

**BANCA ALETTI** | **BANCO BPM**  
GRUPPO

# CONGIUNTURA E MERCATI

Economic Research and Markets Strategy

*Gennaio 2026*

**BANCA ALETTI** | **BANCO BPM**  
GRUPPO

# Congiuntura e Mercati

- A dicembre OCSE ha pubblicato l'aggiornamento dell'Economic Outlook, evidenziando come la congiuntura globale abbia mostrato una buona tenuta nel 2025, nonostante un contesto complesso, caratterizzato da crescenti barriere commerciali e da un quadro geopolitico divenuto sempre più problematico. L'attività economica ha inizialmente beneficiato di produzione e scambi internazionali attivati per anticipare i dazi statunitensi, in seguito, ha rallentato per l'incertezza legata all'effettiva nuova realtà protezionistica, assestandosi nella seconda parte dell'anno, grazie ad accordi o tregue commerciali che hanno almeno ridotto aleatorietà e ambiguità. La crescita è stata comunque sempre sostenuta da ingenti investimenti nei settori tecnologici più innovativi, dalle politiche fiscali espansive e da condizioni monetarie generalmente accomodanti.
- In base alle proiezioni OCSE, dopo una crescita del PIL globale pari al 3,3% nel 2024, l'espansione economica dovrebbe rallentare al 3,2% nel 2025 e al 2,9% nel 2026, per poi registrare un modesto rimbalzo al 3,1% nel 2027. L'economia statunitense, dopo una crescita del 2,8% nel 2024, dovrebbe frenare al 2,0% nel 2025 restando al di sotto di tale valore nel biennio successivo. Per Eurozona, nel triennio 2025-2027 il PIL è atteso in aumento finalmente sopra l'1,0%. La Cina, dopo aver raggiunto l'obiettivo di crescita del 5,0% nel 2024, dovrebbe confermarlo nel 2025, prima di rallentare sotto 4,5% nel 2026-27.
- Il quadro è complessivamente positivo, ma fragile. L'irrigidimento delle

misure protezionistiche è destinato ad arrecare danni sensibili all'economia globale (in particolare a quella statunitense!). La tenuta della crescita si realizza al costo di una maggiore vulnerabilità fiscale per molti paesi, con relativo aumento significativo del debito pubblico. Questo incremento potrebbe esercitare pressioni al rialzo sui rendimenti a lungo termine, con ben noti effetti negativi che andrebbero ad inficiare la condizione dei settori più sensibili ai tassi, come lo sono quelli legati all'innovazione tecnologica, i cui asset, già valutati secondo aspettative ottimistiche circa gli utili aziendali, espongono i mercati al rischio di potenziali correzioni delle quotazioni, con erosione della ricchezza. La situazione è evoluta meno negativamente di quanto si era prospettato ad aprile, ma la direzione auspicata da OCSE (dialogo costruttivo tra i paesi atto a risolvere in modo duraturo le tensioni commerciali e migliorare le prospettive economiche globali) non sembra corrispondere a quanto osservato correntemente.

- L'inflazione per i paesi maggiormente industrializzati dovrebbe rallentare nell'orizzonte di previsione, nonostante le deviazioni di traiettoria dovute alla clamorosa stretta protezionistica. Si ribadisce la necessità di attuare riforme strutturali incisive, volte a rafforzare la competitività, stimolare l'innovazione e aumentare la produttività, obiettivi indispensabili perché il sistema possa assorbire i rischi di un più elevato livello dei prezzi che senz'altro andrebbe ad incidere sui consumi e sulla spesa per investimenti.

## OCSE – STIME DI CRESCITA

saggi annui in %

PAESI	media 2013 - 2019	2024	2025	2026	2027
<b>Mondo</b>	3.4	3.3	<b>3.2</b>	<b>2.9</b>	<b>3.1</b>
<b>G20</b>	3.5	3.4	<b>3.2</b>	<b>2.9</b>	<b>3.1</b>
<b>OCSE</b>	2.3	1.7	<b>1.7</b>	<b>1.7</b>	<b>1.8</b>
<b>Stati Uniti</b>	2.5	2.8	<b>2.0</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>
<b>Eurozona</b>	1.9	0.9	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>
<b>Giappone</b>	0.8	-0.2	<b>1.3</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>
<b>Non OCSE</b>	4.4	4.5	<b>4.4</b>	<b>3.9</b>	<b>4.0</b>
<b>Cina</b>	6.8	5.0	<b>5.0</b>	<b>4.4</b>	<b>4.3</b>
<b>India</b>	6.8	6.5	<b>6.7</b>	<b>6.2</b>	<b>6.4</b>
<b>Brasile</b>	-0.4	3.4	<b>2.4</b>	<b>1.7</b>	<b>2.2</b>

## OCSE – INFILAZIONE E DISOCCUPAZIONE

saggi annui in %

PAESI	media 2013 - 2019	2024	2025	2026	2027
<b>OCSE Disoccupazione</b>	6.5	4.9	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	<b>4.9</b>
<b>Inflazione</b>					
G20	3.0	6.3	<b>3.4</b>	<b>2.8</b>	<b>2.5</b>
OCSE	1.6	5.0	<b>4.2</b>	<b>3.5</b>	<b>2.8</b>
Stati Uniti <sup>1</sup>	1.3	2.6	<b>2.7</b>	<b>3.0</b>	<b>2.3</b>
Eurozona	0.9	2.7	<b>3.2</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>
Giappone	0.9	2.7	<b>3.2</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>
<b>OCSE deficit/PIL<sup>2</sup></b>	-3.1	-4.7	<b>-4.5</b>	<b>-4.6</b>	<b>-4.6</b>
<b>Commercio Globale</b>	3.3	3.9	<b>4.2</b>	<b>2.3</b>	<b>2.8</b>

1. Personal consumption expenditures deflator (PCE)

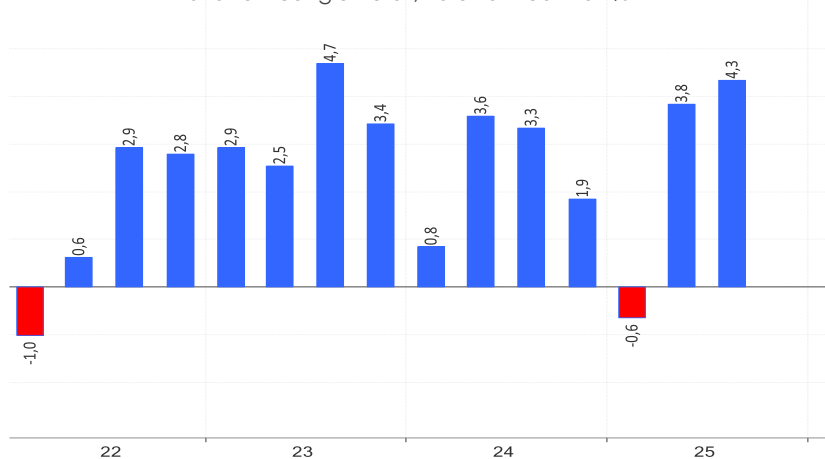
2. % del PIL

# Congiuntura e Mercati

- Negli Stati Uniti, i dati di contabilità nazionale, diffusi con ritardo a causa dello shutdown intercorso tra ottobre e novembre, hanno confermato che l'economia ha mantenuto un tono decisamente robusto nel terzo trimestre dell'anno. Il PIL è aumentato del 4,3% su base annualizzata, passo di crescita massimo dell'ultimo biennio. La crescita del reddito è stata trainata da una significativa accelerazione dei consumi privati (3,5% da 2,5%), che hanno sperimentato il ritmo più elevato del 2025, come pure della spesa pubblica (2,2% da -0,1%). Positivi anche gli investimenti, pur in netta frenata sul periodo precedente (+1,0% da +4,4%). Il commercio estero ha generato un inconsueto contributo positivo dell'1,6%, frutto di una robusta crescita dell'export (+8,8%) a fronte di una contrazione secca dell'import (-4,7%); la voce indicativa delle scorte è stata l'unica componente a fornire contributo negativo (-0,2%).
- Relativamente al quarto trimestre, il consenso dei previsori prospetta un rallentamento dell'economia, di cui sarebbe grandemente responsabile il complesso degli effetti distortivi provocato dallo shutdown di oltre 40 giorni che potrebbe avere ridotto fortemente il passo di crescita periodale; se questa ipotesi si rivelerà corretta, dovremmo registrare un rimbalzo nel primo trimestre dell'anno, a patto che non si riattivi lo shutdown, tecnicamente solo sospeso. La traiettoria di fondo è di rallentamento del saggio medio di crescita che dovrebbe attestarsi al 2%

## PRODOTTO INTERNO LORDO

Variazioni congiunturali, valori annualizzati %

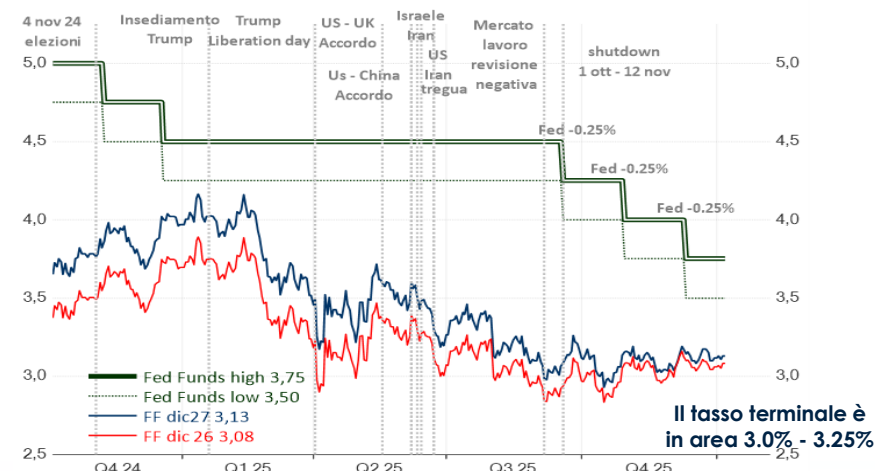


circa, in moderazione rispetto al 2,8% conseguito nel 2024. Il rallentamento ipotizzato dovrebbe scaturire principalmente dalla frenata dei consumi causata dall'erosione del potere d'acquisto, dall'incertezza legata al contesto politico e dall'esito inflazionistico del regime protezionistico, per quanto ammorbidito dall'estate. La fiducia delle famiglie rimane su livelli depressi, riflettendo un clima di cautela diffuso (indice corrente del Conference Board ai minimi assoluti), legato al deterioramento del mercato del lavoro (disoccupazione 4,4%), che pur si realizza con gradualità, e alla difficoltà di reggere le spese essenziali (concetto che si lega all' «affordability»).

- Le serie dell'inflazione, interrotte ad ottobre per la mancata raccolta di informazioni durante lo shutdown, hanno segnalato a novembre una netta riduzione. I saggi tendenziali, che a settembre si attestavano al 3,0%, sono calati a 2,7% per l'indice generale, minimo da luglio, e a 2,6% per quello core, minimo da marzo 2021; ma la raccolta incompleta dei dati sui prezzi ha probabilmente compromesso la solidità della statistica.
- La Fed ha tagliato a dicembre il costo del denaro per la terza riunione consecutiva, fissandolo al 3,75%, minimo dal 2022; il board appare molto diviso, condizione che rende probabile una pausa all'inizio del 2026. L'allentamento dovrebbe comunque proseguire, con il mercato che incorpora due/tre tagli, per un tasso terminale attorno al 3,0%.

## ATTESE DEL MERCATO

Proiezioni basate su Fed Fund future



# Congiuntura e Mercati

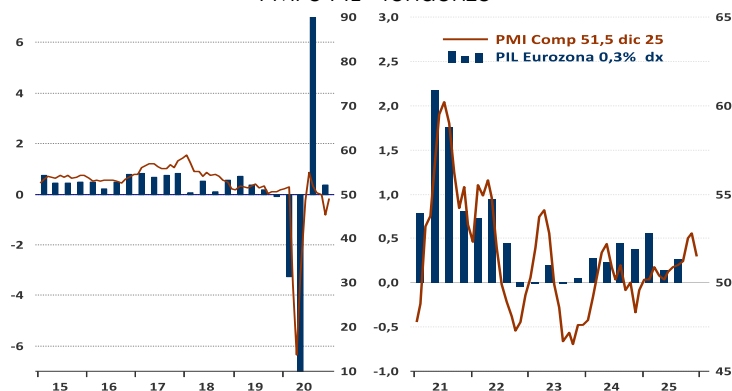
- Nonostante un quadro economico difficile e critico per alcuni aspetti fondamentali, Eurozona prosegue lungo un sentiero di crescita di modesta intensità. Grazie ad una performance congiunturale dello 0,3% nel terzo trimestre, il PIL si conferma in espansione per l'ottavo trimestre consecutivo. Le voci legate alla domanda interna e la spesa pubblica hanno sostenuto l'incremento del reddito. Da oltre due anni, i consumi realizzano variazioni positive grazie a tre fattori chiave: ribasso dell'inflazione che ha raggiunto area 2,0%, politica monetaria accomodante, solida crescita dei salari. Dopo il primo trimestre, il commercio estero è entrato in sofferenza, condizione che ha confermato anche nel terzo, con un contributo negativo dello 0,2%. Secondo le nostre stime, Eurozona dovrebbe essere cresciuta in media dell'1,4% nel 2025, passo ben più deciso rispetto allo 0,9% del 2024.
- La Germania, dopo due anni di recessione, dovrebbe essere tornata a crescere nel 2025, con un incremento stimato assai modesto (0,3%). Per quanto meno performanti dell'anno precedente, meglio Francia e Italia, con un consuntivo previsto rispettivamente dello 0,7% e dello 0,6%; ritmo decisamente vigoroso per la Spagna, che nel 2025 dovrebbe avere realizzato un'espansione del 2,9%, passo più che doppio rispetto alla media europea, sebbene anch'esso in moderazione rispetto al 2024.
- Gli indici di fiducia delle imprese europee (PMI) continuano a delineare un quadro resiliente dell'attività economica, per quanto poco intensa. A dicembre, il PMI composito ha segnalato nuovamente un'espansione,

sebbene risulti un indebolimento rispetto alla rilevazione precedente (da 52,8 a 51,5). L'indice manifatturiero ha chiuso l'anno a quota 48,8, in flessione rispetto al 49,6 di novembre. L'indice dei servizi, anch'esso in calo, a 52,4 da 53,6, si conferma tuttavia in area di attività positiva da sette mesi. Il quadro delineato appare compatibile con il mantenimento della crescita del ciclo anche nel quarto trimestre.

- Riguardo all'inflazione, non vi sono elementi preoccupanti poiché la congiuntura, certo non brillante, determina minime pressioni sui prezzi, compresi quelli importati. Secondo le stime preliminari di dicembre, l'indice generale ha decelerato al 2,0% (da 2,1%); anche l'indice core è calato al 2,3% (da 2,4%). Il rischio di compromettere questa stabilità attorno al 2,0% resta limitato nei prossimi trimestri, anche perché è attesa la normalizzazione del tasso di crescita dei salari che dovrebbe contribuire ad un calo della componente dei servizi
- Anche a dicembre, la BCE ha mantenuto invariato il costo del denaro, comunicando che l'approccio continuerà ad essere «data dependent». Il tasso sui depositi rimane al 2,0% mentre quello sui rifinanziamenti al 2,15%. Lagarde ha dichiarato che la dinamica economica risulta migliore delle aspettative, sostenuta dal rafforzamento del mercato del lavoro e dall'aumento degli investimenti delle imprese nell'innovazione tecnologica. Con riferimento all'inflazione, si è evidenziato che la dinamica di moderazione dei prezzi dei servizi appare più lenta del previsto, senza tuttavia che ciò alteri le prospettive di ancoraggio al target del 2,0%.

## INDICI ANTICIPATORI

PMI e PIL - tendenze



## AGGIORNAMENTO PREVISIONI BCE

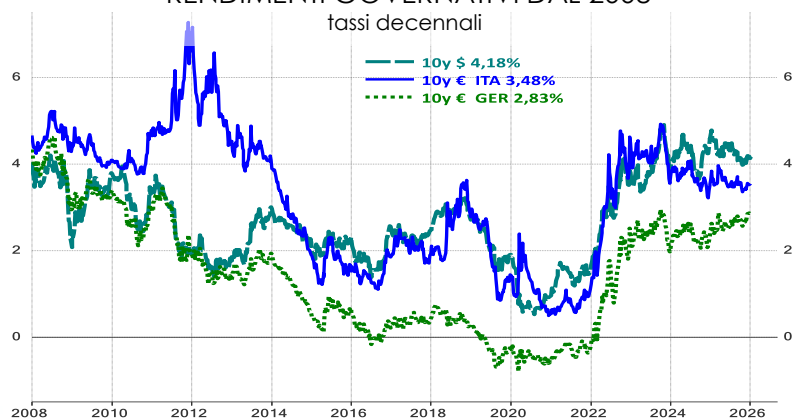
Dicembre 2025

	2025	2026	2027	2028
<b>PIL</b>	1.4% (+0.2)	1.2% (+0.2)	1.4% (+0.1)	1.4%
<b>CPI HEADLINE</b>	2.1% (=)	1.9% (+0.2)	1.8% (-0.1)	2.0%
<b>CPI CORE</b>	2.4% (=)	2.2% (+0.3)	1.9% (+0.1)	2.0%

# Congiuntura e Mercati

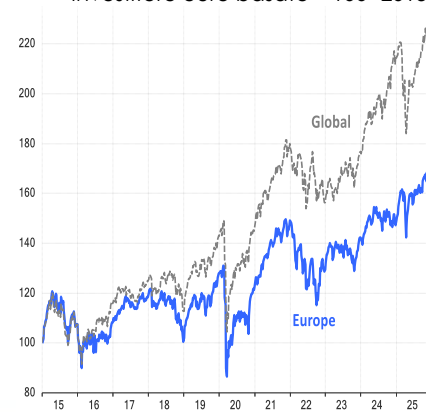
- Quest'anno l'oro ha registrato numeri senza precedenti, culminati in una serie di record che non si vedeva da decenni, in termini di crescita annua, addirittura dagli anni Settanta; il prezzo spot ha raggiunto il massimo assoluto il 26 dicembre, toccando quota 4.550 \$/oncia. Su base annua, il guadagno del 65% rappresenta il rialzo più marcato dal 1979 (+133%). Questo risultato è frutto di una combinazione di fattori macroeconomici e geopolitici. Numerose banche centrali, tra cui quelle di Cina e India hanno continuato ad accumulare riserve auree, con l'obiettivo di diversificare gli asset e ridurre la dipendenza dal dollaro, anche a causa delle gravi tensioni commerciali; altre, come la Polonia, con l'obiettivo di rafforzare la dotazione di un bene rifugio, vista la deriva di alcuni conflitti. La serie consecutiva di taglio dei tassi da parte della Fed ha indebolito il dollaro, rendendo meno attraenti gli investimenti in obbligazioni. L'apprezzamento dell'oro ha esercitato un effetto trainante sugli altri metalli preziosi: l'argento, aumentato quest'anno del 147%, ha toccato il proprio massimo storico a 84\$/oncia, favorito anche da nuovi utilizzi industriali (elettrificazione e transizione energetica).
- Il quadro d'insieme, unitamente alle attese sulle future mosse della Fed, ha determinato un irripidimento della curva dei rendimenti US: il Treasury a due anni si è ridotto di circa 10pb, in area 3,4%, il decennale ha consolidato sopra quota 4,1%. In Germania, i titoli statali non hanno registrato variazioni rilevanti, col Bund in area 2,8% e lo Schatz al 2,1%. Invariato anche il BTP decennale in area 3.50%, con lo spread BTP/Bund attorno ai 70pb.
- Nel mercato del credito in euro non si sono osservate variazioni significative. L'indice investment grade offre un rendimento di circa il 3,3%, mentre l'high yield rende il 5,5-5,6%. I differenziali, misurati in termini di option-adjusted spread, sono rimasti stabili: 75-80pb per l'IG e 260-270pb per l'HY
- La chiusura del 2025 ha sancito una netta inversione di tendenza per il cambio €//\$, con la valuta europea in posizione di forza. L'euro, in apprezzamento di oltre il 13% contro il dollaro, ha chiuso l'anno come una delle valute più forti del G10, beneficiando soprattutto di una percezione di minore rischio sistemico rispetto alle incertezze fiscali degli Stati Uniti. Nell'ultimo mese, il dollaro ha ceduto circa l'1,0% contro l'euro, con il cambio che ha concluso il 2025 in area 1,17. L'euro ha inoltre guadagnato circa l'1,0% contro lo yen (183), è rimasto invariato contro il franco svizzero (0,93), mentre ha ceduto circa l'1,1% nei confronti della sterlina (0,8660).
- Il comparto azionario ha registrato saldi positivi anche nell'ultimo mese dell'anno. Con un guadagno di poco oltre l'1% in dicembre, l'MSCI World ha chiuso il 2025 in rialzo di circa il 20% (6,2% in €). S&P500 e Nasdaq, anch'essi positivi in chiusura d'anno, hanno registrato performance annuali rispettivamente del 16,7% e del 20,5% (2,6% e 6,1% in €). In Europa, tutti i principali listini hanno messo a segno rialzi compresi tra il 2% e 3%. Su base annua, le performance risultano particolarmente elevate: Eurostoxx 20,6%, DAX 22,3%, CAC40 10,2% e FTSEMIB 30,25%, IBEX quasi 50%. In Asia, il Nikkei ha chiuso l'anno in rialzo del 26,2% (12% in €), mentre l'indice cinese CSI 300 ha registrato un progresso del 22,6% (7,3% in €).

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.*