



GENERALI
INVESTMENTS

COMMUNICATION FOR PROFESSIONAL INVESTORS IN ITALY, FRANCE,
AUSTRIA, GERMANY, SPAIN, PORTUGAL AND LUXEMBOURG

KEY INVESTMENT THEMES 2026

La nostra roadmap nel nuovo
panorama degli investimenti

Your Partner for Progress.



INTRODUZIONE

Il 2025 ha visto l'economia globale mantenersi solida, nonostante le pressioni derivanti dai dazi statunitensi del "Liberation Day", dalle preoccupazioni sulla dominanza fiscale e sulla capacità della Federal Reserve di preservare la propria indipendenza. La maggior parte delle banche centrali ha normalizzato la propria politica monetaria, mentre il boom degli investimenti in AI ha contribuito a sostenere la crescita

I mercati nel 2026 mostreranno la stessa resilienza? Qual è l'eredità delle guerre commerciali più recenti? In che modo l'espansione fiscale e la rivoluzione dell'AI influenzeranno investimenti e innovazione? Quale ruolo giocheranno real asset e private markets?

Per rispondere a queste e ad altre domande, le società di gestione parte di Generali Investments condividono le loro opinioni sui rischi e le opportunità per l'anno che ci attende.

CONTENUTI

OVERVIEW MACRO	3
STRATEGIE LIQUIDE	
Fixed Income	5
Equity	9
Multi Asset	12
Liquid Alternatives	13
PRIVATE MARKETS & REAL ASSETS	
Private Credit	15
Real Estate	18
Infrastructure	20

IL QUADRO GENERALE



THOMAS HEMPELL

Head of Macro
& Market Research,
Generali Asset Management

Il team di ricerca macroeconomica e di mercato di Generali Asset Management presenta i temi chiave che sta monitorando per il 2026.

Nonostante le turbolenze – intorno al “Liberation Day” statunitense e alle tensioni sul credito privato nel quarto trimestre – il 2025 si è rivelato positivo per la performance degli asset finanziari. L'economia globale continuerà a mostrare resilienza nel 2026, di fronte a una maggiore frammentazione? Anche il trend inflazionistico è fonte di attenzione, soprattutto negli Stati Uniti, dove l'impatto dei dazi rimane incerto. La dominanza fiscale – e l'indipendenza della Fed – saranno fondamentali per obbligazioni e valute. La nostra ultima considerazione riguarda l'intelligenza artificiale e i cicli di credito: sì o no?

Un mercato e un ordine mondiale frammentato

I rischi di coda che hanno accompagnato il “Liberation Day” si sono un po' attenuati e il commercio globale potrebbe continuare a mostrare una notevole resilienza. La tregua di un anno tra Stati Uniti e Cina, che durerà fino a novembre 2026, ha contribuito ad alleviare le incertezze commerciali, insieme ad altri accordi commerciali bilaterali degli Stati Uniti. Tuttavia, gli accordi rimangono fragili e l'aumento delle tariffe statunitensi ai livelli più alti degli ultimi 100 anni ha sconvolto il commercio mondiale. In risposta, la Cina minaccia di limitare l'esportazione di terre rare e minerali cruciali, il che potrebbe mettere a rischio le catene di approvvigionamento globali. La rivalità strategica tra Stati Uniti e Cina è tutt'altro che risolta e non lascerà indenni l'UE e le altre nazioni commerciali. È improbabile che il commercio globale vacilli, ma i decenni di integrazione globale sempre più profonda come motore della crescita globale sono evidentemente giunti al termine.

Inflazione: missione compiuta (finalmente)?

La BCE potrebbe dire “missione compiuta” nella sua dura lotta contro l'inflazione iniziata nel 2022. Nel 2026 potrebbe esserci persino un leggero calo. La crescita dei salari continua a rallentare, frenando l'inflazione dei servizi. Anche il riorientamento delle esportazioni cinesi e l'euro forte contribuiscono alla disinflazione. La BCE manterrà i tassi invariati più a lungo, ma non si può escludere un altro taglio se la nascente ripresa economica dovesse esaurirsi prematuramente. I dazi manterranno alta l'inflazione negli Stati Uniti fino a quando non inizierà a prevalere il rallentamento del mercato del lavoro. L'alto costo della vita è il punto debole del presidente Trump in vista delle elezioni

di medio termine del 2026. Per questo motivo, potrebbe decidere di procedere con maggiore cautela nell'adozione di politiche che hanno un forte impatto sui prezzi al consumo. La Fed procederà a un ulteriore taglio dei tassi elevati, ma probabilmente in misura inferiore rispetto a quanto attualmente scontato dai mercati.

Dominio fiscale (continua erosione delle finanze pubbliche)

Il continuo aumento del debito pubblico globale, che ha portato a un'emissione record di obbligazioni nel 2025, sta facendo sorgere preoccupazioni sul dominio fiscale, cioè quando il finanziamento del debito pubblico diventa così importante da influenzare la politica monetaria. Qualsiasi segno che il nuovo presidente della Fed sia “influenzato” dall'amministrazione statunitense potrebbe far tornare le pressioni ribassiste sul dollaro USA. Questo potrebbe anche minacciare di interrompere il calo della volatilità delle obbligazioni, che nel 2025 ha aiutato molto il sentiment verso il rischio a livello globale. Per ora questo potrebbe essere un problema minore per l'Europa, anche se l'impulso fiscale tedesco raggiungerà il picco nel 2026. Tuttavia, i grandi deficit pubblici e l'instabilità politica in Francia potrebbero diventare un ostacolo per la BCE, che rimane la garante dell'integrità dell'Unione Monetaria.

Il miracolo dell'intelligenza artificiale e il ciclo del credito: sì o no?

La situazione economica degli Stati Uniti sembra stranamente contrastante. Le aziende sono caute con le assunzioni, ma stanno investendo ingenti somme nell'intelligenza artificiale. I consumatori più ricchi spendono mentre quelli con redditi medio-bassi stanno tirando il freno. Il settore delle costruzioni è per lo più debole, ma i data center stanno registrando un boom. Questi contrasti aumentano i grossi rischi di coda, ma uno scenario di soft landing negli Stati Uniti rimane la nostra ipotesi principale. I segnali di una diffusione accelerata dell'intelligenza artificiale potrebbero già sostenere la produttività. Le tensioni nel credito privato statunitense e nel segmento subprime hanno sollevato preoccupazioni. Tuttavia, un'ondata di deregolamentazione finanziaria negli Stati Uniti libererà il capitale bancario, alimentando la concorrenza tra i finanziatori e prolungando il ciclo del credito. In Europa, la SIU (Savings & Investment Union) è un processo lento, ma gli sforzi per incoraggiare la cartolarizzazione, insieme ai precedenti tagli dei tassi da parte della BCE, dovrebbero sostenere la generazione di credito.

FIXED INCOME



**MAURO VALLE**

Head of Active Fixed Income,
Generali Asset Management

Un aumento dei tassi di interesse potrebbe essere un rischio per il 2026?

Le aspettative del mercato riguardo ai prossimi tagli dei tassi da parte della Federal Reserve rimangono contrastanti, a causa della chiusura dell'amministrazione federale terminata a metà novembre dopo 43 giorni, che complica la valutazione della resilienza dell'economia statunitense, dell'andamento dell'inflazione e del potenziale indebolimento del mercato del lavoro. Negli ultimi mesi, i rendimenti dei titoli del Tesoro USA hanno superato la soglia del 4%, senza fornire indicazioni chiare sulla direzione futura. L'inflazione potrebbe aver raggiunto il picco nella parte finale dell'anno e qualsiasi segno di debolezza economica potrebbe spingere la Federal Reserve ad adottare una posizione più accomodante. I rischi sembrano asimmetrici, con le sorprese negative che potrebbero esercitare una maggiore pressione al ribasso sui tassi rispetto a sviluppi positivi. È anche importante notare che la posizione della Federal Reserve potrebbe cambiare nel 2026 con la nomina del nuovo presidente.

La crescita economica dell'Eurozona ha superato leggermente le aspettative e anche il quarto trimestre dovrebbe riportare risultati positivi. Nel 2025, la crescita dovrebbe superare decisamente l'1% e questo slancio potrebbe continuare anche nel 2026, grazie all'aumento della spesa pubblica tedesca. Dopo qualche oscillazione dell'inflazione nella seconda metà dell'anno, si prevede che nei prossimi mesi l'inflazione scenderà verso l'obiettivo

del 2% fissato dalla BCE. La BCE dovrebbe mantenere la sua attuale politica monetaria, dato che i suoi membri considerano il livello del 2% come "un buon punto di equilibrio". Questo approccio sta contribuendo a contenere la volatilità dei tassi nell'area dell'euro, in particolare nella parte breve della curva. I rendimenti dei Bund vicini al 2,8% sembrano posizionati nella parte alta del loro recente range, che potrebbe persistere. Per l'inizio del 2026, considerando lo slancio positivo dell'economia dell'eurozona e la prevista tendenza al ribasso dell'inflazione, c'è la possibilità che i tassi possano salire. Il contesto favorevole al carry trade, che ha caratterizzato gran parte dell'anno, potrebbe continuare fino alla fine dell'anno, aiutando a massimizzare il rendimento del portafoglio, soprattutto grazie all'esposizione ai BTP, alle obbligazioni spagnole e alle obbligazioni societarie investment grade.

Continuiamo a preferire le posizioni lunghe sui titoli di Stato italiani (BTP), anche se gli spread si sono stabilizzati intorno ai 70 punti base, perché la disciplina fiscale e la stabilità politica dell'Italia sono fattori positivi. L'approccio è cauto verso gli OAT francesi, anche se gli spread si sono recentemente stabilizzati, perché non si prevede che l'attuale politica fiscale ridurrà il deficit al di sotto del 5% e le preoccupazioni politiche persisteranno nel prossimo futuro.

**CINDY BEAULIEU**

Chief Investment Officer,
Conning North
America

Il reddito fisso statunitense entra nel 2026 con basi solide

I mercati obbligazionari statunitensi hanno fatto registrare un altro anno di buoni rendimenti in quasi tutti i settori. Nella seconda metà del 2025 i tassi di interesse sono stati meno volatili rispetto all'inizio dell'anno. Il 2025 è stato un anno pieno di incertezze, tra cui un cambiamento radicale nella politica commerciale, la quasi totale cessazione dell'immigrazione, la riforma fiscale e gli sforzi lenti ma continui per alleggerire le normative in diversi settori chiave. Anche la geopolitica ha avuto un ruolo, con il coinvolgimento degli Stati Uniti nei conflitti in Medio Oriente, solo per fare un esempio. Pur ammettendo che il suo doppio mandato di crescita dell'occupazione e stabilità dei prezzi era in contrasto con l'attuale contesto, la Federal Reserve è riuscita ad allentare la politica due volte, ma le prospettive di ulteriori tagli dei tassi non sono chiare. Nonostante tutto ciò, i mercati hanno generalmente registrato valutazioni più elevate nel corso dell'anno. Nemmeno il più lungo shutdown governativo nella storia degli Stati Uniti è stato sufficiente a destabilizzare i mercati.

Guardando al 2026, l'economia statunitense dovrebbe iniziare l'anno su basi solide, grazie allo slancio che ha portato a una forte crescita economica nel secondo e terzo trimestre del 2025. Anche se è probabile un leggero peggioramento dei mercati del lavoro, pensiamo che l'equilibrio tra domanda

e offerta si stabilizzerà. Non pensiamo che il rallentamento della crescita dell'occupazione sia abbastanza grave da far frenare i consumi o spingere la Fed ad abbassare i tassi in modo aggressivo. L'inflazione rimane una sfida, soprattutto perché i fattori che spingono i prezzi verso l'alto sono più di lungo periodo che ciclici. Questa combinazione di crescita economica favorevole, leggero indebolimento dei mercati del lavoro e inflazione ancora elevata potrebbe limitare le mosse di politica monetaria e portare a una curva dei rendimenti più ripida.

Gli spread sono relativamente ridotti nella maggior parte dei settori del mercato, ma il rendimento complessivo continua a suggerire che il valore migliore si trova al di fuori dei titoli del Tesoro USA. Rimaniamo ottimisti sulla maggior parte dei settori del reddito fisso, ma siamo cauti nell'abbassare la qualità, poiché gli spread offrono una compensazione limitata per i rischi aggiuntivi. I settori strutturati rimangono il modo più opportuno per coniugare qualità e valore, mentre i settori del credito, sostenuti da fondamentali solidi, in modo selettivo possono offrire rendimenti interessanti e soddisfare le esigenze di durata.



**STANISLAS
DE BAILLICOURT**

Deputy CIO, Head of Fixed
Income and Asset
Allocation, Sycomore AM

Mantenere calma e “carry” nel 2026

Il 2025 è stato caratterizzato dal carry, con spread che si sono ridotti marginalmente e tassi che hanno oscillato in un intervallo relativamente ristretto. Prevediamo che il 2026 offrirà un contesto simile, nonostante la possibilità di un aumento della volatilità, creando condizioni favorevoli per gli investitori nel credito societario responsabile.

Il 2026 si apre con un contesto macroeconomico che sembra abbastanza positivo, anche se la crescita sta rallentando. L'inflazione è scesa, soprattutto in Europa, ma rimane comunque più alta rispetto al periodo 2010-2020 a causa della deglobalizzazione e della rigidità dell'offerta. La BCE ha già implementato un significativo ciclo di allentamento negli ultimi 18 mesi, ma pensiamo che un altro taglio sia ancora possibile. Invece, il mercato sta scontando tagli sostanziali da parte della Fed; ci aspettiamo che la Fed ne annunci la maggior parte, ma forse non tutti, per trovare il giusto equilibrio tra crescita, disoccupazione e inflazione residua.

L'emissione massiccia di titoli di Stato dovrebbe mantenere la curva dei rendimenti ripida nel 2026. Allo stesso tempo, la qualità del credito sovrano continua a peggiorare, rendendo le obbligazioni societarie sempre più interessanti per chi

cerca rendimenti adeguati alla qualità.

I bilanci delle aziende sono ancora solidi, la redditività è resiliente e la domanda di obbligazioni societarie europee – investment grade, high yield e crossover – è ancora forte in un contesto di rendimenti bassi. Gli spread sono ridotti, il che rispecchia questa qualità, e potrebbero diventare più volatili quando i mercati entreranno in un periodo più instabile l'anno prossimo. Comunque, la curva dei rendimenti ripida ci offre un roll-down positivo, rafforzando la nostra convinzione che il 2026 sarà un altro “anno di carry”.

Anche i mercati del credito responsabile hanno fatto passi da gigante nel 2025 e hanno visto un notevole afflusso di capitali, grazie al crescente interesse per soluzioni che integrano criteri ESG senza esclusioni troppo rigide.

Continuiamo a vedere opportunità nei titoli investment grade e nei BB di alta qualità, grazie al carry, al roll-down e ai solidi fondamentali degli emittenti. In generale, pensiamo che il 2026 offra un contesto interessante per chi investe in titoli di credito societari responsabili: stabile, ricco di carry e sostenuto da fondamentali resilienti.



Il mercato del debito dei paesi emergenti splende in un contesto di incertezze nei mercati sviluppati

Il debito dei mercati emergenti è stata una classe di attivo tra le più performanti da inizio anno, superando il debito dei mercati sviluppati come high yield USA. Pensiamo che il potente mix di riduzione dell'incertezza sulle politiche commerciali, espansione fiscale (soprattutto in Cina e Germania), politica monetaria accomodante e boom degli investimenti nell'intelligenza artificiale, abbia creato un terreno fertile per i rendimenti del debito paesi emergenti in vista del 2026.

Sicuramente, l'incertezza rimane alta perché il mondo sta attraversando diversi cambiamenti strutturali: inflazione, rischi geopolitici e leva fiscale hanno registrato un incremento nei mercati sviluppati e sono destinati a cambiare profondamente il panorama macroeconomico globale. Tuttavia, poiché questi cambiamenti sono guidati dai mercati sviluppati, quelli emergenti non sono i primi a subire le conseguenze negative. Contrariamente a quanto molti potrebbero pensare, il risultato è che il rapporto rischio/rendimento del debito dei mercati emergenti rispetto a quello dei mercati sviluppati è migliorato, proprio a causa della maggiore incertezza, e non nonostante essa. Le valute dovrebbero essere tra i principali beneficiari della sovraperformance dei mercati emergenti in termini di inflazione, geopolitica e settore fiscale. Dal punto di vista dell'asset allocation a medio-lungo termine, il debito sovrano dei mercati emergenti in valuta locale è quindi la nostra soluzione preferita per sfruttare il miglioramento del rapporto rischio/rendimento dei titoli dei mercati emergenti rispetto a quelli dei mercati sviluppati.

Un aspetto importante di questi cambiamenti è che i cicli di mercato stanno diventando più brevi. Il rovescio della

medaglia dei frequenti picchi dei rischi geopolitici è un aumento dei rischi di ribasso del mercato. Allo stesso tempo, l'aumento dell'inflazione ha eliminato la tendenza delle banche centrali dei mercati sviluppati ad allentare la politica monetaria, riducendo la loro capacità di attenuare le fluttuazioni macroeconomiche e di mercato. I cicli di mercato più brevi e i periodi di volatilità sottolineano l'importanza di un approccio attivo all'asset allocation verso il debito dei paesi emergenti. Nelle strategie miste, l'approccio attivo consente agli investitori di sfruttare il potenziale di rendimento derivante dalla diminuzione delle correlazioni tra i principali premi al rischio dei mercati emergenti, attenuando al contempo l'impatto delle oscillazioni più frequenti nel ciclo di mercato.

Dopo un inizio d'anno forte che ha sorpreso molti investitori, le valutazioni sembrano meno interessanti rispetto a 12 mesi fa. Gli spread dei titoli sovrani dei mercati emergenti sono stretti e il sentiment del mercato è un po' instabile, portando volatilità nel breve termine. Nei prossimi mesi, il carry dovrebbe quindi essere il motore dei rendimenti complessivi dei titoli di debito dei mercati emergenti. Per quanto riguarda il debito dei mercati emergenti in valuta forte, prevediamo un contributo relativamente modesto alla performance da parte della compressione degli spread. Ottimizzare il compromesso tra carry e rischio di credito implica una preferenza per gli emittenti che potrebbero diventare “stelle nascenti”, ovvero paesi con rating più elevato nel segmento high yield in procinto di un upgrade a investment grade, come Paraguay, Serbia e Marocco. Inoltre, le obbligazioni quasi governative possono offrire un carry interessante, limitando al contempo il rischio di credito nel portafoglio.



WITOLD BAHRKE

Senior Macro & Allocation
Strategist, Global Evolution

Il contesto di mercato favorevole e il miglioramento dei fondamentali del credito dovrebbero andare a vantaggio di prestiti sindacati statunitensi e CLO



MICHAEL NECHAMKIN
Chief Investment Officer &
Senior Portfolio Manager,
Octagon Credit Investors

I prestiti sindacati statunitensi e i CLO hanno generato rendimenti soddisfacenti nel 2025, grazie alla crescita economica resiliente degli Stati Uniti, al miglioramento dei fondamentali del credito, alla forte domanda degli investitori e all'attività dei mercati dei capitali. Sebbene i prezzi dei prestiti abbiano subito una flessione nel corso dell'anno, i coupon elevati (sostenuti da tassi di interesse più stabili del previsto) hanno sostenuto la performance complessiva dei prestiti.

La combinazione di fondamentali favorevoli, forte domanda da parte degli investitori e attività di M&A limitata ha alimentato un'ondata significativa di rifinanziamenti e riprezzamenti dei prestiti nel 2025. Di conseguenza, gli spread dei prestiti si sono ridotti quasi ai livelli minimi post-crisi finanziaria globale¹, anche se i rendimenti complessivi dei prestiti sono rimasti interessanti rispetto alle obbligazioni high yield². Riteniamo che il contesto di mercato rimanga favorevole, sostenuto da rendimenti attuali interessanti e condizioni di credito ampiamente favorevoli.

I casi di insolvenza sui prestiti (compresi gli scambi in sofferenza e altre operazioni di gestione delle passività) sono diminuiti rispetto ai livelli massimi raggiunti lo scorso anno³. Prevediamo che i casi di insolvenza continueranno a diminuire nel 2026, anche se alcune sacche localizzate di debolezza economica potrebbero mantenere elevato il rischio di credito idiosincratco, sottolineando così l'importanza di un'analisi fondamentale rigorosa e di una gestione attiva del portafoglio.

In prospettiva, prevediamo che l'andamento positivo degli utili, ulteriori tagli dei tassi da parte della Fed e il proseguimento delle attività di rifinanziamento rafforzeranno ulteriormente i coefficienti di copertura degli interessi dei mutuatari e sosterranno il continuo miglioramento dei fondamentali del credito nel loro complesso. I tassi più bassi dovrebbero anche creare un contesto più favorevole per l'emissione di prestiti legati a fusioni ed acquisizioni nel 2026, il che contribuirebbe a sostenere i livelli di spread. Allo stesso tempo, l'aumento dell'offerta di nuovi prestiti ed altri fattori tecnici potrebbero pesare sui prezzi, anche se prevediamo che la domanda di prestiti da parte degli investitori rimarrà sostenuta, dati i rendimenti interessanti. Continuiamo a percepire valore nei prestiti sindacati su larga scala, dove riteniamo che le cedole relativamente elevate possano compensare la potenziale volatilità dei prezzi. Nel complesso, riteniamo che il mercato dei prestiti US sia ben posizionato per il 2026. Rendimenti interessanti dei titoli, fondamentali societari in miglioramento e scenario economico favorevole, creano un contesto equilibrato e costruttivo per generare rendimenti.

¹ Sulla base del rendimento a scadenza dell'indice Morningstar LSTA US Leveraged Loan Index (il «LLI») (descritto più dettagliatamente di seguito) al 31 ottobre 2025 (8,10%) rispetto al rendimento alla scadenza dell'indice S&P U.S. High Yield Corporate Bond (7,13% al 31 ottobre 2025). Fonte: Pitchbook LCD (10 novembre 2025). In collaborazione con Pitchbook/LCD, una società Morningstar, la Leveraged Syndications & Trading Association («LSTA») ha sviluppato l'indice Morningstar LSTA Leveraged Loan Index (il «LLI»), un indice di rendimento totale giornaliero che utilizza il prezzo di mercato LSTA/Refinitiv per calcolare la variazione del valore di mercato. In tempo reale, l'LLI traccia il saldo corrente in essere e lo spread rispetto al LIBOR e al SOFR per i prestiti a termine interamente finanziati. Le linee di credito incluse nell'LLI rappresentano un ampio spaccato dei prestiti leveraged sindacati negli Stati Uniti, compresi i prestiti denominati in dollari a emittenti esteri. Non è possibile investire direttamente nell'LLI. ² Fonti: Pitchbook LCD/Morningstar LSTA Leveraged Loan Index (10 novembre 2025). Basato sullo spread nominale dell'indice Morningstar LSTA US Leveraged Loan Index (il «LLI») al 31 ottobre 2025. ³ Fonte: Pitchbook LCD (31 ottobre 2025). Basato sul tasso di insolvenza dual-track per l'LLI, che rappresenta il tasso degli ultimi 12 mesi («LTM») in base al numero di emittenti per il rispettivo periodo. I tassi di insolvenza dual-track per l'LLI non rappresentano l'esperienza di alcun gestore di investimenti o gruppo di gestori in particolare. Il tasso rappresenta tutti gli emittenti, compresi quelli con prestiti non inclusi nel servizio di valutazione al valore di mercato di Refinitiv/LPC. Il tasso dual-track è calcolato come il numero di emittenti che soddisfano i criteri di insolvenza legacy o dual-track negli ultimi 12 mesi diviso per il totale degli emittenti non insolventi 12 mesi fa. I tassi di insolvenza legacy comprendono i fallimenti, i downgrade a D da parte di S&P e i mancati pagamenti degli interessi senza tolleranza; i tassi di insolvenza dual-track comprendono ciascuno dei criteri sopra menzionati, nonché le operazioni di gestione delle passività considerate da S&P Global Ratings come uno scambio in difficoltà o un'insolvenza. Le insolvenze passate non sono indicative dei tassi di insolvenza futuri.

EQUITY



Nel 2026, Mag 7 ed S&P 493 prenderanno strade divergenti?



DONALD TOWNSWICK
CFA, Director of Equity
Strategies, Conning

Conning ritiene che nel 2026 il rendimento di mercato sarà compreso tra il 7% e il 9%, ma il percorso per raggiungerlo sarà probabilmente caratterizzato da una certa volatilità. Il mercato è soggetto a venti contrari e favorevoli e solo il tempo potrà dire se il mercato accelererà o se verrà sviato dalla sua rotta.

I solidi profitti del 2025 hanno aiutato a spingere il mercato in avanti. Si pensa che la crescita degli utili per il mercato statunitense in generale (rappresentato dall'indice S&P 500) finirà l'anno con un aumento di circa il +10% rispetto all'anno precedente. Le aspettative di crescita per il 2026-27 sono ancora più rosee, rispettivamente del +14,2% e del +14,6%. La crescita degli utili è sempre un fattore positivo per il mercato.

Altri potenziali fattori positivi per il mercato includono l'estensione dei tagli fiscali del 2017 e altri incentivi contenuti nel cosiddetto "One Big Beautiful Bill" firmato dal presidente Trump il 4 luglio 2025. Anche i negoziati commerciali in corso, che mirano a ridurre le barriere ai prodotti e servizi statunitensi all'estero, potrebbero contribuire alla crescita degli utili.

Il principale rischio per il mercato è legato al settore

dell'intelligenza artificiale, rappresentato dai grandi titoli tecnologici del Magnificent 7. Queste aziende sono cresciute fino a rappresentare quasi il 40% dell'indice S&P 500.

A parità di condizioni, se questi titoli dovessero scendere del 20%, l'indice S&P 500 calerebbe dell'8%. Qualsiasi calo dei "Mag 7" potrebbe influenzare negativamente l'intero mercato (l'"S&P 493"), anche se tutte le altre società rimanessero stabili.

Succederà davvero? Si consideri che il rapporto prezzo/utili del Mag 7 è di poco superiore a 30 volte rispetto al rapporto PE dell'"S&P 493" pari a 20,2. Non ci vuole molta immaginazione per prevedere una significativa compressione multipla nel Mag 7 se la crescita dei suoi utili dovesse iniziare a rallentare.

Il Mag 7 potrebbe subire una compressione multipla mentre l'"S&P 493" subisce un'espansione multipla, con effetti compensativi? È difficile da prevedere, ma da tempo ci aspettiamo un ampliamento del mercato e questo potrebbe finalmente essere il momento giusto. Se così fosse, l'"S&P 493" potrebbe navigare in acque tranquille, mentre il Mag 7¹ potrebbe incontrare difficoltà.

Le banche europee continueranno a fare bene per il sesto anno di fila?

Il 2025 è stato sicuramente l'anno delle banche europee, con un rendimento totale di oltre il 50% da inizio anno, superando l'indice geografico più ampio del 40%². Ancora più interessante, hanno fatto meglio per il quinto anno di fila dopo più di un decennio "perso" a causa di una politica monetaria molto accomodante e di significativi ostacoli normativi. In questo periodo, il settore è passato da un rendimento del capitale proprio di circa il 4% al 15% e da un "divieto di dividendi" nel 2020 a un rendimento in contanti quasi a doppia cifra per gli azionisti, compresi i riacquisti. Il terzo trimestre è stato un altro trimestre forte per il settore, caratterizzato da ricavi solidi, costi migliori e un livello ancora favorevole di accantonamenti che ha portato a un ulteriore aggiornamento del consenso di metà cifra singola. Ma anche se tutti questi fattori sono stati solidi fino ad ora, cosa succederà in futuro?

Se guardiamo indietro negli ultimi 30 anni, le banche europee non hanno mai avuto sei anni di fila di sovraperformance (ma le banche dell'Eurozona ci sono riuscite all'inizio del 2000). Adesso la loro valutazione è più equilibrata, con un rapporto prezzo/utili attesi di 9x e un rapporto prezzo/valore contabile tangibile di 1,4x rispetto ai multipli bassi degli anni precedenti, e il settore è diventato addirittura piuttosto "sovrappesato dal consenso".

Nonostante questo, pensiamo che le prospettive per le banche europee siano ancora buone: le valutazioni hanno ancora un po' di spazio per crescere prima di diventare troppo alte e il margine di interesse netto dovrebbe essere vicino al minimo, a meno che la BCE non decida di adottare una politica monetaria molto espansiva.

Per ora, continuiamo a essere positivi sul settore, soprattutto perché pensiamo che nelle prossime settimane e nei prossimi mesi diverse banche presenteranno i loro nuovi piani aziendali e/o aggiorneranno i loro target pluriennali, il che dovrebbe far salire ancora di più la redditività prevista; comunque, è troppo presto per dire se il settore riuscirà a fare ancora meglio l'anno prossimo. Per soddisfare le aspettative di consenso nel 2026, i volumi dei prestiti devono crescere, i costi devono aumentare solo leggermente e, soprattutto, il costo del rischio – il livello degli accantonamenti che le banche devono iscrivere nei loro conti economici per coprire i prestiti incagliati – deve rimanere a livelli storicamente bassi, o vicini a essi, quindi, ancora una volta, uno scenario piuttosto roseo.



LUCA FINÁ
Head of Active Equity,
Generali Asset Management

¹ Fonte per tutti i dati: FactSet al 19 Novembre 2025.
² Fonte: Bloomberg al 30 Ottobre 2025 in euro.



ANIS LAHLOU
CIO European Equities,
Aperture Investors

Il superciclo dell'intelligenza artificiale continuerà nel 2026, con i principali abilitatori europei al centro

Sebbene i titoli dei giornali siano stati recentemente dominati da timori di una bolla, siamo convinti che il superciclo dell'intelligenza artificiale sia solo all'inizio e che continuerà fino al 2026. Ogni giorno ci avvicina ad una nuova svolta importante nel mondo dei consumatori. E quando questo cambiamento arriverà, probabilmente darà origine a nuovi modelli di business e servizi, proprio come fece l'iPhone nel 2007, ma su una scala molto più ampia.

Tuttavia, anche prima di raggiungere quel momento, l'infrastruttura di base dell'IA sta crescendo ad un ritmo straordinario. La capacità globale di GPU dovrà aumentare di cinque volte solo per allinearsi alla traiettoria attuale. Il consumo di token (la domanda) raddoppia ogni due / tre mesi, ma la capacità globale delle industrie di produzione di semiconduttori (l'offerta) cresce solo del 20% circa all'anno¹, creando una pressione continua che alimenta investimenti nell'IA per diversi trilioni di dollari. Anche se i data-center rappresentano ormai circa metà delle nuove costruzioni private a uso ufficio, contribuendo a ridurre il gap², il mondo è ancora sottodimensionato rispetto a dove pensiamo che l'AI stia andando. Allo stesso tempo, l'intelligenza artificiale sta uscendo dai data center. Le aziende di telecomunicazioni stanno integrando processori avanzati nelle stazioni base 5G/6G di nuova generazione, segnando l'ascesa dell'"edge AI" e consentendo un'inferenza più economica, più veloce e più vicina all'utente finale.

L'Europa ha un ruolo fondamentale in questo contesto: ospita infatti i principali produttori mondiali di apparecchiature di rete, specialisti di macchinari per semiconduttori e aziende di automazione industriale che rappresentano l'ossatura di questa nuova infrastruttura. Ecco perché riteniamo che il ruolo

dell'Europa nella transizione verso l'AI sia molto più rilevante di quanto il mercato riconosca attualmente. Il "continente manifatturiero" combina ecosistemi industriali profondi con un quadro normativo e fiscale che dà priorità alla sovranità digitale, alle infrastrutture resilienti e all'indipendenza energetica. A nostro avviso, l'Europa è fondamentale per la catena del valore globale dell'intelligenza artificiale e dell'elettrificazione, non semplicemente un'alternativa agli Stati Uniti.

Anche il contesto macroeconomico rafforza questa visione. Il programma infrastrutturale tedesco da 500 miliardi di euro, il più significativo dalla Riunificazione, potrebbe assumere un ruolo sempre più centrale nella storia tecnologica e industriale globale e aggiungere 0,4–0,5% alla crescita dell'Eurozona già dal prossimo anno², con un impatto più evidente dal 2026 in poi. I primi segnali si vedono già, con un aumento degli ordini nel settore della difesa, una maggiore domanda di potenziamento della rete elettrica e condizioni di prezzo migliori per i materiali da costruzione.

Anche la dispersione settoriale si sta ampliando. Per noi, questo è esattamente l'ambiente in cui la selezione attiva dei titoli fa la differenza. I cluster legati all'AI e all'elettrificazione continuano a mostrare una solida dinamica degli utili, ma molte aziende europee del software, dell'automazione e dei semiconduttori sono, a nostro avviso, strutturalmente sottovalutate nell'era dell'AI: riteniamo che questa sia una visione eccessivamente miope. Guardando al futuro, il 2026 sarà probabilmente un anno frenetico e caratterizzato dall'innovazione e, a nostro avviso, l'Europa assumerà un ruolo sempre più centrale nella storia tecnologica e industriale globale.

Perché la prossima ondata di crescita azionaria potrebbe essere guidata dai trend sociali

In Sycomore riteniamo che le aziende in grado di offrire valore sociale tangibile e misurabile siano destinate a distinguersi in una fase in cui i mercati azionari stanno ritrovando vigore. Negli ultimi anni abbiamo visto quanto siano fragili i sistemi sanitari, le catene di approvvigionamento e le società, mettendo in primo piano il tema degli investimenti sociali. Le imprese che affrontano queste vulnerabilità sono posizionate non solo per "fare del bene", ma per cogliere anche importanti opportunità di crescita secolare.

Dopo diversi anni segnati da tensioni commerciali, variazioni tariffarie e incertezza normativa, le prospettive geopolitiche per il 2026 sembrano orientate verso una normalizzazione in vista delle elezioni di metà mandato negli Stati Uniti. Una maggiore stabilità dovrebbe aiutare a ripristinare la fiducia degli investitori e migliorare la visibilità per le aziende globali, permettendo ai gestori attivi di dare nuovamente priorità alla generazione di alfa fondamentale piuttosto che cercare di navigare tra cambiamenti politici rapidi e imprevedibili.

L'intelligenza artificiale continua ad essere un motore fondamentale per l'innovazione e gli investimenti in tutto il mondo. Vediamo un ampio ventaglio di opportunità d'investimento non solo nelle applicazioni dell'IA, ma in tutto l'ecosistema abilitante, dalla produzione e distribuzione di energia alla produzione di semiconduttori, agli strumenti avanzati e all'espansione di infrastrutture per data center efficienti dal punto di vista energetico.

Queste tecnologie e infrastrutture periferiche sono essenziali per sostenere la transizione globale verso industrie ad alta intensità di dati, molte delle quali svolgono un ruolo fondamentale nel favorire l'inclusione digitale, l'innovazione sanitaria e l'efficienza delle risorse.

La Cina dovrebbe continuare ad essere al centro dei temi della crescita sostenibile globale, con due sviluppi paralleli che aprono nuove opportunità. In primo luogo, l'impegno del Paese a sviluppare il proprio ecosistema tecnologico in risposta alle continue tensioni con gli Stati Uniti sta portando a investimenti notevoli nell'innovazione interna, nella capacità dei semiconduttori e nelle tecnologie per l'energia pulita. Questo potrebbe portare a sfere tecnologiche sempre più distinte tra la Cina e l'Occidente, allargando l'universo investibile per le strategie "impact". In secondo luogo, la rinnovata attenzione di Pechino al rafforzamento dei consumi delle famiglie come quota del PIL potrebbe favorire in modo significativo i settori legati all'urbanizzazione sostenibile, ai servizi digitali, all'educazione e alla sanità. Questa dinamica potrebbe sostenere un modello di crescita più resiliente e trainato dalla domanda interna. Nel complesso, prevediamo che il 2026 sarà un anno in cui la normalizzazione della situazione geopolitica, l'accelerazione degli investimenti nelle infrastrutture energetiche e informatiche e l'evoluzione del modello di crescita cinese potrebbe creare un terreno fertile per opportunità azionarie a lungo termine orientate all'impatto sociale



LUCA FASAN
Senior Portfolio Manager,
Sycomore Asset
Management

¹ Fonte: Counterpoint Research, Ottobre 2025.
² Fonte: US Census Bureau, 2025.



MULTI ASSET & LIQUID ALTERNATIVES

Il nuovo ciclo economico: Inflazione, Cina, Oro e Real Assets



GIORDANO LOMBARDO
CEO and Co-CIO,
Plenisfer Investments

Sebbene il 2025 sia stato in larga parte un anno positivo per i mercati globali, riteniamo che il 2026 sarà più complesso, caratterizzato da una maggiore divergenza delle performance per aree geografiche e da opportunità più selettive. Individuiamo diversi temi chiave da comprendere in vista del 2026.

In primo luogo, le principali banche centrali stanno allentando la politica monetaria o si preparano a ridurre i tassi di interesse, mentre le pressioni inflazionistiche restano presenti. I livelli di debito pubblico e privato a livello globale sono ai massimi storici e gli strumenti politici puntano sempre più verso l'inflazione come modo per gestire questi oneri. Anche i dazi sono strutturalmente più elevati rispetto a pochi anni fa, aggiungendo un ulteriore livello di rischio inflazionistico di lungo periodo. Allo stesso tempo, gli Stati Uniti stanno adottando una posizione più orientata verso l'interno dal punto di vista geopolitico ed economico, il che sta indebolendo la domanda strutturale di attività denominate in dollari da parte di molte economie emergenti. Nel suo insieme, tale situazione mette in discussione le ipotesi alla base dei benchmark azionari e obbligazionari.

Una delle nostre convinzioni più forti in questo contesto riguarda l'oro. Non lo vediamo solo come una copertura contro l'inflazione, ma più come una protezione contro un lungo periodo di tassi reali bassi. Il congelamento delle riserve russe ha cambiato il modo di agire delle banche centrali dei mercati emergenti, spingendole a diversificare i loro investimenti dall'oro ai titoli del Tesoro USA. I flussi al dettaglio sono arrivati solo di recente e, secondo noi, la

maggior parte dei portafogli istituzionali e privati sono ancora molto poco esposti.

L'intelligenza artificiale è un altro tema importante, ma spesso viene frainteso. Questo ciclo di innovazione è estremamente costoso, a differenza delle rivoluzioni tecnologiche del passato, che erano più leggere e basate su piattaforme. Ogni anno si investono centinaia di miliardi in hardware, chip, data center e, sempre di più, in energia. Per questo motivo, l'accesso a elettricità a basso costo sta diventando un vantaggio competitivo cruciale ma ancora sottovalutato. Piuttosto che inseguire i titoli megacap più affollati, preferiamo gli abilitatori: produttori di semiconduttori, aziende di test dei chip e l'intera catena di fornitura che beneficia degli investimenti in AI senza esporsi agli stessi rischi di valutazione.

Continuiamo a essere ottimisti sulla Cina, anche se nei mercati occidentali c'è un forte scetticismo. La Cina si è riposizionata come concorrente globale non grazie ai costi bassi, ma grazie alla sua tecnologia e alla sua preparazione, soprattutto nei settori dei veicoli elettrici, delle batterie, del nucleare e del solare. Sul fronte domestico, le autorità hanno forti incentivi a sostenere i mercati azionari dopo il calo del settore immobiliare. Infine, le materie prime e gli asset reali, dall'uranio al rame, rimangono al centro della nostra strategia "non vincolata". Si trovano all'incrocio tra la domanda energetica dell'intelligenza artificiale, la transizione energetica e il riallineamento della catena di approvvigionamento. Il petrolio rimane più complesso, ma siamo attenti alle opportunità tattiche.

Le strategie di overlay, copertura e diversificazione saranno fondamentali nel 2026

Nel 2025 i politici sono stati uno dei principali fattori di influenza sui mercati finanziari, generando una forte volatilità dei rendimenti. Guardando avanti, il 2026 dovrebbe aprirsi con un contesto più favorevole. L'economia statunitense dovrebbe beneficiare dell'espansione fiscale e di una crescita sostenuta degli utili societari, mentre la Fed è attesa effettuare almeno due tagli dei tassi. Inoltre, le elezioni di mid-term di novembre potrebbero ridurre l'incentivo del Presidente Trump a fare pressione sui portafogli finanziari degli elettori statunitensi, favorendo potenzialmente un maggiore sostegno agli asset rischiosi. Riteniamo inoltre che le azioni delle banche centrali continueranno a esercitare una pressione al ribasso sui rendimenti, creando un contesto favorevole per i portafogli multi-asset.

Tuttavia, i rischi permangono. Le preoccupazioni relative all'intelligenza artificiale e al settore tecnologico potrebbero intensificarsi in un contesto di valutazioni elevate.

Sebbene si preveda che i ricavi continueranno a crescere a livelli eccezionali e che le aziende leader probabilmente cattureranno la maggior parte del potenziale rialzo, gli ingenti investimenti necessari per sostenere tale crescita potrebbero spingere le imprese ad aumentare l'indebitamento. Ciò solleva interrogativi sul ritorno del capitale investito. La struttura del mercato amplifica questi rischi, poiché gli investitori sono fortemente concentrati nel settore tecnologico, che oggi rappresenta quasi il 40% dell'S&P 500, mentre le condizioni di liquidità stanno peggiorando.

Per questo motivo, nel 2026 la diversificazione sarà cruciale per mitigare l'impatto di un'eventuale brusca revisione delle valutazioni dei modelli di business legati all'IA. Qualora si verificasse uno scenario di questo tipo, le correlazioni tra azioni e obbligazioni potrebbero diventare fortemente negative, rafforzando i benefici della diversificazione all'interno dei portafogli multi-asset. Anche l'oro dovrebbe svolgere il suo tradizionale ruolo di "bene rifugio" e di elemento diversificante, sostenuto dagli acquisti di lungo periodo delle banche centrali dei Paesi emergenti.

Tuttavia, la diversificazione da sola potrebbe non essere sufficiente in caso di un forte sell-off del mercato. È essenziale aggiungere protezioni sistematiche e tattiche per introdurre una convessità al ribasso. Sebbene siano in atto coperture strutturali per affrontare i rischi di coda, saranno necessarie ulteriori misure di breve termine e di natura tattica quando i mercati azionari avranno pienamente incorporato scenari ottimistici e il posizionamento degli investitori risulterà eccessivamente tirato. Per questo motivo, utilizziamo opzioni e strategie sistematiche (comprese strategie di dispersione per far fronte a un crollo dell'IA) come coperture overlay su classi di attivo tradizionali e diversificate.

In sintesi, sebbene la prima parte dell'anno dovrebbe offrire un contesto favorevole per azioni e obbligazioni all'interno delle strategie multi-asset, riteniamo che le strategie di overlay, progettate per gestire un'elevata incertezza e il potenziale aumento rapido della volatilità, saranno determinanti.



CÉDRIC BARON
Head of Asset Allocation
Products,
Generali Asset Management

**ALEXANDER SCHOENFELDT**

Head of Investments,
Lumyna Investments

Le opportunità offerte dal mercato obbligazionario a livello macroeconomico sono le più interessanti degli ultimi anni

La prima metà del 2025 è stata caratterizzata dall'incertezza sulle prospettive politiche degli Stati Uniti, soprattutto per quanto riguarda i dazi. A febbraio e marzo gli Stati Uniti hanno annunciato nuovi dazi, lasciando intendere che ne sarebbero arrivati altri. In Europa, le proposte di allentare il freno all'indebitamento per le spese di difesa, insieme a un nuovo, massiccio piano di spesa infrastrutturale, hanno causato un divario tra i mercati azionari e obbligazionari europei e quelli statunitensi, ma a metà anno le azioni statunitensi erano nuovamente pronte a sovraperformare. Nel terzo trimestre è stata approvata la legge statunitense "One Big Beautiful Bill Act", accolta positivamente dai mercati azionari e sostenuta da utili societari generalmente solidi. Anche se i dati economici statunitensi hanno mostrato segni di rallentamento durante il trimestre, la Federal Reserve ha reagito con un atteggiamento accomodante, tagliando i tassi nella riunione di settembre, il primo taglio dell'anno, e segnalando un ulteriore allentamento in futuro. Questo contesto è stato ampiamente positivo per i titoli azionari globali e ha portato l'indice MSCI World Equity ad un aumento del 18% da inizio anno (dividendi inclusi) al momento della stesura del presente documento¹.

Cosa significa questo per noi oggi? Ebbene, le azioni statunitensi hanno attualmente raggiunto la loro valutazione più alta (in termini di rapporto p/e forward) dalla bolla tecnologica del 1999/2000, nonostante l'elevata crescita degli utili già incorporata nel denominatore del calcolo. Anche se ci sono sicuramente delle circostanze uniche che spingono la performance straordinaria delle azioni, che

potrebbero o meno rivelarsi giustificate a lungo termine, pensiamo che sia un buon momento per considerare delle alternative che potrebbero offrire opportunità interessanti, ma con meno rischi di valutazione insiti.

Al momento, ci sembrano interessanti le opportunità di investimento nel reddito fisso macro, che possono portare a guadagni prendendo posizioni direzionali negli strumenti a reddito fisso e approfittando delle differenze di valore relativo tra questi strumenti. Questa strategia può anche approfittare delle variazioni dei tassi di cambio valutari, creando opportunità per sfruttare le differenze nelle politiche monetarie e nelle condizioni economiche dei vari paesi. Soprattutto, offre una fonte di rendimento diversificata rispetto ai mercati azionari, ma con opportunità che non si vedevano da anni. Questo perché il sistema finanziario globale è passato da un periodo di tassi di interesse bassi a uno in cui i movimenti dei tassi e delle valute sono guidati da condizioni individuali diverse. Tra i mercati sviluppati, i tassi stanno aumentando in Giappone, le curve dei rendimenti stanno cambiando in Germania e i tassi stanno diminuendo nel Regno Unito e negli Stati Uniti. Ciò sta causando pressioni che influenzano anche i tassi di cambio valutari tra i paesi, creando molteplici opportunità nei mesi e negli anni a venire per gli investitori esperti nel generare rendimenti.

¹ Fonte: Bloomberg, al 18 Novembre 2025.



**PRIVATE
CREDIT**

PMI europee: opportunità nel debito privato, ma senza scorciatoie



SANDRINE RICHARD
Head of Direct Private Debt,
Generali Asset Management

Il debito privato europeo entra nel 2026 sostenuto dalla persistente domanda degli investitori di rendimento, diversificazione e impatto sull'economia reale. Nonostante un contesto macroeconomico più debole e alcuni casi isolati di default che hanno attirato l'attenzione dei media, riteniamo che il mercato rimanga fondamentalmente solido e offra numerose opportunità per investitori nel credito disciplinati, con competenze settoriali e solide relazioni con gli sponsor. In questo scenario, tre temi guidano il nostro approccio.

1. Un contesto economico in deterioramento

L'attività economica in Europa sta rallentando, poiché le condizioni finanziarie più restrittive, una domanda dei consumatori più debole e l'incertezza geopolitica pesano sulla crescita. I recenti default, in particolare negli Stati Uniti, hanno fatto notizia, ma per noi rientrano nel normale ciclo di rischio e non sono né senza precedenti né sistemici. Al contrario, rafforzano un punto chiave: contesti più fragili richiedono una selezione del credito più rigorosa. Prestiamo maggiore attenzione agli scenari di stress, ai rischi di rifinanziamento e ai settori in cui il potere di determinazione dei prezzi si sta indebolendo. Vediamo una serie di opportunità interessanti, che come sempre richiedono precisione e selettività.

2. Rivalutazione del rischio

Con costi di finanziamento più elevati e duraturi e banche che continuano a ridurre l'esposizione, i finanziatori privati svolgono un ruolo cruciale, ma devono essere vigili. Ci concentriamo su posizioni first lien secured, leve finanziarie disciplinate e covenant rigorosi per proteggere

gli investitori. Rimane essenziale un forte allineamento degli sponsor. Il flusso di operazioni rimane robusto, in particolare nel segmento lower mid-market europeo, dove le PMI continuano a cercare soluzioni di finanziamento a lungo termine basate su relazioni consolidate.

3. Il ruolo crescente del debito privato ESG e delle PMI

Le PMI integrano le considerazioni ESG nelle fondamenta dei loro modelli di business, piuttosto che adattarle in un secondo momento come accade spesso nelle grandi aziende più complesse. Queste imprese stanno creando i prodotti e i servizi necessari per un mondo in evoluzione e sono i leader industriali di domani. Tuttavia, seppur le PMI guidano l'innovazione, sono poco servite dalle banche tradizionali. Il debito privato può sostenere direttamente queste aziende innovative attraverso finanziamenti legati a KPI chiari e misurabili. Le aspettative degli investitori si muovono nella stessa direzione: oltre l'80% degli investitori globali richiede oramai ai gestori di dimostrare una strategia di investimento sostenibile¹. Con perdite economiche legate al clima che hanno superato i €300mld a livello globale nel 2024², riteniamo che un'integrazione più profonda dell'ESG sia una responsabilità, non una tendenza, oltre che un'opportunità.

In sintesi, crediamo che il 2026 premierà gli investitori selettivi, allineati alla sostenibilità e orientati alle soluzioni, capaci di navigare l'incertezza macroeconomica mentre finanziano la prossima generazione di leader aziendali europei.

Un anno decisivo per il mercato secondario del private credit

Entrando nel 2026, riteniamo che il mercato secondario del private credit stia passando da semplice strumento di liquidità emergente a pilastro strategico nell'allocatione dei mercati privati. Il volume delle transazioni è spinto da una combinazione di crescita strutturale, evoluzione delle infrastrutture di mercato e cambiamento delle esigenze degli investitori. L'asset class del private credit oggi vale circa 1,7 trilioni di dollari e si prevede cresca a un tasso annuo del 15%, creando una base significativa da cui emergeranno le operazioni sul mercato secondario³.

Questa crescita è rafforzata dall'aumento della volatilità di mercato, che spinge gli investitori a cercare rendimenti relativamente stabili e prevedibili associati al private credit. Il mercato secondario è diventato uno strumento privilegiato per ottenere liquidità, ribilanciare i portafogli e migliorare i rendimenti. I volumi delle transazioni sono aumentati notevolmente, passando da \$3-5 miliardi all'anno a oltre \$10 miliardi negli ultimi anni. Prevediamo che raggiungeranno i \$40-50 miliardi all'anno nei prossimi 3-5 anni, trainati dal crescente adoption rate da parte degli investitori. Le dimensioni delle operazioni ora variano spesso da \$100 milioni a \$1 miliardo, riflettendo la crescente scala e sofisticazione del mercato⁴. Ciò che, a nostro avviso, aumenta in modo significativo l'attrattiva del mercato secondario del private credit è la possibilità di acquisire portafogli già maturi, spesso a sconto. Questo può generare un incremento immediato del valore complessivo rispetto al capitale versato e consentire agli investitori di beneficiare di durate più brevi, un impiego più rapido del capitale e un profilo di distribuzione accelerato. Questi portafogli sono generalmente costituiti da fondi

prossimi o oltre il loro periodo di investimento, già focalizzati sulla monetizzazione e in grado di fornire pagamenti regolari di interessi dai prestiti sottostanti. Questa combinazione di rendimento ed efficienza del capitale è difficile da replicare altrove nei mercati privati

L'infrastruttura che sostiene il mercato è maturata in modo significativo. Sono emersi fondi e advisor specializzati con strutture di capitale allineate ai rendimenti del credito, consentendo operazioni più complesse, tra cui portafogli di fondi, vendite guidate da LP (investori), soluzioni guidate da GP (gestori), continuation vehicles e operazioni di bilancio. Sul lato della vendita, gli LP stanno utilizzando in modo proattivo i secondari, non solo per la liquidità, ma anche per consolidare i rapporti con i GP e orientarsi verso esposizioni più opportunistiche. Anche i GP contribuiscono al flusso di operazioni cercando di accelerare le distribuzioni e ampliando la base di investitori principalmente attraverso continuation vehicles. Ci sono ancora alcune caratteristiche di un mercato in via di sviluppo. Gli spread bid-ask persistono in segmenti specifici, come i fondi di opportunità di credito, e l'attività di underwriting può essere complessa – focalizzata sulla generazione di reddito, la preservazione del capitale e l'individuazione di valore implicito, come le opportunità di "pull to par". Ma sono proprio queste dinamiche che, a nostro avviso, premiano i gestori con profonda competenza nel credito e solide capacità di origination. In sintesi, il set di opportunità si sta espandendo rapidamente e riteniamo che il mercato secondario del private credit sia sulla traiettoria di una crescita continua e potenzialmente accelerata nel 2026 e oltre.



MARCO BUSCA
Head of Indirect Private Debt,
Generali Asset Management

¹ Fonte: Morgan Stanley, Dicembre 2024.

² Fonte: Munich Re, 2025

³ Fonte: Brookfield, Marzo 2025

⁴ Fonte: Jeffries, Luglio 2025

Direct lending negli Stati Uniti: atteso un incremento del deal flow nel 2026



SEAN SULLIVAN

Head of Private Credit,
Octagon Credit Investors

Il mercato del direct lending statunitense ha continuato la sua espansione nel 2025, superando il trilione di dollari¹. Riteniamo che il flusso di operazioni nel prestito diretto sia destinato ad accelerare nel 2026, trainato dall'elevata disponibilità di capitale privato "dry powder" nel private equity (PE), dal progressivo invecchiamento delle partecipazioni nei portafogli PE e da un contesto dei tassi d'interesse più favorevole.

I Private Equity sono il motore principale del flusso di operazioni di direct lending, rappresentando il 75% del volume delle transazioni nel 2025². Riteniamo che PE entrerà nel 2026 con livelli storicamente elevati di "dry powder", dopo diversi anni di forte raccolta e un contesto M&A attenuato. Il patrimonio gestito dal PE statunitense ha raggiunto i \$3,6 trilioni a fine 2024, con circa \$1 trilione di liquidità disponibile, pari a circa il 25% della classe di attività e all'incirca equivalente alle dimensioni dell'intero mercato del prestito diretto³. Con la normalizzazione delle aspettative di valutazione, gli sponsor sono sempre più motivati a perseguire nuovi platform investments e acquisizioni add-on, rafforzando la domanda di soluzioni di direct lending grazie alla certezza di esecuzione e alla flessibilità strutturale.

L'aumento dei multipli di acquisto rispetto al passato, combinato con l'incertezza macroeconomica, ha determinato un prolungamento dei periodi di detenzione delle società nei fondi di Private Equity, arrivando a 3,8

anni, il livello più alto dal 2011. Questo scenario sta generando pressione sugli LP (investitori) per la restituzione del capitale.³ Man mano che queste società crescono fino a raggiungere le loro valutazioni, gli sponsor cercheranno sempre più di uscire dalle loro posizioni.

Prospects for additional rate cuts in 2026 should narrow valuation gaps, improve borrower affordability, and strengthen sponsors' conviction to transact. A more accommodative policy backdrop also boosts overall M&A activity, which we think creates a broader tailwind for leveraged deal flow which allows lenders to be more selective.

Le prospettive di ulteriori tagli dei tassi nel 2026 dovrebbero ridurre i gap di valutazione, migliorare l'accessibilità dei mutuatari e rafforzare la convinzione degli sponsor nel concludere operazioni. Un contesto di politica monetaria più accomodante stimola anche l'attività di M&A, creando a nostro avviso un vento favorevole per il flusso di operazioni con leva finanziaria, che consente ai finanziatori di essere più selettivi.

¹Fonte: BofA Global Research, «CLO Weekly - Prospettive per il credito privato nel 2026: interessi di picco vs interessi PIK» (16 novembre 2025).

²Fonte: Morgan Stanley, «Valutazione del prestito diretto: analisi della sostenibilità e dell'equilibrio tra domanda e offerta» (ottobre 2025).

³Fonte: Pitchbook LCD, «Q3 2025 US PE Breakdown» (30 settembre 2025).

REAL ESTATE



Fondamentali solidi nel resiliente settore immobiliare europeo



MICHEL TE PASKE

Head of Investor Relations and
Capital Raising,
Generali Real Estate

Le prospettive economiche europee stanno migliorando un po' alla volta, anche se c'è ancora un po' di incertezza geopolitica e volatilità legata al mercato, come abbiamo visto all'inizio dell'anno. La crescita nell'area dell'euro dovrebbe rimanere stabile, grazie all'aumento dei salari reali, alla resilienza dei mercati del lavoro e alla spesa fiscale mirata, soprattutto nelle infrastrutture e nella difesa. Anche se l'aumento dei dazi statunitensi pesa sulle esportazioni, la riduzione dell'incertezza politica e le aspettative di un ulteriore allentamento delle condizioni di finanziamento potrebbero migliorare il sentiment del mercato. Guardando al futuro, l'inflazione dovrebbe stabilizzarsi intorno all'obiettivo medio del 2% fissato dalla BCE, mentre i rischi per la crescita rimangono orientati al ribasso, con le tensioni commerciali globali e la potenziale debolezza della domanda estera che potrebbero rappresentare dei freni. In questo contesto in miglioramento, pensiamo che la logistica, gli uffici, il commercio al dettaglio, l'ospitalità e il debito immobiliare commerciale saranno temi interessanti nel settore immobiliare europeo fino al 2026.

Il settore logistico europeo continua a essere interessante, grazie alla crescita continua dell'e-commerce e al passaggio da modelli di supply chain "just-in-time" a modelli "just-in-case". C'è una forte domanda di immobili ben localizzati lungo i principali corridoi di trasporto, spinta dai bassi tassi di sfritto e dall'offerta limitata di nuovi immobili. Questi immobili offrono un solido potenziale di rivalutazione, che sostiene la crescita futura dei flussi di cassa.

Il settore degli uffici sta vivendo una forte differenziazione, con gli immobili di prima qualità e in ottima posizione che continuano ad avere una domanda forte da parte di chi cerca

spazi che diano importanza alla posizione, ai servizi per gli affittuari e alle credenziali ESG. Le grandi aziende possono permettersi di dare la priorità alla qualità degli spazi piuttosto che al risparmio, dato che gli immobili rappresentano solo una piccola parte delle loro spese complessive. Le difficoltà di approvvigionamento nei mercati principali, insieme al numero limitato di nuovi progetti completati nelle zone più ambite, stanno facendo sì che l'aumento degli affitti diventi una caratteristica strutturale nel breve-medio termine, soprattutto nei principali quartieri degli affari (CBD).

Il settore retail si è adattato alle sfide dello shopping online e a un decennio di pressione sugli affitti. I centri commerciali più importanti nelle zone chiave stanno andando bene. Con i valori degli immobili che si sono adeguati e la nuova offerta ai minimi storici, il settore è resiliente e ha prospettive positive.

Il settore dell'ospitalità sta approfittando della crescita del turismo globale, che sta spingendo ristrutturazioni e nuovi sviluppi. I viaggi di piacere guidano la ripresa, mentre la domanda cresce nei mercati urbani ricchi di cultura. Il settore offre opportunità per strategie a valore aggiunto e strategie core a lungo termine.

Infine, nel settore dei debiti immobiliari commerciali, i prestiti alternativi stanno diventando sempre più popolari, visto che le banche stanno assumendo un atteggiamento più cauto. Gli istituti di credito non bancari stanno colmando il vuoto con prestiti immobiliari senior a tasso variabile e rapporti LTV conservativi (~50-60%). Queste strutture offrono resilienza nei mercati volatili e una copertura contro l'aumento dei tassi di interesse, rendendole un'opzione interessante per gli investitori che cercano stabilità.



INFRASTRUCTURE

Un ampio ventaglio di opportunità nell'infrastruttura europea

Le infrastrutture continuano a distinguersi come un asset class resiliente e dinamica, con prospettive solide anche per il 2026.

Il mercato europeo delle infrastrutture offre opportunità di investimento interessanti e resilienti, sostenute da megatrend strutturali e da un solido sostegno politico. I due imperativi della decarbonizzazione e della digitalizzazione stanno ridefinendo le economie, creando una domanda senza precedenti di capitali per finanziare asset essenziali. Secondo la Commissione Europea, tra il 2025 e il 2031 saranno necessari ulteriori €5,4 trilioni per raggiungere gli obiettivi climatici e di connettività, con un deficit di finanziamento annuo compreso tra €400 e €600 miliardi che i mercati privati dovranno colmare. Gli investitori istituzionali sono sempre più attratti dalle infrastrutture per le loro caratteristiche distinte: flussi di cassa stabili indicizzati all'inflazione, bassa correlazione con i mercati pubblici e protezione al ribasso. Queste caratteristiche rendono le infrastrutture un potente strumento di diversificazione e una fonte di reddito prevedibile in tutti i cicli. In Europa, l'opportunità abbraccia sia le strategie equity che debt, offrendo flessibilità in tutta la struttura del capitale. Le strategie obbligazionarie a rendimento potenziato possono offrire rendimenti pari a Euribor + 550-600 pbs, mentre gli investimenti azionari core-plus puntano a un IRR lordo superiore al 13%, combinando il rendimento con la creazione di valore a lungo termine¹.

La nostra convinzione settoriale per il 2026, e oltre, si basa su solidi fondamentali di lungo periodo:

- **Transizione energetica:** la decarbonizzazione è passata dall'essere un'aspirazione politica a una necessità economica, alimentata anche dall'esigenza di una maggiore sicurezza energetica. La produzione di energia

rinnovabile (solare, eolica, idroelettrica, biogas) e i sistemi di accumulo di energia in batterie costituiscono la spina dorsale della transizione energetica.

- **Trasformazione digitale:** la forte crescita dei dati, il cloud computing e l'intelligenza artificiale stanno guidando una domanda esponenziale di data center, reti in fibra ottica e connettività 5G. Le infrastrutture digitali sostenibili sono ora fondamentali quanto lo erano un tempo i trasporti o le reti elettriche.
- **Trasporti decarbonizzati:** l'elettrificazione dei trasporti personali e pubblici e gli investimenti nel trasporto ferroviario merci e nei sistemi di trasporto pubblico stanno ridefinendo la mobilità e la logistica, sostenendo al contempo gli obiettivi di decarbonizzazione.
- **Ambiente, acqua e rifiuti:** la regolamentazione dell'economia circolare e la scarsità delle risorse stanno catalizzando gli investimenti in piattaforme di riciclaggio, impianti di trattamento delle acque e soluzioni di efficienza industriale. Entro il 2030, l'UE mira a riciclare il 65% dei rifiuti di imballaggio e a smaltire in discarica meno del 10% dei rifiuti totali, creando un ampio mercato accessibile per gli operatori sostenibili.

Sebbene i fabbisogni di investimento in questi settori siano estremamente elevati, una parte significativa delle opportunità di allocazione del capitale si trova nel segmento mid-market, che può offrire alcune delle proposte di valore più interessanti. Per gli investitori, le infrastrutture europee rappresentano una rara combinazione di scala, sostenibilità e resilienza. Con gestori esperti che investono rapidamente e integrano obiettivi ESG, riteniamo che questa asset class si confermi come pietra miliare per portafogli orientati a performance di lungo termine e rischio controllato, nel 2026 e negli anni a venire.



GILLES LENGAIGNE

Managing Partner, Head of Origination and Corporate Development, Infrantry

Rendimenti difensivi, letteralmente: come lo sviluppo dell'energia pulita in Europa sta ottenendo un nuovo slancio strutturale

Per gli investitori istituzionali, il 2026 segna un momento cruciale nel panorama energetico europeo, che vedrà l'Europa entrare in una fase in cui l'utilizzo di energia pulita, la resilienza dei sistemi e le tematiche di sicurezza saranno sempre più interconnessi. A livello politico, industriale e degli investimenti, c'è sempre più consapevolezza che i sistemi energetici devono essere più resilienti e meno dipendenti dai combustibili importati o da fonti di approvvigionamento concentrate. Di conseguenza, le infrastrutture rinnovabili greenfield stanno passando dall'essere una priorità in linea con il clima a diventare un pilastro centrale della pianificazione della stabilità a lungo termine dell'Europa.

I recenti accadimenti hanno mostrato come le debolezze dei sistemi energetici possano rapidamente tradursi in un'esposizione economica più ampia. Questo ha spinto i responsabili politici a rafforzare la produzione interna, diversificare gli input energetici e migliorare la flessibilità. In questo contesto, l'energia rinnovabile, lo stoccaggio in batterie e le nuove infrastrutture di rete sono apprezzati non solo per la decarbonizzazione, ma anche per i vantaggi in termini di sicurezza derivanti dalla generazione distribuita, dalla maggiore ridondanza e dalla ridotta dipendenza da fonti energetiche concentrate e dalle importazioni di energia dall'estero.

Per gli investitori, è importante sapere che il cambiamento di mentalità verso la difesa e la resilienza sta accelerando la formazione di capitale. Le istituzioni pubbliche stanno investendo più risorse nell'innovazione a duplice uso e nelle infrastrutture che supportano la competitività industriale, mentre il capitale privato punta sempre più

su beni in linea con queste esigenze di sistema di lungo termine. In pratica, questo sta portando a un aumento degli investimenti in tecnologie che garantiscono elettrificazione sicura, fornitura di energia affidabile e continuità operativa. Questo rappresenta un vantaggio duraturo per le nuove infrastrutture pulite, con chiare implicazioni commerciali e finanziarie positive per gli investitori che allocano risorse in questa asset class.

Per Sosteneo, queste dinamiche confermano quanto sia importante la nostra strategia. Le energie rinnovabili greenfield, lo stoccaggio in batterie e le infrastrutture di rete potenziate offrono l'approvvigionamento resiliente e a prova di futuro che l'Europa sta cercando di espandere. Il nostro approccio industriale e la nostra capacità di collaborare con le utility ci permettono di realizzare questi progetti velocemente, beneficiando al contempo di ricavi contrattuali a lungo termine che si adattano bene ai portafogli istituzionali. Il risultato è l'accesso a infrastrutture essenziali che risolvono le sfide a livello di sistema, insieme a un potenziale di rendimento interessante e a un profilo di flusso di cassa stabile che gli investitori si aspettano dalla loro allocazione infrastrutturale.

Nel 2026, l'interazione tra la resilienza del sistema energetico e l'agenda più ampia in materia di sicurezza continuerà a plasmare gli investimenti infrastrutturali in tutta Europa. Gli investitori che collaborano con gestori specializzati in grado di creare, strutturare e fornire nuovi asset critici nel settore dell'energia pulita saranno in una posizione ottimale per cogliere la prossima fase di crescita..



CHRISTOPHER DEVES

Partner and Head of Investor Relations, Sosteneo Infrastructure Partners

¹ Fonte: Infrantry dati alla fine di Novembre.



GENERALI
INVESTMENTS

Grazie.

www.generali-investments.com

INFORMAZIONI IMPORTANTI

La presente comunicazione è stata redatta da Generali Investments sulla base di informazioni e opinioni delle società di gestione del risparmio affiliate, attingendo a fonti interne ed esterne al Gruppo Generali. Sebbene tali informazioni siano ritenute affidabili ai fini del presente documento, non viene fornita alcuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, che tali informazioni o opinioni siano accurate o complete.

Le informazioni, le opinioni, le stime e le proiezioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data di pubblicazione e rappresentano esclusivamente il giudizio della rispettiva società di gestione affiliata e sono soggette a modifiche senza preavviso. Non devono essere considerate come una raccomandazione, esplicita o implicita, di una strategia di investimento o di un consiglio.

Prima di sottoscrivere qualsiasi offerta di servizi di investimento, ogni potenziale cliente riceverà tutti i documenti previsti dalla normativa di volta in volta vigente, che il cliente è tenuto a leggere attentamente prima di prendere qualsiasi decisione di investimento. Le società di gestione del risparmio citate potrebbero aver preso, e potrebbero prendere in futuro, decisioni di investimento per i portafogli in gestione contrarie alle opinioni qui espresse.

Generali Investments e le società di gestione affiliate non si assumono alcuna responsabilità per eventuali errori od omissioni e non saranno responsabili per eventuali danni o perdite derivanti dall'uso improprio delle informazioni qui fornite.

Informazioni su Generali Investments

Generali Investments è una piattaforma di società di gestione del risparmio detenute direttamente o indirettamente da Generali Investments Holding S.p.A., tra cui Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio, Infranity, Sycomore Asset Management, Aperture Investors LLC (inclusa Aperture Investors UK Ltd), Plenifer Investments S.p.A. Società di gestione del risparmio, Lumyna Investments Limited, Sosteneo S.p.A. Società di gestione del risparmio, Generali Real Estate S.p.A. Società di gestione del risparmio, Conning* e, tra le sue controllate, Global Evolution Asset Management A/S — incluse Global Evolution USA, LLC e Global Evolution Fund Management Singapore Pte. Ltd — Octagon Credit Investors, LLC, Pearlmark Real Estate, LLC, MGG Investment Group LP, nonché Generali Investments CEE. *Include Conning, Inc., Conning Asset Management Limited, Conning Asia Pacific Limited, Conning Investment Products, Inc., Goodwin Capital Advisers, Inc. (collettivamente, "Conning").

Fa parte del Gruppo Generali, fondato nel 1831 a Trieste con il nome di Assicurazioni Generali Austro-Italiche ed è uno dei leader nei settori assicurativo e della gestione del risparmio.

Your Partner for Progress.