

PROIEZIONI MACROECONOMICHE

Cinque motivi per puntare sull'Europa

Le perplessità sulla crescita europea stanno cedendo il passo a un ritrovato ottimismo sulle politiche fiscali espansive.

1. La spinta fiscale dell'Europa è reale

Dopo un 2025 sottotono, l'espansione fiscale tedesca è destinata ad accelerare decisamente nel 2026. Gli investimenti in infrastrutture e difesa sono in forte crescita, e i primi segnali tangibili si vedono già nella ripresa degli ordini nei settori manifatturiero e della difesa.

Sebbene nel 2025 la spesa in deficit prevista non abbia raggiunto l'obiettivo, nel quarto trimestre la spesa ha registrato una forte accelerazione grazie all'allentamento delle restrizioni. Il bilancio è stato approvato a settembre e il fondo per le infrastrutture da 500 miliardi di euro è diventato operativo a partire da ottobre. L'aumento previsto per il 2026 modifica sostanzialmente le prospettive. Gli obiettivi di spesa per le infrastrutture ammontano a 37 miliardi di euro, in aumento rispetto ai 24 miliardi di euro del 2025. La spesa per la difesa, già pari a 20 miliardi di euro lo scorso anno, è destinata ad aumentare ulteriormente in un quadro senza vincoli. Inoltre, 8,3 miliardi di euro di trasferimenti statali dovrebbero stimolare la spesa a breve termine, rafforzando la spinta fiscale.

Gli ordini nel settore manifatturiero sono aumentati del 10% su base trimestrale nel quarto trimestre, uno degli incrementi più consistenti nella storia della Germania unificata. Nel settore della difesa, i nuovi ordini di veicoli militari sono aumentati del 113% e quelli di prodotti metallici lavorati (armi e munizioni) del 17%. Gli ordini interni sono aumentati del 20% su base trimestrale, con una domanda di prodotti metallici in crescita del 25% su base annua.

Mentre cresce lo slancio nel 2026, l'impulso fiscale in Germania può contribuire a sostenere prospettive cautamente ottimistiche per l'Europa.



Laura Cooper
Head of Macro Credit, Nuveen



Asbjorn Friederich
Senior Research Analyst

ARTICOLO DI OPINIONE. SI PREGA DI CONSULTARE LE INFORMAZIONI IMPORTANTI NELLE NOTE FINALI.

NON ASSICURATO DALLA FDIC | NESSUNA GARANZIA BANCARIA | POTREBBE PERDERE VALORE

2. I rischi di inflazione rimangono contenuti

La spesa fiscale, tuttavia, potrebbe avere un effetto inflazionistico, in particolare sui mercati energetici. Le scorte di gas ridotte, unite all'aumento della domanda di energia nei settori della difesa, delle infrastrutture e dell'elettrificazione, potrebbero mantenere i prezzi all'ingrosso dell'elettricità al di sopra degli 80 €/MWh fino al 2026. Si tratta di un valore ben al di sopra della soglia di competitività industriale di 60 €/MWh.

Il rafforzamento dei portafogli ordini suggerisce che la domanda di materie prime e di energia nei settori ad alta intensità energetica, come quello chimico, riprenderà ad accelerare a partire dalla metà del 2026. Dopo anni di calo, il consumo di energia elettrica in Germania è ora destinato ad aumentare di circa il 10% entro il 2030.

Queste dinamiche aumentano la probabilità di ulteriori misure di contenimento dei costi, tra cui l'introduzione di limiti massimi di prezzo o riduzioni delle imposte sull'elettricità, che a loro volta potrebbero limitare le pressioni al rialzo sui prezzi.

Ciononostante, un contesto di inflazione più elevata, insieme all'aumento delle emissioni obbligazionarie per finanziare la spesa fiscale, indicano una pressione al rialzo sostenuta sui rendimenti dei bund fino al 2027. Prevediamo che i rendimenti dei bund a 10 anni raggiungeranno il 3,15% entro la fine del 2026, con rischi al rialzo.

3. Continua compressione degli spread in Spagna e Italia

Il miglioramento dell'attività economica giustifica un ulteriore restringimento degli spread in questi paesi. La Spagna ha registrato una crescita del 2,8% nel 2025, mentre l'Italia ha registrato un sorprendente 0,3% nonostante le difficoltà del settore manifatturiero.

Al di là della forza ciclica a breve termine, il quadro strutturale di questi paesi è molto interessante. Secondo il FMI, l'Italia dovrebbe registrare il miglioramento più significativo dei fondamentali macroeconomici fino al 2030. L'occupazione ha raggiunto livelli record e il quadro fiscale è notevolmente migliorato, con il deficit sceso al di sotto della soglia del 3% del PIL con un anno di anticipo rispetto alle previsioni.

La rivoluzione fiscale della Germania ha anche delle forti ricadute sui suoi partner commerciali europei. La Germania è pronta ad aumentare il proprio deficit di bilancio fino a circa il 4% del PIL, il che porterà l'emissione lorda dell'eurozona a livelli record nel 2026. Anche il "Piano ReArm Europe" da 800 miliardi di euro previsto per il 2030, insieme al programma di prestiti per la difesa SAFE da 150 miliardi di euro finanziato dall'UE, darà un ulteriore impulso alla crescita europea.

L'apprezzamento della valuta non dovrebbe destare preoccupazioni, salvo impatti inflazionistici.

Poiché la regione sembra entrare in una nuova fase, questo contesto macroeconomico favorevole potrebbe determinare un ulteriore restringimento degli spread, compreso quello tra i BTP e i Bund a 10 anni, che potrebbe avvicinarsi ai 50 punti base.

4. La BCE prolunga la pausa nella politica monetaria

La Banca centrale europea (BCE) ha mantenuto il tasso di interesse di riferimento al 2% per la quinta riunione consecutiva a febbraio. Sebbene i responsabili politici abbiano riconosciuto che le prospettive rimangono “ancora incerte” in un contesto commerciale “difficile” e alla luce del recente rafforzamento dell'euro rispetto al dollaro statunitense, la presidente della BCE Christine Lagarde ha nuovamente sottolineato che la politica monetaria è “in una buona posizione”. La sua valutazione ha fatto seguito a notizie economiche generalmente positive per l'eurozona. L'inflazione headline è scesa al di sotto dell'obiettivo del 2% della BCE a gennaio, l'inflazione core è diminuita al 2,2% e la crescita del PIL nel quarto trimestre ha registrato un 0,3% leggermente superiore alle attese.

Sebbene l'apprezzamento dell'euro danneggi il settore manifatturiero e l'export della regione e possa avere effetti disinflazionistici, riteniamo che la forza della valuta non dovrebbe rappresentare un problema, a meno che non alimenti l'inflazione.

Il miglioramento delle prospettive di crescita e le potenziali pressioni inflazionistiche rafforzano l'attuale orientamento della BCE verso una pausa prolungata nella politica monetaria e sostengono la nostra previsione di un modesto ciclo di inasprimento che dovrebbe iniziare all'inizio del 2027.

5. Focus sui gilt mentre si rafforza l'orientamento accomodante

Nel Regno Unito, la Banca d'Inghilterra potrebbe adottare una politica più accomodante, vista la crescita più modesta e il raffreddamento dell'inflazione dai livelli elevati. La politica fiscale è restrittiva, frenando la crescita e limitando il rischio di un nuovo impulso inflazionistico.

La domanda di obbligazioni UK a lungo termine da parte dei fondi pensione è meno insensibile ai prezzi rispetto ai cicli precedenti, i premi a termine rimangono elevati e l'incertezza politica continua a richiedere una compensazione, il che rende gli investitori più cauti nei confronti dei gilt a lungo termine.

ARTICOLO DI OPINIONE. SI PREGA DI CONSULTARE LE INFORMAZIONI IMPORTANTI NELLE NOTE FINALI.

NON ASSICURATO DALLA FDIC | NESSUNA GARANZIA BANCARIA | POTREBBE PERDERE VALORE

A nostro avviso, la parte centrale della curva rimane il punto ideale dove posizionarsi. Le valutazioni sono più interessanti, le dinamiche di carry sono più forti e c'è spazio per ulteriori tagli dei tassi da scontare. Il nostro scenario di base rimane quello di due tagli dei tassi nel 2026, che porterebbero il tasso di riferimento al 3,25%.

Il fiscal drag e la domanda debole sostengono l'orientamento accomodante, con rischi orientati verso ulteriori tagli qualora il deterioramento del mercato del lavoro dovesse accelerare. Il rischio maggiore per i responsabili politici è quello di ritardare i tagli mentre la dinamica di crescita continua a indebolirsi. In questo contesto, i gilt a lungo termine possono ancora svolgere un ruolo tattico, ma la convinzione rimane limitata a causa dell'incertezza sulla stabilità del governo. Ciò lascia la nostra previsione del 4% per il decennale a fine anno esposta a rischi al rialzo.

Per maggiori informazioni, visitare il sito nuveen.com.

Note finali

Fonti

Tutti i dati economici e di mercato provengono da Bloomberg, FactSet e Morningstar.

Il presente materiale non costituisce una raccomandazione o un consiglio di investimento, non rappresenta una sollecitazione all'acquisto, alla vendita o alla detenzione di un titolo o di una strategia di investimento e non è fornito in qualità di fiduciario. Le informazioni fornite non tengono conto degli obiettivi o delle circostanze specifiche di alcun investitore particolare, né suggeriscono alcuna linea di condotta specifica. Le decisioni di investimento devono essere prese in base agli obiettivi e alle circostanze dell'investitore e previa consultazione con i propri consulenti finanziari.

Le opinioni e i pareri espressi hanno scopo puramente informativo ed educativo alla data di produzione/redazione e possono cambiare in qualsiasi momento senza preavviso in base a numerosi fattori, quali condizioni di mercato o di altro tipo, sviluppi normativi e regolamentari, rischi e incertezze aggiuntivi, e potrebbero non verificarsi. Il presente materiale può contenere informazioni "previsionali" che non sono di natura puramente storica.

Tali informazioni possono includere, tra l'altro, proiezioni, previsioni, stime dei rendimenti di mercato e composizione proposta o prevista del portafoglio. Qualsiasi modifica alle ipotesi formulate nella

preparazione del presente materiale potrebbe avere un impatto significativo sulle informazioni qui riportate a titolo esemplificativo. **I rendimenti passati non sono indicativi né garantiscono i risultati futuri.** Gli investimenti comportano dei rischi; è possibile la perdita del capitale.

Tutte le informazioni sono state ottenute da fonti ritenute affidabili, ma la loro accuratezza non è garantita. Non vi è alcuna dichiarazione o garanzia in merito all'accuratezza, all'affidabilità o alla completezza attuali di tali informazioni, né alcuna responsabilità per le decisioni basate su di esse, che non devono essere considerate attendibili in quanto tali. Per le definizioni dei termini e le descrizioni degli indici, consultare il glossario su nuveen.com. **Si prega di notare che non è possibile investire direttamente in un indice.**

Informazioni importanti sul rischio

Tutti gli investimenti comportano un certo grado di rischio e non vi è alcuna garanzia che un investimento fornirà una performance positiva in un determinato periodo di tempo. Gli investimenti azionari comportano dei rischi. Gli investimenti sono inoltre soggetti a rischi politici, valutari e normativi. Tali rischi possono essere amplificati nei mercati emergenti. Come asset class, gli asset reali sono meno sviluppati, più illiquidi e meno trasparenti rispetto alle asset class tradizionali. Gli investimenti saranno soggetti ai rischi generalmente associati alla proprietà di asset immobiliari e agli investimenti esteri, inclusi cambiamenti nelle condizioni economiche, valori valutari, rischi ambientali, costo e possibilità di ottenere assicurazioni e rischi relativi alla locazione di immobili.

Nuveen, LLC fornisce soluzioni di investimento attraverso i propri specialisti in materia. Le presenti informazioni non costituiscono una ricerca in materia di investimenti ai sensi della MiFID.

ARTICOLO DI OPINIONE. SI PREGA DI CONSULTARE LE INFORMAZIONI IMPORTANTI NELLE NOTE FINALI.

NON ASSICURATO DALLA FDIC | NESSUNA GARANZIA BANCARIA | POTREBBE PERDERE VALORE

WF4107250

5263657