



Outlook 2026”

I nostri 10 temi principali per il prossimo anno



Outlook 2026



I nostri 10 temi principali per il prossimo anno

Siamo lieti di presentarvi Outlook 2026 di EFG, in cui vengono illustrati i dieci temi principali per l'anno a venire e analizzati i risultati delle nostre previsioni per il 2025.

Nel delineare le nostre prospettive per il 2026, emerge con chiarezza un insieme di sfide nuove e in rapida evoluzione, che si affiancano ai temi ormai consolidati che hanno caratterizzato il panorama globale negli ultimi anni.

In primo luogo, la geopolitica. Gli sviluppi geopolitici rimangono altamente dinamici, con la possibilità di cambiamenti significativi in tempi brevi. Prevediamo che il flusso di notizie geopolitiche rimarrà volatile anche nel 2026: se alcuni eventi potrebbero essere accolti positivamente, altri potrebbero generare delusione. L'imprevedibilità resterà quindi una caratteristica distintiva. Parallelamente, il più ampio spostamento verso un mondo multipolare, segnato da una crescente rivalità tra i principali blocchi, è una tendenza in atto da diversi anni e destinata a proseguire.

In secondo luogo, l'eccezionalismo USA. L'idea che gli Stati Uniti si distinguano dalle altre economie, in particolare in termini di crescita economica, sarà oggetto di attento esame anche nel 2026. Si prevede che i responsabili politici e i mercati continueranno a dipendere molto dai dati. Tuttavia, gli USA si sono storicamente confermati leader tra le economie avanzate, e riteniamo che questo solido trend di crescita proseguirà anche l'anno prossimo.

In terzo luogo, il progresso tecnologico. L'impatto delle nuove tecnologie, in particolare dell'IA, e gli ingenti investimenti necessari per sviluppare l'infrastruttura dati del futuro saranno temi centrali. Le domande chiave includono: come verranno finanziati questi investimenti? Il capitale sarà impiegato in modo efficace? Quali sono i benefici a lungo termine?

Accanto a questi temi, il 2026 presenterà anche sfide che tendono a riemergere ciclicamente. Due questioni rimangono di particolare rilevanza: le economie emergenti, spesso caratterizzate da un maggiore potenziale di crescita, offriranno rendimenti interessanti agli investitori? In che misura i mercati obbligazionari eserciteranno pressioni sui Paesi con politiche fiscali insostenibili affinché correggano la propria rotta?

Moz Afzal, Chief Investment Officer



Visitate qui il nostro hub Outlook 2026

Contenuti

I nostri 10 temi principali per il prossimo anno



Tendenze *economiche e politiche* globali *p. 4-17*

- 1 Stati Uniti pronti a guidare la crescita economica
- 2 Tassi d'interesse al minimo nelle economie avanzate; opportunità nei mercati emergenti
- 3 Mercati obbligazionari: attenzione agli squali
- 4 Geopolitica: nuove alleanze, capitalismo di Stato ed elettorato divergente

Innovazione e cambiamento *p. 18-27*

- 5 La triade di Trump: DOGE, deregolamentazione e farmaci
- 6 Opportunità a profusione nella corsa all'IA

Opportunità di mercato *p. 28-43*

- 7 Rinascita dell'UE: ristrutturazione e riforma
- 8 I mercati emergenti hanno il vento in poppa
- 9 Private markets: sbloccare liquidità e opportunità di diversificazione
- 10 IPO e operazioni di M&A: benefici previsti per molteplici settori

Risultati ottenuti nel 2025

p. 44-45

Pubblicazioni

p. 46

Tendenze *economiche* *e politiche* globali

Nel 2026, i riflettori saranno puntati sulla leadership in termini di crescita, e soprattutto sull'eventuale persistenza dell'eccezionalismo USA. Con un'inflazione ormai in gran parte sotto controllo, è attesa una stabilizzazione dei tassi d'interesse su livelli più normali e neutri. I mercati del reddito fisso continueranno a svolgere un ruolo decisivo nella valutazione della sostenibilità fiscale. Nel frattempo, gli sviluppi geopolitici rimarranno probabilmente difficili da prevedere, alimentando la volatilità in corso e lasciando molti elettori insoddisfatti delle proprie scelte.

- 1 Stati Uniti pronti a guidare la crescita economica
- 2 Tassi d'interesse al minimo nelle economie avanzate; opportunità nei mercati emergenti
- 3 Mercati obbligazionari: attenzione agli squali
- 4 Geopolitica: nuove alleanze, capitalismo di Stato ed elettorato divergente

Stati Uniti pronti a guidare *la crescita economica*

Tema n.

1

Punti chiave

- Prevediamo che gli USA saranno l'economia avanzata in più rapida crescita, sostenuti da tre fattori strutturali e tre fattori ciclici.
- Nonostante alcuni venti contrari di natura strutturale, si prevede che la Cina si riconfermerà come economia emergente dominante.
- Per le altre economie emergenti, tuttavia, l'impatto dei dazi USA e delle tensioni geopolitiche potrebbe rappresentare un freno significativo allo sviluppo.



1 Stati Uniti pronti a guidare la crescita economica

”
... un piano chiaro per stimolare la crescita economica: «3-3-3».

Nel 2026 i responsabili della politica economica continueranno a privilegiare il sostegno alla crescita economica rispetto alla lotta all'inflazione. Riteniamo che gli USA saranno l'economia avanzata meglio posizionata in termini di crescita nel 2026. Tuttavia, pur prevedendo un andamento complessivamente superiore alle aspettative, vi sono alcune potenziali insidie da considerare.

Leadership statunitense

Ci sono tre ragioni strutturali e tre cicliche per cui riteniamo che gli Stati Uniti saranno l'economia avanzata in più rapida crescita nel 2026.

I tre fattori strutturali sono:

1. Resilienza economica. Sin dalla pandemia, l'economia statunitense ha dimostrato un elevato grado di resilienza economica, ottenendo risultati migliori rispetto ad altre economie avanzate. Sebbene alcuni indicatori di recessione abbiano destato preoccupazioni su un possibile deterioramento dell'economia statunitense, tali timori si sono finora rivelati infondati. Ciò può essere attribuito all'ingente quantità di stimoli introdotti durante il periodo Covid, unita alla natura estremamente flessibile, adattabile e innovativa del tessuto imprenditoriale USA.

2. Un chiaro piano di crescita. Scott Bessent, Segretario al Tesoro degli Stati Uniti, ha delineato un piano chiaro per stimolare la crescita economica, il «3-3-3»¹: crescita reale del 3%, deficit di bilancio del 3% (rispetto al PIL) e aumento della produzione petrolifera di 3 milioni di barili al giorno. Il successo di questi tre obiettivi dipende rispettivamente da deregolamentazione e riforme favorevoli alle imprese; tagli alla spesa e aumento delle entrate; semplificazione delle autorizzazioni per incrementare la produzione petrolifera e ridurre i costi (cfr. tema 5). Resta da vedere se tali obiettivi potranno essere raggiunti con le sole misure previste; tuttavia, gli Stati Uniti dispongono quantomeno di un piano, a differenza di gran parte del resto del mondo.

3. Leadership informatica. Gli Stati Uniti rimangono all'avanguardia nell'innovazione e nello sviluppo IT globale grazie soprattutto a considerevoli investimenti in ricerca e sviluppo già messi in atto. Nel primo semestre del 2025, gli investimenti del settore privato in apparecchiature IT hanno contribuito per quasi la metà alla crescita del PIL.² I piani già annunciati dalle maggiori aziende IT indicano chiaramente che questo significativo contributo proseguirà almeno fino al 2030 e si concentrerà in particolare sui data center e sull'approvvigionamento energetico, destinati a rimanere terreno di battaglia nella corsa globale alla supremazia IT (cfr. tema 6).

¹ Bloomberg: <https://www.bloomberg.com/news/features/2025-08-11/treasury-secretary-bessent-on-tariffs-deficits-trump-s-economic-plan?sref=dNFL42AE>

² Fonte: U.S. Bureau of Economic Analysis; LSEG e calcoli EFGAM. Dati aggiornati all'8 ottobre 2025. La quota derivante dagli investimenti nel settore IT si è attestata al 46%, quella della spesa dei consumatori al 68%, mentre le altre componenti IT hanno sottratto terreno alla crescita del PIL. Nel triennio 2022-2024, gli investimenti IT hanno contribuito alla crescita solo per il 2% e la spesa dei consumatori per ben il 79%.

”
... quel One Big Beautiful Bill Act contiene una serie di misure favorevoli alla crescita.

I tre fattori ciclici sono:

1. Tassi di interesse più bassi. Prevediamo che i tassi raggiungeranno il loro minimo nel corso del primo semestre del 2026 (cfr. tema 2). Considerando il ritardo tra politica monetaria ed attività, tassi più bassi avranno un effetto sempre più positivo sulla crescita economica con il passare dell'anno, soprattutto sostenendo i consumi.

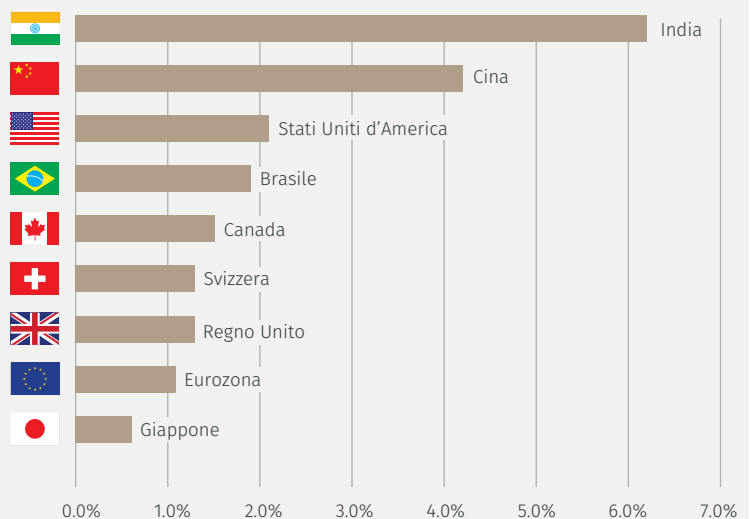
2. Prezzi dell'energia più bassi. Nel 2025 si è parlato molto di dazi e del conseguente rallentamento della crescita e dell'aumento dell'inflazione. Tuttavia, ciò non è avvenuto. Uno dei motivi è che i prezzi dell'energia sono diminuiti, producendo un effetto opposto rispetto a quello dei dazi: ossia, sostenendo la crescita e riducendo l'inflazione. Inoltre, si prevede che i prezzi dell'energia, se rimarranno bassi, continueranno a favorire l'economia USA almeno nel primo semestre del 2026, e potenzialmente anche nel secondo.

3. Stimolo fiscale. La tanto propagandata legge del presidente Trump «One Big Beautiful Bill» contiene una serie di misure favorevoli alla crescita. Nel corso del prossimo anno, la crescita sarà ben supportata dall'ammortamento accelerato, dalla possibilità per le aziende di dedurre integralmente i costi di ricerca e sviluppo nell'anno in cui vengono sostenuti e dall'aumento delle detrazioni fiscali individuali. Secondo le stime della Tax Foundation, nel 2026 il PIL USA sarà circa dell'1% superiore rispetto a quanto sarebbe stato altrimenti.³

Naturalmente, vi sono ancora potenziali rischi per le prospettive degli USA nel 2026. È possibile, ad esempio, che l'impatto dei dazi si manifesti con ritardo e che vi siano alcuni timidi segnali di stabilizzazione nel mercato immobiliare. Abbiamo anche osservato un recente aumento delle morosità nei prestiti agli studenti, alcuni casi di bancarotta di alto profilo, mentre il tasso di morosità delle carte di credito è ai massimi da oltre dieci anni: nulla di allarmante, ma è possibile che questi problemi si amplifichino nel 2026.

Figura 1: prospettive di crescita del PIL per il 2026

Tra i Paesi del G7 gli USA sono chiaramente in testa in termini di prospettive di crescita, ma restano comunque indietro rispetto a Cina e India



Fonte: WEO del FMI ottobre 2025. Dati aggiornati al 14 ottobre 2025.

³ <https://taxfoundation.org/research/all/federal/big-beautiful-bill-senate-gop-tax-plan/>

Azioni per gli investitori:

- Nei mercati sviluppati, è consigliabile mantenere il focus sugli USA in termini di prospettive di crescita.
- Nonostante le sfide strutturali, la Cina rimane la principale economia emergente.
- Tra i mercati emergenti, quelli caratterizzati da una forte domanda interna dovrebbero essere privilegiati per il loro potenziale di crescita.
- Infine, il settore europeo dei beni di lusso potrebbe trarre vantaggio dalla ripresa della domanda cinese e dal miglioramento delle condizioni di crescita globali.

Un rischio ulteriore, di cui non si parla spesso, riguarda l'intelligenza artificiale (IA). Se da un lato l'IA offre numerosi aspetti positivi, dall'altro esiste il rischio che un'adozione su larga scala provochi una significativa dislocazione nel mercato del lavoro USA, sostituendo posti di lavoro esistenti e aumentando la disoccupazione. Tuttavia, nel complesso, riteniamo che gli USA siano destinati a essere l'economia avanzata più forte nel 2026. Anche le più recenti previsioni del FMI riflettono questo punto di vista (figura 1).

Altrove: la Cina è destinata a rimanere indietro rispetto agli USA, ma a guidare la crescita dei mercati emergenti. Le prospettive per l'Europa sono contrastanti.

È vero che permangono ostacoli strutturali alla crescita cinese, tra cui alti livelli di debito, un mercato immobiliare debole e sfide demografiche a lungo termine, tuttavia, il dinamismo e le enormi dimensioni dell'industria cinese, insieme alla rapida adozione di nuove tecnologie (in particolare nei settori dell'energia verde, dell'IA e dell'elettrificazione), restano punti di forza significativi. L'India si trova ora in una posizione più competitiva rispetto alla Cina in settori chiave della produzione e vanta un forte mercato interno, che la rende meno vulnerabile alle tensioni commerciali internazionali. Nel 2025, la spesa dei consumatori ha rappresentato il 61% del PIL in India, mentre solo il 40% in Cina.⁴

In Europa le prospettive di crescita sono contrastanti. L'effetto ritardato della riduzione dei tassi da parte della BCE fornirà un impulso positivo alla crescita locale nel 2026, e si prevede che l'economia tedesca, la più grande in Europa, beneficerà significativamente dell'aumento della spesa fiscale concordato quest'anno, in particolare per quanto riguarda la spesa per la difesa. Inoltre, sarà interessante osservare se un miglioramento della situazione in Cina, dove finisce gran parte delle esportazioni europee, potrà contribuire a migliorare le previsioni. È necessario altresì bilanciare questi fattori con il peggioramento delle prospettive fiscali e l'attuale incertezza politica in alcune parti d'Europa, come evidenziato dalle difficoltà che sta affrontando l'establishment francese.

Naturalmente, la crescita economica è solo uno dei fattori da considerare ai fini della valutazione dell'asset allocation. Nei mercati azionari, le valutazioni sono generalmente più interessanti nelle economie emergenti rispetto a quelle avanzate, come si vedrà nel tema 8.

⁴ Fonte: stima di Oxford Economics, via LSEG.

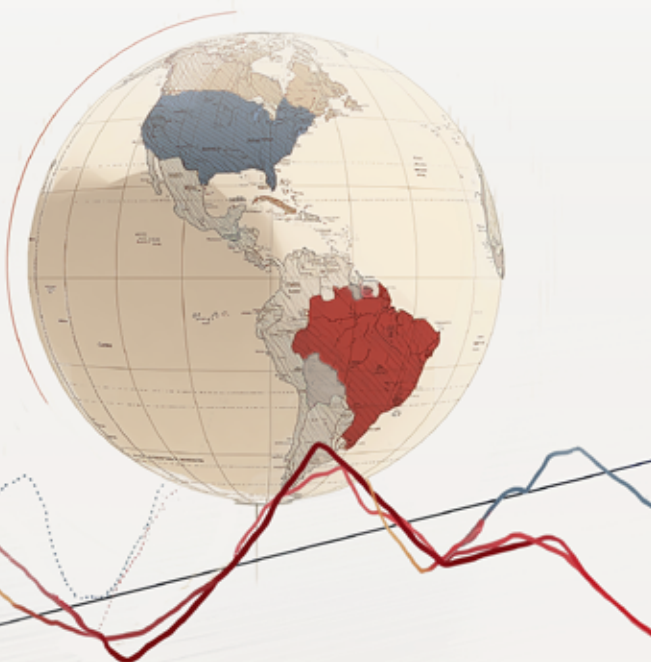
Tassi di interesse al minimo nelle economie avanzate; *opportunità nei mercati emergenti*

Tema n.

2

Punti chiave

- Il margine di riduzione dei tassi nelle economie avanzate è limitato.
- I tassi d'interesse reali e i rendimenti obbligazionari in alcune economie emergenti e in via di sviluppo rimangono elevati e offrono opportunità.



2 Tassi d'interesse al minimo nelle economie avanzate; *opportunità nei mercati emergenti*

... è probabile che i tassi raggiungano il loro punto più basso nel primo semestre del 2026, senza ulteriori tagli previsti.

È improbabile che i tassi d'interesse di riferimento scendano ulteriormente nelle principali economie avanzate nel 2026, con un minimo previsto nel primo semestre dell'anno. I tassi elevati in diverse economie emergenti offriranno invece interessanti opportunità.

Che cosa sono i tassi d'interesse al minimo?

In economia, il «minimo» è il punto più basso di un ciclo economico, dopo un declino e prima di una ripresa. I tassi d'interesse al minimo si verificano quando le banche centrali abbassano i tassi ai livelli più bassi, spesso in risposta a rallentamenti economici o recessioni. L'obiettivo principale è stimolare prestiti, investimenti e spesa, favorendo così la ripresa dell'economia.

Tassi nei mercati sviluppati

In tutte le principali economie avanzate, le possibilità di ulteriori tagli dei tassi nel 2026 saranno limitate. I tassi di riferimento sono già vicini a quelli considerati «neutri», ossia al livello che non stimola né frena la crescita economica (figura 2). Pertanto, è probabile che i tassi raggiungano il loro punto più basso nel primo semestre del 2026, senza ulteriori tagli previsti.

Si prevede che la Banca del Giappone faticherà ad aumentare i tassi, almeno fino a metà 2026. In Svizzera, i tassi sono già a zero e il presidente della BNS, Schlegel, ha segnalato che la soglia per la reintroduzione dei tassi d'interesse negativi è più alta che in passato. Nell'Eurozona, i tassi sono già vicini alla neutralità. Il margine di riduzione dei tassi nel Regno Unito sarà limitato da un'inflazione relativamente persistente e superiore all'obiettivo, soprattutto nei servizi. Negli USA, l'intervallo stimato dei tassi neutri rimane molto controverso, ma dubitiamo che la Federal Reserve ridurrà i tassi ben al di sotto del 3%, alla luce della solida crescita reale e delle persistenti pressioni inflazionistiche.

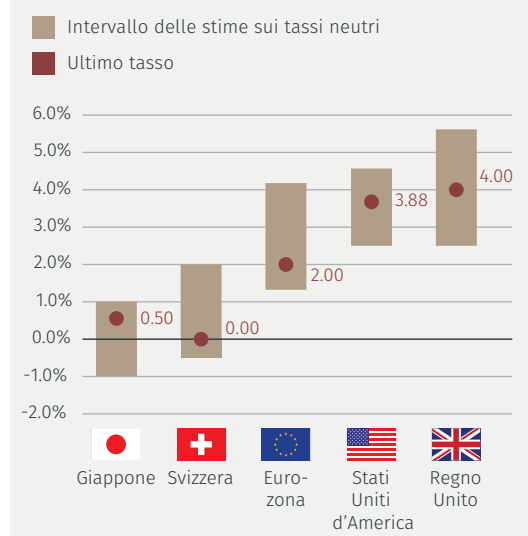
Per chi ricorda che fino a poco tempo fa i tassi erano prossimi allo zero, queste aspettative potrebbero deludere. Tassi molto bassi avrebbero senso solo in situazioni di crisi o di persistente debolezza della crescita e del mercato del lavoro, scenari che non si prevedono per il 2026. Nel complesso, accogliamo positivamente il passaggio verso tali tassi neutri/minimi, a indicare che i mercati finanziari stanno reagendo in modo razionale.

Tagli dei tassi politicizzati

Rimane, naturalmente, il grande interrogativo se le decisioni della Federal Reserve possano diventare più politicizzate, con pressioni per un forte taglio anche se l'inflazione rimane al di sopra dell'obiettivo e sia la crescita sia la disoccupazione rimangono resilienti. A conti fatti, riteniamo che il rischio sia minimo. Ciò non si riflette nei prezzi di mercato attuali, come i tassi di inflazione di breakeven, o nelle aspettative degli attuali membri del Board della Fed.

Figura 2: Tassi d'interesse neutri

È improbabile che le banche centrali procedano con ulteriori riduzioni dei tassi, in quanto già neutrali, o quasi.



Fonti: FRB Dallas, FRB New York, LSEG e calcoli EFGAM. Dati aggiornati al 3 novembre 2025.

Azioni per gli investitori:

- Con l'atteso raggiungimento dei livelli neutri e minimi nel primo semestre del 2026, l'esposizione alle obbligazioni con scadenze a breve e medio termine continua a offrire valore. Tale contesto offre agli investitori la possibilità di contrarre prestiti nel segmento breve della curva dei rendimenti e di investire più a lungo termine per cogliere opportunità di carry trade interessanti.
- I tassi reali in alcune economie emergenti e in via di sviluppo restano elevati e offrono opportunità, ma gli investitori devono prestare attenzione al rischio di deprezzamento valutario.
- È opportuno individuare opportunità nei mercati sovrani emergenti ad alto rendimento che presentano prospettive di guadagno in conto capitale man mano che i rendimenti a lungo termine diminuiscono. Il Brasile, in particolare, presenta rendimenti reali elevati in un contesto economico in rallentamento.
- Il Messico è destinato a beneficiare di un rafforzamento dell'economia USA, che dovrebbe sostenere il peso messicano.

Se ciò accadesse, la banca centrale potrebbe non riuscire a raggiungere l'apparente obiettivo politico di ridurre i costi di finanziamento per famiglie e imprese. Un eventuale taglio politicizzato potrebbe far salire i tassi a lungo termine, aumentando il premio al rischio e le aspettative di inflazione, vanificando l'effetto del taglio stesso.

Opportunità nelle economie emergenti

In diverse economie emergenti e in via di sviluppo, i tassi d'interesse reali sono particolarmente elevati se misurati sulla semplice base del confronto tra il tasso d'interesse di riferimento e il tasso d'inflazione più recente (figura 3).

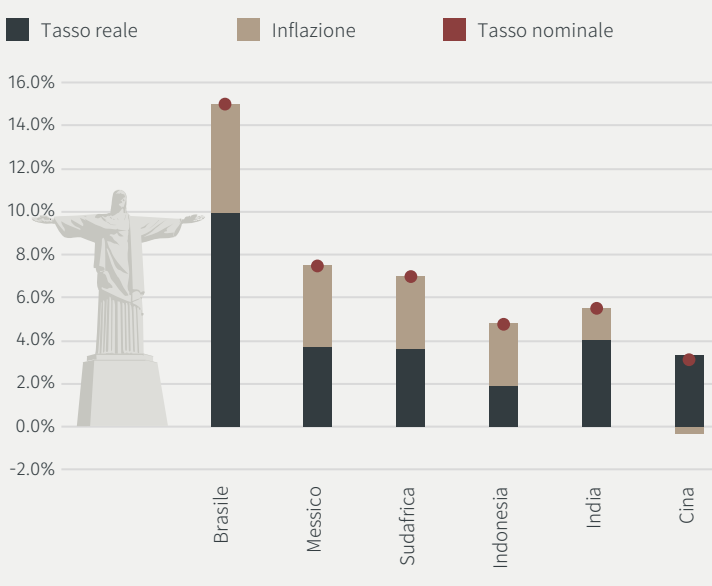
In queste economie, è importante considerare due fattori chiave: in primo luogo, il rischio che il deprezzamento della valuta possa controbilanciare i vantaggi dei tassi d'interesse più elevati per gli investitori; in secondo luogo, la probabilità che l'inflazione non rimanga contenuta, incidendo sui rendimenti reali. In un contesto generale di dollaro US stabile o in via di indebolimento, il primo rischio sembra contenuto per il 2026. Resta però la preoccupazione che molte banche centrali di economie emergenti non abbiano ancora consolidato le proprie credenziali nella lotta all'inflazione. Nel complesso, riteniamo che questi due rischi siano più bassi in Brasile e privilegiamo l'esposizione al mercato monetario e obbligazionario di tale Paese rispetto ad altri mercati emergenti comparabili.

In Brasile, i rendimenti delle obbligazioni decennali in valuta locale raggiungono il 13,7%⁵, ben oltre il probabile tasso d'inflazione del 4,0-4,5% per il 2026 e anche oltre le tendenze di inflazione previste nel lungo periodo. Il Brasile, però, potrebbe essere eclissato dalle tensioni politiche con gli Stati Uniti.

Il Messico, al contrario, potrebbe beneficiare di una maggiore spinta alla crescita grazie al rafforzamento dell'economia USA, che dovrebbe anche contribuire a sostenere il peso messicano. Inoltre, poiché i tassi d'interesse messicani sono strettamente allineati a quelli USA, si attendono eventuali riduzioni dei tassi.

Figura 3: tassi reali delle economie emergenti

Una volta adeguati i tassi nominali all'inflazione, il Brasile emerge come il Paese con i tassi reali più elevati



Fonti: LSEG e calcoli EFGAM. Dati aggiornati al 3 novembre 2025.

⁵ Fonte: LSEG, ultimo aggiornamento al 3 ottobre 2025.

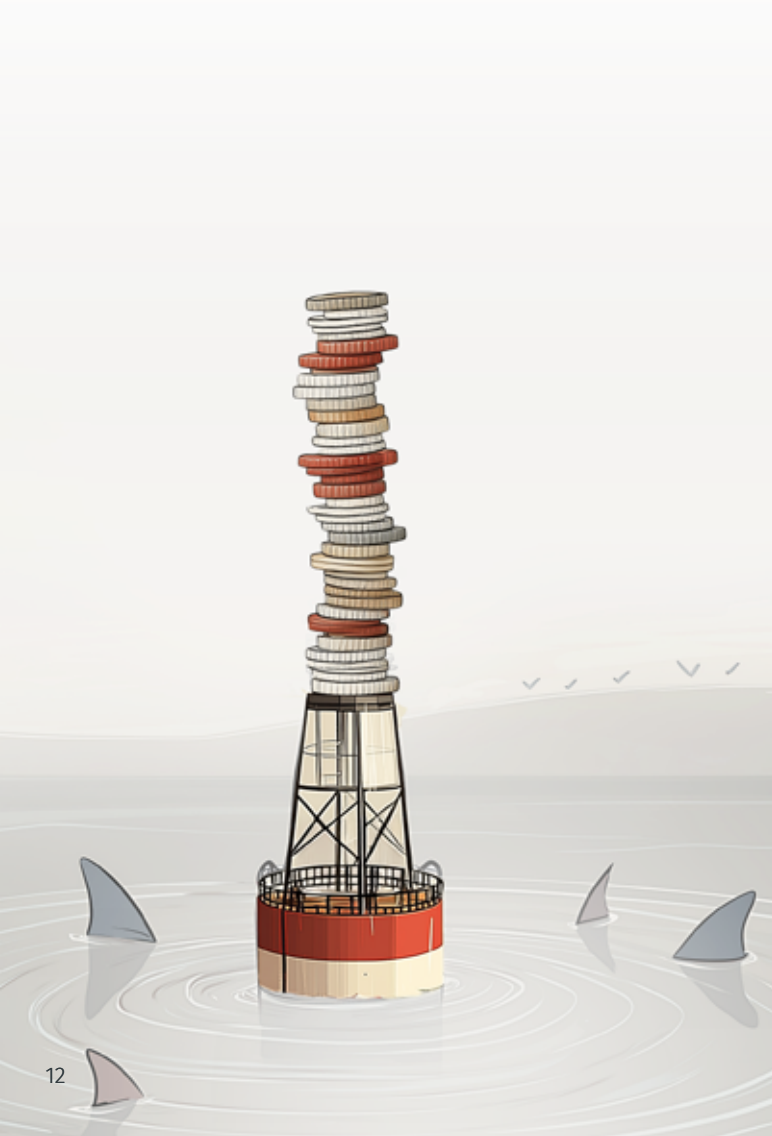
Mercati obbligazionari: attenzione agli squali

Tema n.

3

Punti chiave

- Negli USA, la stabilizzazione del debito potrebbe essere raggiunta qualora il Segretario al Tesoro Bessent riuscisse a realizzare il suo obiettivo «3-3-3», contribuendo così a rassicurare gli investitori.
- Le prospettive di stabilizzazione del debito appaiono meno favorevoli in Francia e nel Regno Unito.
- Gli sviluppi in Francia non dovrebbero sfociare in una nuova crisi dell'Eurozona. Nel mercato dei titoli di Stato britannici persiste l'ombra del «momento Liz Truss».



3 Mercati obbligazionari: attenzione agli squali

” ... la stabilizzazione del debito prevista dal piano Bessent dovrebbe essere sufficiente ad alleviare i timori sulla sostenibilità del debito statunitense.

In diversi mercati, in particolare Francia e Regno Unito, la sostenibilità fiscale sarà messa in discussione nel 2026. Sebbene le promesse di riprendere il controllo delle finanze pubbliche possano inizialmente tenere a bada gli squali, alla fine la fiducia potrebbe evaporare, rendendo i mercati obbligazionari nuovamente vulnerabili. Ciò potrebbe causare problemi alla stabilità dei governi in alcune parti del mondo.

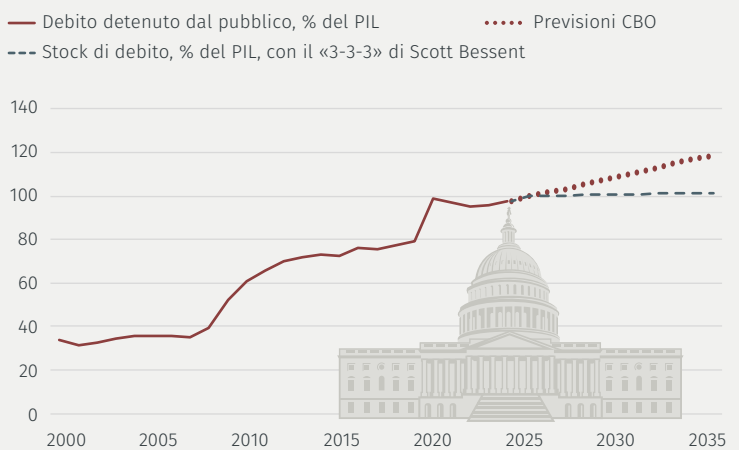
Gli USA possono cambiare l'andamento del proprio debito?

Negli USA, la preoccupazione per la sostenibilità del debito è evidente dalle ultime previsioni, che mostrano un aumento del debito pubblico americano dal 100% del PIL nel 2025 al 119% nel 2035, (figura 4) e fino al 156% nel 2055. Tuttavia, gli sviluppi su un periodo così lungo sono soggetti a grande incertezza. Nel 2026, gli «squali» potrebbero essere dissuasi dall'attaccare il mercato obbligazionario USA se i proventi generati dai dazi riusciranno a mitigare i timori sulla sostenibilità del debito. La maggior parte delle stime prevede che tali proventi si aggirino sui USD 400 miliardi all'anno.

Nel lungo termine, la chiave sarà l'efficacia del piano «3-3-3» di Scott Bessent (tema 1) che, in caso di successo, potrebbe modificare significativamente l'andamento del debito, contrastando la tendenza al rialzo. Alla fine degli anni '90 e all'inizio degli anni 2000, il debito è sceso rapidamente e inaspettatamente fino al 31% del PIL, soprattutto grazie al forte gettito fiscale e a una produttività migliore. All'epoca si discuteva attivamente di abbandonare l'emissione di titoli di Stato a 30 anni, ritenendo che tale debito non fosse più necessario per finanziare il deficit. Malgrado possibile, un esito così estremo ci sembra improbabile. La prospettiva più realistica per il 2026 è che la stabilizzazione del debito

Figura 4: previsioni sul debito pubblico statunitense

Secondo il piano Bessent, il debito potrebbe stabilizzarsi a circa il 100%



Fonti: CBO; calcoli EFGAM. Dati aggiornati al 3 novembre 2025. Sulle suddette informazioni sono state formulate delle ipotesi, che vengono fornite a titolo puramente illustrativo. Eventuali modifiche a tali ipotesi possono avere un impatto sostanziale sulla valutazione presentata.



Il sostegno ad un singolo mercato obbligazionario potrebbe venire dalla Banca centrale europea.

Azioni per gli investitori:

- Se i rendimenti obbligazionari hanno già scontato il peggio, può essere opportuno approfittare di rendimenti elevati negli USA, in Francia e Regno Unito. Tuttavia, questa strategia comporta rischi, in particolare per le obbligazioni con scadenze più lunghe, più sensibili ai cambiamenti delle aspettative sull'andamento fiscale e dei tassi d'interesse.
- I rendimenti USA a breve termine rimangono su livelli elevati e rappresentano un habitat più sicuro per gli investitori nervosi mentre gli squali girano intorno.
- L'attenzione dovrebbe essere rivolta ai Paesi che dispongono di finanze adeguate per poter ripagare i propri debiti. Una guida utile per valutare la sostenibilità del debito a lungo termine può essere rappresentata dalle attività estere nette (NFA).

prevista dal piano Bessent e il miglioramento della produttività dovuto all'implementazione dell'IA dovrebbero essere sufficienti ad alleviare i timori sulla sostenibilità del debito USA.

Gli squali stanno accerchiando l'Europa

In Europa, le preoccupazioni sulla sostenibilità fiscale non si placheranno così facilmente. Il timore di alcuni è che la «Francia possa diventare la nuova Grecia», ma questo paragone non è credibile. Diversamente dalla Grecia nel 2009–2010, la Francia non dipende dagli afflussi di capitale estero per finanziare il disavanzo delle partite correnti. La crescita economica rimane positiva e la BCE ha predisposto strumenti migliori per evitare crisi. Il mercato obbligazionario francese resta attivo e liquido. Eppure, il presidente Macron ha avuto cinque capi di governo nei tre anni del suo secondo mandato e nessuno è stato in grado di approvare un bilancio che mettesse la politica fiscale su un binario sostenibile.

Il sostegno a un mercato obbligazionario individuale potrebbe venire dalla BCE che, in passato, ha modificato le sue procedure operative per consentire tali azioni.⁶

Allo stesso modo, la credibilità degli sforzi compiuti dal Regno Unito per rispettare le restrizioni al debito auto-imposte è bassa e potrebbe essere messa alla prova nel 2026. Spesso viene fatto un parallelismo con il «momento Liz Truss» del 2022, quando fu annunciata una riduzione non finanziata della tassazione, che non era stata valutata dall'indipendente Office for Budget Responsibility e che portò a un crollo della sterlina e del mercato dei titoli di Stato britannici (gilt). Sebbene l'attuale governo del Regno Unito debba affrontare molte sfide che probabilmente metteranno sotto pressione la sterlina e i gilt, per il momento non prevediamo il ripetersi di una brusca e improvvisa dislocazione.

⁶ In passato la Banca centrale europea ha condotto diversi programmi per sostenere quelle che ha descritto come «dinamiche di mercato disordinate». È il caso del Transmission Protection Instrument (TPI) nel 2022, dell'Asset Purchase Programme (APP) nel 2015 e del Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) nel 2020.

Geopolitica: nuove alleanze, capitalismo di Stato ed elettorato divergente

Tema n.

4

Punti chiave

- La rivalità tra USA e Cina proseguirà, ma lo scenario più probabile è l'evoluzione verso una relazione di natura transazionale tra le due principali superpotenze.
- Nel frattempo, gli USA stanno adottando alcuni elementi tipici del capitalismo di Stato cinese; una tendenza che potrebbe essere seguita anche da altri Paesi.
- Le sanzioni secondarie rivolte agli Stati allineati con la Russia potrebbero causare problemi in diverse regioni del mondo.
- La fiducia nella leadership politica globale rimane fragile. Un importante banco di prova saranno le elezioni di metà mandato negli Stati Uniti, previste per novembre 2026.



4 **Geopolitica:** nuove alleanze, capitalismo di Stato ed elettorato divergente

” Questa divergenza strategica rimodellerà e dividerà l’economia globale, con i Paesi che tenderanno a propendere per la Cina o gli USA in termini di fedeltà economica.

La continua rivalità tra Stati Uniti e Cina, la nascita di nuove alleanze, la crescita del capitalismo di Stato, l’insoddisfazione e la polarizzazione degli elettori sono i temi geopolitici chiave che prevediamo per il 2026.

Rivalità USA-Cina

La rivalità tra Stati Uniti e Cina rimarrà una questione centrale nel 2026. La spinta di Washington a «ridurre la dipendenza» dalle catene di approvvigionamento cinesi continuerà, soprattutto nei semiconduttori e nei metalli delle terre rare. Tuttavia, in sostanza, la realtà è che USA, Cina e altre economie asiatiche sono profondamente interdipendenti. Le catene di approvvigionamento globali sono molto complesse e molte economie sono coinvolte nella produzione dell’hardware necessario per guidare lo sviluppo dell’IA.

È ironico che la spinta statunitense verso una maggiore autonomia comporti l’accettazione di un’ingerenza statale di tipo cinese, con l’assunzione di partecipazioni strategiche in settori chiave, con particolare attenzione all’IT e ai metalli delle terre rare. In una parodia di un’espressione notoriamente usata dalle autorità cinesi, alcuni hanno definito questo fenomeno «capitalismo con caratteristiche americane». Nel 2025 il governo statunitense ha acquisito partecipazioni significative in aziende come Intel (produzione di chip) e MP Materials (estrazione di terre rare), oltre a costringere Nvidia e AMD a cedere il 15% dei ricavi derivanti dalle vendite in Cina di chip in cambio di licenze di esportazione. E, naturalmente, le autorità statunitensi sono intervenute per imporre il trasferimento della proprietà delle operazioni statunitensi di TikTok a un’azienda negli USA.

Pechino, nel frattempo, continuerà a sviluppare la propria sfera di influenza attraverso legami commerciali più stretti e progetti infrastrutturali con nazioni considerate amiche. Ciò è risultato evidente durante la Parata Militare del Giorno della Vittoria cinese 2025, cui hanno partecipato leader di diversi Paesi, tra cui Russia, Iran, Corea del Nord, Indonesia, Bielorussia e Myanmar, mentre non è passata inosservata l’assenza di rappresentanti delle principali nazioni occidentali.

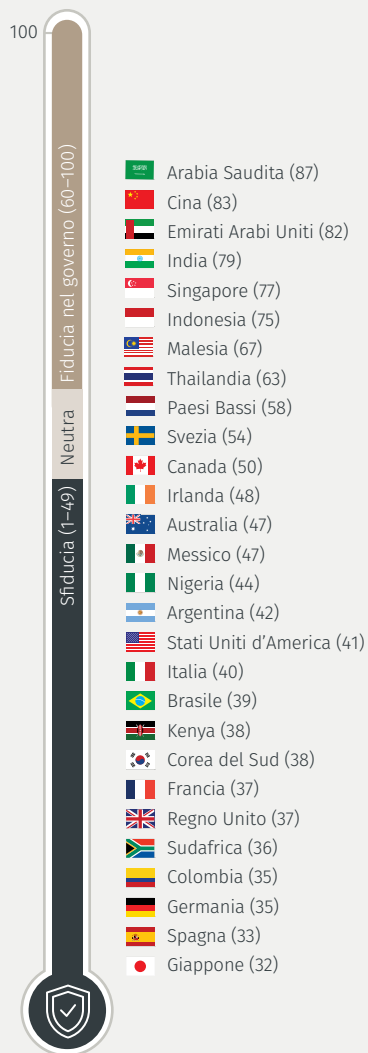
Questa divergenza strategica rimodellerà e dividerà l’economia globale, con i Paesi che tenderanno a propendere per la Cina o gli USA in termini di fedeltà economica. Ciononostante, per due Paesi così profondamente intrecciati sarà difficile disgiungersi del tutto o in tempi brevi. Questo fa pensare a una realtà in cui si raggiungerà un accordo pragmatico e transazionale tra le due grandi superpotenze del mondo.

Nuove alleanze

Si rafforzeranno nuove alleanze. L’espansione dei BRICS, ne costituisce l’esempio probabilmente più evidente, come evidenziato nell’Outlook dello scorso anno. Ai quattro membri fondatori (Brasile, Russia, India e Cina) si sono aggiunti il Sudafrica nel 2010, Egitto, Etiopia, Iran ed Emirati Arabi Uniti nel 2024 e l’Indonesia nel 2025. Ci si aspetta che i legami commerciali tra i membri si rafforzino, pur restando un gruppo certamente non omogeneo.

Figura 5: fiducia nei governi

Le economie emergenti hanno i più alti livelli di fiducia nel governo, ma per la maggior parte delle altre nazioni prevale la sfiducia



Fonte: Edelman Trust Barometer, 2025.

Azioni per gli investitori:

- Nel 2026, la geopolitica sarà definita dalla concorrenza tra USA e Cina, dalle preoccupazioni per le nuove minacce alla sicurezza, soprattutto in Europa, dalla rivalità tecnologica e dalla risposta sotto forma di capitalismo di Stato. Non ci saranno soluzioni facili o rapide.
- Le politiche populiste che riflettono opinioni di estrema sinistra o di estrema destra alimentano timori sulla sostenibilità e sulla stabilità dei governi che le adottano.
- Il mantenimento di portafogli adeguatamente diversificati tra le varie aree geografiche continua a essere centrale.

Sicurezza europea e guerra tra Russia e Ucraina

La Russia sta affrontando tensioni economiche, di manodopera e fiscali legate alla sua guerra in Ucraina, che potrebbero sfociare in negoziati o escalation. L'Europa stessa sta vivendo il più grande riarmo degli ultimi decenni, mentre attacchi informatici e incursioni di droni, aerei e navi russe nei territori dei Paesi europei membri della NATO potrebbero tuttavia rimanere una minaccia concreta, come dimostra l'attacco informatico alla casa automobilistica britannica Jaguar Land Rover. L'azienda non è stata in grado di produrre automobili per oltre un mese e ha richiesto garanzie statali sui prestiti per sostenere la propria catena di approvvigionamento. Tuttavia, ci sono segnali incoraggianti che indicano una convergenza dei leader europei sotto l'influenza catalizzatrice del presidente Trump.

Sanzioni

Le sanzioni sono destinate a continuare, intensificarsi e trasformarsi. Gli USA intendono infliggere dazi più elevati o sanzioni ai Paesi che commerciano con la Russia (in particolare a quelli che importano petrolio russo a basso costo, come dimostra l'aumento dei dazi sull'India) e incoraggiare o fare pressione su altri Paesi affinché facciano altrettanto. Le sanzioni potrebbero anche, o in alternativa, riguardare singole aziende e i rispettivi leader piuttosto che i Paesi stessi. Sebbene la loro efficacia sia discutibile, non vi è dubbio che possano essere dannose per le persone coinvolte, come nel caso dei cittadini russi sanzionati.

Frizioni regionali e tensioni istituzionali

Numerose tensioni regionali permangono e l'esperienza degli ultimi anni ci insegna che possono innescarsi con poco preavviso. Il coinvolgimento degli USA è riuscito a disinnescarne molte, rivestendo un ruolo sempre più importante, dato che le istituzioni globali, come ONU, WTO e FMI, faticano a far rispettare le norme e a gestire le sfide globali.

Fiducia e leadership

Nel 2026, a nostro avviso, si assisterà a una continua erosione della fiducia degli elettori nei confronti della propria leadership politica (figura 5). In molti Paesi è evidente una polarizzazione tra opzioni politiche sempre più di estrema sinistra o di estrema destra, in cui la «via di mezzo» spesso fatica a trovare spazio. Una tensione che si manifesta chiaramente, ad esempio, in Francia, dove il risultato è una situazione di oggettiva ingovernabilità. Gli elettori hanno la sensazione di scegliere spesso il «meno peggio» piuttosto che un partito o un candidato che sostengono veramente. Troppi leader si concentrano sul reagire alle crisi senza offrire una direzione coerente nel lungo periodo.

Altrettanto importante è la consapevolezza globale. I politici che si rifugiano in politiche e visioni nazionalistiche ignorano la realtà della profonda interdipendenza in settori come il commercio, la tecnologia e il clima. Un fattore chiave da tenere d'occhio saranno le elezioni USA di metà mandato, che costituiranno un banco di prova per Donald Trump, al fine di verificare se la sua scommessa su iniziative politiche chiave come i dazi e l'immigrazione abbia convinto gli elettori. Le recenti sconfitte politiche preoccupano l'amministrazione Trump, che potrebbe dover concentrarsi sull'agenda interna.

Innovazione e cambiamento

L'adozione e lo sviluppo dell'IA, avendo molte caratteristiche in comune con le rivalità tra le superpotenze del passato, saranno un tema centrale. In vista delle elezioni di metà mandato negli Stati Uniti, Trump punterà maggiormente sulla deregolamentazione come leva per stimolare la crescita.

- 5 La triade di Trump: DOGE, deregolamentazione e farmaci
- 6 Opportunità a profusione nella corsa all'IA

La triade di Trump: DOGE, deregolamentazione e farmaci

Tema n.

5

Punti chiave

- DOGE: sforzo continuo per risparmiare sui costi.
- Deregolamentazione: Trump sembra voler stravolgere le regole dei settori immobiliare, finanziario, tecnologico e non solo.
- Prezzi dei farmaci: Trump spingerà per allineare i prezzi globali dei farmaci ai livelli statunitensi.



5 *La triade di Trump*: DOGE, deregolamentazione e farmaci

Se tutte le aree metropolitane adottassero il livello più basso di regolamentazione dell'utilizzo del territorio (riscontrato in Texas), il PIL degli USA aumenterebbe di circa il 3%.

Non ci aspettiamo che il programma di riforme del presidente Trump subisca un rallentamento nel suo secondo anno. Scorgiamo nitidamente la «triade» del programma del presidente Trump: DOGE, deregolamentazione e prezzi dei farmaci. Si prevede che altri Paesi lo seguiranno passo passo e potrebbero cercare di adottare approcci simili a tempo debito.

DOGE

Trump aveva istituito il Dipartimento per l'efficienza del governo (DOGE) per ridurre gli sprechi della spesa pubblica, con Elon Musk che inizialmente puntava a un risparmio di USD 2 trilioni; successivamente ridimensionato a USD 1 trilione e poi a USD 150 miliardi a fine aprile. Sebbene Musk a fine maggio si sia allontanato sottraendo al DOGE parte dell'attenzione, il suo lavoro prosegue. Si stima che il DOGE abbia generato, fino a metà ottobre 2025, un risparmio pari a USD 214 miliardi⁷, grazie a una combinazione di cessioni di attivi, cancellazioni e rinegoziazioni di contratti e locazioni, eliminazione di pagamenti fraudolenti e indebiti e riduzione del personale. L'ampia deregolamentazione rimane un tema importante dell'amministrazione Trump ed è considerata fondamentale per raggiungere l'obiettivo di una crescita economica reale del 3%.

Deregolamentazione

Un aspetto importante delle politiche dell'amministrazione Trump è la deregolamentazione (figura 6), con particolare attenzione al settore immobiliare e alla de-zonizzazione/rizonizzazione del territorio. La de-zonizzazione si concentra sull'eliminazione totale delle restrizioni di pianificazione, mentre la rizonizzazione si concentra sulla modifica delle norme di zonizzazione. Le restrizioni di zonizzazione possono spesso ostacolare la disponibilità di spazi residenziali e commerciali.

La deregolamentazione in questo settore potrebbe allentare i limiti di densità residenziale, consentire la costruzione di un maggior numero di appartamenti/case, attenuarne la carenza e ridurne i costi. Per le imprese, un alleggerimento delle norme di zonizzazione può consentire, ad esempio, un più rapido sviluppo di nuove attività in aree chiave. Secondo uno studio, se tutte le aree metropolitane adottassero il livello più basso di regolamentazione dell'utilizzo del territorio (riscontrato in Texas), il PIL degli USA aumenterebbe di circa il 3% o USD 1 trilione all'anno.⁸

Un altro importante provvedimento legislativo sui mercati finanziari è il Genius Act (Guiding and Establishing National Innovation for US Stablecoins Act), entrato in vigore negli USA nel luglio 2025, che consente la creazione di *stablecoin* tipicamente sostenute dai Treasury come collaterale. Ciò comporterà un aumento significativo del numero di transazioni e quindi una

⁷ <https://doge.gov/savings>

⁸ <https://www.hoover.org/research/reforming-us-commercial-land-use-regulations-could-increase-gdp-1-trillion-year>

Figura 6: decreti di deregolamentazione sotto l'amministrazione Trump

La deregolamentazione si focalizza su sanità, finanza, settore immobiliare, energia e IA

Settore	Nome del decreto esecutivo o della normativa	Stato
Sanità	Regola del mercato dell’Affordable Care Act	Parzialmente in vigore
	Decreto esecutivo sulla ricerca biologica ad alto rischio	In vigore
	Decreto esecutivo che istituisce la «Make America Healthy Again Commission»	In vigore
Finanza	Istituzione dell’US Digital Asset Stockpile e del Genius Act, che porta alla creazione di <i>stablecoin</i> regolamentate	In vigore
	Creazione di un fondo sovrano statunitense che ha investito in aziende attive nel settore dei chip e delle terre rare	In vigore
	Invest America Act, che istituisce un conto a fiscalità agevolata per ogni neonato americano (con un deposito di USD 1 000 da parte del governo federale)	In vigore
Settore immobiliare	Abrogazione di tutti i regolamenti di Affirmative Fair Housing Marketing	In fase di regolamentazione
Ambiente/energia	Chiusura del Greenhouse Gas Reporting Program	In fase di regolamentazione
	Abrogazione dell’accertamento della pericolosità dei gas serra e degli standard di emissione dei veicoli	In fase di regolamentazione
	Abrogazione della definizione di «danno/danneggiare» ai sensi dell’Endangered Species Act	In fase di regolamentazione
	«Unleashing American Energy»	In vigore
	Ritiro dall’Accordo di Parigi	In vigore
Tecnologia/IA	Decreto esecutivo sulle autorizzazioni per i data center	In vigore
	Rinvio del blocco di TikTok	In vigore
	Decreto esecutivo per l’avanzamento dell’IA nell’istruzione	In vigore
	Creazione di una riserva strategica di bitcoin (Strategic Bitcoin Reserve) e di una riserva di asset digitali statunitensi (US Digital Asset Stockpile)	In vigore
	Eliminazione degli ostacoli alla leadership statunitense nell’IA	In vigore

Fonti: Casa Bianca, Brookings Institution e EFGAM. Dati aggiornati al 17 ottobre 2025.

riduzione dei costi per i trasferimenti transfrontalieri, oltre a una maggiore sicurezza e regolamentazione per i consumatori. Si prevede che gli *stablecoin* saranno in grado di trasformare radicalmente i sistemi di pagamento transfrontalieri, soprattutto negli USA, dove i trasferimenti hanno costi elevati per i consumatori e, spesso, notevoli ritardi. Riteniamo che, con ulteriori miglioramenti, questa tecnologia potrebbe portare a una maggiore tokenizzazione di azioni, attività illiquide e, infine, alla negoziazione 24/7 delle attività d’investimento.

Prezzi dei farmaci

La determinazione dei prezzi dei farmaci è stata a lungo una questione controversa non solo negli USA, ma anche globalmente. Negli USA, i farmaci sono generalmente più costosi rispetto al resto del mondo, soprattutto quelli relativamente nuovi e di marca. Il presidente Trump sostiene che i prezzi dei farmaci siano troppo bassi in altri mercati del mondo, soprattutto in quelli europei, e che i dazi (in particolare sulla Svizzera) siano destinati a compensare questa differenza. L’amministrazione Trump ritiene che i prezzi dei farmaci USA debbano rimanere elevati per incentivare maggiori investimenti in ricerca e sviluppo, argomentazione generalmente condivisa da altre economie, in particolare dal Regno Unito. Tuttavia, gli acquirenti di farmaci,

Azioni per gli investitori:

- Cercare opportunità nella triade: fornitura da parte del settore privato di servizi precedentemente pubblici; sviluppo immobiliare in aree residenziali e commerciali selezionate, a seguito di de-zonizzazione/rizonizzazione; innovatori nel settore sanitario.
- Il Genius Act potrebbe rappresentare una minaccia per le società di pagamento transfrontaliero e per le banche, ma costituirà un'opportunità per le aziende attive nel settore delle stablecoin.
- È importante prestare attenzione ai cambiamenti nel panorama dei prezzi dei farmaci e al loro impatto sugli investimenti e sull'innovazione.
- Altre economie (tra cui Regno Unito e i mercati emergenti) potrebbero intraprendere iniziative simili a DOGE: in tal caso, vale la pena cercare opportunità in quelle aree.

siano essi consumatori finali, fornitori di assistenza sanitaria o lo Stato, sono riluttanti ad accettare un aumento dei prezzi. Negli USA, il piano TrumpRX è stato concepito per consentire ai consumatori di acquistare i farmaci direttamente dalle case farmaceutiche, ma resta da vedere quanto sarà efficace.

Inoltre, la scadenza dei brevetti (negli USA i prezzi dei farmaci generici sono inferiori a quelli dei farmaci di marca) e la scarsa disponibilità di nuovi farmaci approvati esercitano una pressione sui margini delle case farmaceutiche e potrebbero soffocare ulteriormente gli investimenti in nuovi farmaci. Le questioni relative all'efficacia dei farmaci (vaccini e farmaci generici di ampio utilizzo come il paracetamolo) rendono difficile prevedere gli sviluppi nel settore sanitario nel 2026. Prediligiamo gli investimenti in aziende più piccole e innovative, in grado di guidare lo sviluppo di nuovi farmaci, piuttosto che in aziende del settore sanitario più grandi e affermate.

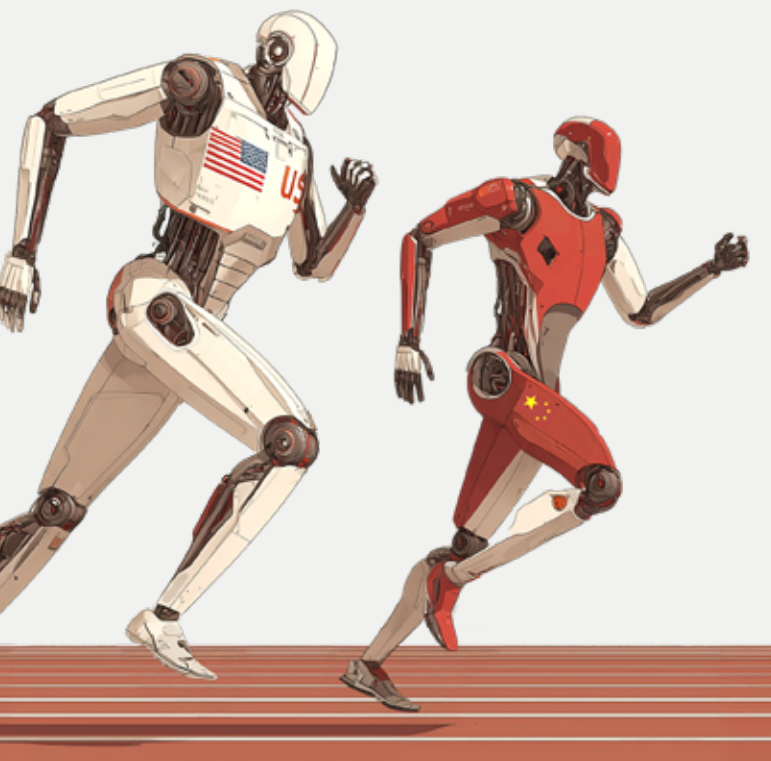
Opportunità a profusione *nella corsa all'IA*

Tema n.

6

Punti chiave

- Il piano infrastrutturale dell'IA richiederà investimenti significativi nel settore energetico.
- Le fonti di finanziamento per questi investimenti sono in continua evoluzione.
- USA e Cina continueranno la loro battaglia per diventare leader mondiali nel campo dell'IA.
- I robot umanoidi rappresentano uno strumento di applicazione promettente.



6 Opportunità a profusione nella *corsa all'IA*

La corsa all'intelligenza artificiale (IA) sarà una fase determinante degli anni 2020. Continueremo ad assistere a un'intensa competizione tra USA e Cina, a enormi investimenti di capitale e a un'innovazione tecnologica senza precedenti.

Infrastrutture IA e domanda di energia

Dal lancio di ChatGPT nel novembre 2022, la rapidità e l'entità degli investimenti in infrastrutture IA hanno di gran lunga superato le previsioni. Ad oggi, la maggior parte dei finanziamenti è stata promossa dagli hyperscaler statunitensi.

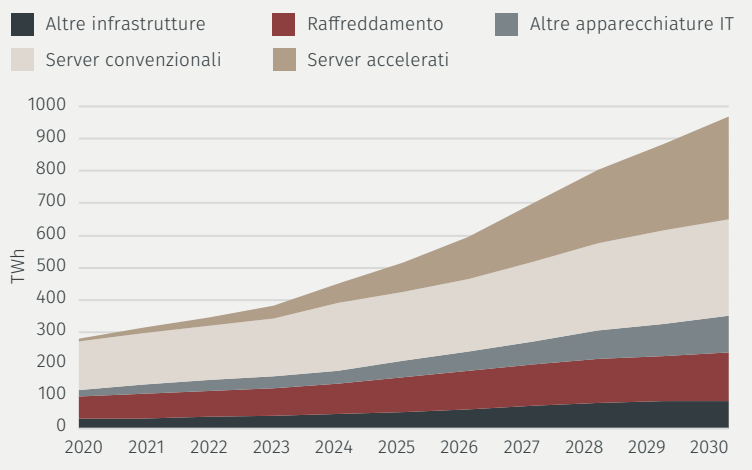
Solo nel terzo trimestre del 2025, i quattro maggiori investitori (Amazon, Microsoft, Google e Meta) hanno destinato complessivamente USD 97 miliardi alle spese in conto capitale, con un incremento del 66% rispetto all'anno precedente; la maggior parte di questi investimenti è confluita nell'IA⁹.

Nel 2025, gli investimenti globali aggregati in data center potrebbero aver superato USD 500 miliardi, con i data center IA a fare la parte del leone. Nonostante le cifre da capogiro, i maggiori investitori dichiarano di non disporre ancora di una capacità sufficiente a coprire l'attuale domanda.

Una delle sfide cruciali per aumentare tale capacità è garantire un approvvigionamento energetico adeguato per alimentare i server (figura 7). I data center IA sono particolarmente affamati di energia: i server IA di nuova generazione consumano infatti circa dieci volte più energia rispetto ai server

Figura 7: consumo energetico dei data center di tutto il mondo per apparecchiatura, scenario di base

La crescente pressione sull'approvvigionamento di energia elettrica stimolata dalla crescita dell'IA

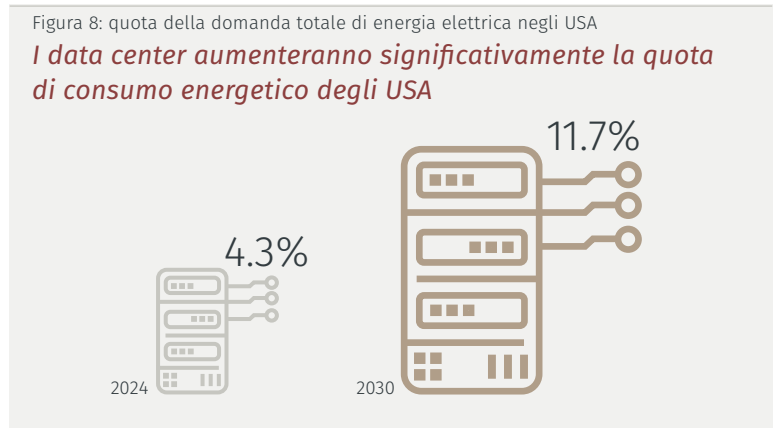


Fonte: IEA, <https://www.iea.org/reports/energy-and-ai/energy-demand-from-ai>

⁹ Fonte: utili aziendali e calcoli EFGAM.

tradizionali. Oggi la capacità dei data center si misura in gigawatt (GW); a titolo di riferimento, 1 GW di potenza è sufficiente ad alimentare circa 750 000 famiglie statunitensi.

L'Agenzia internazionale per l'energia (IEA) stima che nel 2024 i data center di tutto il mondo consumeranno circa l'1,5% dell'energia globale.¹⁰ Negli USA, McKinsey stima che la quota di consumo energetico dei data center aumenterà dal 4,3% nel 2024 all'11,7% nel 2030 (figura 8).¹¹



Fonte: McKinsey, <https://www.mckinsey.com/industries/technology-media-and-telecommunications/our-insights/the-cost-of-compute-a-7-trillion-dollar-race-to-scale-data-centers>

Se si considerano gli ambiziosi piani d'investimento nell'IA, si prevede che nel quinquennio 2025–2030 dovranno essere costruiti ulteriori 80–120 GW di capacità.

Tuttavia, su una tale scala e in un arco di tempo relativamente breve, esiste il rischio che l'offerta non riesca a tenere il passo con la domanda. Nel suo scenario di base, l'IEA stima l'aggiunta di circa 110 GW di capacità di data center tra il 2025 e il 2030, di cui circa 20 GW potrebbero subire ritardi a causa di vincoli di rete. Nel frattempo, gli operatori dei data center stanno facendo a gara per rendere operative quanto prima fonti di energia rinnovabili, nucleari e da combustibili fossili, così da poter soddisfare la domanda futura.

In che modo verranno finanziati tutti questi investimenti?

Finora, la maggior parte degli investimenti è stata finanziata dal flusso di cassa disponibile delle aziende più redditizie del mondo. Tuttavia, poiché i flussi di cassa disponibili di queste aziende iniziano ad avvicinarsi allo zero e gli investimenti continuano ad aumentare, si stanno diffondendo tre fonti di finanziamento alternative:

1. Finanziamenti tramite debito: Oracle, ad es., deve contrarre debiti per investire su una scala simile a quella dei principali attori. Gli hyperscaler non hanno ancora fatto un uso significativo del finanziamento tramite debito.
2. Finanziamenti con capitale proprio: i cicli di finanziamento di OpenAI vengono, ad es., utilizzati per costruire potenzialmente capacità autonome.
3. Finanziamenti da parte dei fornitori: nello specifico, Nvidia ha accettato di investire fino a USD 100 miliardi in OpenAI per sostenere le ambizioni delle aziende.

¹⁰ <https://www.iea.org/reports/energy-and-ai/energy-demand-from-ai>

¹¹ <https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/how-data-centers-and-the-energy-sector-can-sate-ais-hunger-for-power>

Sebbene i giganti tecnologici cinesi abbiano aumentato i loro investimenti nell'IA, non sono ancora all'altezza delle loro controparti statunitensi.

”
Dai reparti produttivi delle fabbriche ai corridoi degli ospedali, i robot umanoidi stanno iniziando a farsi strada come nuova forza lavoro dell’era moderna.

Il passaggio ai finanziamenti tramite debito e a quelli da parte dei fornitori indica che siamo entrati in una nuova fase di questo ciclo. Tuttavia, la durata della correzione finale dipenderà in ultima analisi da due fattori:

- che rimanga intatta la convinzione collettiva in un continuo progresso tecnologico e in un ritorno finanziario degli investimenti nell’IA;
- che il capitale residuo disponibile sia sufficiente per essere impiegato. Al momento questa condizione è soddisfatta, ma potrebbe non durare.

Stati Uniti vs. Cina

Sia gli USA che la Cina considerano l’IA una tecnologia strategica con implicazioni per la crescita economica e la sicurezza nazionale. Pur avendo aumentato i loro investimenti nell’IA, i giganti tecnologici cinesi non sono ancora all’altezza delle loro controparti USA. Alibaba è stata finora la più generosa ed esplicita, annunciando a settembre 2025 l’intenzione di investire, nell’arco di tre anni, «oltre RMB 380 miliardi» (USD 53 miliardi). La Cina potrebbe avere un vantaggio energetico grazie alla sua abilità nelle vendite e nell’energia nucleare. Se si escludono gli USA, la Cina è probabilmente il secondo Paese investitore nella costruzione di infrastrutture IA.

Gli USA hanno cercato di rallentare i progressi dell’IA cinese attraverso restrizioni all’esportazione di semiconduttori e, in misura minore, dazi doganali. La Cina, in risposta, ha fatto leva sulla dipendenza industriale statunitense dalle terre rare.

Come affermato senza mezzi termini dal Segretario al Commercio degli Stati Uniti, Howard Lutnick: «Non vendiamo loro i nostri prodotti migliori, né quelli di seconda scelta, né quelli di terza scelta. Vogliamo che la Cina continui a utilizzare quelli di quarta scelta. Vogliamo che i cinesi continuino a utilizzare lo stack tecnologico americano, perché ancora dipendono da esso».¹²

Parallelamente ai negoziati commerciali, ogni Paese sta perseguendo un proprio percorso di localizzazione delle risorse strategiche: produzione e progettazione di chip per la Cina; reshoring manifatturiero e accesso a materiali di importanza critica per gli USA.

Robot umanoidi: dalla fantascienza alla fabbrica

Un’applicazione emergente dell’IA si presenta sotto forma di robotica autonoma. I robot umanoidi, un tempo confinati al regno della fantascienza, stanno mostrando segnali sempre più convincenti di maturità tecnologica. Dai reparti produttivi delle fabbriche ai corridoi degli ospedali, stanno iniziando a farsi strada come nuova forza lavoro dell’era moderna.

I vantaggi promessi sono ambiziosi: lavorano instancabilmente 24/7, operano in spazi progettati per gli esseri umani e aprono le porte a un numero quasi illimitato di applicazioni, dalle fabbriche ai magazzini logistici, dai servizi sanitari al retail e oltre. Per le economie che si confrontano con l’invecchiamento demografico e ricorrenti carenze di personale, la robotica rappresenta una soluzione interessante per aumentare la produttività.

¹² <https://www.cnbc.com/2025/07/15/howard-lutnick-says-china-is-only-getting-nvidias-4th-best-ai-chip.html>

Azioni per gli investitori:

- La domanda di energia elettrica aumenterà, favorendo i Paesi che dispongono delle fonti più economiche di nuova energia elettrica, in particolare nelle aree con un fabbisogno crescente di data center.
- I robot umanoidi saranno probabilmente impiegati in un numero crescente di settori, tra cui logistica e produzione, servizi sanitari e a domicilio.

Oggi questi robot autonomi sono ancora perlopiù in fase di test in diversi settori e non se ne intravede un'imminente adozione di massa. Le capacità tecnologiche e i costi devono continuare a evolversi, ma le tendenze osservate finora sono promettenti. I costi, infatti, sono scesi da oltre USD 100 000 agli attuali 35 000–60 000 per alcuni modelli di punta, e alcune aziende cinesi prevedono di scendere sotto i 15 000 per unità.

La robotica potrebbe diventare un ulteriore terreno di competizione tra USA e Cina; tuttavia, con i potenziali enormi vantaggi economici derivanti dalla possibilità di automatizzare molte più mansioni manuali, esistono forti incentivi a localizzare questa industria.

Opportunità di *mercato*

Le opportunità trascurate nei mercati un tempo favoriti saranno un tema chiave del 2026. Due mercati si distinguono: le azioni europee e le azioni e obbligazioni dei mercati emergenti. Entrambi erano popolari in passato e potrebbero riacquistare il loro fascino. Nel frattempo, nuove opportunità offerte dai mercati privati e dalle operazioni di M&A offrono una nuova dimensione.

- 7 Rinascita dell'UE: ristrutturazione e riforma
- 8 I mercati emergenti hanno il vento in poppa
- 9 Private markets: sbloccare liquidità e opportunità di diversificazione
- 10 IPO e operazioni di M&A: benefici previsti per molteplici settori

Rinascita dell'UE: ristrutturazione e riforma

Tema n.

7

Punti chiave

- L'Europa è impegnata ad aumentare la spesa per la difesa non solo nel 2026, ma anche negli anni a venire.
- L'Europa è il continente guida per il processo di transizione verso l'energia verde e la riduzione delle emissioni di carbonio.
- L'innovazione è un elemento chiave per la crescita futura, come dimostra l'esempio della Svizzera.



7 Rinascita dell'UE: ristrutturazione e riforma

L'UE adotterà ulteriori misure di ristrutturazione e riforma nel 2026, spinte dalle minacce esterne (in particolare dalla Russia) e dalle pressioni degli USA per un aumento della spesa per la difesa. Il punto di forza dell'Europa di innovare e di collaborare tra gli Stati membri continuerà a rappresentare un fattore determinante.

Riteniamo probabile un rinnovato interesse per i titoli azionari europei e svizzeri. Tale visione positiva è guidata da una serie di potenziali catalizzatori, tra cui: (1) un impatto più concreto degli stimoli tedeschi; (2) un aumento della spesa per la difesa; (3) un rinnovato interesse per la spesa nell'energia verde e nella riduzione delle emissioni di carbonio e (4) livelli di innovazione. Inoltre, la dinamica del credito nell'Eurozona sta migliorando e i tassi d'interesse stanno diminuendo.

La spesa fiscale della Germania è un potenziale catalizzatore per il miglioramento dell'attività economica

Il pacchetto infrastrutturale da EUR 500 miliardi e l'aumento di circa EUR 1 trilione sulla spesa per la difesa nel prossimo decennio sono ingenti rispetto agli standard storici. Sebbene la Germania abbia storicamente speso poco, vediamo tre motivi per cui questa volta la situazione potrebbe essere diversa: (1) la volontà politica di Merz è indiscutibile; (2) non mancano progetti di

Figura 9: spese per la difesa degli Stati membri dell'UE che fanno parte della NATO

Sebbene sette Stati membri dell'UE non abbiano raggiunto l'obiettivo di spesa per la difesa fissato dalla NATO nel 2024, si prevede che tutti i membri lo raggiungeranno nel 2025

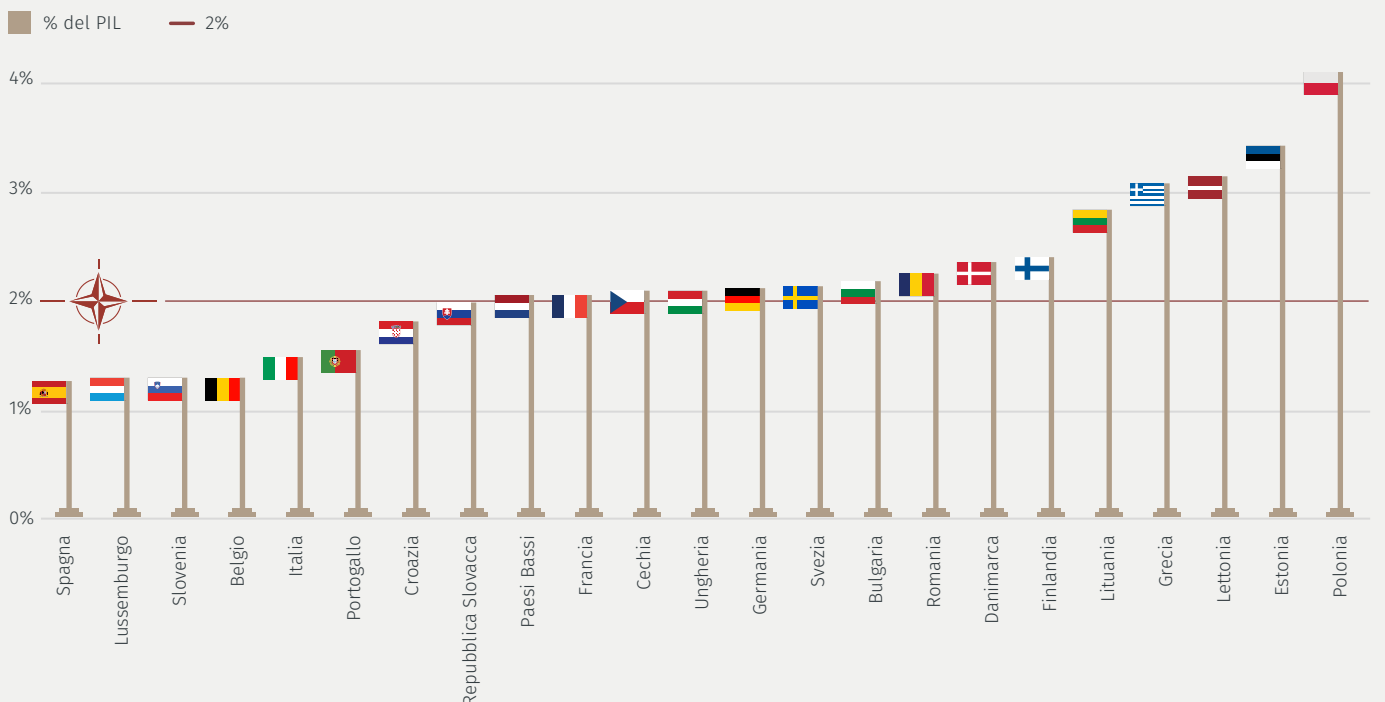


Figura 10: Global Innovation Index dell'Organizzazione mondiale della proprietà intellettuale

Poiché l'innovazione è un elemento chiave per la crescita futura, l'Europa si trova in una posizione privilegiata

Paese	Classifica mondiale
Svizzera	1
Svezia	2
USA	3
Singapore	4
Regno Unito	5
Corea	6
Finlandia	7
Paesi Bassi	8
Germania	9
Danimarca	10
Cina	11
Francia	12
Giappone	13
Canada	14
Israele	15
Estonia	16
Austria	17
Hong Kong, Cina	18
Irlanda	19
Lussemburgo	20
Norvegia	21
Islanda	22
Australia	23
Belgio	24
Nuova Zelanda	25

Fonte: Global Innovation Index dell'Organizzazione mondiale della proprietà intellettuale, 2025.

investimento identificabili e ci sono già piani specifici su come impiegare i fondi, dalle ferrovie ai ponti, fino ai contratti nel settore della difesa; (3) somme ingenti vengono destinate ai Länder che presentano rilevanti esigenze d'investimento locale. Un quinto dei EUR 500 miliardi del fondo per le infrastrutture sarà speso direttamente dai Länder, che avranno maggiore flessibilità nell'accendere nuovi prestiti strutturali.

Sicurezza della difesa

Le tensioni geopolitiche globali hanno riportato in auge la questione dell'autonomia strategica dell'Europa. Un aspetto di questa autonomia potrebbe essere la creazione di una capacità militare e di difesa realmente unificata, ma si tratta di un tema politicamente delicato, il cui raggiungimento potrebbe richiedere decenni. Tuttavia, si osservano progressi concreti nell'aumento della spesa per la difesa dei Paesi europei. Nel 2024, 23 dei 27 Stati membri dell'UE fanno parte della NATO, e 16 di questi hanno registrato una spesa per la difesa superiore al 2% del loro PIL (figura 9). Si prevede che tutti gli Stati membri raggiungano o superino l'obiettivo del 2% nel 2025, secondo gli impegni presi con la NATO, e che tutti puntino a raggiungere il 5% entro il 2035. Questa spesa aggiuntiva viene sostenuta anche in presenza di altre pressioni sui bilanci pubblici.

Transizione verde

Un altro catalizzatore chiave del rinnovato ottimismo delle azioni europee è la ripresa degli investimenti nell'energia verde e nella riduzione delle emissioni di carbonio. Lo slancio politico rimane favorevole: il Patto per l'industria pulita dell'UE, introdotto a inizio 2025, e il Piano d'azione per un'energia a prezzi accessibili mirano a ridurre i costi energetici, a stimolare gli investimenti legati alla transizione e a sostenere la domanda di prodotti a basse emissioni di carbonio, spostando l'attenzione dalla regolamentazione alla competitività industriale. Secondo le stime della Commissione europea, un'elettrificazione più rapida e una maggiore efficienza potrebbero ridurre la spesa dell'UE per l'importazione di combustibili fossili di circa EUR 130 miliardi all'anno entro il 2030 e fino a EUR 260 miliardi entro il 2040, migliorando la resilienza e riducendo la dipendenza energetica a lungo termine.

I progressi sono già tangibili: nel 2024 le rinnovabili hanno fornito quasi la metà dell'energia elettrica dell'UE, mentre il «meccanismo di adeguamento del carbonio alle frontiere» (CBAM), che sarà pienamente operativo nel 2026, rafforza gli incentivi per una produzione più pulita. A nostro avviso, questi sviluppi offrono un contesto costruttivo a medio termine per l'Europa, che si sta impegnando in una transizione verde creando nuove opportunità nell'industria, nei servizi pubblici e nelle aziende legate all'elettrificazione e all'efficienza energetica.

Innovazione

Viviamo in un'economia basata sulla conoscenza, in cui le attività immateriali come la proprietà intellettuale, unitamente a invenzioni, brevetti e know-how tecnologico, sono diventate fonti essenziali di creazione di valore a livello sia nazionale che aziendale. Un esempio è Klarna, che è stata la prima azienda europea e la prima azienda fintech al mondo a lanciare un plugin di ChatGPT. L'assistente IA di Klarna ha intrattenuto oltre 2,3 milioni di conversazioni, ossia due terzi delle chat del servizio clienti di Klarna, e svolge una mole di lavoro equivalente a quella di 700 agenti a tempo pieno, consentendo al contempo una risoluzione più rapida e accurata delle richieste.¹³

¹³ Fonte: <https://openai.com/index/klarna>

Azioni per gli investitori:

- Il potenziale aumento dell'attività economica e industriale potrebbe favorire in modo particolare le small cap e le mid cap svizzere e dell'Eurozona.
- La transizione verde genera opportunità nell'industria, nei servizi pubblici e nelle aziende legate all'elettrificazione e all'efficienza energetica.
- È consigliabile esplorare opportunità nelle aziende operanti nei settori della difesa e dell'industria.

Naturalmente, in un'epoca sempre più caratterizzata dall'intelligenza artificiale, in cui molte forme di lavoro intellettuale rischiano di essere automatizzate o soppiantate, il valore delle capacità unicamente umane, come il talento, la creatività e il pensiero adattivo, diventa un ingrediente ancora più essenziale dell'innovazione. Secondo il Global Innovation Index, 16 delle 25 economie più innovative si trovano in Europa. La Svizzera è un esempio calzante di questa dinamica (figura 10). Come evidenziato da una recente ricerca dell'INSEAD, il Paese continua a detenere la leadership in fatto di competitività dei talenti e di innovazione, classificandosi al primo posto a livello globale per 15 anni consecutivi. La presenza di una forza lavoro tra le più qualificate è alla base della supremazia svizzera in settori chiave come finanza, tecnologia medica, industria farmaceutica e manifattura di precisione. In un mondo in cui l'innovazione è la chiave per la crescita futura, l'Europa si trova in una posizione privilegiata.

I mercati emergenti hanno il vento in poppa

Tema n.

8

Punti chiave

- I mercati emergenti dovrebbero trarre vantaggio da un contesto caratterizzato da un dollaro stabile o in calo, da disciplina fiscale, da solidi dati demografici, da una buona crescita strutturale e da tassi d'interesse bassi nei Paesi sviluppati.
- La domanda interna resta resiliente in molte economie emergenti, mentre le azioni di questi mercati continuano a essere scambiate a sconto rispetto a quelle dei mercati sviluppati.



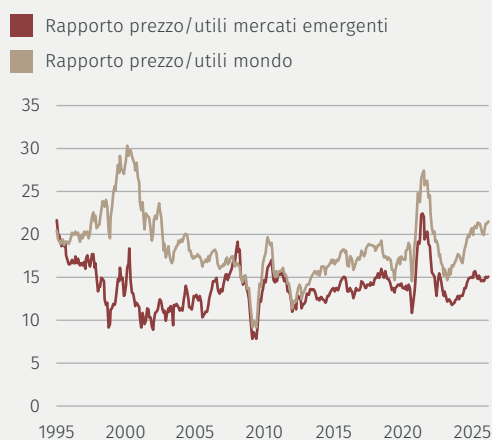
8 I mercati emergenti hanno il vento in poppa



Una domanda globale favorevole o vincoli all'offerta delle principali materie prime (minerali, metalli, energia) potrebbero aumentare il ricavato dalle esportazioni e migliorare i conti pubblici.

Figura 11: sconto dei mercati emergenti rispetto al resto del mondo

Il rapporto prezzo/utigli dei mercati emergenti è generalmente inferiore a quello dei mercati sviluppati



Fonte: indici globali di mercato di Datastream, LSEG. Dati aggiornati al 3 novembre 2025.

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri

È giusto dire che l'atteggiamento degli investitori nei confronti dei mercati emergenti ha avuto alti e bassi nel corso di lunghi periodi: l'entusiasmo per le prospettive di crescita a lungo termine è spesso stato attenuato dal riemergere di crisi. Le valutazioni a buon mercato si sono rivelate una value trap, e le riforme strutturali spesso non si concretizzano. Il 2026, a nostro avviso, sarà un anno in cui si concretizzerà una valutazione più favorevole.

Valutazioni solide

Le azioni dei mercati emergenti hanno attualmente un prezzo scontato rispetto ai mercati sviluppati (figura 11). Sebbene tale sconto sia normale, è più ampio rispetto alla media e ci aspettiamo che attragga afflussi di capitale, soprattutto in un contesto di bassi tassi d'interesse globali.

Un dollaro statunitense debole

In un contesto di inflazione moderata e di tassi d'interesse ai minimi, ci aspettiamo che il dollaro USA rimanga sostanzialmente stabile o in lieve calo nel prossimo anno. Storicamente, i titoli azionari dei mercati emergenti hanno beneficiato di una tendenza del dollaro all'indebolimento o alla stabilità, in quanto ciò riduce il peso dei debiti denominati in USD e rende più attraenti le attività finanziarie locali.

Disciplina fiscale

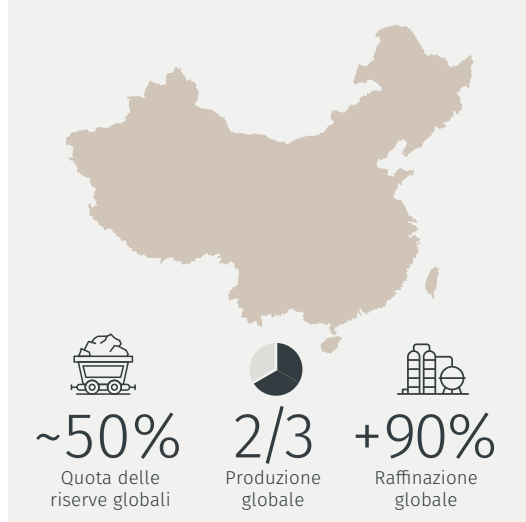
Spesso si ritiene erroneamente che le economie dei mercati emergenti debbano far fronte ad un debito maggiore rispetto a quello delle economie avanzate. In realtà, negli ultimi decenni molte di queste economie hanno adottato una gestione fiscale più disciplinata, traendo insegnamento da precedenti crisi del debito, come la crisi del Messico, la cosiddetta Tequila crisis, del 1994. Oggi, Paesi come Messico, Brasile e India presentano livelli di debito pubblico lordo in percentuale del PIL inferiori rispetto a quelli di economie avanzate come Stati Uniti, Regno Unito, Francia e Giappone.

Resilienza della domanda interna dei mercati emergenti

Nei mercati emergenti, la resilienza della domanda interna e la forte spesa dei consumatori rimangono pilastri importanti della crescita. Questo vale soprattutto per l'India, mentre in Cina la domanda dei consumatori resta contenuta a causa del debito incombente, della debolezza del mercato immobiliare e della scarsa fiducia dei consumatori.

Tuttavia, la Cina continua a giocare un ruolo centrale nell'andamento complessivo dei mercati emergenti: ha esternalizzato la produzione in economie più piccole, come il Vietnam, e ha contribuito alla costruzione di infrastrutture a livello globale tramite il suo Belt and Road Plan, sebbene oggi le sue ambizioni siano più contenute.

Figura 12: produzione e raffinazione delle terre rare in Cina

La Cina domina il campo di battaglia delle terre rare

Fonte: US Geological Survey and International Energy Agency, Global Critical Minerals Outlook 2025.

Azioni per gli investitori:

- Per il 2026, ci aspettiamo un ritorno di interesse verso i mercati emergenti, sostenuto da un contesto globale generalmente favorevole, caratterizzato da crescita e inflazione basse ma stabili, e da un dollaro stabile o leggermente più debole. Le valutazioni sono scontate rispetto a quelle dei mercati sviluppati.
- Sono favoriti il debito in valuta locale e le materie prime dei mercati emergenti.
- Le aziende attive nei materiali «pick and shovel» (pala e piccone) offrono potenziale di crescita e opportunità.

Materie prime

Oltre alle forze generate dalla domanda interna, diversi mercati emergenti sono esportatori di materie prime. Una domanda globale favorevole o vincoli di offerta per le principali materie prime (minerali, metalli, energia) potrebbero migliorare i proventi da esportazione e i bilanci fiscali.

Un esempio saliente è il dominio cinese sulle terre rare. La seconda economia mondiale rappresenta quasi la metà delle riserve globali, due terzi della produzione globale e oltre il 90% della raffinazione globale (figura 12). La Cina ha strategicamente costruito queste capacità nel corso di diversi decenni. Una famosa citazione dell'ex leader Deng Xiaoping del 1992 evidenzia questo punto: «Il Medio Oriente ha il petrolio e la Cina ha le terre rare».

Le terre rare sono versatili, fanno parte della catena di approvvigionamento di prodotti che vanno dagli altoparlanti alle macchine a raggi X, fino ai sistemi di guida missilistica. Sono utilizzate anche per la produzione di hardware high tech su cui si basa l'IA e trarranno vantaggio dalla corsa all'IA. Inoltre, la transizione verso l'energia pulita potrebbe aumentare la domanda di minerali di importanza critica, tra cui litio e cobalto, a vantaggio delle economie emergenti che detengono queste risorse.

Dati demografici forti

Le economie emergenti che tipicamente hanno ricevuto meno attenzione, in particolare quelle della regione del Golfo, dovrebbero continuare a performare bene anche in un periodo in cui il mondo sta abbandonando l'uso di petrolio e gas. In particolare, dovrebbero trarre vantaggio dal loro impegno in importanti progetti infrastrutturali e da fattori demografici favorevoli legati a una popolazione giovane e in crescita (in particolare alla partecipazione delle donne alla forza lavoro saudita).

Dal 2002 sono stati registrati deflussi di fondi dai mercati a reddito fisso dei Paesi emergenti, mentre nello stesso periodo i flussi azionari sono rimasti sostanzialmente stabili. Riteniamo che i punti sopra evidenziati creino ora le condizioni per un aumento dei flussi di fondi verso i mercati emergenti e per una ripresa della loro performance rispetto ai mercati sviluppati.

Rischi da considerare

Come per ogni tematica, esistono dei rischi di cui bisogna essere consapevoli. Le tensioni geopolitiche sono state elevate negli ultimi anni e lo sono tuttora. Se dovessero intensificarsi, la fuga verso la sicurezza potrebbe interrompere la tendenza all'indebolimento del dollaro, di cui beneficiano i mercati emergenti. Questa tendenza potrebbe anche essere arrestata da una Fed più aggressiva che potrebbe non soddisfare le aspettative di taglio dei tassi di mercato se i dati sul mercato del lavoro o sull'inflazione USA fossero più forti del previsto. Inoltre, la minaccia incombente dei dazi USA è un rischio significativo per le economie di mercato emergenti esportatrici di materie prime, poiché potrebbe interrompere i flussi commerciali e frenare la crescita economica.

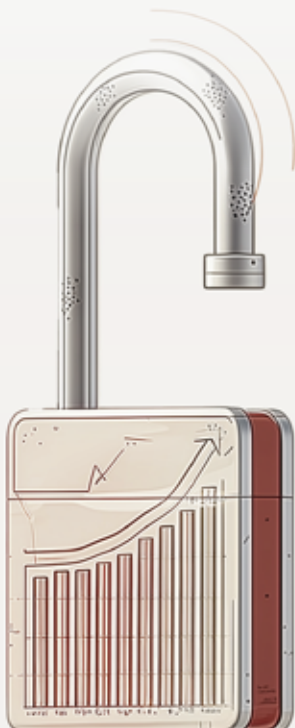
Private markets: sbloccare liquidità e opportunità di diversificazione

Tema n.

9

Punti chiave

- Le acquisizioni di aziende di media capitalizzazione, i mercati secondari e il debito privato giocano un ruolo centrale nella costruzione di portafogli flessibili e robusti nei private markets.
- Il successo nei private markets dipende sempre più dalla selezione di gestori altamente performanti e dal supporto di una guida esperta.



9 *Private markets*: sbloccare liquidità e opportunità di diversificazione

Gli attivi gestiti in private equity e private debt hanno registrato una rapida crescita negli ultimi anni e si prevede che raggiungeranno rispettivamente circa USD 11,9 trilioni e USD 2,6 trilioni (figura 13).¹⁴

Tuttavia, l'industria deve affrontare una sfida persistente: il lento ritorno del capitale agli investitori. Si tratta di un problema che sta inducendo un passaggio a strategie che privilegiano le opportunità di liquidità, la diversificazione e la gestione del rischio. I portafogli di private markets diversificati su aziende di media capitalizzazione, i mercati secondari e il private debt si stanno affermando come soluzioni chiave in grado di aiutare gli investitori a bilanciare le opportunità di crescita con la necessità di flessibilità e resilienza.

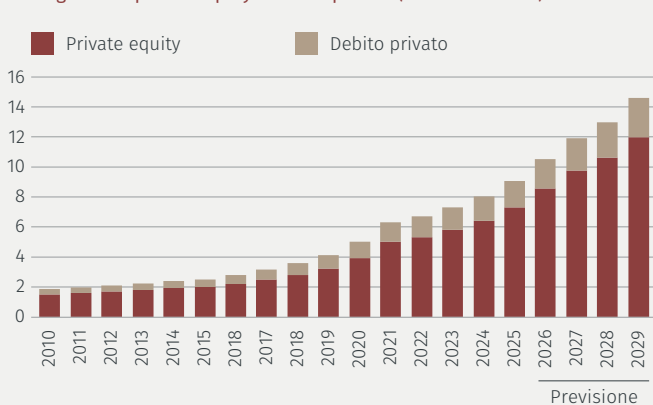
Le acquisizioni di aziende di media capitalizzazione, offrono una diversificazione integrata

Le acquisizioni di aziende di media capitalizzazione, potrebbero continuare a brillare nel 2026 come fonte di diversificazione, stabilità e possibili rendimenti elevati. Questi investimenti si concentrano su società di medie dimensioni, che tendono ad avere valutazioni iniziali più interessanti e a offrire una maggiore scelta di opzioni per l'uscita dall'investimento rispetto alle operazioni di più ampia portata. I gestori di aziende di media capitalizzazione, si affidano spesso alle vendite commerciali e ai buyout secondari piuttosto che alle IPO, riducendo così la loro dipendenza dai mercati pubblici volatili e uniformando la tempistica delle uscite. Secondo Preqin, le acquisizioni di

Figura 13: Si prevede che i mercati privati cresceranno in modo significativo

Il settore dei mercati privati continua a crescere e a democratizzarsi

Attivi gestiti in private equity e debito privato (in bilioni di USD)



		2024 Reale	2029 Previsione	Crescita (CAGR)		
Private equity	Buyout	\$4.3T	\$8.3T	14.1%	13.2%	
	Crescita	\$1.2T	\$2.2T	12.4%		
	Altro	\$0.9T	\$1.4T	9.9%		
Debito privato	Prestito diretto	\$0.8T	\$1.3T	10.4%	10.3%	
	Debito	\$0.3T	\$0.5T	9.9%		
	Altro	\$0.5T	\$0.8T	10.3%		

Fonte: Preqin, ultimo aggiornamento al 6 novembre 2025. **I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri**

¹⁴ Preqin 2025 Global Report. 2024, <https://pro.preqin.com/insights/global-reports/2025-private-equity?chapter=sample>

”
 Gli investitori potrebbero utilizzare sempre più spesso il mercato secondario per svincolare il capitale da attività obsolete, reinvestire in nuove opportunità e adattarsi alle mutevoli condizioni di mercato.

aziende di media capitalizzazione, hanno generato rendimenti annualizzati più elevati nel lungo periodo, surclassando sia le acquisizioni di aziende di grande capitalizzazione, sia l'S&P 500.¹⁵

La diversificazione rimane fondamentale nei mercati privati. Combinando private equity, debito, infrastrutture e settore immobiliare, gli investitori possono distribuire il rischio e ottenere rendimenti più stabili. Le acquisizioni di aziende di media capitalizzazione, in particolare, offrono un approccio equilibrato, garantendo una crescita costante con minore volatilità.

I titoli emessi sui mercati secondari hanno storicamente generato rendimenti elevati

Riteniamo che il mercato secondario sia destinato a registrare una crescita significativa anche nel 2026, trainata dalla sua capacità di generare rendimenti elevati offrendo al contempo una maggiore liquidità rispetto al private equity tradizionale. Il mercato secondario offre diversificazione in termini di annate, strategie e gestori, riducendo il rischio di concentrazione e aumentando la stabilità dei portafogli.

Negli ultimi anni, i rendimenti dei mercati secondari hanno puntualmente sovraperformato i fondi primari di private equity, rendendoli potenzialmente un'opzione interessante per gli investitori alla ricerca di performance e rischio ridotto. Naturalmente, i rendimenti passati non costituiscono una garanzia di rendimenti futuri. Per le annate dal 2019 al 2022, i dati raccolti da Preqin indicano che il mercato secondario ha registrato, per ciascuna annata, un tasso interno di rendimento (TIR) mediano superiore rispetto a quello del mercato primario.¹⁶ Inoltre, la trasparenza dei fondi secondari, in cui gli investitori possono esaminare i sottostanti, aggiunge un ulteriore livello di fiducia, contraddistinguendoli dai fondi primari con «blind pool».

In prospettiva, il mercato secondario diventerà probabilmente il meccanismo principale per garantire liquidità nei mercati privati. Gli investitori potrebbero utilizzare sempre più spesso il mercato secondario per svincolare il capitale da attività obsolete, reinvestire in nuove opportunità e adattarsi alle mutevoli condizioni di mercato.

Il debito privato ha dimostrato rendimenti costanti e stabili

Il private debt rimarrà una pietra miliare dei portafogli del mercato privato nel 2026, grazie alla sua comprovata capacità di realizzare rendimenti stabili. Inoltre, negli ultimi cinque anni il private debt ha generato rendimenti annualizzati compresi tra il 7,5% e il 10,8%, superando il Morningstar LSTA US Leveraged Loan Index.¹⁷ Come classe di attività, il private debt copre un ampio spettro di profili di rischio e rendimento, dai prestiti privilegiati garantiti al debito opportunistico. Questa flessibilità permette agli investitori di modulare l'esposizione in base alla loro tolleranza al rischio e ai propri obiettivi di rendimento.

Uno dei principali vantaggi del private debt è la sua natura difensiva: le strutture a tasso variabile e i prestiti garantiti contribuiscono a proteggere dal rischio al ribasso, pur garantendo rendimenti interessanti. Inoltre, il private debt si è dimostrato una delle classi di attività più stabili in tutti i cicli di mercato, rendendolo ideale per la costruzione di portafogli resilienti. I

¹⁵ Preqin Indices Benchmarks tool. 2025, <https://pro.preqin.com/benchmarks/indices/privateCapital>

¹⁶ Preqin 2025 Global Report. 2024

¹⁷ Preqin Indices Benchmarks tool. 2025

Azioni per gli investitori:

- In questo contesto, Le acquisizioni di aziende di media capitalizzazione, i mercati secondari e il private debt avranno un ruolo centrale, fornendo agli investitori strumenti per muoversi in un mercato ad alto potenziale.
- La chiave del successo sarà la selettività: puntare sui gestori migliori e su strategie coerenti con gli obiettivi a lungo termine, gestendo al contempo i rischi.

gestori con competenze trasversali ai mercati saranno in una posizione migliore per offrire soluzioni di credito ibride, semplificando l'accesso all'intero spettro del credito.

I mercati privati continueranno a evolversi, guidati dalla necessità di liquidità, stabilità e crescita. In questo contesto, Le acquisizioni di aziende di media capitalizzazione, i mercati secondari e il debito privato avranno un ruolo centrale, fornendo agli investitori strumenti per muoversi in un mercato ad alto potenziale. Il successo nei mercati privati si basa sulla selettività: è fondamentale concentrarsi su strategie in linea con gli obiettivi a lungo termine e gestire attentamente il rischio.

Fondamentalmente, la dispersione dei rendimenti nei mercati privati sottolinea l'importanza di selezionare gestori del primo quartile. Pertanto, affidarsi all'esperienza di consulenti di fiducia per identificare e accedere a gestori altamente performanti è essenziale per sfruttare appieno le opportunità offerte dai mercati privati. Seguendo queste tendenze e dando priorità alla guida di esperti, gli investitori possono posizionarsi in modo ottimale per resilienza e crescita negli anni a venire.

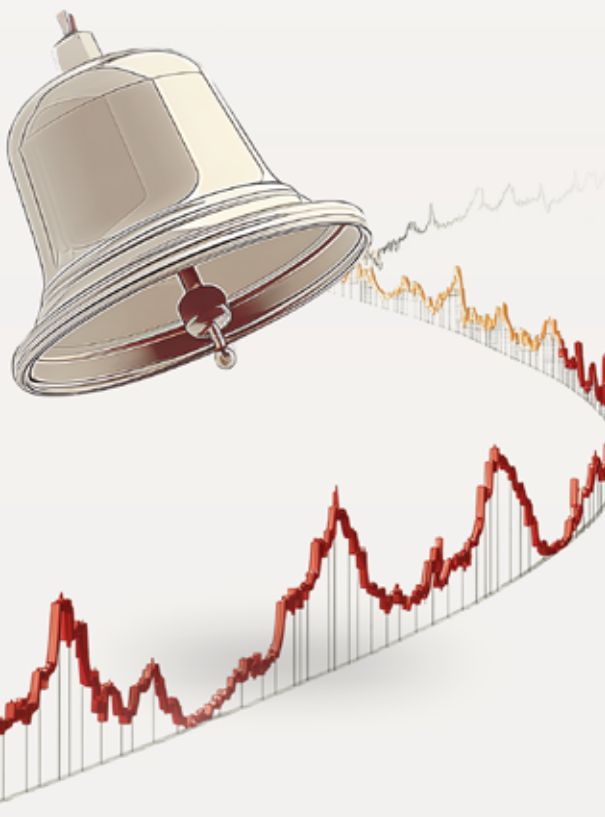
IPO e operazioni di M&A: benefici previsti per molteplici settori

Tema n.

10

Punti chiave

- Dopo un periodo di calma causato dall'aumento dei tassi d'interesse e dalla volatilità del mercato, ci aspettiamo che il mercato statunitense delle IPO continui la sua ripresa.
- Le SPAC (Special Purpose Acquisition Companies) sono destinate a ritagliarsi un ruolo di nicchia in settori in cui la rapidità di commercializzazione è fondamentale, come quello delle biotecnologie.
- Nel 2026 i negozianti anteporranno probabilmente la qualità al volume, concentrandosi sull'allineamento strategico piuttosto che su un'espansione opportunistica.

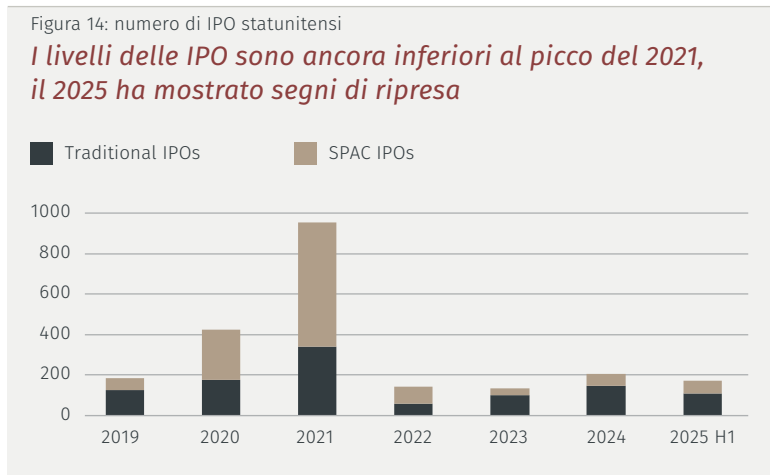


10 *IPO e operazioni di M&A: benefici previsti per molteplici settori*

Le prospettive per le offerte pubbliche iniziali (IPO) e le fusioni e acquisizioni (M&A) nel 2026 prevedono una normalizzazione dopo un calo dell'attività negli ultimi anni. Una combinazione di opportunità settoriali, domanda latente e opportunità strategiche lascia presagire un anno più attivo.

Mercato delle IPO: ripresa con disciplina

Il mercato delle IPO USA è rimasto contenuto per gran parte del 2022–2024 a causa dell'inflazione, dell'aumento dei tassi e della volatilità del mercato. La ripresa è iniziata nel 2025 (figura 14) e ci aspettiamo che questo slancio si mantenga fino al 2026. Le società operanti in settori ad alta crescita (IA, biotecnologie, energia pulita e infrastrutture green) saranno probabilmente le protagoniste delle emissioni, dato che la domanda di innovazione ed esposizione tematica da parte degli investitori rimane elevata. Anche gli sponsor di private equity (PE) potrebbero trovare nel 2026 interessanti opportunità di uscita, con i tassi d'interesse previsti in discesa. In effetti, le IPO sostenute dal PE nei primi tre trimestri del 2025 sono più che raddoppiate rispetto allo stesso periodo del 2024.¹⁸



Fonti: EY; SPAC Insider e Trout. Dati aggiornati al 3 novembre 2025.

Tuttavia, requisiti normativi più severi in materia di divulgazione, governance e standard ESG hanno innalzato il livello minimo per le quotazioni pubbliche. Le aziende tendono inoltre a restare private più a lungo, preferendo raggiungere una dimensione maggiore prima di accedere ai mercati pubblici. Le condizioni di valutazione sono fondamentali: se i multipli azionari si comprimono a causa di rallentamenti economici o di politiche più restrittive, le emissioni potrebbero subire una pausa. Nel complesso, il 2026 si prospetta come un anno di ripresa delle IPO: più attivo del 2025, ma ancora lontano dall'esuberanza del 2020 e 2021.

¹⁸ Tendenze globali delle IPO nel terzo trimestre 2025 secondo EY

La crescita globale delle IPO rimane un fenomeno chiave: nel primo semestre del 2025, le IPO in India e Cina sono state quasi pari a quelle degli USA, nonostante un numero complessivo inferiore rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Tuttavia, mentre i volumi in Asia sono diminuiti, i proventi sono aumentati, sostenuti dalle quotazioni di società produttrici di chip e semiconduttori. In Cina, l'importo raggiunto è stato addirittura superiore a quello degli USA.

Il ritorno delle SPAC

Le Special Purpose Acquisition Companies (SPAC) sono società quotate in borsa con elevati livelli di liquidità o linee di credito pronte per essere impiegate rapidamente in acquisizioni di altre società. Dopo un'impennata di popolarità a inizio decennio, seguita da un crollo dovuto a scarse performance e contraccolpi normativi, mostrano ora segnali di ripresa. Nella prima metà del 2025, le SPAC hanno rappresentato oltre il 40% delle emissioni di IPO negli USA (figura 15), sostenute da un contesto normativo più favorevole, dopo che la Securities and Exchange Commission ha introdotto nel 2024 regole rafforzate in materia di divulgazione e protezione degli investitori.

”
Nella prima metà del 2025, il numero di IPO in India e Cina è stato quasi pari a quello degli Stati Uniti.



Fonte: SPAC Insider. Dati aggiornati al 22 ottobre 2025.

Resta tuttavia un certo scetticismo. Gli investitori ricordano i risultati deludenti delle SPAC ottenuti dopo le fusioni nell'ultimo ciclo. Anche la qualità dei flussi di transazioni rappresenta una sfida: gli sponsor devono individuare obiettivi credibili e finanziariamente solidi, limitando così il volume rispetto al boom precedente. Di conseguenza, è improbabile che le SPAC raggiungano nuovamente le dimensioni del passato, ma continueranno a essere un'opzione in un panorama diversificato di percorsi di quotazione.

M&A: operazioni strategiche ma vincolate

Nel 2024-25, le operazioni di M&A hanno subito un rallentamento a causa dell'aumento dei tassi d'interesse, dell'incertezza del mercato e delle pressioni normative. Nel 2026, le condizioni appaiono un po' più favorevoli. Le aziende devono affrontare imperativi strategici per trasformare i modelli di business, proteggere le catene di approvvigionamento e investire nelle transizioni digitali e green. Queste pressioni generano una domanda di consolidamento e acquisizioni aggiuntive. Anche il private equity, che dispone di ingenti liquidità, è pronto a rientrare nel mercato.

Azioni per gli investitori:

- È consigliabile esplorare opportunità in settori chiave come biotecnologie, IT e robotica.
- Privilegiamo le banche d'investimento destinate a trarre vantaggio dall'attività di negoziazione.

Le M&A transfrontaliere potrebbero riprendere slancio grazie al riposizionamento delle aziende per garantire la resilienza della catena di approvvigionamento e l'accesso ai mercati. Tuttavia, le tensioni geopolitiche, i regimi sanzionatori e i quadri di controllo sugli investimenti continueranno a complicare l'attività di negoziazione globale. Il controllo normativo, soprattutto nei settori tecnologico, sanitario e infrastrutturale, resta un ostacolo significativo. Pur essendo inferiori ai picchi precedenti, i costi di finanziamento limiteranno le operazioni ad alta leva finanziaria. Di conseguenza, nel 2026 i negozianti anteporranno probabilmente la qualità al volume, concentrandosi sull'allineamento strategico piuttosto che su un'espansione opportunistica.

Risultati ottenuti nel 2025

Ogni anno riesaminiamo le previsioni formulate l'anno precedente.

Punteggio complessivo* delle nostre previsioni per il 2025:

8 / 10

* Punteggio aggiornato al 31 ottobre 2025.

1

Corretta

L'economia globale rimane resiliente nonostante le difficoltà

I tre principali ostacoli alla crescita globale, ovvero i persistenti problemi in Cina (mercato immobiliare in difficoltà e alti livelli di debito pubblico e privato), gli elevati debiti e deficit pubblici in molte economie avanzate e le perturbazioni commerciali, sono stati chiaramente evidenti. Tuttavia, la crescita delle principali economie avanzate è stata solo leggermente inferiore a quella del 2024 (1,6% contro 1,8%), mentre le economie emergenti hanno mantenuto un ritmo simile a quello dell'anno precedente (4,2% contro 4,3%).¹

2

Corretta

I BRICS acquistano importanza

L'adesione ai BRICS si è ulteriormente ampliata: l'Indonesia è diventata il decimo membro del gruppo nel gennaio 2025, a seguito dell'ingresso nel 2024 di Egitto, Etiopia, Iran ed Emirati Arabi Uniti. Queste dieci economie rappresentano quasi la metà della popolazione mondiale e, grazie al loro tasso di crescita generalmente più rapido, hanno contribuito nel 2025 a oltre la metà della crescita del PIL globale. Nello stesso anno si sono uniti al gruppo anche dieci «Paesi partner». Sempre nel 2025, le azioni dei mercati emergenti hanno registrato una performance significativamente superiore a quella dei mercati sviluppati.

3

Corretta

Il focus delle politiche si sposta dall'inflazione all'occupazione

Sette banche centrali (Australia, Regno Unito, USA, Turchia, Canada, Messico e Indonesia) hanno tagliato i tassi d'interesse in quanto la situazione occupazionale ha mostrato segni di deterioramento, anche se l'inflazione di fondo è rimasta stabile.

4

Corretta

I deficit pubblici continuano a essere un problema

La preoccupazione per l'andamento fiscale è stata rilevata nella maggior parte delle economie avanzate, in

¹ Fonte: World Economic Outlook del FMI; ottobre 2025.

particolare in Francia, Regno Unito e USA. Negli Stati Uniti, tuttavia, si è registrato un certo ottimismo sulla possibilità di contenere gli elevati deficit attraverso una crescita più rapida e un aumento delle entrate doganali. Secondo le previsioni del FMI, in Francia e nel Regno Unito i deficit di bilancio persisteranno nei prossimi cinque anni, con un conseguente aumento dell'entità del debito pubblico.²

5 **Corretta**

L'IA diventa di uso comune

Il numero di utenti attivi settimanali di ChatGPT è più che raddoppiato nel 2025, passando da circa 300 milioni a 800 milioni. Anche altri assistenti IA hanno registrato un aumento significativo dell'utilizzo. Per le aziende, l'adozione dell'IA è diventata sempre più diffusa e non riguarda solo le grandi imprese: un'indagine condotta tra le piccole aziende USA ha rilevato che il 40% utilizza l'IA sul posto di lavoro.³ È chiaro che la Cina sta facendo grandi progressi nell'uso dell'IA.

6 **Corretta**

Rinascita dell'energia nucleare

Negli USA, quattro decreti esecutivi delineano piani per aumentare la capacità di energia nucleare da 100 GW a 400 GW entro il 2050. Nel frattempo, la Cina prevede di aggiungere 100 GW di capacità, pari all'attuale capacità degli USA, e di superare quella della controparte già entro il 2030. Lo sviluppo dei reattori modulari di piccole dimensioni procede rapidamente, anche se i tempi di messa in funzione restano una sfida. La necessità di incrementare la produzione di energia nucleare è ormai ampiamente riconosciuta.

7 **Corretta**

Gli utili aziendali restano sostenuti

Negli USA, gli utili aziendali aggregati per azione nei primi dieci mesi del 2025 sono stati superiori dell'11% rispetto a quelli nello stesso periodo del 2024. La crescita degli utili è stata più marcata negli USA rispetto al resto del mondo, dove gli utili aziendali globali

sono aumentati del 6% rispetto all'anno precedente.⁴ In generale, gli utili aziendali si sono dimostrati resilienti di fronte alle incertezze globali, in particolare all'impatto dei dazi.

8 **Errata**

Concentrazione di mercato: un pericolo relativo

I rendimenti totali dei principali titoli tecnologici statunitensi, i cosiddetti «Magnifici 7», hanno raggiunto il 25,4% nell'anno conclusosi il 31 ottobre, superando il 14,5% registrato dagli altri 493 titoli dell'indice S&P 500 nello stesso periodo. Nel complesso, l'indice S&P 500 ha ottenuto un rendimento del 17,5%. Pur continuando a generare rendimenti superiori, come nel 2024, i principali titoli tecnologici hanno mostrato una volatilità dei prezzi molto più elevata rispetto agli altri 493 titoli.

9 **Errata**

I beni di consumo voluttuari sono il nostro settore preferito

Il settore dei beni di consumo voluttuari ha registrato un rendimento totale del 7,8% nell'anno conclusosi il 31 ottobre 2025, posizionandosi al 6° posto tra gli 11 settori dell'S&P 500. La relativa debolezza del settore è stata principalmente dovuta alla delusione per la lentezza delle riduzioni dei tassi d'interesse e all'incertezza generata dagli annunci dei dazi statunitensi, che hanno influenzato il sentiment dei consumatori.⁵

10 **Corretta**

Irripidimento della curva dei rendimenti

Negli USA, la ripidità della curva dei rendimenti, misurata come differenza tra i titoli a 10 anni e i tassi d'interesse a 3 mesi, è rimasta sostanzialmente invariata nel corso dell'anno, con cali simili su entrambe le scadenze. Tuttavia, altre porzioni della curva hanno registrato un irripidimento, in particolare lo spread tra 30 e 10 anni e tra 10 e 2 anni. Anche nel Regno Unito, in Francia e in Giappone, le curve dei rendimenti si sono irripidite.

² Fonte: World Economic Outlook del FMI; ottobre 2025.

³ <https://www.uschamber.com/assets/documents/Impact-of-Technology-on-Small-Business-Report-2024.pdf>

⁴ Fonte: indici globali di mercato di Datastream tramite LSEG; si tratta di dati complessivi per l'anno conclusosi il 31 ottobre rispetto allo stesso periodo del 2024.

⁵ Fonte: dati LSEG per l'anno conclusosi il 31 ottobre 2025.

Publicazioni sugli investimenti

Aggiornamenti su opportunità d'investimento, tendenze macroeconomiche, movimenti di mercato e prospettive economiche globali con la nostra suite di contenuti sugli investimenti.

Publicazioni annuali di punta



Outlook

I nostri 10 temi principali per il prossimo anno



Capital Market Assumptions

Una prospettiva del possibile andamento delle classi di attivi nei prossimi 7-10 anni

Publicazioni principali



InTime

Daily Market Note

Riassume i più importanti eventi di mercato delle ultime 24 ore



InVision

Weekly Macro Note

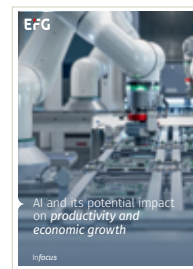
Delinea i principali eventi macroeconomici della settimana precedente



InView

Global House View

Illustra le linee guida per l'asset allocation, panorami che macro e idee d'investimento



InFocus

Macro Comment

Un'analisi degli eventi salienti del mercato



Podcast: Beyond the Benchmark

Moz Afzal, Chief Investment Officer di EFG, condivide le sue opinioni sugli sviluppi dei mercati e dell'economia globale, confrontandosi con ospiti speciali che hanno un punto di vista particolare



Per ulteriori informazioni e per iscriversi e ricevere le nostre pubblicazioni periodiche sugli investimenti, visitare la nostra pagina Insights all'indirizzo:
www.efginternational.com/insights

Importanti esclusioni di responsabilità

Il presente documento è stato redatto da EFG Asset Management (UK) Limited per l'utilizzo da parte di EFG International ("Gruppo EFG" o "EFG") in tutto il mondo, delle filiali e degli affiliati del Gruppo EFG. EFG Asset Management (UK) Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito, con numero di registrazione 07389736. Sede legale: EFG Asset Management (UK) Limited, Park House, 116 Park Street, Londra W1K 6AP, Regno Unito, telefono +44 (0)20 7491 9111.

Il presente documento è stato redatto esclusivamente a scopo informativo. Le informazioni contenute nel presente documento costituiscono una comunicazione di marketing e non devono essere interpretate come una ricerca o un'analisi finanziaria, un'offerta, un'offerta pubblica, un consiglio di investimento, una raccomandazione o una sollecitazione all'acquisto, alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari e/o alla fornitura di un servizio finanziario. Non è da intendersi come una rappresentazione definitiva dei termini e delle condizioni di qualsiasi investimento, titolo, altro strumento finanziario o altro prodotto o servizio. Il contenuto del presente documento è destinato esclusivamente a persone che comprendono e sono in grado di assumersi tutti i rischi connessi. Inoltre, il presente documento non intende fornire alcuna consulenza finanziaria, legale, contabile o fiscale e non si deve conto degli obiettivi di investimento specifici, della situazione finanziaria o delle esigenze particolari del destinatario. Prima di effettuare qualsiasi investimento o in caso di dubbi sulle informazioni contenute nel presente documento, l'investitore è tenuto a richiedere una consulenza professionale (compresa la consulenza fiscale) adeguata alla propria situazione specifica.

Le informazioni fornite in questo documento non sono il risultato di una ricerca finanziaria condotta dal dipartimento di ricerca di EFGAM. Pertanto, non costituiscono un investimento o una ricerca indipendente ai sensi della normativa UE (come "MIFID II" o "MIFIR") né ai sensi della "Direttiva sull'indipendenza della ricerca finanziaria" emanata dall'Associazione Bancaria Svizzera o di altre norme locali equivalenti. Il valore degli investimenti e il reddito che ne deriva possono diminuire o aumentare, e potreste non recuperare l'importo originariamente investito. I risultati passati non sono un indicatore dei risultati futuri. I prodotti di investimento possono essere soggetti a rischi di investimento, tra cui, a titolo esemplificativo e non esaustivo, rischi di cambio e di mercato, fluttuazioni di valore, rischio di liquidità e, ove applicabile, possibile perdita del capitale investito. Sebbene le informazioni contenute nel presente documento siano state ottenute da fonti ritenute affidabili, nessun membro del gruppo EFG ne dichiara o garantisce l'accuratezza e tali informazioni possono essere incomplete o sintetiche. Le opinioni contenute nel presente documento sono soggette a modifiche senza preavviso. Il presente documento può contenere opinioni personali che non riflettono necessariamente la posizione di alcun membro del gruppo EFG. Nella misura massima consentita dalla legge, nessun membro del gruppo EFG sarà responsabile delle conseguenze di eventuali errori od omissioni contenute nel presente documento, o dell'affidamento su qualsiasi opinione o dichiarazione in esso contenuta, e ciascun membro del gruppo EFG declina espressamente qualsiasi responsabilità, inclusa (senza limitazioni) la responsabilità per danni incidentali o consequenziali, derivanti dallo stesso o risultanti da qualsiasi azione o inazione da parte del destinatario in base al presente documento. EFG e i suoi dipendenti possono effettuare operazioni in titoli, su base proprietaria o in altro modo, e detenere posizioni lunghe o corte in relazione agli strumenti qui identificati; tali operazioni o posizioni possono essere in contrasto con le opinioni espresse nel presente documento. La disponibilità di questo documento in qualsiasi giurisdizione o paese può essere contraria alle leggi o ai regolamenti

locali e le persone che entrano in possesso di questo documento devono informarsi e osservare le eventuali restrizioni. Il presente documento non può essere riprodotto, divulgato o distribuito (in tutto o in parte) ad altre persone senza il previo consenso scritto di un membro autorizzato del gruppo EFG. Gli intermediari finanziari/gestori patrimoniali indipendenti che potrebbero ricevere il presente documento confermano che dovranno prendere le proprie decisioni indipendenti e inoltre dovranno assicurarsi che, se fornito ai clienti finali/investitori con l'autorizzazione del Gruppo EFG, il contenuto sia in linea con quello dei propri clienti, circostanze in relazione a qualsiasi considerazione di investimento, legale, normativa, fiscale o di altro tipo. Il Gruppo EFG non si assume alcuna responsabilità per eventuali danni, perdite o costi (diretti, indiretti o conseguenti) che possano derivare dall'uso di questo documento da parte degli intermediari finanziari/gestori patrimoniali indipendenti, dei loro clienti o di terzi.

I confronti con gli indici o benchmark presenti in questo materiale sono forniti a scopo puramente illustrativo e hanno dei limiti, in quanto gli indici e i benchmark hanno caratteristiche materiali che possono differire dalle particolari strategie di investimento perseguite da EFG e dai titoli in cui investe. Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento al momento della stesura sono soggette a modifiche in qualsiasi momento senza preavviso e non vi è alcun obbligo di aggiornare o rinvuovere le informazioni obsolete. Gestori patrimoniali indipendenti: nel caso in cui il presente documento venga fornito ai Gestori patrimoniali indipendenti ("GIP"), è severamente vietato riprodurlo, divulgarlo o distribuirlo (in tutto o in parte) da parte dei GIP e renderlo disponibile ai loro clienti e/o a terzi. Ricevendo il presente documento, gli IAM confermano che dovranno prendere le proprie decisioni/giudizi su come procedere ed è responsabilità degli IAM assicurarsi che le informazioni fornite siano in linea con la situazione dei propri clienti per quanto riguarda eventuali conseguenze di investimento, legali, normative, fiscali o di altro tipo. EFG non si assume alcuna responsabilità per eventuali danni, perdite o costi (diretti, indiretti o conseguenti) che possano derivare dall'uso di questo documento da parte degli IAM, dei loro clienti o di terzi. Se avete ricevuto questo documento da un'affiliata o da una filiale indicata di seguito, siete pregati di notare quanto segue:

Bahamas: EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd ha ottenuto la licenza dalla Securities Commission delle Bahamas ai sensi del Securities Industry Act del 2011 e dei Securities Industry Regulations del 2012 ed è autorizzata a svolgere attività di intermediazione mobiliare nelle e dalle Bahamas, compresa la negoziazione di titoli, l'organizzazione della negoziazione di titoli, la gestione di titoli e la consulenza su titoli. EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd è inoltre autorizzata dalla Banca Centrale delle Bahamas ai sensi del Banks and Trust Companies Regulation Act del 2000 come banca e società fiduciaria. Sede legale: Goodman's Bay Corporate Centre West Bay Street e Sea View Drive, Nassau, Bahamas.

Bahrain: EFG AG Bahrain è una filiale di EFG Bank AG autorizzata dalla Central Bank of Bahrain (CBB) come Investment

Business Firm Category 2 ed è autorizzata a svolgere le seguenti attività: a) negoziazione di strumenti finanziari in qualità di agente; b) organizzazione di operazioni su strumenti finanziari; c) gestione di strumenti finanziari; d) consulenza su strumenti finanziari; e) gestione di un organismo di investimento collettivo. Sede legale: EFG AG Bahrain Branch, Manama / Front Sea / Block 346 / Road 4626 / Building 1459 / Office 1401 / P O Box 11321 Manama -- Kingdom of Bahrain.

Isole Cayman: EFG Bank AG, Cayman Branch ("la Filiale") è un soggetto registrato ai sensi del Cayman Islands Monetary Authority (CI/MA) Securities Investment Business Act (come rivisto) ("il Securities Act") e dei relativi regolamenti. La Succursale è autorizzata a fornire servizi di investimento in titoli a persone con un elevato patrimonio netto e a persone sofisticate, come definite nell'Allegato 4 del Securities Act, all'interno delle Isole Cayman e a partire da esse, compresa la negoziazione di titoli, l'organizzazione della negoziazione di titoli, la gestione di titoli e la consulenza in materia di titoli. La Succursale è inoltre autorizzata dalla CI/MA ai sensi del Banks and Trust Companies Act (come rivisto) ("Banking Act") come Banca di Categoria B a fornire servizi bancari ai sensi della Sezione 6 (f) del Banking Act. Sede legale: Suite 3208, 9 Forum Lane, Camana Bay, Grand Cayman KY1-1003, Isole Cayman.

Cipro: EFG Cyprus Limited è una società di investimento con sede a Cipro, con numero di società HE408062, con sede legale in Kennedy 23, Globe House, 6° piano, 1075, Nicosia, Cipro. EFG Cyprus Limited è autorizzata e regolamentata dalla Cyprus Securities and Exchange Commission (CySEC). Dubai: EFG (Middle East) Limited è una filiale di EFG International AG. EFG (Middle East) Limited è regolamentata dalla DFSA. Questo materiale è destinato "solo a clienti professionali". Indirizzo legale: EFG (Middle East) Limited DIFC, Gate Precinct 5, 5th Floor PO Box 507245 - Dubai, UAE.

Grecia: EFG Bank (Luxembourg) S.A., Athens Branch è una filiale di EFG Bank (Luxembourg) S.A. che è autorizzata a promuovere i prodotti e i servizi di EFG Bank (Luxembourg) S.A. in base alla libertà di stabilimento dell'UE, in virtù di una licenza concessa dall'autorità di vigilanza finanziaria lussemburghese "CSSF". Sede legale: 342 Kifissias Ave. & Ethnikis Antistaseos Str. - 154 51 N. Psychiko, Registro Generale di Commercio n. 14305760001.

Hong Kong: EFG Bank AG, filiale di Hong Kong (Numero CE: AFV863) ("EFG Hong Kong") è autorizzata come banca autorizzata dall'Autorità Monetaria di Hong Kong ai sensi dell'Ordinanza Bancaria (Cap. 155, Leggi di Hong Kong) ed è autorizzata a svolgere attività regolamentate ai Tipi 1 (negoziazione di titoli), Tipo 4 (consulenza su titoli) e Tipo 9 (gestione di attività) a Hong Kong. Sede legale: EFG Bank AG Filiale di Hong Kong, 18° piano, International Commerce Centre, 1 Austin Road West, Kowloon, Hong Kong. Nella misura massima consentita dalla legge e dai requisiti applicabili a EFG Hong Kong ai sensi del Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission, EFG Hong Kong non sarà responsabile delle conseguenze di eventuali errori o omissioni nel presente documento, né di eventuali informazioni o dichiarazioni in esso contenute. EFG Hong Kong declina espressamente qualsiasi responsabilità, inclusa (senza limitazioni) la responsabilità per danni incidentali o consequenziali, derivanti dallo stesso o da qualsiasi azione o inazione da parte del destinatario in base al presente documento.

Israele: EFG Wealth Management (Israel) Ltd. Sede legale: 3 Rothschild Blv., Tel Aviv 6688106, Israele.
Jersey: EFG Private Bank Limited, Jersey Branch con sede principale al 5th Floor, 44 Esplanade, Jersey, JE1 3FG è regolamentata dalla Jersey Financial Services Commission (numero di registrazione JFSC: RBN32518) ed è una filiale di EFG Private Bank Limited. EFG Private Bank Limited è autorizzata dalla Prudential Regulation Authority e regolata dalla Financial Conduct Authority (UK FCA registered no 144036) e dalla Prudential Regulation Authority. EFG Private Bank Limited è registrata in Inghilterra e Galles con il numero 2321802. Sede legale nel Regno Unito: Park House, 116 Park Street London W1K 6AP, Regno Unito, telefono +44 (0)20 7491 9111. I servizi di EFG Private Bank Limited, Filiale di Jersey, sono svolti ai sensi e in conformità alle norme della Jersey Financial Services Commission e, ove appropriato, alle norme della Financial Conduct Authority e della Prudential Regulation Authority.

Liechtenstein: EFG Bank von Ernst AG è regolamentata dall'Autorità per i mercati finanziari del Liechtenstein. Sede

legale: EFG Bank von Ernst AG Egertastrasse 10 - 9490 Vaduz, Liechtenstein.

Lussemburgo: EFG Bank (Luxembourg) S.A. è autorizzata dal Ministero delle Finanze del Lussemburgo e sottoposta alla vigilanza della Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). EFG Bank (Luxembourg) S.A. è membro del Fondo di Garanzia dei Depositi del Lussemburgo (F.G.D.L. - Fonds de Garantie des Dépôts Luxembourg) e membro del Sistema di Indennizzo degli Investitori del Lussemburgo (S.I.L.L. - Système d'Indemnisation des Investisseurs Luxembourg). R.C.S. Lussemburgo n. B113375. Sede legale: EFG Bank (Luxembourg) S.A. - 56, Grand-Rue, L-1660 Luxembourg.

Monaco: EFG Bank (Monaco) SAM è una Società per Azioni monegasca con registrazione aziendale n. 90 S 02647 (Répertoire du Commerce et de l'Industrie de Monaco). EFG Bank (Monaco) SAM è una banca con attività finanziarie autorizzata e regolamentata dall'"Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution" ("Autorità di vigilanza prudenziale e di risoluzione francese) e dalla "Commission de Contrôle des Activités Financières" (Commissione monegasca per il controllo delle attività finanziarie). Sede legale: EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d'OsTende - BP 37 - 98001 Monaco (Principato di Monaco), telefono: +377 93 15 11 11. Il destinatario di questo documento parla perfettamente l'inglese e rinuncia alla possibilità di ottenere una versione francese di questa pubblicazione.

Panama: EFG Asesores (Panama), S.A. in un'entità supervisionata dalla Superintendencia del Mercado de Titoli di Panama. Licenza per operare come Consulente per gli Investimenti - Risoluzione n. SMV-316-23. Sede legale: EFG Asesores (Panama) S.A., Torre Argos, 2° piano, Santa Maria Business District, Panama City.

Portogallo: EFG Bank (Luxembourg) S.A. - Sucursal em Portugal è autorizzata e supervisionata dal Banco de Portugal (registro 280) e dalla CMVM, la commissione portoghese per il mercato dei valori mobiliari, (registro 393) per la fornitura di consulenza finanziaria e la ricezione e trasmissione di ordini. EFG Bank (Luxembourg) S.A. - Sucursal em Portugal è una succursale non prenotante di EFG Bank (Luxembourg) S.A., una società per azioni costituita secondo le leggi del Granducato di Lussemburgo, autorizzata e supervisionata dalla CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier). Sede centrale di Lisbona: Avenida da Liberdade n.º 131 - 6° Dto., 1250 - 140 Lisboa. Agenzia di Porto: Avenida da Boavista, n.º 1837 - Escritório 6.2, 4100-133 Porto. Numero di registro delle imprese: 980649439.

Repubblica Popolare Cinese ("RPC"): L'ufficio di rappresentanza di EFG Bank AG a Shanghai è approvato dalla China Banking Regulatory Commission e registrato presso la Shanghai Administration for Industry and Commerce in conformità con i Regolamenti della Repubblica Popolare Cinese per l'amministrazione delle banche ad investimento estero e le relative norme di attuazione. Numero di registrazione: 31000500424509. Indirizzo registrato: Room 65110, 65 F, Shanghai World Financial Center, No. 100, Century Avenue, Pudong New Area, Shanghai. L'ambito di attività dell'Ufficio di Rappresentanza di Shanghai di EFG Bank AG è limitato alle sole attività senza scopo di lucro, compresi i contatti, le ricerche di mercato e la consulenza.

Singapore: EFG Bank AG, filiale di Singapore (UEN No. T03FG6371) è autorizzata come banca all'ingrosso dalla Monetary Authority di Singapore ai sensi del Banking Act 1970, come consulente finanziario esente ai sensi del Financial Advisers Act 2001 e come Exempt Capital Markets Services Entity ai sensi del Securities and Futures Act 2001. Questo annuncio non è stato esaminato dall'Autorità monetaria di Singapore. Indirizzo registrato: EFG Bank AG Singapore Branch, 79 Robinson Road, #18-01, Singapore 068897. Il presente documento non tiene conto degli obiettivi di investimento specifici, della situazione finanziaria o delle esigenze particolari di una persona specifica. Il presente documento non costituisce una consulenza d'investimento né una sollecitazione o una raccomandazione a investire in questo investimento o in qualsiasi prodotto qui menzionato. EFG Singapore e i suoi rispettivi funzionari, dipendenti o agenti non rilasciano alcuna dichiarazione o garanzia, espresa o implicita, in merito a, e non saranno responsabili per, l'accuratezza, l'affidabilità o la completezza del presente documento, e non si deve fare affidamento su di esso come tale. EFG Singapore declina espressamente qualsiasi responsabilità, inclusa (senza limitazioni) la responsabilità per danni incidentali o consequenziali, derivanti dallo stesso o risultanti da qualsiasi azione o inazione da parte del destinatario in base a questo documento. Dovete considerare attentamente i meriti e i rischi inerenti a questo investimento e, sulla base del vostro giudizio o dei consigli dei consulenti indipendenti che avete scelto di consultare, valutare se l'investimento è adatto a voi in considerazione della vostra propensione al rischio, della vostra esperienza di investimento, dei vostri obiettivi, delle vostre risorse finanziarie e delle vostre circostanze, e fare le altre indagini che ritenete necessarie, senza fare affidamento in alcun modo su EFG Singapore. Questo materiale è destinato esclusivamente agli investitori accreditati e istituzionali.

Svizzera: EFG Bank AG, Zurigo, include le filiali di Ginevra e Lugano, è autorizzata e regolamentata dalla FINMA. Sede legale: EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurigo, Svizzera. Filiali svizzere registrate: EFG Bank SA, 24 quai du Seujet, 1211 Ginevra 2, e EFG Bank SA, Via Magatti 2, 6900 Lugano.

Regno Unito: EFG Private Bank Limited è autorizzata dalla Prudential Regulation Authority e regolata dalla Financial Conduct Authority e dalla Prudential Regulation Authority. EFG Private Bank Limited è membro della Borsa di Londra. Numero di iscrizione al registro delle imprese. 02231802. Sede legale: EFG Private Bank Limited, Park House, 116 Park Street, Londra W1K 6AP, Regno Unito, telefono +44 (0)20 7491 9111.

USA: EFG Asset Management (Americas) Corp ("EFGAM Americas") è un consulente d'investimento registrato dalla Securities and Exchange Commission ("SEC") degli Stati Uniti che fornisce servizi di consulenza d'investimento. La registrazione presso la SEC o le autorità statali competenti in materia di titoli non implica alcun livello di competenza o formazione. EFGAM Americas può svolgere attività commerciali o fornire consulenza d'investimento personalizzata solo negli Stati e nelle giurisdizioni internazionali in cui è registrata, ha depositato una notifica o è altrimenti esclusa o esentata dai requisiti di registrazione. Un investitore dovrebbe considerare attentamente i propri obiettivi di investimento, i rischi, gli oneri e le spese prima di investire. Per ulteriori informazioni su EFGAM Americas, le sue pratiche commerciali, il suo background, il conflitto di interessi, le commissioni applicate per i servizi e altre informazioni rilevanti, si prega di visitare il sito della SEC dedicato alle informazioni pubbliche per i investitori all'indirizzo: <https://www.investor.gov>. Inoltre, è possibile visitare il sito: <https://adviserinfo.sec.gov/firm/summary/158905>. In entrambi i siti è possibile ottenere copie degli ultimi Form ADV Part 1, Part 2 e Form CRS di EFGAM Americas. EFGAM Americas Sede legale: 701 Brickell Avenue, Suite 1350 - Miami, FL, 33313.

EFG Capital International Corp. ("EFG Capital") è un broker-dealer registrato dalla Securities and Exchange Commission ("SEC") statunitense e membro della Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") e della Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). I prodotti mobiliari e i servizi di intermediazione sono forniti da EFG Capital. Nessuna delle autorità SEC, FINRA o SIPC ha approvato il presente documento o i servizi e i prodotti forniti da EFG Capital e dalle sue affiliate statunitensi. Indirizzo registrato: 701 Brickell Avenue, Ninth Floor & Suite 1350 - Miami, FL 33313. EFG Capital ed EFGAM Americas sono affiliate da una proprietà comune nell'ambito di EFGI e mantengono personale reciprocamente associato. I prodotti e i servizi qui descritti non sono stati autorizzati da alcuna autorità di regolamentazione o di vigilanza e non sono inoltre soggetti alla supervisione di alcuna autorità di regolamentazione al di fuori degli Stati Uniti. Il contenuto del presente documento è stato prodotto e creato da EFG Bank AG/EFG Asset Management (UK) Limited (a seconda dei casi). Questo materiale non deve essere interpretato come creato o altrimenti proveniente da EFG Capital o EFGAM Americas. Né EFGAM Americas né EFG Capital si dichiarano gestori o consulenti d'investimento di questo Fondo/prodotto o strategia. EFG Asset Management (North America) Corp. ("EFGAM NA") è un consulente d'investimento registrato dalla Securities and Exchange Commission (SEC) degli Stati Uniti. Per ulteriori informazioni su EFGAM NA Corp., la sua attività, le sue affiliazioni, le sue commissioni, i suoi eventi disciplinari e i suoi possibili conflitti d'interesse, si prega di visitare il sito web della SEC Investment Advisor Public Disclosure (<https://adviserinfo.sec.gov/>) e di esaminare il suo Form ADV.

Informazioni per gli investitori in Australia:

Solo per investitori professionali, istituzionali e all'ingrosso.

Il presente documento è stato redatto ed emesso da EFG Asset Management (UK) Limited, una società a responsabilità limitata con numero di registrazione 7389736 e con sede legale a Park House, Park Street, Londra W1K 6AP (numero di telefono +44 (0)20 7491 9111). EFG Asset Management (UK) Limited è regolamentata e autorizzata dalla Financial Conduct Authority n. 536771.

EFG Asset Management (UK) Limited è esente dall'obbligo di possedere una licenza australiana per i servizi finanziari che fornisce ai clienti all'ingrosso in Australia ed è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito (FCA Registration No. 536771) ai sensi delle leggi del Regno Unito che differiscono dalle leggi australiane.

Il presente documento è personale e destinato esclusivamente all'uso della persona a cui viene consegnato o inviato e non può essere riprodotto, in tutto o in parte, ad altre persone. Ordine di classe ASIC CO 03/1099 EFG Asset Management (UK) Limited vi informa che fa affidamento sull'esenzione dell'Australian Securities & Investments Commission (ASIC) Class Order CO 03/1099 (Class Order) (come esteso in funzione dall'ASIC Corporations (Repeal and Transitional Instrument 2016/396) per le imprese regolamentate dalla Financial Conduct Authority (FCA) del Regno Unito, che la esenta dall'obbligo di possedere una licenza australiana per i servizi finanziari (AFSL) ai sensi del Corporations Act 2001 (Ch) (Corporations Act) in relazione ai servizi finanziari che vi forniamo. Requisiti normativi del Regno Unito I servizi finanziari che vi forniamo sono regolamentati dalla FCA in base alle leggi e ai requisiti normativi del Regno Unito, che sono diversi da quelli dell'Australia. Di conseguenza, qualsiasi offerta o altra documentazione che riceverete da noi nel corso della fornitura di servizi finanziari a voi sarà preparata in conformità a tali leggi e requisiti normativi. I requisiti normativi del Regno Unito si riferiscono alla legislazione, alle norme emanate in base alla legislazione e a qualsiasi altra politica o documento pertinente emesso dalla FCA. Il vostro status di cliente all'ingrosso Per potervi fornire servizi finanziari e per consentirci di rispettare il Class Order, dovete essere un "cliente wholesale" ai sensi della sezione 761G del Corporations Act. Di conseguenza, accettando qualsiasi documentazione da parte nostra prima dell'inizio o nel corso della fornitura di servizi finanziari all'utente, l'utente: garantisce di essere un "cliente all'ingrosso"; accettare di fornire le informazioni o le prove che potremmo richiedere di volta in volta per confermare il vostro status di cliente wholesale; accettare che possiamo cessare di fornirvi servizi finanziari se non siete più un cliente wholesale o se non ci fornite informazioni o prove soddisfacenti per confermare il vostro status di cliente wholesale; e accettate di comunicarci per iscritto entro 5 giorni lavorativi se cessate di essere un "cliente all'ingrosso" ai fini dei servizi finanziari che vi forniamo.

© EFG. All rights reserved