

OTTOBRE 2026

Investment Strategy Focus

Opportunità di acquisto nel credito europeo

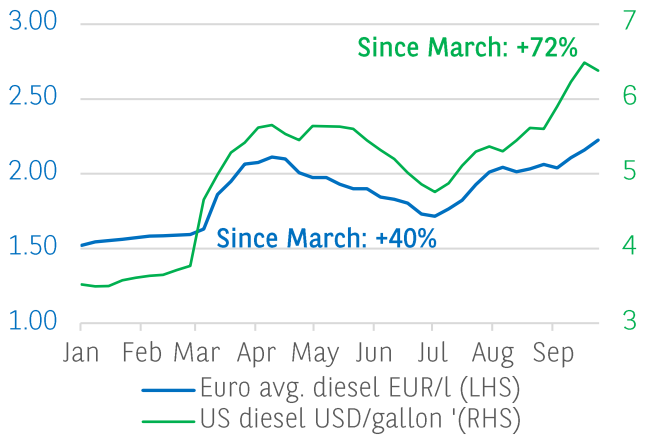
Sintesi

1. **Opportunità di acquisto nel credito europeo:** Da metà agosto, gli spread del credito IG USA si sono ridotti mentre quelli europei si sono allargati. Con l'aumento dei rendimenti dei titoli sovrani sottostanti, i rendimenti del credito Euro IG sono ai massimi da quasi 3 anni. Giudizio positivo sul credito Euro IG, le obbligazioni BBB ora rendono il 4,4%, cioè l'1,2% in più rispetto a febbraio.
2. **I prezzi del diesel e del gas naturale sono la chiave per i tassi delle banche centrali:** Per l'inflazione globale i margini record di raffinazione sono un problema più grande persino rispetto ai prezzi del petrolio. Le banche centrali sono dunque in gran parte ostaggio degli eventi nel Golfo. L'aumento delle esportazioni di energia dal Golfo potrebbe far scendere i prezzi del diesel e del gas naturale, e a sua volta ridurre le pressioni inflazionistiche.
3. **I mercati obbligazionari probabilmente sopravvalutano i cicli di rialzo dei tassi delle banche centrali:** I rendimenti dei Treasury USA a 2 anni sono saliti dello 0,75% altrettanto i rendimenti tedeschi a 2 anni sono saliti dello 0,5% nell'ultimo mese. Entrambi riflettono effettivamente più di 3 ulteriori rialzi dei tassi entro metà 2027. Pensiamo che sia eccessivo. In questa fase siamo positivi sulle obbligazioni a breve termine come alternativa alla liquidità.
4. **Un ciclo graduale di rialzi dei tassi da parte della Fed non uccide un mercato azionario rialzista:** Nei cicli passati di rialzo dei tassi della Fed, le azioni statunitensi si sono generalmente apprezzate. La chiave è la velocità e l'entità degli aumenti dei tassi. Cicli di rialzo rapido/prolungato dei tassi hanno generalmente portato a recessione e mercati ribassisti. Ma ci aspettiamo un ciclo di rialzi graduale/moderato: questo può prolungare un mercato rialzista.
5. **Passiamo a sovrappeso sugli US e sottopeso sull' Europa** mantenendo nel complesso il giudizio positivo complessivo sulle azioni globali. Il momentum degli utili del settore tecnologico dovrebbe continuare a guidare il mercato azionario, avvantaggiando gli Stati Uniti e i mercati emergenti. L'Europa continua a essere frenata dai prezzi dell'energia e dalle preoccupazioni sul debito sovrano

Contenuti

Prospettive Macro & Mercati	2
Rivediamo le stime sulle banche centrali e sui rendimenti obbligazionari	3
Rendimenti: dalla scarsità all'abbondanza	4
Siamo al punto di massimo per gli impatti negativi dei prezzi dell'energia?	5
Per quanto tempo la crescita può continuare a sorprenderci?	6
Le buone notizie sono diventate cattive notizie per i mercati azionari?	7
Sovrappeso US, Sottopeso Europa	8
L'intelligenza artificiale è una bolla? E' il momento di vendere?	9
Principali raccomandazioni	10
Tabelle economiche, FX e team	11
Disclaimer	12

I PREZZI DEL DIESEL SONO SALITI DA LUGLIO A CAUSA DELLA LIMITATA CAPACITÀ DI RAFFINAZIONE



Source: BNP Paribas, Bloomberg.

Edmund Shing, PhD

Global CIO
BNP Paribas Wealth Management



Macro and Market Views

Macro		- La crescita globale rimane solida, supportata da una spesa per consumi resiliente, da un miglioramento della fiducia delle imprese e da un aumento della spesa in conto capitale trainata dall'IA. - In assenza di un chiaro motivo per una de-escalation del conflitto in medio oriente, ci aspettiamo che i costi energetici elevati manterranno le pressioni inflazionistiche nel breve periodo, ma non dovrebbero compromettere la resilienza complessiva della crescita globale.
Bonds	+/=	- Giudizio Positivo sui titoli sovrani della zona euro core (preferenza per scadenze di 7-10 anni), giudizio neutrale sui Treasury USA; preferiamo scadenze a breve termine (circa 5 anni). Positivi sui gilts UK (l'obiettivo del rendimento a 12 mesi è 4,65%). - La BCE dovrebbe alzare ancora il tasso sui depositi a dicembre portandolo al 2,75%. La Fed dovrebbe alzare i tassi a dicembre e gennaio per portarli al 4,5%. - Con ottica a 12 mesi vediamo il rendimento dei titoli di Stato americani a 2 anni al 4.35% e il rendimento dei titoli a 10 anni al 4.75%. - Il nostro nuovo obiettivo a 12 mesi sul rendimento del Bund tedesco a 10 anni è 3.0%
Credit	+	- Preferiamo il credito IG EUR e GBP (giudizio positivo) rispetto al credito IG USD (giudizio neutrale) date le dinamiche di offerta e il livello dei rendimenti/spread. Focus sulla qualità. - Giudizio neutrale sul credito High Yield US. Gli spread sono tornati vicino ai minimi storici, nonostante l'incertezza rimanga elevata, non remunerano il rischio sottostante.
Equities	+	- Giudizio positivo sull'azionario: siamo positivi sulle azioni considerando la resilienza dell'economia globale finora dimostrata. - Preferiamo Giappone e Mercati Emergenti, con una preferenza per il Nord-Est asiatico (China A share, Corea del Sud e Taiwan) e LatAm (Brasile e Messico). - Sovrappeso US, sottopeso Europa su base relativa - Positivi su: Healthcare, Industriali e settore minerario, Utilities UE. - Alziamo a sovrappeso il giudizio sul store Information Technology US e EU - Abbassiamo a neutrale il giudizio sulle banche europee
Real Estate	=	- I fondi immobiliari non quotati europei monitorati da INREV continuano a registrare una crescita continua dei NAV, ed hanno offerto in media agli investitori un rendimento del 1,3 % t/t nel 1 trimestre 2026 e dello 0.9% t/t nel 2Q. - Preferiamo l'esposizione ai settori industriale e logistico, che combinano rendimenti attraenti e un potenziale di crescita dei canoni di locazione più elevato, sostenuti da una domanda strutturale robusta.
Commod-ities	+/+ /-	- Metalli preziosi: rimaniamo positivi sui metalli preziosi con un obiettivo di prezzo per l'oro a USD 5000 per oncia e per l'argento a USD 80 per oncia. - Giudizio positivo sui metalli industriali strategici, come rame, alluminio e stagno. - Giudizio negativo sul petrolio, il nostro obiettivo di prezzo a 12 mesi per il Brent è 65 USD
Alternative UCITS/ Private Assets		- Giudizio positivo su Global Macro, positivi anche sulle strategie Event Driven in particolare M&A Arbitrage. - Siamo positivi sulle infrastrutture, data la crescita strutturale a medio termine stimolata dalla spesa pubblica e dalla domanda dei mercati emergenti.
FX		- È improbabile che il rafforzamento di breve termine del dollaro statunitense nell'attuale contesto di avversione al rischio si mantenga nel lungo periodo, dato che le spese supplementari per la difesa degli Stati Uniti amplieranno il deficit di bilancio e peseranno sulla valuta. - Obiettivo sul cambio EUR/USD a 12 mesi: 1,20 USD (valore di un euro).

Rivediamo le stime sulle banche centrali e sui rendimenti obbligazionari

Guy Ertz, PhD

La pressione sulle banche centrali continua a crescere

Durante la riunione della Fed di settembre, Kevin Warsh ha riconosciuto che la politica monetaria era troppo accomodante e l'inflazione restava troppo alta. Probabilmente questo messaggio è servito a segnalare ai mercati che le preoccupazioni che spingevano l'aumento dei rendimenti dei Treasury a lungo termine venivano prese in considerazione. Poiché i prezzi del petrolio e i rendimenti obbligazionari stanno continuando a salire, abbiamo deciso di aggiungere alle nostre stime un altro rialzo dei tassi. Ora ci aspettiamo che il FOMC alzi i tassi a dicembre e gennaio, annullando così i tagli del 2025 e riportando la politica monetaria reale a un livello più o meno neutrale. Nel nostro scenario base, il FOMC alzerà i tassi giusto il necessario per mantenere stabile il tasso di disoccupazione prima di fare una pausa. Crediamo che le aspettative del mercato di 4 ulteriori rialzi nel corso del prossimo anno siano esagerate.

Il tono della comunicazione della BCE di settembre rafforza la nostra opinione che il ciclo di inasprimento della politica monetaria non sia ancora finito. Ci aspettiamo quindi ora un ulteriore rialzo a dicembre, seguito da una fase prolungata di mantenimento in territorio leggermente restrittivo per tutto il 2027. Anche se l'economia continua ad essere resiliente, sia l'inflazione complessiva che quella core rimangono sopra l'obiettivo (rispettivamente al 3,2% e al 2,4%). Sebbene non ci siano segnali chiari dei cosiddetti effetti di secondo livello dai dati sui salari della BCE, la pressione continua sui prezzi di petrolio e gas, in parte dovuta a problemi di raffinazione, indica uno spostamento verso lo scenario sfavorevole della BCE. Le aspettative del mercato riflettono quelle per gli Stati Uniti e sembrano persino più aggressive.

Per quanto riguarda la BoE ci aspettiamo un solo rialzo di 25 punti base che porterà il tasso al 4,00% il 5 novembre. Mentre per la BOJ ci aspettiamo un rialzo all'1,5% a dicembre 2026 e all'1,75% a marzo 2027 con un tasso terminale del 2,5% nel 2028.

Rivediamo al rialzo gli obiettivi di rendimento dei bond governativi

Il movimento al rialzo dei rendimenti obbligazionari si è accelerato particolarmente nelle ultime settimane. La resilienza della crescita è stata ulteriormente confermata da un indice PMI composito preliminare di settembre più forte del previsto. Allo stesso tempo, i prezzi di petrolio e gas sono nuovamente saliti. Il principale fattore che traina i rendimenti USA è il rendimento reale, che riflette probabilmente le aspettative di una maggiore domanda di capitale nei prossimi anni. Anche un premio a termine più alto, deficit e debito crescenti hanno probabilmente contribuito. L'inflazione breakeven rimane stabile, intorno al 2,25%. Il premio a termine ha corretto dal picco di fine agosto. Pur continuando a ritenere che i rendimenti USA stiano superando il loro valore equo, alziamo il nostro obiettivo a 12 mesi sul decennale americano da 4,50% a 4,75%. Gli investitori dovrebbero rimanere cauti e pazienti. Un ulteriore spinta del mercato verso il 5,50% offrirebbe un punto di ingresso più interessante. In effetti, abbiamo qualche dubbio sulle ultime revisioni del tasso naturale di interesse legate all'IA.

Nella zona euro, il rendimento del bund tedesco a 10 anni è anch'esso aumentato significativamente, con un movimento di ampiezza simile a quello degli USA dall'inizio di luglio. Questa tendenza è guidata dagli stessi fattori fondamentali degli USA, cioè dinamiche di debito e deficit. Di conseguenza, alziamo il nostro obiettivo a 12 mesi sul decennale tedesco dal 2,75% al 3%, anche se vediamo un potenziale limitato di ulteriori rialzi dai livelli attuali. Rimaniamo positivi sui titoli di stato core della zona euro.

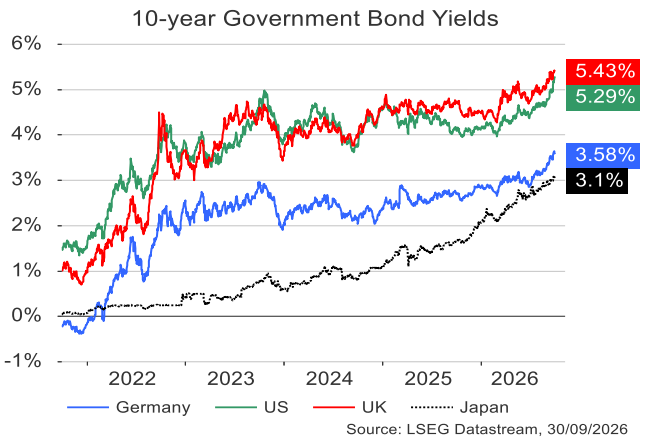
Un pattern simile è emerso nel Regno Unito, dove alziamo il nostro obiettivo a 12 mesi dal 4,4% al 4,65%. Anche se i livelli attuali sono superiori alle nostre stime di valore equo a lungo termine, siamo sempre più fiduciosi che il governo prenderà le misure necessarie per stabilizzare la dinamica del debito. Di conseguenza, alziamo il giudizio sui Gilts del Regno Unito a Positivo.

NUOVE STIME PER LE BANCHE CENTRALI

Central Banks	Previous 12-month target	New 12-month target	Market 12-month expectations *
Fed	4.25	**4.50**	4.70
ECB	2.50	**2.75**	3.15
BoE	3.75	**3.75**	4.68
Bank of Japan	1.75	**1.75**	2.00

Source: Bloomberg, BNP Paribas

RENDIMENTI OBBLIGAZIONARI IN RIALZO



Source: LSEG Datastream, 30/09/2026

Rendimenti: dalla scarsità all'abbondanza

Non c'è bisogno di correre molti rischi per un rendimento ragionevole

Dopo un decennio difficile per gli investitori orientati al reddito (2011-2022), nel quale gli strumenti tradizionali del mercato monetario e obbligazionario offrivano scarsi rendimenti, la rinormalizzazione dei tassi di interesse dopo il 2022 ha finalmente ampliato le opzioni per gli investitori conservativi.

Non è più necessario per gli investitori assumersi un alto livello di rischio di credito per ottenere rendimenti ragionevoli. Gli investitori in dollari statunitensi possono ottenere un rendimento del 5,3% sui titoli del Tesoro a 10 anni, del 6% sui titoli cartolarizzati (MBS) e del 6,2% sul credito IG con rating BBB. Per chi cerca una protezione dall'inflazione, i Treasury Inflation-Protected a 5 anni offrono un rendimento reale del 2,7%. Naturalmente, rendimenti ancora più alti sono disponibili nel credito ad alto rendimento quotato e nel credito privato. Ma per un investitore che vuole ottenere un rendimento a lungo termine pari all'inflazione + 2%, ci sono ora molte opzioni senza dover ricorrere a classi di attività più rischiose come le azioni.

Gli investitori basati in euro possono ottenere oltre il 4% nel paniere della BCE di obbligazioni sovrane europee a 10 anni, il 4,4% nel credito IG con rating BBB (con scadenza media di 5 anni) e il 4,5% nel credito high yield a breve termine. Per chi è disposto ad accettare rischio valutario contro sterlina, un gilt britannico a 5 anni offre un rendimento ancora più alto del 5,1%, mentre le obbligazioni corporate IG del Regno Unito offrono il 6,1%. Anche in questo caso, si può aumentare ulteriormente il rendimento con un'allocazione al credito privato in euro, ma in linea di principio non è necessario per raggiungere un obiettivo di lungo periodo di inflazione + 2%.

Gli spread di credito in Eurozona si sono allargati

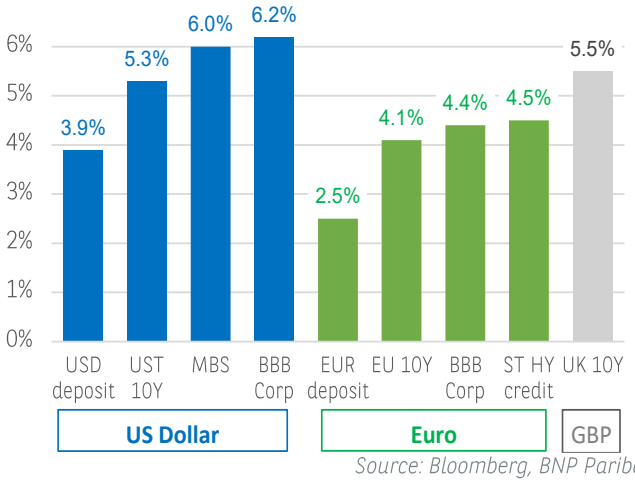
Da metà agosto, gli spread del credito IG negli Stati Uniti si sono ridotti mentre quelli europei si sono allargati. Questo è sorprendente, visto che quest'anno ci sono state massicce emissioni di credito IG nel settore tecnologico con gli hyperscaler che cercano di finanziare sempre di più i loro investimenti in IA tramite debito.

Curiosamente, nonostante le stime di emissioni di credito IG delle aziende tecnologiche per quest'anno tra i 279 e i 350 miliardi di USD, lo spread del credito IG del settore tecnologico si è ridotto dall'1,4% alla fine di luglio all'1,25% a fine settembre, riducendo il divario rispetto agli spread del credito IG dei settori non tecnologici.

Con l'aumento dei rendimenti dei titoli di stato sottostanti, i rendimenti del credito Euro IG in termini assoluti sono ai massimi da quasi 3 anni, lo 0,6% in più rispetto alla loro media 2023-26 del 3,8%. Questo aumento arriva in un momento in cui i margini di profitto aziendali, i flussi di cassa e i bilanci sono solidi secondo gli standard storici. Dal punto di vista del rischio, l'universo del credito IG europeo è stato molto resiliente, registrando un tasso annuo di default inferiore allo 0,3% nella maggior parte degli anni dal 2010, tranne che durante la pandemia di COVID nel 2020, quando è salito leggermente allo 0,4%-0,6%. Anche in quel caso, i tassi di recovery post-default hanno mediamente raggiunto il 50%-60%, con un impatto finale molto basso per l'investitore.

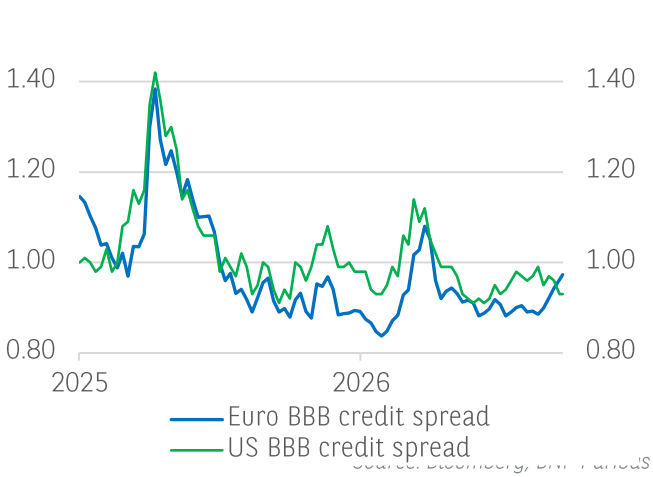
Rimaniamo positivi sul credito Euro IG, le obbligazioni BBB ora rendono il 4,4%, cioè l'1,2% in più rispetto a febbraio.

GLI INVESTITORI ORIENTATI AL REDDITO HANNO UN'AMPIA SCELTA DI RENDIMENTI DALLE OBBLIGAZIONI



Source: Bloomberg, BNP Paribas

LO SPREAD SUL CREDITO BBB USA SI È RIDOTTO, MENTRE GLI SPREAD IN EURO SI SONO AMPLIATI



Source: Bloomberg, BNP Paribas

Siamo al punto di massimo per gli impatti negativi dei prezzi dell'energia?

Paghiamo i prezzi dei prodotti raffinati, non quelli del petrolio greggio

Anche se il prezzo del petrolio Brent scendesse sotto i 100 USD/barile, ci sarebbe poco sollievo per i consumatori europei e statunitensi. Purtroppo, i nostri mezzi di trasporto funzionano con prodotti raffinati, come diesel e benzina, e non con petrolio greggio. In Europa, i margini di raffinazione del diesel sono ad un livello record di 85 USD/barile oltre il prezzo del Brent, cioè 185 USD/barile.

Il risultato è che oggi i consumatori europei pagano il 42% in più per un litro di diesel rispetto all'inizio dell'anno, mentre il trasporto su gomma in USA paga l'85% in più oggi per un gallone di diesel. Finora non c'è stata alcuna pausa nell'aumento dei prezzi di diesel e benzina alla pompa, date le forti riduzioni della capacità di raffinazione globale. Non dovrebbe sorprendere quindi che il maggiore contributo all'inflazione sia l'energia, con +14% su base annua in Europa e +17% su base annua negli USA a partire da agosto.

Per quanto non si possano escludere ulteriori peggioramenti, siamo tentati di pensare che potremmo avere già visto il peggio per diversi motivi. Innanzitutto, i dati suggeriscono che ora vengono trasportati fino a 18 milioni di barili di petrolio al giorno dal Golfo attraverso lo Stretto di Hormuz. Anche se non è ancora il livello pre-conflitto di 20 milioni di barili esportati al giorno, è molto più di quanto si pensasse in precedenza.

In secondo luogo, non c'è dubbio che la domanda globale di petrolio sia diminuita in risposta a prezzi molto più alti, come ci si potrebbe aspettare. Secondo l'Agenzia Internazionale dell'Energia, la domanda mondiale di petrolio calerà di 2,5 milioni di barili al giorno nel 2026 (circa il 2,5% della domanda totale di petrolio del 2025).

I prezzi dei titoli energetici non stanno più salendo

I prezzi dei titoli del settore energetico stanno iniziando a stabilizzarsi dopo una crescita del 40% dall'inizio dell'anno in Europa e negli Stati Uniti. Il mercato sta cominciando a considerare una prospettiva meno ottimistica per le compagnie petrolifere e del gas, soprattutto per le società di raffinazione specializzata che si sono apprezzate del 72% da inizio 2026. Questo suggerisce che potremmo aver già visto il meglio in termini di condizioni operative per le compagnie petrolifere.

Rotazione settoriale di nuovo dall'Energia verso la Tecnologia

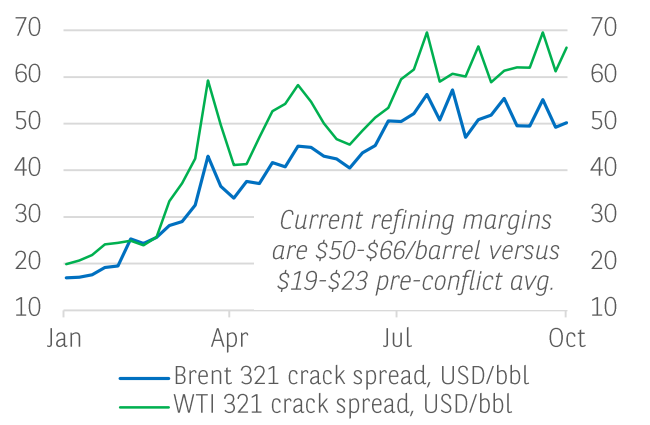
La leadership settoriale a livello globale è passata dall'Energia alla Tecnologia dalla metà di settembre, guidata dalle azioni delle magnifiche 7 e dai produttori di chip di memoria, con il ritorno in auge del tema degli investimenti nell'IA. Questa rotazione è evidenziata dal nuovo massimo storico raggiunto alla fine di settembre dall'indice Nasdaq Composite, fortemente tecnologico.

Le aspettative sull'aumento dei tassi delle banche centrali sono esagerate?

Qualsiasi diminuzione dei prezzi dell'energia dovrebbe ridurre la pressione sulle banche centrali ad alzare ulteriormente i tassi di interesse di riferimento, dopo i rialzi dei tassi di settembre da parte della Federal Reserve, della Banca Centrale Europea e della Banca del Giappone. Attualmente, i futures sui tassi di interesse riflettono l'aspettativa di più di 3 rialzi dei tassi da parte della Fed e della BCE da qui a metà 2027, molto più di quanto ci aspettiamo basandoci sulle dinamiche inflazionistiche di fondo.

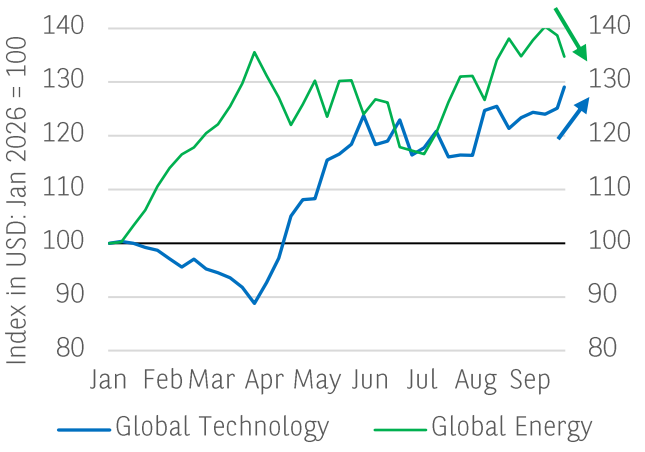
La conferma di un picco dei prezzi dell'energia arriverà sotto forma di riduzione dei prezzi globali del petrolio e del gas naturale, insieme a un allentamento dei rendimenti dei bond a breve termine.

I MARGINI DI RAFFINAZIONE SONO AI MASSIMI STORICI A CAUSA DELLA SCARSITÀ DI CAPACITÀ DI RAFFINAZIONE GLOBALE



Source: Bloomberg, BNP Paribas

ROTAZIONE DELLA LEADERSHIP DI MERCATO: DALL'ENERGIA DI NUOVO ALLA TECNOLOGIA



Source: Bloomberg, BNP Paribas

Per quanto tempo la crescita può continuare a sorprenderci?

La crescita economica resiste malgrado i numerosi ostacoli

L'economia globale ha dovuto affrontare numerosi ostacoli nell'ultimo anno: due conflitti, i dazi sulle importazioni negli Stati Uniti e un aumento dei prezzi dell'energia a livello mondiale. Inoltre, sia i tassi d'interesse a breve che a lungo termine sono notevolmente saliti globalmente, facendo crescere i costi di finanziamento per governi e settore privato.

Eppure, sorprendentemente, l'attività economica continua a crescere negli Stati Uniti, in Europa e in Asia. Le stime GDPNow per la crescita del PIL americano del terzo trimestre vanno dal 3,1% (St. Louis Fed) al 5,1% (Atlanta Fed), trainate dagli investimenti legati alla tecnologia. L'Eurozona ha visto un'accelerazione dell'attività economica tra agosto e settembre, in base all'indice Eurocoin Growth e alle indagini PMI. È importante notare che, nonostante tutto il pessimismo riguardo la Germania e la produzione automobilistica, i dati PMI tedeschi sono migliorati notevolmente questo mese e si trovano in territorio di solida crescita (ben al di sopra del livello di pareggio del 50).

Ciò è piuttosto incoraggiante, ma con i prezzi dell'energia ancora pericolosamente alti e le banche centrali che alzano i tassi di riferimento, quanto può durare questo slancio sorprendentemente forte dell'economia? A nostro avviso, tutto dipenderà dai prezzi dell'energia. Perché l'attività economica rimanga robusta anche se i settori sensibili ai tassi, come l'edilizia residenziale, si indeboliscono, i prezzi del diesel e del gas naturale devono scendere. Questo, a sua volta, implica che una crescita sostenuta dipende da un ulteriore aumento delle esportazioni di energia dalla regione del Golfo.

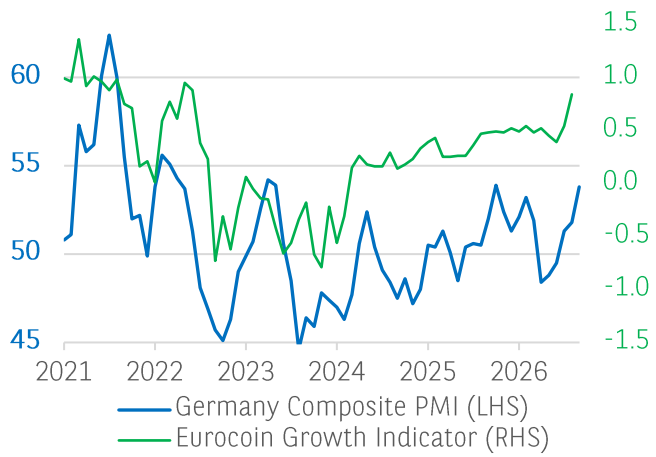
La spesa per investimenti si estende al settore energetico

Fino ad ora, è stato chiaro che il principale motore della crescita degli Stati Uniti ha continuato ad essere la spesa per investimenti legata all'Intelligenza Artificiale. Ma con i prezzi dell'energia persistentemente alti, che stanno spingendo il governo americano a considerare un ulteriore rilascio di petrolio dalle sue Riserve Strategiche, le aziende energetiche stanno aumentando gli investimenti in progetti offshore globali. L'86% della domanda di petrolio e gas negli USA è oggi soddisfatta dall'offerta degli USA e del Canada. C'è un imperativo strategico per gli USA a mantenere la loro indipendenza energetica, il che comporta un'ulteriore crescita dell'offerta energetica di fronte a una domanda sempre crescente.

L'Agenzia Internazionale dell'Energia stima che gli investimenti energetici globali cresceranno del 5% nel 2025, raggiungendo i 3,4 trilioni di dollari nel 2026, con circa due terzi destinati all'energia pulita e alle infrastrutture e un terzo ai combustibili fossili. Visti i prezzi globali dell'energia persistentemente alti, questa stima della spesa per investimenti dell'AIE potrebbe risultare troppo prudente sia per le spese in combustibili fossili sia per le spese in energie rinnovabili e stoccaggio dell'energia.

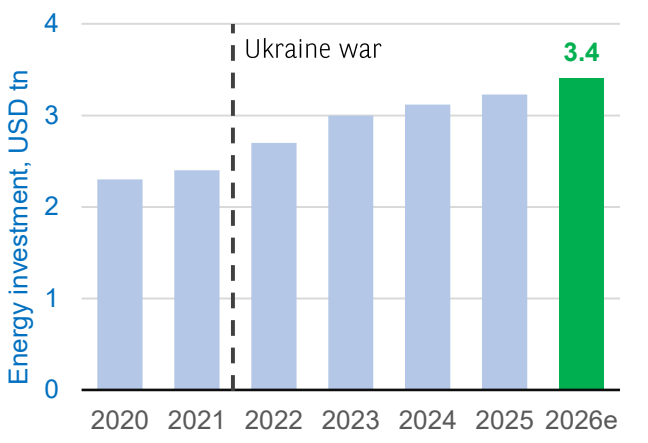
Non c'è dubbio che questo ciclo economico continui a essere guidato dalla spesa per investimenti delle aziende piuttosto che dai consumi. Ma i consumi potrebbero sorprendere al rialzo nei prossimi mesi, se i prezzi alla pompa scendessero significativamente dai livelli attuali permettendo così una riduzione dell'inflazione complessiva.

L'ATTIVITÀ ECONOMICA DELLA ZONA EURO ACCELERA A SETTEMBRE, LA GERMANIA SI RIPRENDE



Source: Bloomberg, BNP Paribas

UNA CRESCITA DI QUASI IL 50% PER GLI INVESTIMENTI ENERGETICI GLOBALI DAL 2020



Source: International Energy Agency

Le buone notizie sono diventate cattive notizie per i mercati azionari?

L'economia americana è troppo forte?

Il fattore scatenante per la rottura decisiva dei rendimenti dei Treasury USA a 10 anni al di sopra del 5% a fine settembre è stato l'inatteso dato forte del 58,4 del sondaggio S&P Global US PMI Composite (contro il 55,2 previsto), trainato da un balzo dell'attività manifatturiera. Si tratta della lettura più alta degli ultimi 5 anni, che ha impattato su un mercato obbligazionario già nervoso dopo gli ultimi rialzi dei tassi da parte delle banche centrali.

Questa la logica: più forte è la crescita economica, più probabili sono le persistenti pressioni inflazionistiche e, di conseguenza, più probabile è che la Federal Reserve debba alzare ulteriormente i tassi di interesse. A sua volta, il balzo al 5,3% dei Treasury USA a 10 anni ha raffreddato l'andamento dei mercati azionari globali, con i segmenti più sensibili ai tassi, come le small-cap statunitensi, i REIT e le Utilities, che ne hanno risentito maggiormente.

Il mercato obbligazionario ha reagito in modo eccessivo a questi dati?

Il rendimento reale a 10 anni degli Stati Uniti ha appena toccato il 2,9% per la prima volta dalla metà del 2002 (escludendo un breve periodo durante la crisi finanziaria globale del 2008), in aumento dell'1,2% dall'inizio di marzo. Il sentiment sui titoli di Stato a lungo termine è estremamente negativo, il che non sorprende dato il loro pessimo trend: l'ETF sui titoli del Tesoro USA a lungo termine ha perso il 15% da marzo. Nel breve periodo, i mercati possono esagerare come sempre. Ma a nostro giudizio, questa sembra davvero una reazione eccessiva ai dati dei sondaggi e indica che c'e' del valore sulla parte breve della curva dei rendimenti USA.

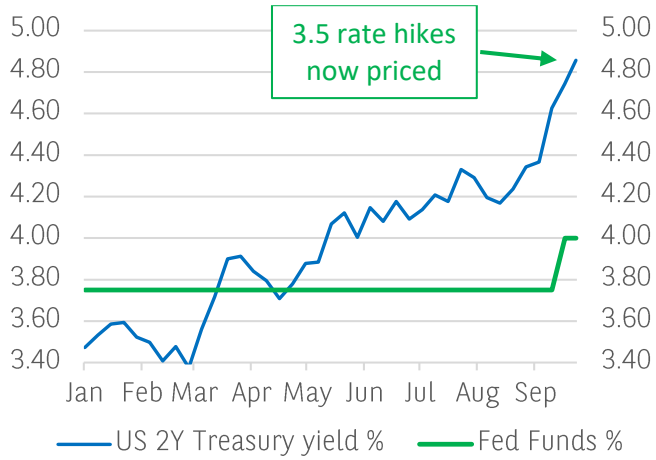
Il mercato azionario americano in generale preferisce i rialzi dei tassi della Fed ai tagli!

Sembra controintuitivo: come possono gli aumenti dei tassi di interesse essere positivi per le azioni? Dal 1982, l'indice S&P 500 ha reso quasi il 15% nei 12 mesi successivi ad un rialzo dei tassi e quasi il 33% dopo 2 anni, molto meglio in media rispetto a 1 e 2 anni dopo ogni taglio dei tassi.

Quindi, non è vero che il mercato azionario soffre quando la Fed alza i tassi per contenere l'inflazione. Quello che i mercati azionari non amano è un ciclo di rialzi dei tassi rapido, durante il quale la Fed alza i tassi costantemente, riunione dopo riunione per un periodo prolungato. Esempi di un ciclo di rialzi dei tassi rapido includono marzo 2022-luglio 2023, quando il tasso sui Fed Funds è salito dallo 0,25% al 5,5%, o gennaio 1994-febbraio 1995, quando il tasso di riferimento è passato dal 3% al 6%. Nei cicli di stretta della Fed più graduali, come 1986-1987 e 2015-2019, quando il PIL reale continuava a crescere, le azioni sono riuscite a salire costantemente anche con tassi in aumento.

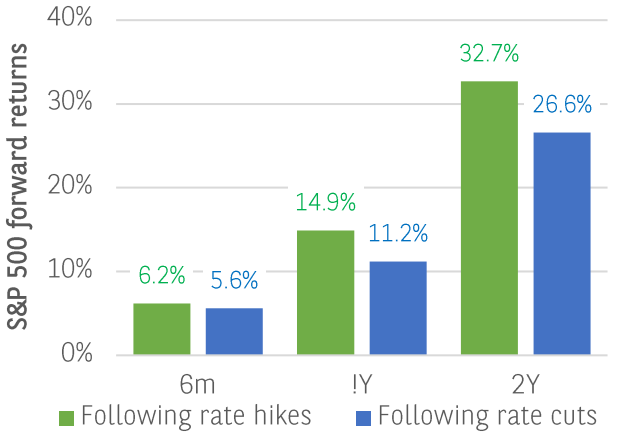
Continuiamo ad aspettarci che nel contesto attuale la Fed alzerà i tassi solo gradualmente. Pertanto non pensiamo che questo ciclo di rialzi rappresenti una minaccia per il mercato azionario rialzista. Da notare che i dot plot della Fed sono molto meno aggressivi rispetto ai 3,5 ulteriori rialzi dei tassi che il i futures sui tassi attualmente scontano. I membri della Fed prevedono un picco del ciclo a metà 2027 tra il 4,25% e il 4,50%, il che implica 2-3 ulteriori rialzi dei tassi nei prossimi 9 mesi. Rimaniamo positivi sulle azioni globali.

DALLO SCORSO AGOSTO, IL MERCATO OBBLIGAZIONARIO STA GIÀ SCONTANDO ALTRI 2,5 RIALZI DEI TASSI DI 25 PUNTI BASE DA PARTE DELLA FED



Source: Bloomberg, BNP Paribas

LE AZIONI STATUNITENSI HANNO AVUTO PERFORMANCE MIGLIORI DOPO UN RIALZO DEI TASSI RISPETTO A DOPO UN TAGLIO



Source: Charlie Bilello,/Creative Planning. Note: for 1982-2026

Overweight US, Underweight Europa

Stephan Kemper

La crescita degli utili sfida i rendimenti in aumento

Le azioni globali continuano a mostrare una notevole resilienza di fronte all'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato. Dal punto di vista delle valutazioni, questa dinamica riflette i meccanismi del modello di crescita di Gordon: sebbene tassi di sconto più alti pesino sui multipli, una crescita degli utili superiore compensa ampiamente nella maggior parte delle principali regioni. La crescita degli utili sta superando l'aumento dei tassi privi di rischio. Inoltre, robusti flussi verso gli ETF e correlazioni positive tra azioni e obbligazioni confermano che una riallocazione diffusa del capitale verso il reddito fisso non si è concretizzata. Con la stagionalità storica post-elezioni di metà mandato che passa dall'essere un ostacolo a diventare un vantaggio, manteniamo la nostra posizione di sovrappeso sulle azioni globali.

Alziamo il giudizio sulle azioni USA a sovrappeso

Alziamo il giudizio sulle azioni statunitensi e sul settore tecnologico americano a Sovrappeso, consigliando nel contempo di eliminare il sottopeso sui titoli a grande capitalizzazione. La tendenza degli utili aziendali negli Stati Uniti resta eccezionalmente forte, caratterizzata dal secondo tasso più alto di revisioni al rialzo delle previsioni sugli utili degli ultimi quindici anni in vista della stagione degli utili del terzo trimestre. Questa forza è principalmente guidata dal rapido sviluppo delle infrastrutture per l' intelligenza artificiale, che ora rispondono al la domanda reale degli utenti finali. In particolare, la transizione verso architetture AI agentiche richiede un aumento esponenziale della capacità di calcolo e di elaborazione dei dati, incrementando ulteriormente la spesa in conto capitale delle imprese. Modifichiamo anche la nostra allocazione all'interno del comparto azionario USA: passiamo da sovrappeso a neutrale sulle small cap rispetto alle large cap e non abbiamo più una preferenza per l'S&P 500 equiponderato rispetto a quello a ponderazione di mercato. Mentre i bilanci delle large cap caratterizzati da debiti a tasso fisso e a lungo termine contratti durante l'era dei tassi bassi ne restano protetti, le small cap hanno debiti a tasso variabile significativamente più alti, che le espongono alla pressione diretta del regime di tassi più alti più a lungo.

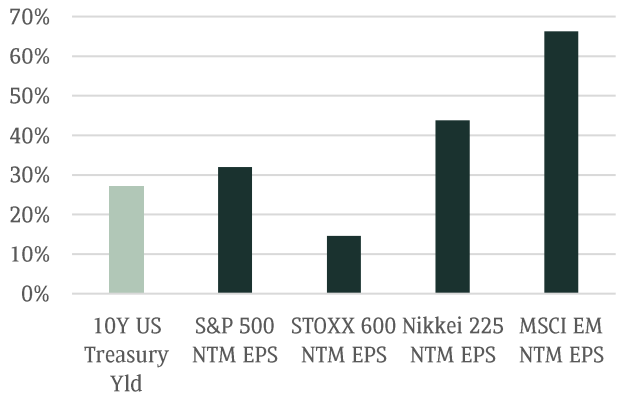
Abbassiamo il giudizio sull'azionario Europeo a sottopeso

Al contempo, abbassiamo il giudizio sulle azioni europee a Sottopeso. Questa variazione non riflette una visione ribassista, ma piuttosto la nostra opinione che l'Europa rappresenti l'anello più debole tra i mercati globali. La regione affronta ostacoli persistenti, tra cui prezzi dell'energia elevati, consumo interno debole, colli di bottiglia logistici dovuti ai livelli estremamente bassi delle acque sul Reno a Kaub e una forte contrazione degli ordini nella produzione industriale. Spread più ampi sui rendimenti sovrani rispetto ai bund tedeschi rappresentano un'ulteriore sfida per il settore finanziario domestico. Poiché l'Europa non ha un'esposizione strutturale allo sviluppo tecnologico dell'hardware dell'IA, i suoi multipli di valutazione compressi fungono più da cuscinetto difensivo che da catalizzatore per una sovraperformance relativa. Vediamo l'Europa come un mercato dove fare una selezione accurata dei titoli piuttosto che un'allocazione ampia sull'indice.

Rimaniamo positivi sul Giappone per l'esposizione sempre più ampia all'IA

Ribadiamo il nostro giudizio di sovrappeso sulle azioni giapponesi, con una chiara preferenza per il Nikkei 225. Il Giappone offre un'esposizione concentrata ai punti critici dell'ecosistema più ampio dell'IA, inclusi la gestione termica avanzata, le interconnessioni ottiche, i materiali specializzati e la robotica industriale.

GLI UTILI STANNO CRESCENDO PIÙ RAPIDAMENTE DEL TASSO PRIVO DI RISCHIO



Source: BNP Paribas, Bloomberg.

GLI INVESTIMENTI AZIENDALI NELL'IA SONO IN FORTE CRESCITA



Source: BNP Paribas, BCG.

L'intelligenza artificiale è una bolla? E' il momento di vendere?

Le nuove ondate tecnologiche spingono a sovrainvestire

I boom tecnologici storicamente, dalle ferrovie nell'Ottocento al boom di internet degli anni '90, hanno tutti comportato un certo grado di sovrainvestimento ed euforia del mercato azionario, seguiti poi da un calo del sentiment degli investitori quando i mercati azionari hanno corretto.

Questi forti cicli di investimento guidati dalla tecnologia sono normalmente durati tra i 4 e i 6 anni. Se consideriamo l'inizio degli investimenti in IA con il lancio di ChatGPT nel novembre 2022, oggi ci avviciniamo ai 4 anni. Secondo gli standard storici, quindi, questo boom degli investimenti in IA sta già iniziando a diventare lungo.

A metà 2006 la spesa tecnologica negli Stati Uniti rappresentava già il 5% del PIL, molto più del 3,3% massimo raggiunto durante il boom degli investimenti in PC alla fine degli anni Ottanta e del 4,5% toccato alla fine della bolla internet del 2000. Tuttavia, il livello di riferimento per la spesa tecnologica prima del lancio di ChatGPT era molto più alto rispetto ai cicli precedenti, al 4,2% del PIL, grazie alla spesa in IT durante la pandemia di COVID, quando il lavoro da remoto è diventato comune.

L'accelerazione nella spesa tecnologica da fine anni '80, era dei PC, al boom di internet del 2000 valeva circa l'1,5% del PIL. In questo ciclo, la spesa tecnologica è aumentata dello 0,8% dal 2022 a metà 2026. Con questa prospettiva, gli investimenti legati all'IA probabilmente rimarranno uno dei principali motori della crescita del PIL fino al 2027. Da notare che ora gli hyperscaler statunitensi prevedono una spesa in conto capitale totale per il 2027 di 0,9-1,1 trilioni di dollari, che rappresenta una crescita del 20%-40% rispetto al 2026.

Una bolla non delle valutazioni ma degli utili

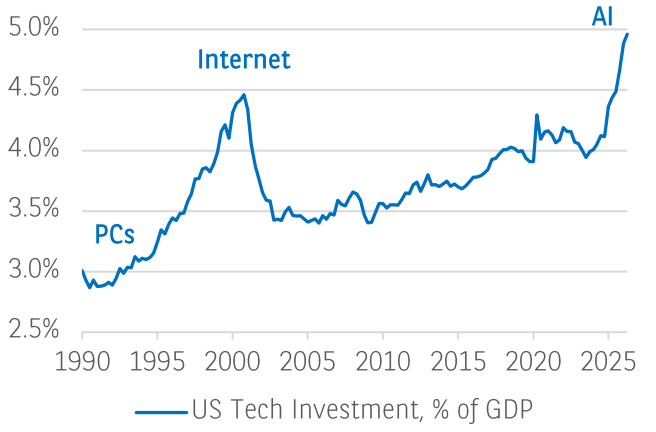
A differenza del 1999-2000, le magnifiche 7 di oggi non vengono scambiate a multipli P/E stratosferici. Al picco del 2000, il gigante delle reti Cisco veniva scambiato a un P/E di 200x. L'equivalente leader delle infrastrutture per l' IA oggi, Nvidia, viene scambiata a soli 14x il P/E stimato di gennaio 2028.

Tuttavia, le Magnifiche 7 hanno visto gli utili stimati per azione crescere di quasi il 280% dalla fine del 2022, con una crescita media annua dei profitti del 42%. Questo non sembra sostenibile a lungo termine. Una parte di questa crescita degli utili potrebbe esseere alimentata da rivalutazioni unatantum di partecipazioni private in società di IA come OpenAI e Anthropic, mentre ci sono anche segnali di un aumento di finanziamenti circolari e da fornitori tra produttori di chip come Nvidia e i loro clienti hyperscaler.

Cosa potrebbe rallentare questo ciclo di investimenti?

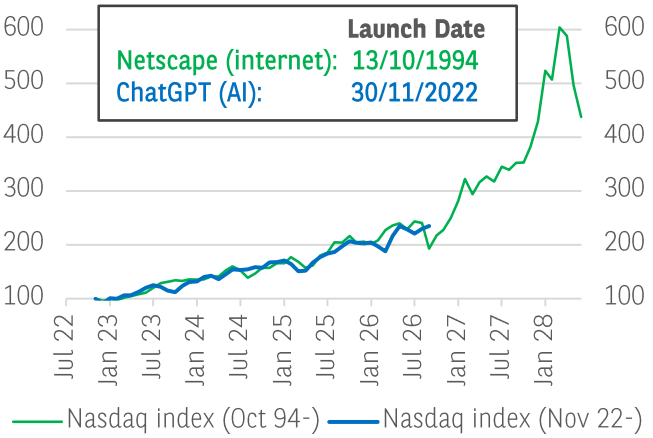
La spesa attuale per gli investimenti legati all'IA dipende sempre di più dall'emissione di debito. La maggior parte dei cosiddetti hyperscaler sta già investendo più di quanto genera come flussi di cassa operativi, per non parlare delle aziende private in perdita come OpenAI e Anthropic. L'aumento del costo di finanziamento tramite debito, i crescenti rischi di regolamentazioni molto estese sull'IA e la mancanza di approvvigionamenti sufficienti di energia elettrica, rappresentano alcuni dei fattori che potrebbero interrompere questo ciclo di investimenti tecnologici. Ma le bolle di investimento sono notoriamente difficili da prevedere. Prendendo come riferimento il boom di internet, l'indice Nasdaq potrebbe ancora crescere per altri 18 mesi prima di raggiungere il picco.

GLI INVESTIMENTI LEGATI ALL'IA SUPERANO GIÀ DI GRAN LUNGA LA BOLLA DELLE DOT COM DEL 2000



Source: Bloomberg, BNP Paribas

IL BOOM DELL'IA POTREBBE SEGUIRE IL CICLO DELLE DOT COM, RAGGIUNGENDO IL PICCO A MARZO 2028?



Source: BNP Paribas, Bloomberg

Sintesi delle principali raccomandazioni per asset class

	Attuale	Precedente	Segmenti	Preferiamo	Sottopesiamo	Commenti
AZIONI	+	+	Mercati	US,Japan, EM (Brazil, Mexico, China A shares, Tawain, South Korea)	Europa	Sovrappeso sull'azionario: nonostante la possibile volatilità legata alle elezioni di medio termine negli USA, i trend storici e la forte crescita degli utili supportano un mercato azionario resiliente, in particolare per la tecnologia di alta qualità.
			Settori	Healthcare, Information Technology, Industriali e settore minerario, Utilities UE	Consumi di base.	**Settore industriale:** il rientro delle produzioni in patria (re-shoring), la reindustrializzazione, la difesa, l'intelligenza artificiale e altri progetti di sviluppo infrastrutturale rappresentano importanti fattori di crescita. Tuttavia, l'aumento dei prezzi dell'energia sta pesando su alcuni settori. Il **settore salute** appare ancora sottovalutato, considerando i promettenti nuovi farmaci, i benefici dell'intelligenza artificiale e l'attuale forte aumento delle attività di fusione e acquisizione. **Information Technology:** la nostra fiducia nel ROI degli hyperscaler è aumentata, mentre le valutazioni globali del settore IT sono attualmente interessanti
			Stili/ Temi	Metalli e miniere, elettrificazione, elettronica per la difesa.		Titoli azionari legati alle materie prime
OBBLIGAZIONI	+/=	+/=	Governativi	Core Eurozone sovereign bonds UK Gilts		Positivi sui titoli di Stato dell'Eurozona core, preferenza per scadenze a 7-10 anni. Giudizio neutrale sui Treasury americani (scadenza 5 anni) Obiettivo di rendimento a 12 mesi sul decennale americano 4,75%, sul bund tedesco 3,0%, sui titoli di Stato britannici a 10 anni 4,65%.
	+	+/=	Credito	Credito societario IG Eur e GBP		Preferiamo le obbligazioni societarie IG in EUR e GBP (giudizio positivo) alle obbligazioni investment grade US (giudizio neutrale) considerando le dinamiche dell'offerta e i livelli degli spreads. Focus sulla qualità.
	=	=	Obbligazioni Emergenti			Le banche centrali dei mercati emergenti hanno minori possibilità di tagliare i tassi e vediamo minori rischi al ribasso per il dollaro USA. Manteniamo un giudizio neutrale sulle obbligazioni dei mercati emergenti in valuta locale e forte.
LIQUIDITÀ	=	=				Ci aspettiamo che la BCE alzi i tassi a dicembre al 2.75% La Fed dovrebbe alzare i tassi a dicembre e gennaio, portandoli al 4,5%
MATERIE PRIME	+/+/-	+/+/-		Rame (+) Oro (+)		Petrolio (-) Giudizio negativo, obiettivo a 12 mesi per il Brent 65 dollari in considerazione di un probabile ritorno alla sovrapproduzione globale e di una riduzione del potere/disciplina da parte dell'OPEC. Metalli di base (+) le prospettive sono supportate da domanda in crescita e offerta limitata. Oro (+) la correzione offre un maggiore potenziale di rialzo, il nostro obiettivo a 12 mesi è di 5.000 USD, per l'argento (+) il nostro obiettivo a 12 mesi è 80 USD
VALUTE			EUR/USD			Il nostro obiettivo sul cambio EUR/USD a 12 mesi è 1,20.
IMMOBILIARE	=	=		Residenziali, Healthcare, logistica/ magazzini		Un lento miglioramento del valore patrimoniale netto dovrebbe sostenere il settore immobiliare non quotato.
ALTERNATIVI UCITS				Global Macro, Event Driven		L'aumento delle attività di M&A dovrebbe supportare le strategie Event Driven.
INFRASTRUTTURE	+	+		Energia, trasporti, acqua		Interessanti performance potenziali a lungo termine attese dalle infrastrutture sia private che quotate, alla luce dei sotto-investimenti a lungo termine.

Economic and FX forecast tables

BNP Paribas Forecasts			
GDP Growth %	2025	2026	2027
United States	2.1	2.2	2.3
Japan	1.2	1.0	1.2
UK	1.3	1.2	1.3
Switzerland	1.8	2.0	1.7
Eurozone	**1.3**	**1.1**	**1.5**
Germany	0.3	1.1	1.3
France	0.9	0.5	1.0
Italy	0.7	0.9	0.8
Emerging			
China	5.0	4.6	4.5
India*	7.8	6.7	6.9
Brazil	2.3	1.9	1.3

* Fiscal year

Source : BNP Paribas - 01.10.2026

BNP Paribas Forecasts			
CPI Inflation %	2025	2026	2027
United States	2.7	3.4	2.3
Japan	3.1	2.0	2.5
UK	3.4	3.2	3.2
Switzerland	0.2	0.6	0.7
Eurozone	**2.1**	**3.0**	**2.8**
Germany	2.3	2.7	2.6
France	0.9	2.4	2.3
Italy	1.6	2.9	2.1
Emerging			
China	0.0	1.0	1.2
India*	2.1	5.0	4.6
Brazil	5.0	4.5	4.6

* Fiscal year

Source : BNP Paribas - 01.10.2026

	Country	Spot 02/10/2026		Target 3 months	Target 12 months
Against euro	United States	EUR / USD	1.13	1.12	1.20
	United Kingdom	EUR / GBP	0.85	0.84	0.87
	Switzerland	EUR / CHF	0.93	0.94	0.92
	Japan	EUR / JPY	178	177	186
	Sweden	EUR / SEK	11.30	11.00	10.80
	Norway	EUR / NOK	10.84	10.80	10.60
Against dollar	Japan	USD / JPY	158	158	155
	Canada	USD / CAD	1.42	1.40	1.35
	Australia	AUD / USD	0.70	0.70	0.73
	New Zealand	NZD / USD	0.56	0.57	0.60
	Brazil	USD / BRL	5.23	5.20	5.0
	India	USD / INR	96.29	95.0	95.0
	China	USD / CNY	6.71	6.70	6.60

Source: BNP Paribas, Refinitiv Datastream. As at 5 September 2026

THE INVESTMENT STRATEGY TEAM

FRANCE

Edmund SHING
Global Chief Investment Officer

Hiba MOUALLEM
Investment Strategist

Isabelle ENOS
Senior Investment Advisor

Charles GIROT
Senior Investment Advisor

ITALY

Luca IANDIMARINO
Chief Investment Advisor

BELGIUM

Philippe GIJSELS
Chief Investment Advisor

Alain GERARD
Senior Investment Advisor, Equities

Mathias DEMETS
Senior Investment Advisor, Commodities

GERMANY

Stephan KEMPER
Chief Investment Officer, Germany

LUXEMBOURG

Guy ERTZ
Deputy Global Chief Investment Officer

Gurminder SINGH
Investment Strategist, Forex

ASIA

Prashant BHAYANI
Chief Investment Officer, Asia

Grace TAM
Chief Investment Strategist

Dannel LOW
Investment Services Analyst

METTITI IN CONTATTO CON NOI

INVESTMENT STRATEGY FOCUS

privatebanking.bnpparibas.it

DISCLAIMER

Il documento è stato redatto da BNP Paribas Wealth Management e BNL- BNP Paribas (la "Banca") e contiene dati, informazioni e pareri riferiti alla data indicata sullo stesso documento.

Per variazioni delle condizioni di mercato, la Banca potrebbe modificare le valutazioni espresse nel Documento, senza che ciò obblighi la Banca ad aggiornare o modificarne le informazioni ivi contenute.

Il documento ha natura squisitamente informativa e non costituisce né può essere considerato come un'offerta di vendita, di sottoscrizione o di acquisto di strumenti/prodotti finanziari di qualsiasi natura, né come sollecitazione o raccomandazioni di investimento.

Si ricorda che: ogni decisione d'investimento è di esclusiva competenza del cliente. Eventuali decisioni di investimento in strumenti/prodotti finanziari distribuiti dalla Banca andranno prese dall'investitore dopo aver letto attentamente i documenti informativi e precontrattuali relativi agli specifici prodotti (quali, fascicolo /prospetto informativo, condizioni di assicurazione/contratto, scheda prodotto, documento "KIID" per i fondi, ecc.), forniti all'investitore prima della sottoscrizione.

Il cliente deve essere consapevole che le operazioni su prodotti e strumenti finanziari sono soggette alle fluttuazioni di mercato e ai rischi connaturati a tali prodotti/strumenti finanziari e che gli investimenti non danno garanzia di risultati futuri e possono esporre al rischio di perdita parziale o totale del capitale investito. In ogni caso BNL -BNP Paribas non è responsabile dei risultati delle operazioni effettuate dall'investitore tramite la Banca, anche se conseguenti a raccomandazioni d'investimento, a seguito di raccomandazioni della Banca o ai risultati dalle stesse prodotte.

Il presente documento s'intende strettamente personale e riservato ai clienti e potenziali clienti di BNL BNP Paribas. È fatto divieto di riprodurre, distribuire ad altre persone, pubblicare e in generale diffondere, direttamente o indirettamente, in tutto o in parte, il presente documento e/o ogni informazione in esso contenuta.

© BNP Paribas (2026). Tutti i diritti riservati.

Immagini di Getty Images.