

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

# CONGIUNTURA E MERCATI

Economic Research and Markets Strategy

*Marzo 2026*

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

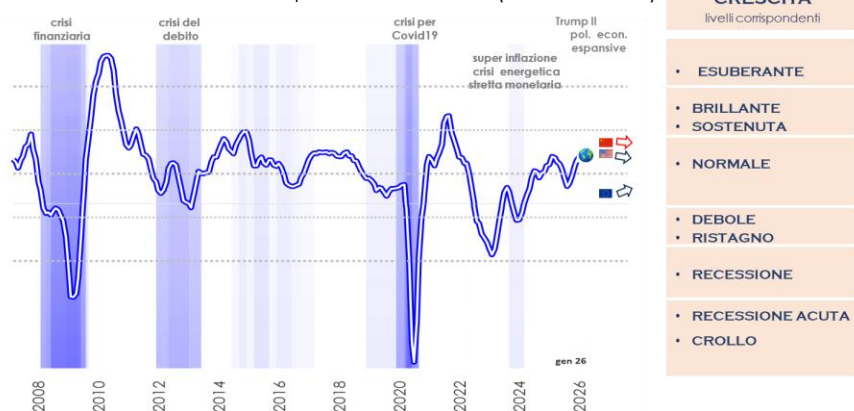
# Congiuntura e Mercati

- Secondo FMI, lo scenario macroeconomico globale delinea un quadro di espansione resiliente, con una crescita economica media stimata al 3,1% sia per il 2026 che per il 2027. Il principale contributo alla dinamica espansiva continuerà a provenire dall'Asia, responsabile di oltre la metà della crescita mondiale; tuttavia, gli Stati Uniti determinano l'orientamento complessivo del ciclo economico globale e finanziario.
- In merito alle principali aree geografiche, le prospettive nel biennio in corso sono eterogenee. Negli Stati Uniti si prefigura una traiettoria di crescita moderata e stabile, che continuerà a essere adeguatamente sostenuta dagli stimoli fiscali. Secondo le nostre previsioni, l'espansione dovrebbe attestarsi tra il 2.4 ed il 2.0%. Per Eurozona, la crescita media annua risulterà fisiologicamente inferiore rispetto ai livelli registrati nel 2025; tuttavia, depurando il dato da alcune distorsioni statistiche legate agli scambi commerciali, il ritmo di espansione si dovrebbe mantenere tra l'1.0 e l'1.2%. In Asia, la Cina dovrebbe crescere del 4,5-4,0%, mentre per l'India, si stima un'espansione attorno 6,5% per il medesimo periodo.
- Rispetto a queste previsioni, il ciclo economico risulta attualmente caratterizzato da fenomeni contrapposti: da una parte il conflitto scoppiato in Medio Oriente, tra Stati Uniti-Israele e Iran, che ha coinvolto tutti i paesi del Golfo Persico ritenuti nemici di Teheran; il blocco dello stretto di Hormuz, snodo logistico fondamentale per il transito di quasi la totalità della produzione di idrocarburi dell'area, ha comportato un cla-

- moroso innalzamento dei prezzi intervenuto nelle ultime settimane (petrolio +40%, gas europeo +85%) che potrebbe non essere transitorio in caso di lunga durata del blocco al commercio navale e configurarsi come un vero e proprio shock inflazionistico, con gravi ricadute sull'economia reale; dall'altra parte, la spinta determinata dalle politiche di spesa infrastrutturale di molti paesi e quella della tecnologia, con la diffusione dell'intelligenza artificiale che ha generato un'eccezionale accelerazione di impiego di risorse per investimenti e che potrebbe divenire volano per la produttività nel prossimo decennio,
- Sul versante dei prezzi, il quadro inflazionistico globale che dal 2023 ha beneficiato della mitigazione dei prezzi energetici, rischia di venire compromesso da quanto sta accadendo in Medio Oriente, anche se per ora appare prematuro presumere un'evoluzione più estrema.
- Negli Stati Uniti, l'inflazione è vista in rallentamento, sebbene le proiezioni indichino che sia destinata a permanere al di sopra della soglia della stabilità dei prezzi. Più lineare appare la dinamica nell'area dell'euro, dove si stima che nel biennio i prezzi al consumo continuino a muoversi a livelli inferiori al target. In base a queste proiezioni, le politiche monetarie dovrebbero essere condotte in continuità con l'assetto attuale, ovvero la Fed che riduce ancora il costo del denaro nella seconda parte dell'anno e la Bce che lo conferma, ma ovviamente gli ultimi accadimenti potrebbero scompaginare queste prospettive.

## INDICE ANTICIPATORE E CONGIUNTURA GLOBALE

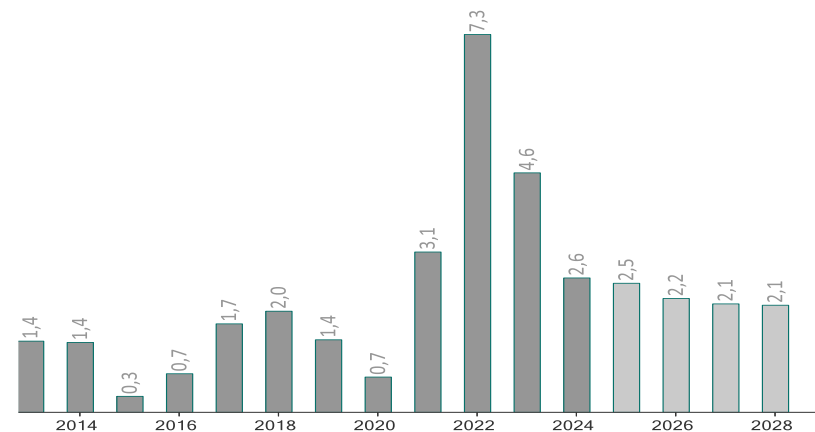
indice anticipatore e recessioni (fasce verticali)



L'indicatore anticipatore sintetico segnala la tendenza della congiuntura e i vari livelli. Le fasce verticali designano le recessioni in vari paesi; la gradazione del colore definisce la gravità e la diffusione della fase recessiva.

## INFLAZIONE PAESI AVANZATI – INDICE GENERALE

FMI gennaio 2026 - dati medi annui, valori %



# Congiuntura e Mercati

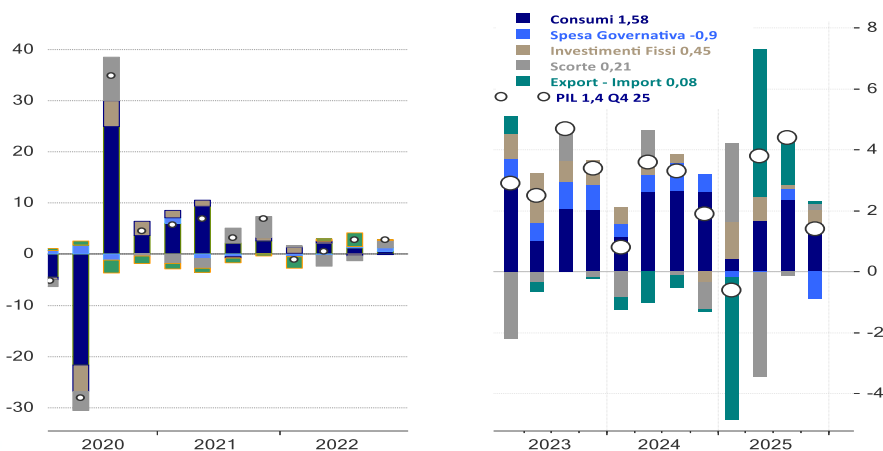
- Negli Stati Uniti, il PIL del quarto trimestre 2025 è cresciuto dell'1,4% congiunturale (dato preliminare), inferiore rispetto al consenso (2,8%) ed in forte rallentamento se confrontato con il 4,4% del periodo precedente. La crescita sull'intero 2025 si attesta al 2,2%, passo moderato e in frenata rispetto al 2,8% del 2024. Questo quadro lascia comunque in eredità al 2026 una crescita acquisita dell'1,0%. Il rallentamento di fine anno è imputabile quasi esclusivamente allo shutdown governativo, durato 42 giorni tra ottobre e novembre. Il blocco ha innescato una severa contrazione del 16,6% della spesa federale (con la difesa a -10,8% e -24,1% ex difesa), tradotta in un contributo negativo diretto al PIL di -0,9%. Al netto di questa voce, l'economia ha retto: i consumi privati sono avanzati del 2,4% (in moderazione dal 3,5%), trainati dall'ottima tenuta dei servizi che ha compensato la flessione degli acquisti di beni (-0,1%), maggiormente colpiti dagli aumenti daziali. Il vero elemento di forza si conferma il comparto degli investimenti fissi, al +2,6% (dal 0,8% precedente). Il traino principale è rappresentato dagli asset legati all'intelligenza artificiale, in grado di neutralizzare le perduranti sofferenze del settore immobiliare. Chiudono il quadro i contributi positivi legati alla variazione delle scorte (+0,2%) e al commercio estero (+0,1%). Secondo nostre stime, gli Stati Uniti dovrebbero osservare un'espansione media nel 2026 del 2,4%, per poi moderare attorno al 2,0% nel 2027. La Corte Suprema ha invalidato una parte significativa dei dazi decisi da Trump, un

verdetto che porterà tuttavia, ulteriore incertezza al sistema.

- I principali indicatori di fiducia offrono segnali divergenti. A febbraio le imprese terziarie segnalano una condizione significativamente positiva, mentre il settore industriale conferma una tendenza di ripresa, come evidenziato anche dalle singole indagini delle Fed regionali, con maggiore impulso nelle aree di New York e Philadelphia; invece, secondo la recente pubblicazione dell'indice del Conference Board, i consumatori restano pessimisti con valutazioni sulle condizioni attuali ai minimi da cinque anni e aspettative che, seppur stabili negli ultimi mesi, mostrano valori storicamente contenuti.
- A gennaio l'inflazione ha frenato al 2,4% (minimo da 8 mesi, tre decimi inferiore al mese precedente), trainata dalla persistente disinflazione energetica. Più vischioso il dato core al 2,5%, in moderazione di appena un decimo rispetto a dicembre. Il comparto abitativo rimane la principale fonte di pressione rialzista, seppur in raffreddamento. Le stime proiettano un'inflazione in calo dal 2,7% medio del 2025 al 2,5% per il biennio 2026-2027.
- In merito alla politica monetaria, il mercato continua a scontare una stabilità dei tassi nei prossimi mesi, valutando dei tagli dall'estate; i recenti verbali del FOMC ribadiscono una rigorosa «cautela strategica», escludendo allentamenti aggressivi o imminenti, sicuramente con l'attuale composizione del Comitato di politica monetaria (FOMC).

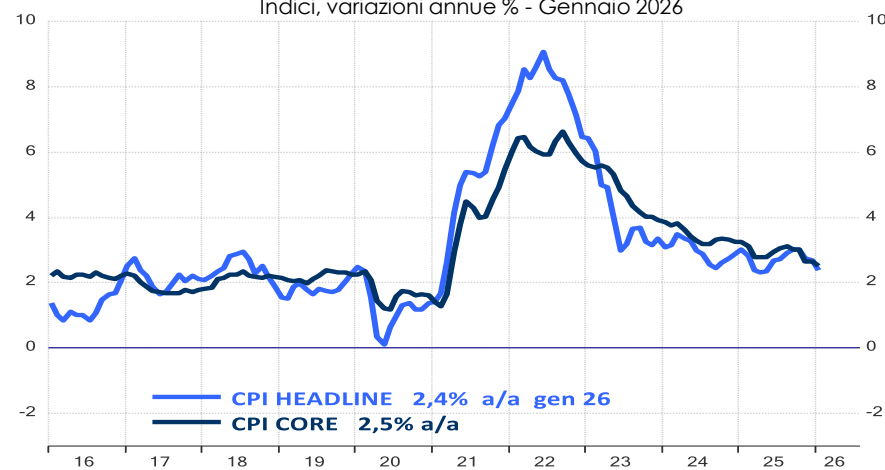
## PRODOTTO INTERNO LORDO

Contributi trimestrali, valori %



## INFLAZIONE GENERALE E CORE

Indici, variazioni annue % - Gennaio 2026

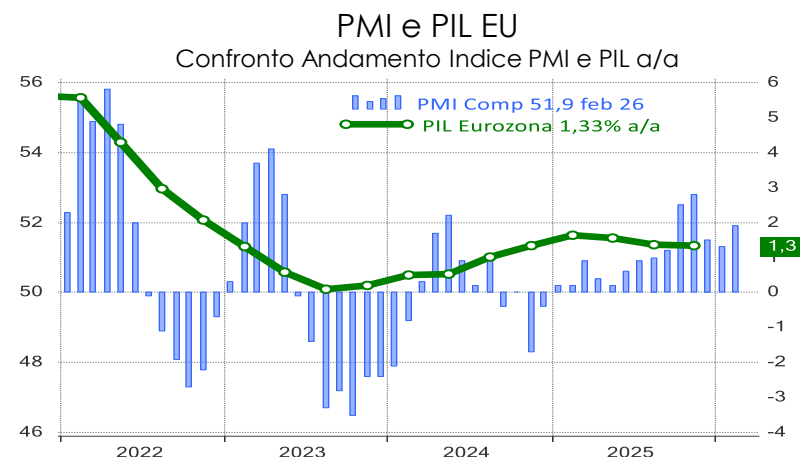
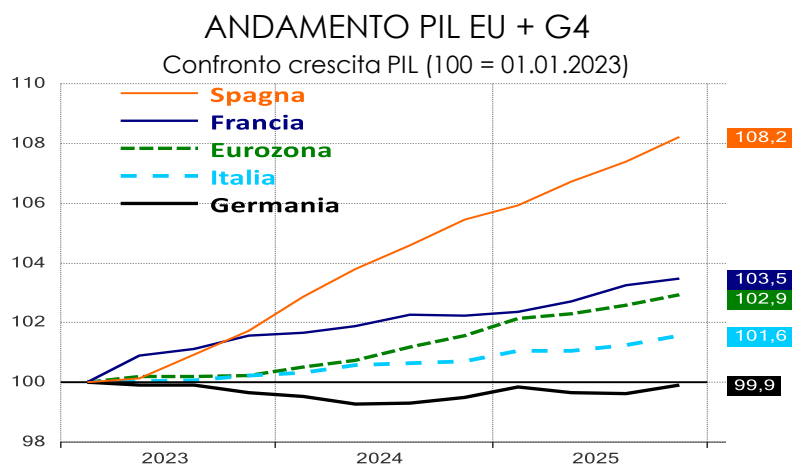


# Congiuntura e Mercati

- L'ultimo trimestre del 2025 ha confermato quanto Eurozona sia resiliente, seppur con un dato finale d'incremento del PIL di 0,2% su base congiunturale, rispetto al preliminare 0,3%. La crescita è stata interamente trainata dalla domanda interna: i consumi delle famiglie sono saliti dello 0,4% su base congiunturale (contribuendo per 0,2% al PIL), la spesa pubblica dello 0,5% e gli investimenti fissi dello 0,6%, fornendo il medesimo contributo, pari allo 0,1%. La bassa inflazione e condizioni finanziarie favorevoli continuano ad attenuare le perdite di potere d'acquisto accumulate durante la crisi inflattiva, ridando pertanto vigore ai consumi e spingendo gli investimenti. Frenano invece l'export netto e che ha fornito contributo negativo al Pil di 0.1 e la variazione delle scorte (contributo di -0,2).

La Germania ha chiuso il trimestre con un incremento dello 0,3%. Sebbene i numeri indichino un buon rimbalzo, trainato dai consumi delle famiglie e da un temporaneo sostegno nel settore delle costruzioni, l'economia soffre l'incertezza legata ai dazi e la debolezza del settore industriale. La Francia, con un incremento di 0,2%, ha evidenziato una dinamica rallentata per la prudenza che caratterizza le decisioni economiche del governo, data l'incertezza politica. L'Italia ha archiviato il trimestre con un progresso del Pil dello 0,3%. Incremento penalizzato dal commercio estero netto, ma rinvigorito dalla domanda interna, ovvero dalla spesa per investimenti considerando che quella per consumi si è rivelata prevalentemente stagnante.

- Per il 2026 stimiamo che Eurozona cresca dell'1,1%. La Germania, dopo un triennio di contrazione/ristagno dovrebbe tornare a crescere ad un ritmo dell'1,0%. Stessa stima per la Francia, mentre per l'Italia prevediamo 0,9%. L'avvio del primo trimestre delinea uno scenario di consolidamento, in cui l'ottimismo del comparto terziario bilancia ancora le difficoltà dell'industria che hanno un'importante freno per ragioni strutturali. L'indice PMI composito di febbraio si posiziona sopra la soglia di neutralità a 51,9 punti; questo suggerisce una dinamica congiunturale di moderata espansione nel trimestre, grazie al mercato del lavoro ancora tonico, alla dinamica salariale e a condizioni finanziarie favorevoli. Il settore dei servizi (51,9) resta forte con il comparto manifatturiero (50,8) che potrebbe contribuire finalmente.
- Al di là dei rischi sopravvenuti, la dinamica dei prezzi non desta allarmi. L'inflazione consolida al target del 2% grazie a due fattori: una crescita economica non brillante (impulsi rialzisti contenuti) ed una moneta che attenua l'impatto dei prezzi importati. Il dato generale ha segnato a febbraio un incremento dell'1.9% tendenziale, mentre l'indice core al 2.4% permane sopra il valore obiettivo. Secondo le nostre stime, l'inflazione generale dovrebbe consolidare sotto il 2% sia per il 2026 che per 2027, mentre il dato core dovrebbe convergere a target dal 2027, grazie al consolidamento su basi più basse dei salari.
- In uno scenario di soluzione veloce del conflitto in M.O. la BCE dovrebbe confermare i tassi d'interesse all'attuale livello del 2.0% per tutto il 2026.



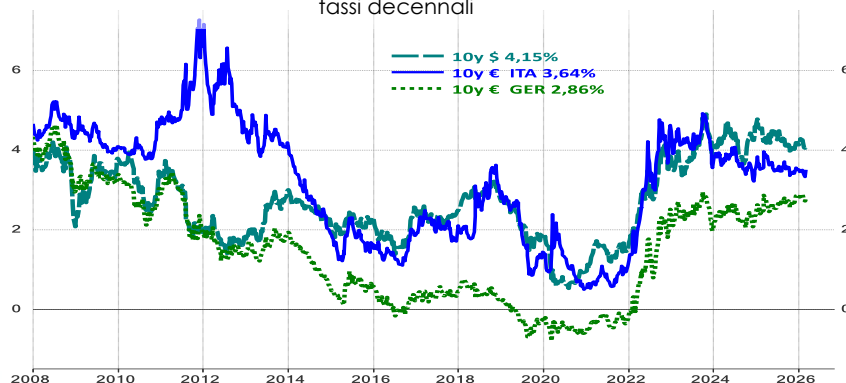
# Congiuntura e Mercati

- Con una storica decisione (6-3), la Corte Suprema degli Stati Uniti (a maggioranza conservatrice) ha annullato i dazi imposti da Trump a quasi 200 paesi, giudicando illegittimo il ricorso ad una disposizione di legge del 1977 (IEEPA). La sentenza ribadisce che la politica tariffaria è prerogativa del Congresso, invalidando un'impalcatura emergenziale che fino ad ora aveva generato entrate doganali per \$133,5 mld (pari al 49% del totale) ed esponendo l'esecutivo a potenziali rimborsi retroattivi per miliardi. Restano in vigore unicamente le tariffe settoriali preesistenti su auto, metalli e prodotti cinesi. Trump ha immediatamente imposto nuovi dazi universali al 10% (con la minaccia di elevarli al 15%) avvalendosi di altre leggi (Sez. 122 del Trade Act del 1974), aventi tuttavia valenza limitata a soli 150 giorni. In questo quadro altamente incerto, l'aliquota tariffaria media statunitense passa con dazi universali al 10% al 10,2% da 13,6%, oppure con dazi del 15%, al 12,1%, sancendo un ridimensionamento notevole. Sul fronte geo-politico la grave escalation in M. O. con il blocco del traffico marittimo nello Stretto di Hormuz, attraverso cui transita circa il 20/30% dell'offerta globale di gas e petrolio, ha innescato un immediato e imponente rialzo delle quotazioni: dal 27 febbraio vigilia dell'attacco, petrolio Brent oltre 100\$/b (+40%), gas europeo oltre 58€/Mgw (+85%).
- Il rischio di maggiore inflazione e di cambiamento delle politiche monetarie ha bruscamente invertito la tendenza dei rendimenti obbligazionari, con traslazione al rialzo delle curve: quella US è aumentata di 15/20pb. con il decennale al 4,15% da 3,95%; in Europa, più dipendente dall'energia, la pressione sui tassi è stata superiore con la curva tedesca in

- aumento di 20/30pb. e quella italiana di 40/45pb (il nostro sistema di approvvigionamento ha una più forte sensibilità al gas del Qatar). Il decennale tedesco è salito di circa 25pb quasi al 2,9% mentre quello italiano è cresciuto di quasi 40pb, oltre il 3,65%. Lo spread BTP-BUND è aumentato di 20pb. arrivando a quota 80, livello prevalente ad inizio anno. Per quanto riguarda il mercato del credito, il rendimento dell'indice Investment Grade è schizzato al 3.44% (circa +30pb.), l'indice High Yield si attesta oltre 5,70% (+25/30pb). I differenziali, misurati in termini di option-adjusted spread sono ovviamente aumentati: IG a 82pb e HY oltre 280pb.
- L'aumento progressivo dell'avversione al rischio ha comportato un rafforzamento del dollaro sui mercati valutari. Il suo apprezzamento ha condotto il cross eurodollaro da 1.20 della seconda metà di gennaio alla quota attuale di 1,1580. In un mese, l'euro si è indebolito nei principali cross, contro yen (183) e franco svizzero (0.902) di oltre il punto percentuale e contro sterlina (0.865) per poco più di mezzo punto.
- In un mese, l'indice MSCI World relativo al mercato azionario globale ha perduto quasi il 4%, stesso calo all'incirca patito dall'indice S&P500 e dal Nasdaq. L'Europa, con l'indice Eurostoxx50 ha registrato una caduta più forte, di oltre 6 punti e mezzo, con i principali listini in discesa per 5-7 punti, mentre il FTSE100 inglese, più pesato sulle materie prime ha ceduto solo l'1,5%. Anche in Asia hanno prevalso segni negativi per la sensibilità all'energia: il Nikkei giapponese conteggia perdite oltre l'8%, mentre il CSI 300 cinese per più del 2%; nel periodo, la debolezza dell'euro ha mitigato le perdite patite sulle piazze finanziarie estere, un effetto contrario a quello registrato nel 2025. Da inizio anno, Nikkei, CSI300 e FTSE100 sono positivi

grazie all'euro debole

RENDIMENTI GOVERNATIVI DAL 2008  
tassi decennali

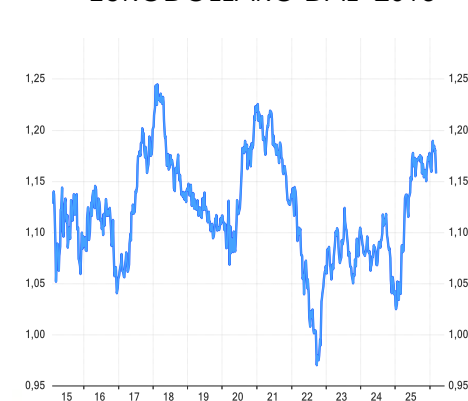


INDICI AZIONARI

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.*