

# 2026: i fondamentali che fanno da bussola agli investimenti



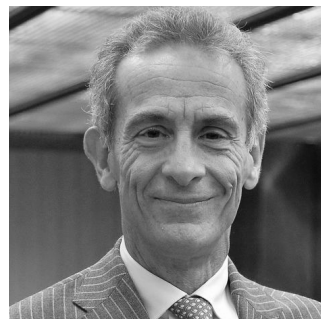
**OSSERVATORIO**

DICEMBRE 2025

## IN SINTESI

- Nelle strategie di portafoglio crescita solida e inflazione contenuta favoriscono le azioni.
- I rischi sono nel boom dell'Artificial Intelligence e nel tiro alla fune in USA tra aumento del PIL e stagnazione dell'occupazione. È opportuno rimanere vigili per il susseguirsi di cigni neri.
- La ripresa rimane elevata negli Stati Uniti e sta acquistando corralità e velocità nell'Euroarea.
- Oltre la metà dell'incremento di domanda e attività mondiali sono nelle tre grandi economie asiatiche. Assieme alle altre del Lontano Oriente sono una componente importante di ogni giardinetto azionario.
- I tassi a breve di FED e Bank of England hanno ancora spazio per calare, quelli della Bank of Japan si muoveranno insù, mentre per la BCE è più facile stare ferma.
- I rendimenti a lungo termine sono saliti per tante ragioni, tra cui la normalizzazione della curva e le più alte emissioni di debito pubblico.
- Il dollaro resta debole e l'oro ne è un'alternativa.
- La domanda di rame trova un nuovo forte impulso nella costruzione dei data center e nei parchi di produzione e nelle reti di distribuzione dell'energia rinnovabile. L'offerta, invece, fatica a espandersi.

## AUTORI



### **Luca Paolazzi**

Economista e Advisor  
Ceresio Investors



### **Orfeo Mazzella**

Head of Asset  
Management &  
Research Banca  
del Ceresio



L'anno che verrà quali novità porterà? E quali **strategie di investimento** è più opportuno seguire nel 2026? Come posizionare il portafoglio?

---

Scritto da:  
**LUCA PAOLAZZI**

La bussola è fornita anzitutto dai **classici fondamentali** conditi con una valutazione dei **rischi** così come si possono osservare attualmente. La verità è che a disposizione non abbiamo né un cannocchiale né un telescopio, ma piuttosto un **caleidoscopio**, nel quale a ogni giro cambia la disposizione dei piccoli oggetti a comporre un nuovo quadro.

Infatti, se un tempo si parlava di **cigni neri** per classificare eventi relativamente rari ma con grandi impatti sull'economia e sugli asset finanziari, oggi tali eventi sono diventati **assai frequenti**, quasi uno all'anno: nel 2020 la pandemia, nel 2021 l'inflazione da strozzature di offerta (compresa quella di lavoro), nel 2022 la guerra e lo shock energetico-alimentare, nel 2023 un'altra guerra, nel 2025 il nuovo ordine geoeconomico imposto dai dazi trumpiani e la corsa all'AI (Artificial intelligence). Sembra quasi che tutta la popolazione mondiale sia stata catapultata a vivere lungo lo **Swan River** (*Swarte Swaene Revier* nella lingua dell'esploratore Willem de Vlamingh) in Australia, dove il colore di questi eleganti pennuti è normalmente nero.

Frequenti o meno, l'importante è che questi eventi clamorosi non generino negli investitori **assuefazione** e quindi sottovalutazione delle possibili conseguenze.

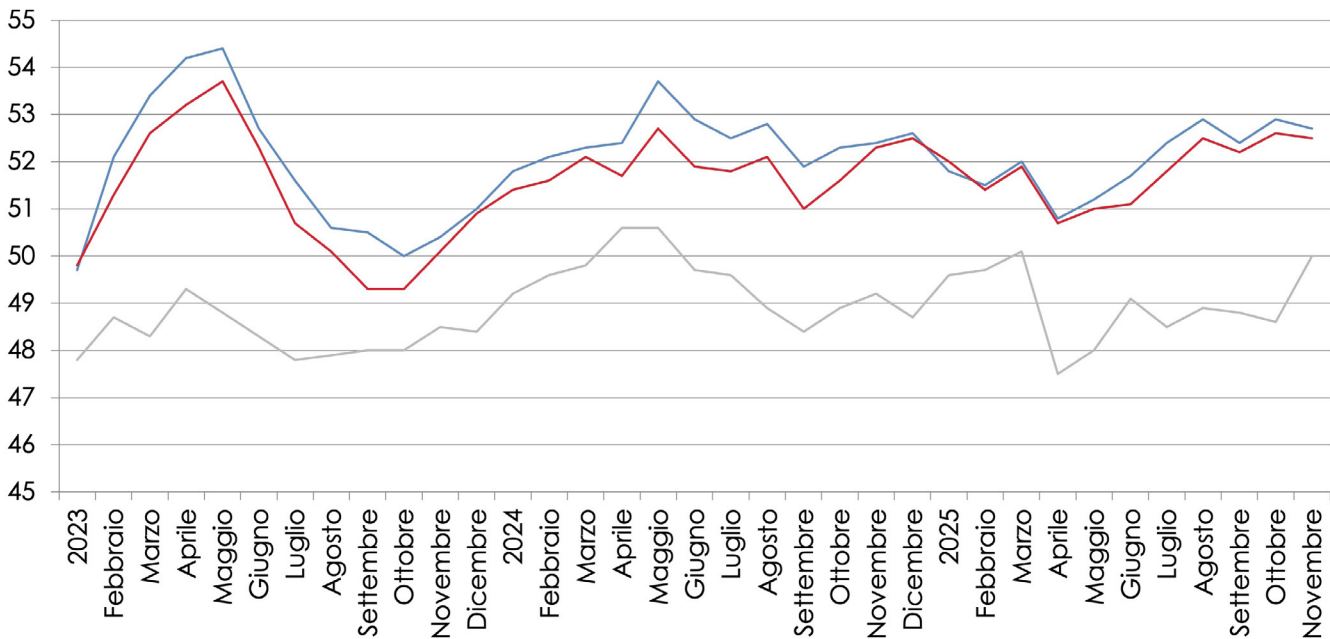
I fondamentali, dunque, raccontano due **storie tranquillizzanti** e benefiche per l'investimento azionario. La prima storia riguarda la crescita e la seconda l'inflazione.

Le informazioni fino a novembre, che derivano da indagini qualitative, dicono che l'**economia mondiale** si sta espandendo nel quarto trimestre in modo **più corale** e con maggior sostegno degli **ordini** rispetto a quanto osservato durante l'estate. La coralità evita che le difficoltà di qualche grande Paese o area assorbano le spinte espansive degli altri. L'andamento degli ordini garantisce che ci sia benzina anche per i prossimi mesi (Grafico 1).

Gr.1

La crescita si rafforza con più ordini  
(PMI composito, globale, >50 espansione, <50 contrazione)  
Fonte Elaborazione REF su dati S&P Global

— Output  
— Ordini totali  
— Ordini esteri



Una novità rispetto ai mesi passati è che la contrazione delle **commesse dall'estero** appare terminata. Novembre ha visto una loro stagnazione dopo 16 mesi di riduzioni, interrotte solo a marzo dall'effetto della corsa all'import USA per scansare i dazi. Questo vuol dire due cose: che l'aggiustamento in corso delle **filieri globali** è in dirittura d'arrivo, anche se certamente serviranno ancora alcuni trimestri per completarlo; che la **forza della crescita** delle domande interne sovrasta lo shock delle tariffe.

Una buona parte di questa forza si deve al **boom degli investimenti** legati all'AI, che non sono solo quelli nei data center e non riguardano esclusivamente gli Stati Uniti, bensì sono diffusi internazionalmente perché la gran parte delle imprese sta cercando di coglierne i **vantaggi di efficienza** nei processi produttivi. Tuttavia, questa opportunità rivoluzionaria ha assunto per alcuni aspetti le sembianze di un **duello all'ultimo GPU e gigawatt** di potenza di calcolo tra i grandi protagonisti, ossia tra le Big Tech americane.

Questo duello è stato paragonato al più colossale **dilemma del prigioniero** della storia economica: l'investimento è attualmente in perdita pari a circa 60 centesimi per ogni dollaro speso per rimanere in gara, ma non investire può relegare nell'angolo dell'irrelevanza tecnologica chi si tirasse indietro. Vincerà chi potrà permettersi di investire di più e più a lungo, nonostante la **compressione dei margini**.

Ovviamente questo tipo di scommessa non può piacere ai mercati, specie dopo la lunga **corsa delle azioni** di quelle società, che stanno chiudendo l'annata con un guadagno medio superiore al 20%, ma con **oscillazioni paurose**: nelle prime tre settimane di novembre hanno perso il 9%, proprio perché gli investitori cercano di capire quale emergerà vincitrice. Teniamo presente che la competizione è "disturbata" dalle **innovazioni delle società cinesi**, che potrebbero spargliare le carte.

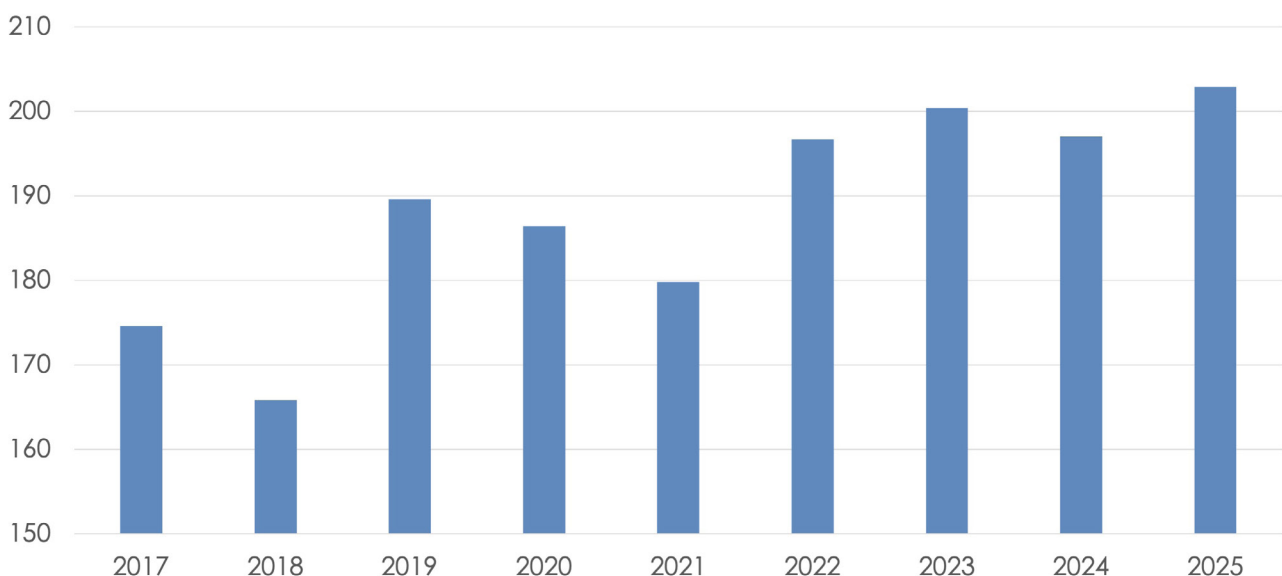
Lo **scoppio di tale bolla** non appare però per il prossimo anno. Perché i piani di investimento prevedono ulteriori forti esborsi che sul piano macroeconomico alimentano l'economia USA. La quale, però, è di fronte a un **altro dilemma**: chi vincerà il tiro alla fune tra la dinamica del PIL e quella del mercato del lavoro? Infatti, siamo di fronte al paradosso di una **crescita che resta robusta** (+3,5% annualizzato nel terzo trimestre e buon andamento anche attuale) senza che siano creati **posti di lavoro**. Quest'ultima lacuna fa sì che il potere d'acquisto delle famiglie sia fermo sostanzialmente ai livelli di aprile, e ciò potrebbe frenare i consumi. Tuttavia, finora la dinamica del PIL sembra avere la meglio e le indicazioni sul lungo weekend del **Thanksgiving**, che inaugura la stagione delle vendite natalizie, suggeriscono che per ora i consumatori mugugnano (fiducia molto bassa) ma continuano a fare shopping (Grafico 2).

Gr. 2

### USA, record di consumatori

(Milioni di acquirenti nel weekend del Ringraziamento)

Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati US National Retail Federation



Certo il numero di acquirenti poco dice sulla spesa, che dipende in misura forse anche maggiore dall'**esborso pro-capite** e in quei giorni molte promozioni sono state effettuate proprio per attirare i consumatori. Ergo, il giudizio resta sospeso, anche se propendiamo per un **happy ending**.

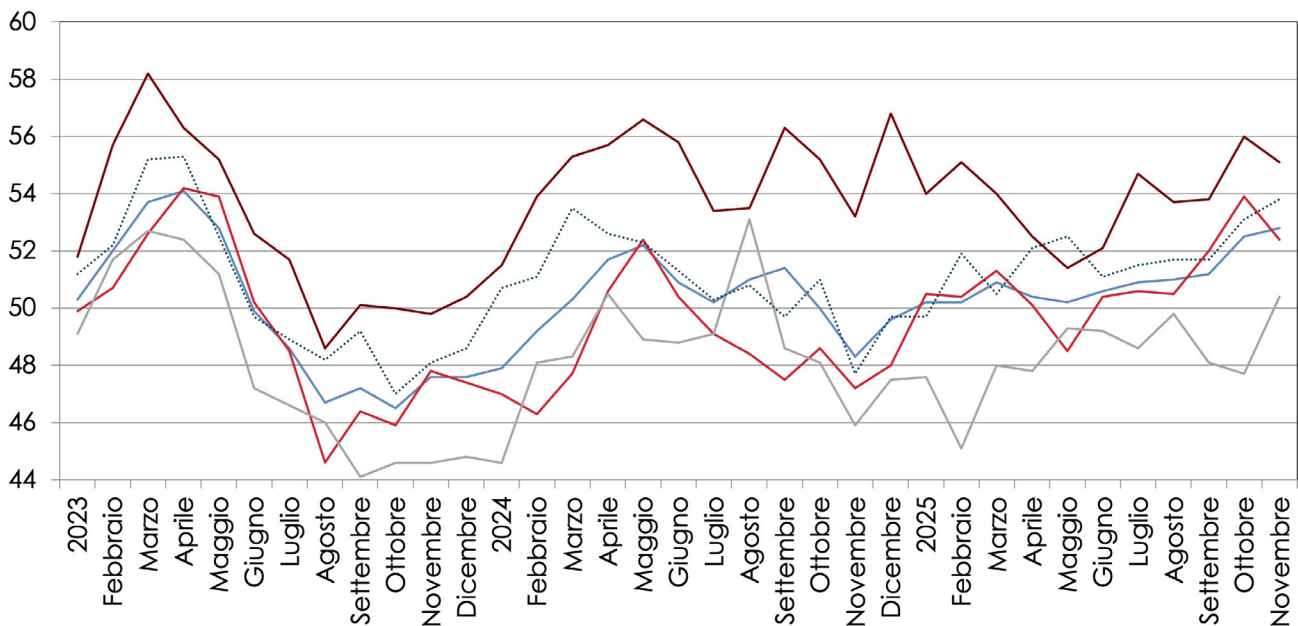
Se ci spostiamo da questo lato dell'Atlantico si nota il **rafforzamento della ripresa nell'Euroarea**, dove perfino la Francia, azzoppata dall'instabilità politica, ha smesso di retrocedere. Ora tra i Paesi di testa c'è l'**Italia**, accanto alla Spagna (Grafico 3). Purtroppo, gli indicatori qualitativi dicono siano la direzione del movimento e la sua diffusione, non la sua intensità che rimane ancorata a quanto rivelano i dati di PIL; e il **PIL spagnolo** aumenta a una **velocità multipla** di quello italiano: 2,9% contro 0,4% nel 2025, secondo le stime della Commissione europea. Un po' meglio nel 2026: 2,3% contro 0,8%.

Gr. 3

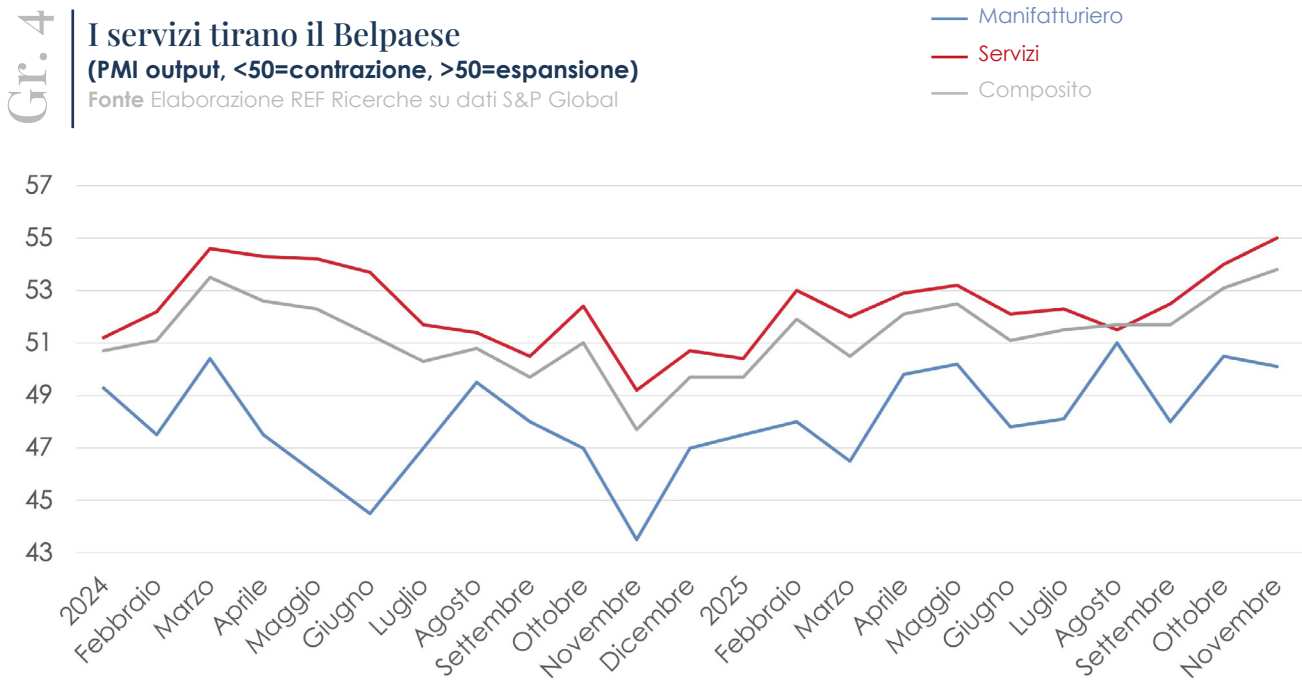
**L'Italia nel gruppo di testa**  
**(Composito, PMI output, <50=contrazione)**

Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati IHS Markit

- Eurozona
- Germania
- Francia
- ..... Italia
- Spagna



Dentro l'Italia il **traino viene dai servizi** che segnano l'indicatore più elevato dalla primavera 2023, mentre il manifatturiero fatica a ritrovare la via dell'espansione (Grafico 4). Tuttavia, l'indagine Istat mostra in novembre un **unisono progresso** in produzione, ordini, interni ed esteri, e scorte tra le imprese industriali. È probabile che questo progresso si traduca in vera espansione a partire dall'inizio del 2026.



Il nostro atlantismo, che nella storia resta un fatto relativamente recente rispetto allo sguardo rivolto a Oriente con cui si commerciava e da cui arrivavano le grandi invasioni, non ci deve far dimenticare che **oltre la metà della crescita mondiale** viene da là dove il Sole si leva. **Cina, Giappone e India** hanno fatto il 55% dell'aumento del PIL globale nel 2025 e poco meno realizzeranno nel 2026. Se aggiungessimo Sud Corea, Vietnam, Malesia, Indonesia, Thailandia, Taiwan e Filippine, solo per citare le altre principali economie asiatiche, avremmo un pacchetto di mischia imbattibile, e su cui è bene che l'investitore tenga sempre l'occhio e un **pezzo di portafoglio**.

L'**inflazione** è l'altra storia positiva per gli asset. Il suo calo e il suo livello rassicurano che i tassi di interesse manovrati dalle **Banche centrali** resteranno sugli attuali livelli dappertutto, tranne che in USA e UK, dove altri tagli sono attesi. Soprattutto da parte della **FED**, i cui membri puntano a portare il tasso di riferimento al 3%, ossia mezzo punto sotto il valore attuale, entro fine 2026, visto che l'effetto dei dazi sui prezzi è risultato meno forte del temuto. I **mercati obbligazionari** non sembrano del tutto convinti che tale riduzione accadrà nei prossimi dodici mesi, e questa è una delle ragioni per cui i **tassi a lungo termine** restano tesi, e anzi strisciano verso l'alto (Grafico 5).

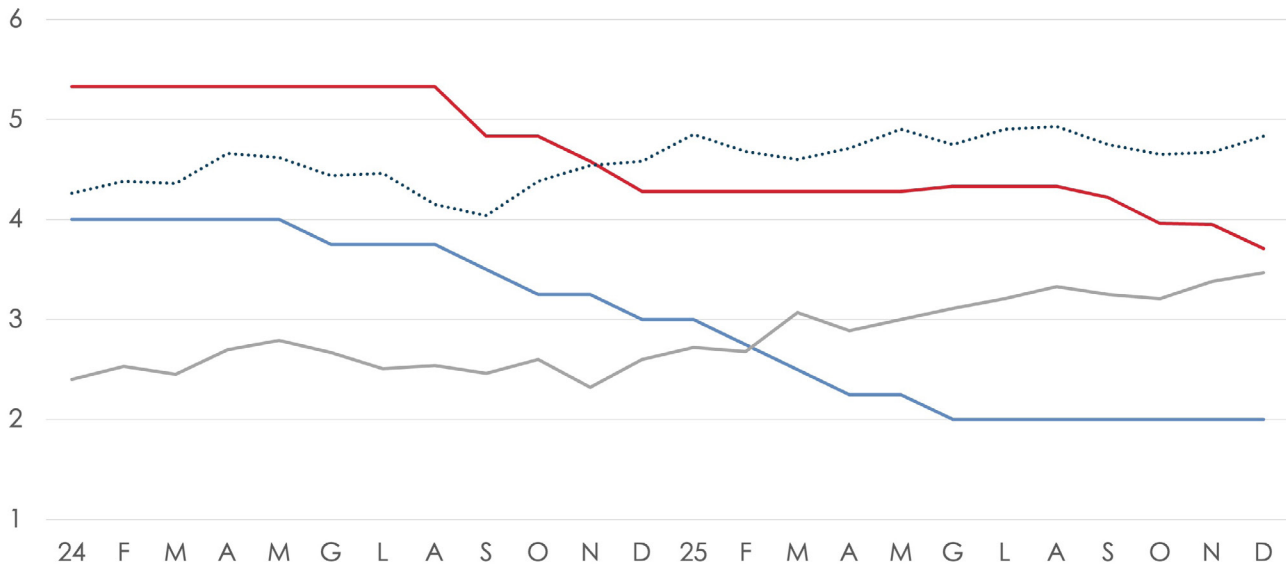
Gr. 5

## Per i tassi sentieri incrociati

(Livelli %)

Fonte Elaborazione REF su dati Reuters

— Tasso guida BCE  
 — Tasso guida FED  
 — Bund 30 anni  
 ..... US T-bond 30 anni



Per comprendere cosa sta accadendo vanno tenuti a mente tre aspetti. Anzitutto l'**incrocio tra tassi** a breve, in discesa, e tassi lunghi, in ascesa, disegna una normale curva dei rendimenti positivamente inclinata: evviva la normalità, visto che in questo frangente significa andamento benigno dell'economia.

Di questo andamento fa parte l'inflazione che tenderà a **stabilizzarsi attorno al 2%** o poco sopra, quindi lontana dai bassissimi e anomali e indesiderabili valori post Grande crisi finanziaria (2008-2009) e ante pandemia (2020), anche perché il mercato del lavoro è del venditore e le dinamiche salariali resteranno solide; perciò i tassi a breve non scenderanno sotto il 2% nell'Euroarea e sotto il 3% in USA (a meno di qualche altro cigno nero), e questo pavimento è incorporato nella visione dei bond-vigilantes e costituisce il secondo aspetto da avere in mente.

Il terzo aspetto è l'aumento delle **emissioni obbligazionarie pubbliche**, dati i tanti bisogni di una popolazione che invecchia cui si è aggiunto quello del **riarmo ovunque** per il disimpegno statunitense, che tiene in tensione i rendimenti dei titoli benchmark. Dove i tassi saliranno sia sulle scadenze corte che su quelle lunghe è il **Giappone**, che ha ormai un'inflazione occidentalizzata (3%).

Crescita dal piede fermo e inflazione normale sono **favorevoli alle azioni**. Sulle quali pesa il rischio prima descritto della bolla AI, che continua a causare volatilità. Ma lo scoppio, come detto, non è atteso per il prossimo anno, seppure il timing di tali eventi si conosce solo dopo che sono avvenuti.



E per le valute? Il **dollaro** resta in odore di indebolimento, per la perdita di credibilità dell'emittente, che ha già il debito più alto del Mondo in termini assoluti e tra i più alti in termini relativi, e ancora salirà vertiginosamente. Il movimento dei tassi a breve tende a spingere giù il cambio del biglietto verde. L'oro nel 2025 si è comportato come la **moneta di ultima riserva** e nel 2026 altrettanto farà. Auguri agli investitori di buona volontà!

## IL MERCATO DEL RAME

Scritto da:  
**ORFEO MAZZELLA**

Il **rame** (simbolo Cu, dal latino "cuprum", con numero atomico 29 nella tabella periodica degli elementi) è un **metallo di transizione** come argento e oro. L'umanità estrae e utilizza questo "metallo rosso" da circa 10.000 anni. Impiegato per una vasta gamma di oggetti, da semplici monili ornamentali a utensili agricoli e domestici, armi e poi monete, ha svolto un ruolo fondamentale nello sviluppo delle prime civiltà. Seppur meno nobile, rispetto ai cugini preziosi, ha proprietà uniche, ai nostri giorni, nella conduzione di calore e soprattutto elettricità (appena sotto l'argento, ma a costi più accessibili), oltre che di duttilità e resistenza alla corrosione.

Il mercato del rame si trova oggi al centro di trasformazioni profonde che ne ridisegnano domanda e offerta. La **domanda mondiale**, pari a circa 26 milioni di tonnellate annue (Mtpa), cresce stabilmente ad un ritmo di circa il 2% annuo, ma in accelerazione (secondo alcune stime fino a velocità doppia rispetto alla media di lungo periodo) grazie a elettrificazione dei trasporti, espansione delle reti elettriche, energie rinnovabili e sviluppo dei data center legati allo sviluppo dell'AI (Artificial Intelligence).

La **transizione energetica** richiede volumi di rame nettamente superiori rispetto alle tecnologie che impiegano combustibili fossili: auto elettriche (EV), turbine eoliche e fotovoltaico necessitano quantità elevate di rame. In un singolo **EV** possono essere presenti fino a 80 chilogrammi di rame, circa tre volte e mezzo rispetto a un'auto endotermica. A ciò si aggiunge la necessità di installare **reti capillari di ricarica** per le batterie. La Cina, pur attraversando un rallentamento economico in vari settori, continua a investire intensamente nell'ampliamento della propria rete di trasmissione e distribuzione e nel supporto alle infrastrutture legate alla mobilità elettrica. Anche la forte accelerazione nelle installazioni di **solare** ed **eolico**, favorita dai programmi di sostegno alla transizione nelle principali economie, implica un costante incremento del fabbisogno di rame per la realizzazione dei parchi e per il collegamento alla rete elettrica. Un impianto solare da un megawatt può necessitare fino a 4,5 tonnellate di rame, mentre una turbina eolica può richiederne in media 7, in ogni caso significativamente di più rispetto alle fonti fossili a parità di megawatt prodotti.

Più recentemente si è aggiunto un ulteriore catalizzatore inatteso: la costruzione di **data center** ad altissima potenza destinati all'intelligenza artificiale. Un singolo data center da un gigawatt può incorporare oltre 30.000 tonnellate di rame. Le proiezioni indicano che nei prossimi anni gli investimenti in data center potrebbero crescere rapidamente, con un ritmo di costruzione stimato in circa 15 gigawatt l'anno. Per il mercato del rame ciò si tradurrebbe in un incremento annuo della domanda nell'ordine di mezzo milione di tonnellate, un po' meno del 2%, un valore rilevante se rapportato a un mercato mondiale già estremamente teso. Inoltre, le big tech mostrano una scarsissima elasticità al prezzo del metallo, poiché esso

rappresenta una frazione minimale (inferiore all'1%) del costo complessivo delle infrastrutture. Questo rende la domanda di rame per la costruzione dei data center un elemento particolarmente stabile e meno sensibile ai cicli dei prezzi.

Sul fronte opposto emergono limiti dell'offerta. La capacità estrattiva cresce poco, i gradi minerari medi (ossia il contenuto di metallo per ogni quantità di roccia scavata) sono in calo e i processi autorizzativi per aprire nuove miniere richiedono tempistiche di un decennio o più. L'aumento dei costi operativi, la maggiore complessità del rispetto ambientale e il passato lungo periodo di sotto investimento hanno ridotto il numero di grandi progetti in sviluppo. Interruzioni operative e problemi geopolitici – come sospensioni forzate, incidenti geotecnici (nella prima e terza tra le più grandi miniere, in Indonesia e Congo, non di immediata soluzione) e rischi politici in Paesi produttori – hanno ulteriormente frenato la produzione, sottraendo al mercato diverse centinaia di migliaia, forse mezzo milione, di tonnellate. Le scorte globali restano ai minimi storici, pari a pochi giorni di consumo, a conferma di un sistema fragile. Oltre ai problemi più contingenti di offerta, legati agli incidenti, l'International Energy Agency stima che nel 2035 la capacità estrattiva esistente e pianificata riuscirà a coprire solo il 70% della domanda prevista. La conseguenza è che i prezzi sono saliti da inizio anno di oltre il 30% sia su Londra sia su Chicago.

Gr. 6

## La forte ascesa del prezzo del rame

**HG1:** High Grade (HG) Copper future scambiato negli US sul CME Group (COMEX), consegnabile nel prossimo mese. Ogni contratto rappresenta 25'000 libbre, quotato in cents USD/lb.

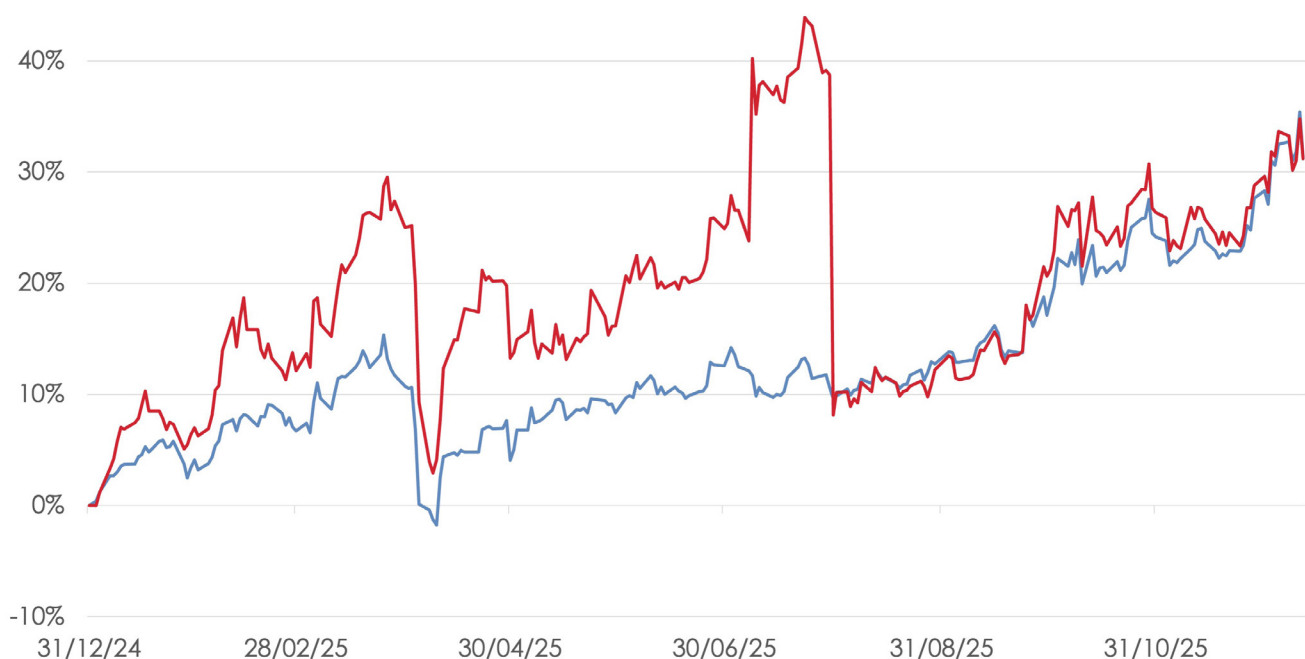
**LMCADSO3:** contratto rame a 3 mesi, scambiato sul London Metal Exchange, che rappresenta il benchmark. Rappresenta 25 tonnellate metriche, quotato in USD/ton.

**Non sono conteggiati i costi dei roll dei futures.**

Fonte Elaborazione Ceresio Investors su dati Bloomberg

— LMCADS03 LME Comdty

— HG1 COMB Comdty



Naturalmente esistono anche fattori che potrebbero contribuire ad allentare questo sbilancio in futuro. L'offerta di rame riciclato è in crescita e si prevede possa pressoché raddoppiare entro il 2040, sebbene la capacità di recupero effettivo resti inferiore al potenziale teorico. Inoltre, alcuni Paesi come Stati Uniti, Canada e Cile stanno valutando politiche per accelerare i progetti minerari domestici, nella prospettiva di rafforzare la sicurezza delle forniture. È tuttavia difficile anticipare con certezza la portata e la tempistica di tali iniziative.

In questo contesto la Cina mantiene un ruolo centrale e ambiguo. Da un lato, è responsabile di oltre metà del consumo mondiale e guida la domanda legata alle tecnologie verdi e all'ammodernamento delle reti elettriche. Dall'altro, soffre un rallentamento ciclico in settori come immobiliare e beni durevoli, che tradizionalmente assorbono grandi quantità di rame. Il suo peso dominante nella raffinazione – circa la metà della capacità globale – rende inoltre la catena di approvvigionamento mondiale dipendente dalle sue dinamiche interne, creando una vulnerabilità strutturale nel mercato.

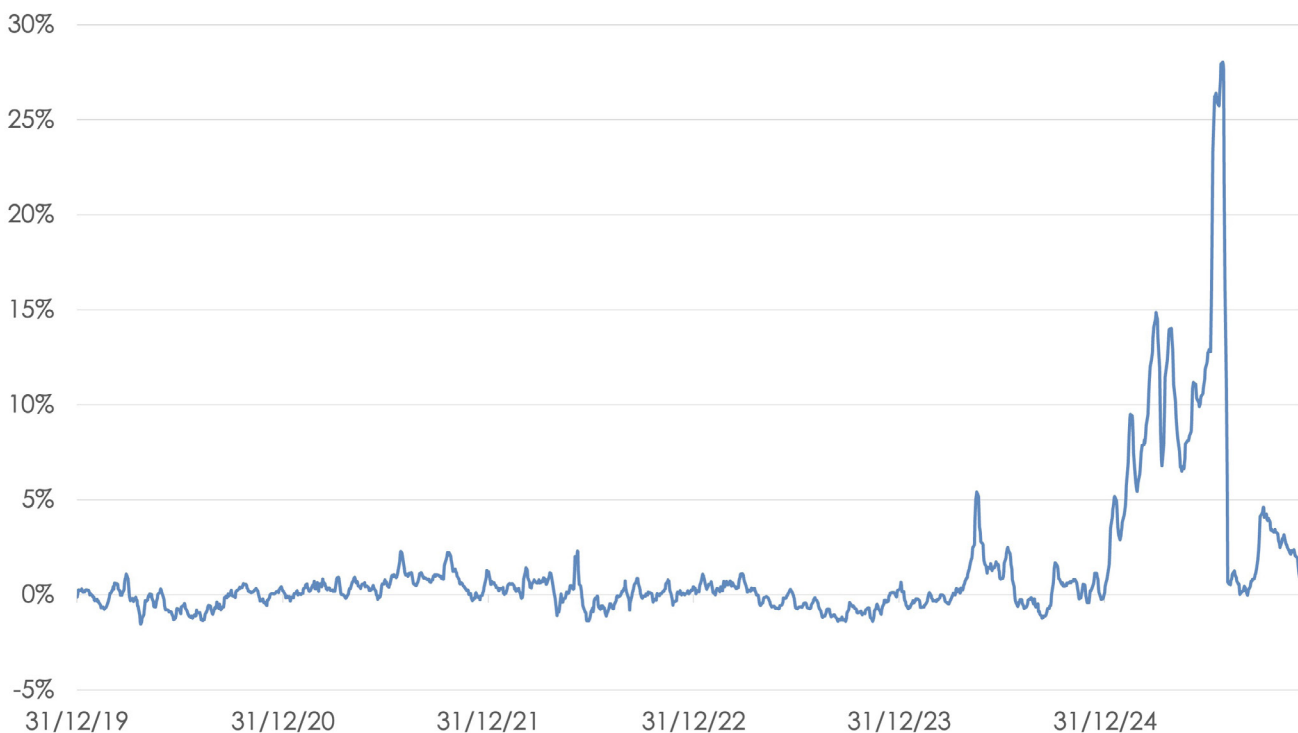
A complicare ulteriormente il quadro sono intervenute forti distorsioni di mercato, originate in particolare dagli Stati Uniti dopo l'inserimento del rame tra i minerali critici. Le attese di dazi e restrizioni hanno spinto grandi volumi di metallo verso gli USA, gonfiando rapidamente le scorte domestiche e prosciugando quelle in Europa e Asia. Questo ha generato una divergenza eccezionale tra il prezzo americano e quello dei mercati internazionali, con differenziali di migliaia di dollari per tonnellata e comportamenti opportunistici nei flussi commerciali.

Gr. 7

## Divario di prezzo del rame tra COMEX e LME

(Media mobile di 5 giorni)

Fonte Elaborazione Ceresio Investors su dati Bloomberg



---

Il presente documento è stato predisposto congiuntamente da REF Ricerche S.r.L. e da Banca del Ceresio SA. Banca del Ceresio SA fa parte del Gruppo Ceresio Investors, per tali intendendosi Banca del Ceresio SA, Belgrave Capital Management Ltd, Ceresio SIM S.p.A., Global Selection SGR S.p.A. ed Eurofinleading Fiduciaria S.p.A. (insieme "Ceresio Investors"). Il presente documento è coperto da copyright ed è pubblicato sul sito [www.ceresioinvestors.com](http://www.ceresioinvestors.com) da Banca del Ceresio S.A. I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti, offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento. I dati in esso eventualmente riportati si riferiscono al passato: i risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento, soggette a variare senza preavviso nel tempo, sono quelle della società che lo ha redatto o delle società collegate, al momento della redazione del documento medesimo nell'attuale situazione congiunturale. Alcuni dati utilizzati provengono da varie fonti che si presumono corrette e affidabili al momento della pubblicazione, ma l'accuratezza o la completezza dei dati non è garantita e non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite dirette o conseguenti derivanti dal loro utilizzo. Il presente documento non è destinato alla distribuzione, pubblicazione o utilizzo in qualsiasi giurisdizione in cui tale distribuzione, pubblicazione o utilizzo sarebbe illegale, né è rivolto a qualsiasi persona o entità a cui sarebbe illegittimo indirizzare tale documento. È vietata in ogni caso la duplicazione, pubblicazione, estrazione o trasmissione dei contenuti del presente documento in qualsiasi forma.

Copyright © 2024 Ceresio Investors - tutti i diritti riservati.



[www.ceresioinvestors.com](http://www.ceresioinvestors.com)

Tel.: + 41 (0)91 923 84 22

[info.bdc@ceresioinvestors.com](mailto:info.bdc@ceresioinvestors.com)

### Lugano

Banca del Ceresio SA  
Lagom Family Advisors SA

### Milano

Ceresio SIM  
Global Selection SGR  
Eurofinleading Fiduciaria

### Londra

Belgrave Capital  
Management Ltd.