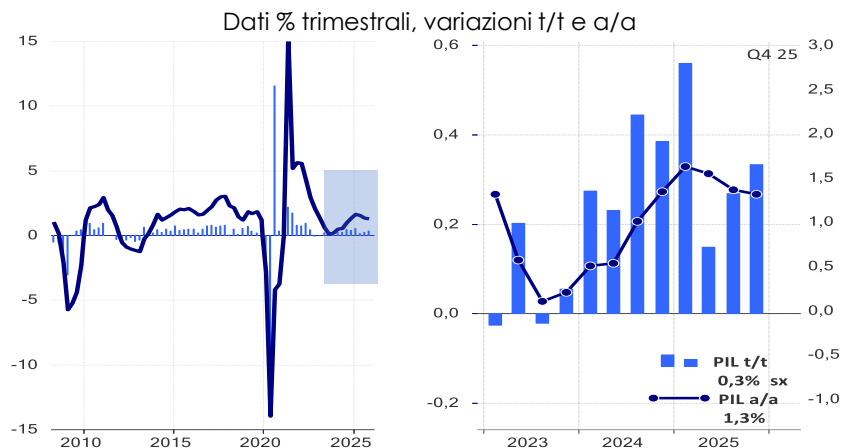
Congiuntura e Mercati

- Nonostante il persistere delle incertezze globali in tema di sicurezza e commercio, Eurozona conferma un percorso di crescita che, seppur moderato, appare consolidato. Il PIL del quarto trimestre ha sorpreso positivamente, segnando un'espansione dello 0,3% su base congiunturale (oltre le stime di consenso dello 0,2%) e fornendo una prova di tenuta del sistema anche a fronte di più alte tensioni. In merito alle singole economie, la Germania ha battuto le previsioni con un incremento dello 0,3% (stima 0,2%). La Francia si è attestata su un più contenuto incremento dello 0,2%, in linea con il consenso; mentre l'Italia ha agganciato il passo tedesco, con lo stesso incremento; la Spagna si conferma motore più prestante della crescita, grazie ad un robusto incremento trimestrale dello 0,8%. In termini medi annui, nel 2025 la crescita tedesca dovrebbe essere stata finalmente positiva, seppure con un progresso minimo, per la Francia dello 0,9%, per l'Italia dello 0,7% e per la Spagna del 2,8%. Eurozona dovrebbe chiudere il 2025 con un passo medio annuo di crescita nell'ordine dell'1,5%. Per il 2026 e 2027, secondo i nostri calcoli, stimiamo una moderazione della crescita, comunque oltre l'1,0%.
- Gli indici di fiducia delle imprese (PMI), relativi al mese di gennaio, delineano un quadro di sostanziale stabilità, col dato composito invariato a quota 51,5. Tuttavia, al di sotto della superficie si nota un andamento divergente tra i settori. La manifattura, pur restando in territorio di contrazione per il quinto mese consecutivo, ha mostrato segnali di rafforzamento salendo a 49,5 (da 48,8), mentre il terziario ha evidenziato

un lieve indebolimento, toccando il minimo da cinque mesi a 51,6 (prec. 52,4). Comunque, entrambi gli indicatori si muovono su livelli coerenti con una moderata espansione del sistema, pur rimanendo distanti dai picchi toccati nel corso del 2025.

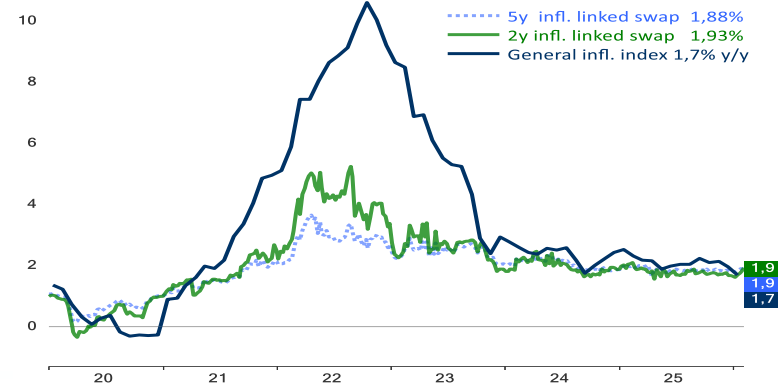
- Sul fronte dei prezzi al consumo, lo scenario appare rassicurante, poiché la limitata crescita del sistema non pare avere la forza di generare pressioni inflazionistiche endogene rilevanti, mentre i prezzi importati stanno neutralizzando parte dei rincari internazionali, grazie al valore dell'euro. Il dato generale di gennaio ha rallentato all'1,7% rispetto all'1,9% di dicembre, per il contributo disinflazionistico dell'energia. Anche l'indice core ha mostrato segnali di raffreddamento, calando al 2,2%, livello più basso da ottobre 2021, grazie a una timida moderazione nei prezzi dei servizi. Per l'anno in corso, le nostre stime indicano che l'inflazione generale potrebbe stabilizzarsi attorno all'1,8%, con la componente di fondo poco sopra target, attorno al 2,2%.
- Un bilanciamento degli impulsi inflazionistici semplifica il compito della Bce. Durante l'ultimo meeting di politica monetaria, l'Istituto ha mantenuto pertanto i tassi invariati e l'attuale strategia non dovrebbe subire modifiche per tutto il 2026, a meno di scostamenti imprevisi rispetto allo scenario centrale. In assenza di shock, i tassi d'interesse dovrebbero quindi confermarsi all'interno del range 2,0-2,15%, un intervallo che la Bce considera neutrale alla luce dell'attuale quadro macroeconomico e finanziario.

PIL EUROZONA



INFLAZIONE E ASPETTATIVE

Confronto 2Y, 5Y e inflazione generale – valori %



Congiuntura e Mercati

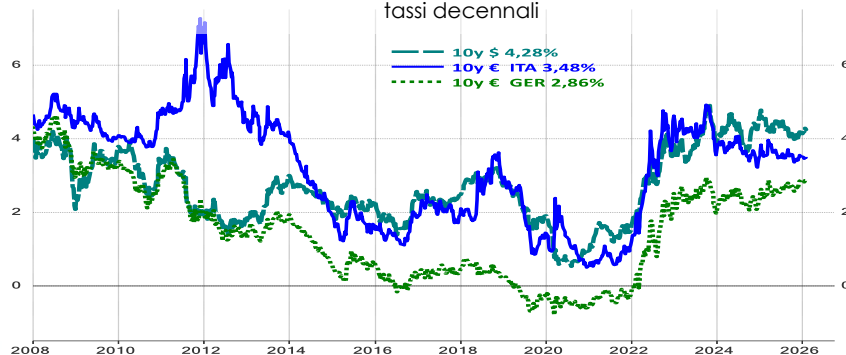
- Gli Stati Uniti hanno aperto l'anno con una serie di mosse molto aggressive: un'operazione militare che ha portato alla cattura di Maduro in Venezuela, la richiesta di acquisire la Groenlandia giudicata irricevibile dagli europei e una forte pressione sull'Iran con l'obiettivo di destabilizzarne il regime. Dopo questi inneschi ad alta tensione, Trump ha sfruttato la posizione di forza per ricalibrare la strategia: ha raggiunto un accordo con la nuova presidente venezuelana, ottenendo vantaggi sui settori petroliferi e minerari; ha ritirato la pretesa sulla Groenlandia, pur lasciando aperta la questione del controllo delle rotte artiche e delle risorse del sottosuolo; ha avviato un canale diplomatico con l'Iran, chiedendo lo stop allo sviluppo nucleare. Questa sequenza di escalation e successiva distensione ha creato un clima internazionale instabile e carico di incertezza che si è tradotta in picchi di volatilità su azionario e materie prime (oro oltre 5500\$/oncia prima di uno storno fenomenale). Anche il mercato obbligazionario è stato attraversato da tensioni innescate dai rischi di traiettoria fuori controllo del debito giapponese (una politica economica espansiva in un sistema inflazionistico impone rendimenti più elevati) che si sono aggiunte al rischio di sostenibilità del debito statunitense e in certa misura di quello europeo.
- In un mese, la curva US si è leggermente irripidita, con la parte 1-3 anni in calo (biennale a 3.48%) e quella a lunga 10-30 anni in rialzo (decennale a 4.21%), movimenti comunque di pochi punti base, con un mercato cui è stato comunicato il prossimo Governatore della Fed (da maggio '26) e la riduzione da parte del Tesoro delle emissioni nella porzione lunga della curva, scaricando l'offerta sul segmento più corto che il mercato assorbe con molta più facilità. In Europa i titoli governativi hanno evidenziato

scostamenti minimi nello stesso periodo: il Bund tedesco si è stabilizzato intorno al 2,8% e lo Schatz al 2,1%. Anche il BTP decennale è rimasto sostanzialmente invariato in area 3,50%, mantenendo lo spread con il Bund in un range stabilizzato tra i 60-70pb. Pure il mercato del credito in euro ha mostrato una relativa stabilità: l'indice Investment Grade offre un rendimento prossimo al 3,2%, mentre il comparto High Yield si attesta al 5,4-5.5%. I differenziali, misurati in termini di option-adjusted spread, restano ancorati ai livelli precedenti: 70-75pb per IG e 260-270pb per HY.

- Sul fronte valutario, l'ultimo mese è stato sostanzialmente equilibrato per l'euro: dopo aver guadagnato terreno nell'ultima decade di gennaio fino a toccare 1,2080 contro dollaro, ne ha subito il parziale recupero. Il cambio €//\$ si è assestato in area 1,18-1,19 rafforzandosi dalla chiusura del 2025. Da inizio anno, la moneta unica ha guadagnato quasi l'1% contro lo yen (185), mentre ha mostrato debolezza contro le corone nordiche, il franco svizzero (-2.0% a 0,915) e una leggera cedevolezza con la sterlina (-0,3% a 0,87).
- Il comparto azionario ha archiviato questo avvio d'anno con saldi ovunque positivi: l'indice MSCI World è in progresso del 3%. Negli Stati Uniti, l'indice S&P500 guadagna quasi il 2%, mentre il Nasdaq risulta praticamente invariato, a causa di qualche preoccupazione sulla profittabilità futura della tecnologia. L'Europa ha invece mostrato un vigore diffuso, con l'EuroStoxx in guadagno oltre il 4.5%, trainato dal FTSE100 inglese (4.8%), dall'IBEX spagnolo (oltre 5%) e dal FTSEMIB italiano (oltre 4%); positivi pur se meno brillanti, il CAC40 francese (2.6%) e il DAX tedesco (oltre 2%). In Asia, si rimarca la performance positiva del Nikkei giapponese (oltre il 14%), spinto dall'esito elettorale favorevole alla premier, mentre in Cina, il CSI 300 ha registrato una progressione più limitata, di poco superiore al 2%.

RENDIMENTI GOVERNATIVI DAL 2008

tassi decennali



INDICI AZIONARI

investitore euro basato - 100=2015



EURODOLLARO DAL 2015



Disclaimer

Il contenuto delle pagine precedenti è stato predisposto da Banca Aletti & C. S.p.A. ("Banca Aletti"). Banca Aletti - appartenente al Gruppo Banco BPM - è un intermediario autorizzato ai sensi di legge, iscritto all'Albo delle Banche, al num. 5383.

Con questo documento Banca Aletti propone alla valutazione dell'utente informazioni desunte da fonti ritenute affidabili nel sistema dei mercati finanziari, e – ove lo ritenga opportuno – la propria opinione in merito con eventuali commenti (note, osservazioni, valutazioni).

Questo documento non costituisce parte e non può in alcun modo essere considerato come offerta di vendita o di sottoscrizione o di scambio, o come sollecitazione di qualsiasi genere all'acquisto, alla sottoscrizione o allo scambio di strumenti finanziari o in genere all'investimento, né costituisce consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari.

Banca Aletti non è responsabile degli effetti derivanti dall'utilizzo di questo documento. Le informazioni rese disponibili attraverso il presente documento non devono essere infatti intese come una raccomandazione o un invito di Banca Aletti a compiere una particolare transazione o come suggerimento a porre in essere una determinata operazione.

Ciascun investitore dovrà formarsi un proprio autonomo convincimento basato esclusivamente sulle proprie valutazioni in merito all'opportunità di effettuare investimenti. La decisione di effettuare qualunque operazione finanziaria è a rischio esclusivo dei destinatari della presente informativa.

Salvo diversa specificazione, Thomson Reuters è la fonte per i dati ed i grafici riportati.