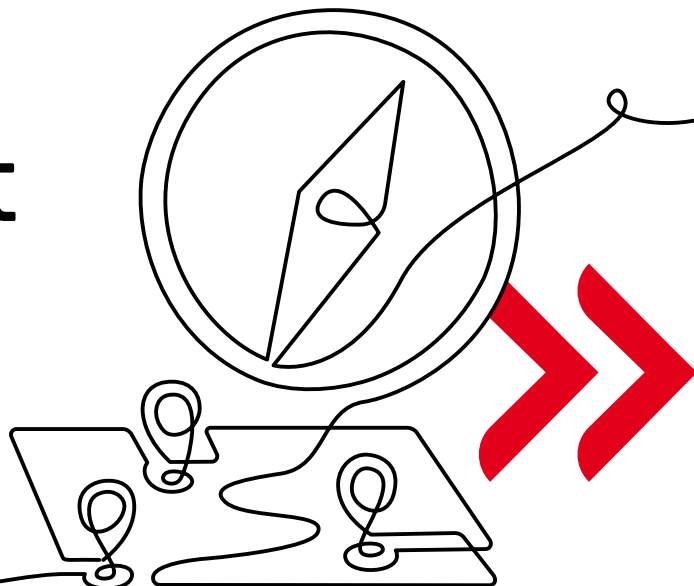


The Checkpoint

23 aprile 2026



Il fattore Cina

Siamo entrati in una nuova fase della rivalità tra Stati Uniti e Cina. Se durante la fase Trump 1.0 e successivamente sotto l'amministrazione Biden l'obiettivo era rallentare l'ascesa economica cinese (ad esempio tramite dazi, misure coercitive contro aziende come Huawei e restrizioni all'export di chip avanzati), la fase Trump 2.0 persegue un obiettivo più ambizioso: ridurre la proiezione geopolitica della Cina, limitandone l'influenza, indebolendo le sue alleanze e restringendone l'accesso a regioni strategiche.

Questo cambiamento consente di leggere in modo più coerente i diversi teatri delle recenti mosse di politica estera statunitense. Il sequestro di Nicolás Maduro a gennaio è stato un segnale rivolto a Pechino: Washington sta riaffermando la propria presenza nel proprio "cortile di casa", l'America Latina. Le rivendicazioni territoriali sulla Groenlandia rappresentano un ulteriore messaggio: gli Stati Uniti non intendono consentire alla Cina di acquisire un punto d'appoggio nell'Artico, area che potrebbe offrire accesso diretto al Nord America. Infine, il conflitto con l'Iran riflette il tentativo della Casa Bianca di riaffermare la propria influenza in Medio Oriente, una regione progressivamente avvicinata alla Cina dopo il "pivot to Asia" dell'amministrazione Obama.

Finora, la risposta della Cina a una postura statunitense più assertiva è stata contenuta per diverse ragioni. In primo luogo, Pechino è stata probabilmente colta di sorpresa dalla rapidità e dall'intensità del cambiamento strategico di Washington, faticando ad adattare la propria linea. In secondo luogo, i Paesi finora colpiti dagli Stati Uniti (Venezuela e Iran) non rappresentano priorità di primo livello per il presidente Xi Jinping. Nel caso specifico dell'Iran, gli interessi di lungo periodo della Cina con le monarchie del Golfo, come Arabia Saudita ed Emirati Arabi Uniti, sono economicamente più rilevanti. In terzo luogo, la Cina ha costantemente evitato di proporsi come garante della sicurezza per il Sud Globale, anche per non essere trascinata in conflitti onerosi – una lezione appresa dalle guerre statunitensi in Iraq e Afghanistan. Tuttavia, il ruolo della Cina nella mediazione di un cessate il fuoco tra Washington e Teheran è ben documentato.

Resta da vedere se la Cina potrà mantenere questa postura relativamente passiva in un contesto globale in evoluzione. La sua economia sta perdendo slancio e la dipendenza dalle importazioni di petrolio da Iran e Venezuela è significativa. Il più recente Piano Quinquennale, presentato a marzo, ha ridotto l'obiettivo di crescita del PIL a un intervallo compreso tra il 4,5% e il 5%. Sebbene la strategia punti a spingere la frontiera tecnologica, essa contribuisce poco a rilanciare la domanda interna. Ne deriva che la dipendenza dalle esportazioni resta cruciale. Tuttavia, i partner commerciali stanno reagendo all'eccesso di capacità produttiva cinese, come evidenziato dalla strategia europea "Made in Europe".

Per i mercati, questo spostamento geopolitico in chiave anti-cinese implica un aumento del premio per il rischio, con benefici per i settori difensivo ed energetico, mentre i comparti maggiormente esposti al commercio internazionale risultano più vulnerabili alla volatilità, in un contesto di crescente frammentazione.

Manuela D'Onofrio
Presidente,
The Investment Institute

Fabio Petti
Co-Presidente,
The Investment Institute

Edoardo Campanella
Direttore e Caporedattore,
The Investment Institute

IL PUNTO DI VISTA DEI CIO	2
Asset allocation	
GLI OBIETTIVI DELLA CINA	3
Una chiacchierata con... Meg Rithmire	
Focus 1: Iran: lezioni per la Cina e implicazioni per l'Europa	
Focus 2: L'isolamento cinese	
STORIE MACRO	8
STORIE DI MERCATO	9
Cosa sta succedendo nel mercato?	
<ul style="list-style-type: none">• Azioni• Reddito fisso• Cambi• Materie prime	
TABELLE DI PREVISIONE	15



Il punto di vista dei CIO

Alessandro Caviglia (Italia), Philip Gisdakis (Germania), Oliver Prinz (Austria)

Nel corso del conflitto in Iran, il pricing di mercato ha indicato una certa propensione a guardare oltre l'evento bellico. Uno dei maggiori shock energetici della storia recente ha prodotto solo un impatto contenuto e temporaneo sugli indici azionari, molti dei quali hanno già recuperato gran parte, se non la totalità, delle perdite. L'idea che si trattasse di uno shock di breve durata sull'appetito per il rischio è stata confermata anche dalla curva dei futures sul petrolio, rimasta fortemente inclinata verso il basso, segnalando aspettative di prezzi in calo. Parallelamente, le attese di crescita degli utili hanno continuato a migliorare e la fiducia nella redditività aziendale ha attenuato le preoccupazioni legate a valutazioni elevate, soprattutto negli Stati Uniti. I mercati azionari cinesi, nel frattempo, hanno assorbito lo shock iraniano con una volatilità relativamente contenuta.

Nonostante questa resilienza dei mercati sia significativa, sarebbe un errore concludere che la crisi iraniana, ancora irrisolta, non avrà conseguenze durature. Anche in caso di una rapida conclusione del conflitto, i danni sono duplici. In primo luogo, i danni materiali: la distruzione rilevante delle infrastrutture energetiche e di trasporto nell'area del Golfo potrebbe richiedere anni per essere ripristinata. In secondo luogo, l'impatto politico: il conflitto ha intensificato il dibattito sull'affidabilità degli Stati Uniti come garante della sicurezza e sul ruolo futuro del dollaro statunitense. Per la Cina, questi interrogativi non sono nuovi, ma la crisi attuale rafforza la necessità di riconsiderare sicurezza energetica, esposizione finanziaria e postura geopolitica, in un contesto di crescente rivalità con gli Stati Uniti.

Nel complesso, la nostra principale conclusione è che i rischi incorporati nel reddito fisso, in particolare nei titoli di Stato statunitensi e nel credito corporate, non devono essere sottovalutati, mentre gli investitori azionari si trovano sempre più a operare in un contesto globale più frammentato. Le crisi dell'ultimo decennio hanno mostrato come le catene di approvvigionamento vengano ricostruite privilegiando la resilienza rispetto all'efficienza, accelerando i processi di produzione in casa e vicino casa. In questo contesto, riteniamo che si sia rafforzato il rationale per una maggiore diversificazione geografica dei portafogli. Il modello tradizionale, dominato da azioni statunitensi ed europee con un'esposizione marginale ai mercati emergenti, è destinato a lasciare spazio a una distribuzione geografica più equilibrata. Di conseguenza, manteniamo un sottopeso sui titoli di Stato dei mercati sviluppati e un sovrappeso su azioni e debito sovrano dei mercati emergenti.

ASSET ALLOCATION

LA NOSTRA VISIONE DI INVESTIMENTO SULLE ASSET CLASS

	SOTTOPESO	NEUTRALE	SOVRAPPESO
Azioni globali		●	
Azioni USA		●	
Azioni Europa		●	
Azioni del Pacifico (mercati sviluppati ¹)		●	
Azioni mercati emergenti			●
Obbligazioni globali		●	
Titoli di Stato in euro	●		
Titoli di Stato non in euro	●		
Obbligazioni corporate investment grade in euro		●	
Obbligazioni corporate high-yield	●		
Obbligazioni mercati emergenti (valuta forte)			●
Obbligazioni mercati emergenti (valuta locale)			●
Mercati monetari		●	
Alternativi		●	
Bitcoin		●	
Materie prime		●	
Petrolio		●	
Oro		●	

1. Mercati sviluppati: Australia, Giappone, Hong Kong, Nuova Zelanda, Singapore





Gli obiettivi della Cina

Autore: Edoardo Campanella

Direttore e Caporedattore di The Investment Institute



Una chiacchierata con... Meg Rithmire

Professoressa James E. Robison presso la
Harvard Business School



**Intervistata il 12 marzo 2026 nell'ambito della nostra serie di webinar "40 minutes with ...".
Di seguito un estratto rielaborato della trascrizione. La registrazione completa è disponibile [qui](#).**

Edoardo Campanella: Pechino ha appena presentato il nuovo Piano Quinquennale, fissando un obiettivo di crescita del PIL compreso tra il 4,5% e il 5%. A suo avviso, questo piano è sufficiente per affrontare la principale sfida dell'economia cinese, ossia la debolezza della domanda interna?

Meg Rithmire: La risposta breve è no. In realtà, non sono convinta che il rafforzamento della domanda interna sia davvero l'obiettivo del 15° Piano Quinquennale. Il piano assomiglia piuttosto a una rinnovata spinta verso l'industria pesante. È fortemente incentrato sugli investimenti e sul lato dell'offerta, mentre dedica relativamente poca attenzione alla domanda. Questo dipende anche dal fatto che rafforzare la domanda interna richiederebbe riforme profonde – in particolare del sistema fiscale e del welfare, che in Cina rimane poco sviluppato rispetto ad altre economie avanzate. Si tratta di riforme politicamente e istituzionalmente molto più complesse. Di conseguenza, gli strumenti attualmente utilizzati non sono concepiti per trasformare la struttura della domanda all'interno della società cinese.

Edoardo Campanella: Si dice spesso che gli Stati Uniti siano focalizzati sullo sviluppo dell'intelligenza artificiale generale (AGI), mentre la Cina – anche a causa delle restrizioni all'export di chip avanzati – sia più orientata verso l'IA applicata e la sua integrazione nei processi produttivi. È una rappresentazione corretta?

Meg Rithmire: Sì, anche se non esclusivamente per via delle restrizioni sui chip. La Cina considera da tempo l'intelligenza artificiale (IA) come uno strumento per migliorare la produttività nei settori in cui è già dominante, in particolare l'industria. La strategia governativa "AI plus" riflette un classico approccio di politica industriale: indirizzo centrale combinato con implementazione a livello locale. Le autorità locali, in città come Shanghai e Shenzhen, richiedono alle imprese di adottare l'IA nei processi operativi, aumentare l'utilizzo di robotica industriale e integrare sistemi avanzati di automazione. Questo orientamento si inserisce in un obiettivo più ampio di upgrading della capacità produttiva esistente. Gli Stati Uniti, al contrario, non dispongono di un sistema di pianificazione e di incentivi comparabile. Di conseguenza, il loro ecosistema dell'IA è più trainato dalla finanza e dalla tecnologia, con una maggiore enfasi sui modelli e sullo sviluppo dell'AGI.

Edoardo Campanella: Le recenti azioni degli Stati Uniti che coinvolgono il Canale di Panama, il Venezuela, la Groenlandia e l'Iran suggeriscono un più ampio tentativo di indebolire l'influenza globale della Cina. Condividi questa interpretazione?

Meg Rithmire: Non interpreto queste mosse come parte di una strategia coerente e specificamente orientata contro la Cina. Spesso si presume che sia la Cina sia gli Stati Uniti agiscano in modo altamente coordinato, ma non credo che questo sia il caso in questa fase, né che vi sia un intento sistematico di ridurre l'influenza globale di Pechino. Sebbene Venezuela e Iran siano rilevanti per la Cina, soprattutto sul piano energetico, gli Stati Uniti presentano le proprie azioni come volte a garantire l'accesso globale a rotte strategiche, come lo Stretto di Hormuz, anche nell'interesse della stessa Cina; inoltre, questi Paesi sono meno centrali rispetto alla Russia. Semmai, il risultato potrebbe essere un aumento della sfiducia globale nei confronti degli Stati Uniti, mentre la Cina appare relativamente più prevedibile. All'interno dell'amministrazione statunitense, alcuni funzionari focalizzati sulla Cina sarebbero frustrati dal fatto che risorse militari vengano distolte dall'Asia, un elemento che Pechino potrebbe interpretare come un indebolimento della deterrenza americana. Nel complesso, non considero queste dinamiche come uno sforzo coordinato contro la Cina.



Iran: lezioni per la Cina e implicazioni per l'Europa

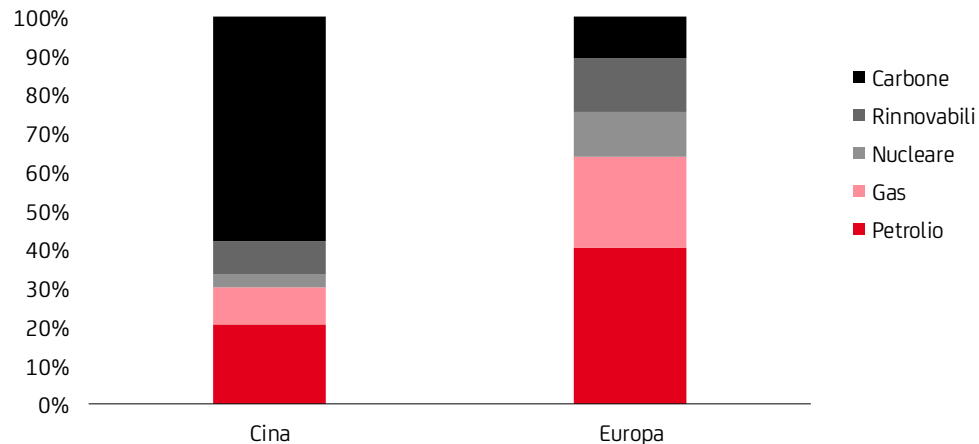
Autore: Andreas Rees

La tregua temporanea di due settimane tra Stati Uniti e Iran, annunciata l'8 aprile, ha determinato una riduzione dei prezzi del petrolio e del gas, alleviando la pressione immediata sulla Cina e sull'economia globale. Tuttavia, non ha modificato le lezioni strategiche più profonde per i decisori politici a livello mondiale. Per Pechino, il conflitto tra Stati Uniti e Iran rappresenta un ulteriore segnale che il contesto esterno sta diventando più frammentato, più esposto a shock e meno favorevole ai modelli di crescita dipendenti dall'energia estera. È probabile che la Cina risponda con un'ulteriore riorientamento strategico: rafforzando la sicurezza energetica, sfruttando la propria potente base industriale nelle tecnologie pulite, difendendo ed espandendo le quote di mercato globali e mettendo in sicurezza le proprie catene di approvvigionamento. Questo avrà implicazioni ben oltre i confini cinesi. In particolare, i decisori politici e le imprese europee dovrebbero monitorare attentamente i cambiamenti strategici in arrivo.

1. **La dottrina energetica cinese articolata su tre direttrici sta dando risultati, contribuendo a contenere l'aumento dei costi energetici.** La Cina affronta l'attuale shock con un "cuscinetto" energetico domestico molto più ampio e meno sensibile ai prezzi rispetto a molti altri paesi asiatici ed europei. Il carbone, in gran parte di produzione interna, rappresenta circa il 60% del consumo energetico cinese, mentre circa il 10% proviene da energia nucleare e fonti rinnovabili. Ciò contrasta nettamente con l'Europa, dove petrolio e gas importati coprono oltre il 60% del fabbisogno energetico. Il presidente Xi Jinping ha recentemente sollecitato un'accelerazione nella costruzione di "nuovi sistemi energetici", sottolineando al contempo un'espansione ordinata del nucleare e il ruolo persistente del carbone come stabilizzatore del sistema.

GRAFICO 1.1: IL MIX ENERGETICO DELLA CINA ATTENUERÀ L'AUMENTO DEI COSTI DELL'ENERGIA

CONSUMO ENERGETICO, IN % (2024)



Fonte: Energy Institute, The Investment Institute di UniCredit
Nota: L'Europa comprende più di 30 Paesi, inclusi i 27 dell'UE.

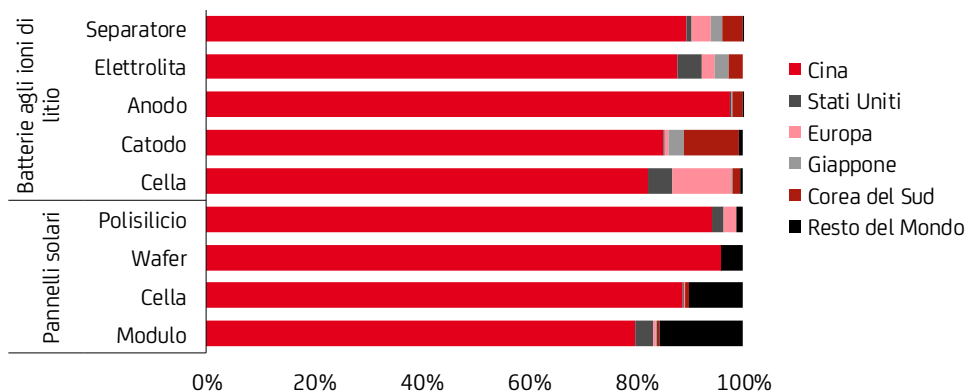
2. **Il vantaggio competitivo della Cina sui costi energetici è destinato a esercitare ulteriori pressioni sui concorrenti nel Sud-est asiatico e in Europa.** Con il rallentamento della crescita globale e l'aumento del peso dei costi energetici altrove, le imprese cinesi sono ben posizionate per conquistare ulteriori quote di mercato. Questo rischio riguarda in particolare i produttori europei e tedeschi, che già affrontano una forte concorrenza da parte della Cina. I settori ad alta intensità energetica in Europa, in particolare chimica e farmaceutica, potrebbero essere colpiti più duramente.



3. **Poiché la Cina trarrà vantaggio da una più rapida riduzione della dipendenza globale da petrolio e gas, la transizione energetica mondiale diventerà ancora più dipendente dalla Cina stessa.** Il conflitto tra Stati Uniti e Iran ha rafforzato l'idea che rinnovabili, batterie, veicoli elettrici e reti elettriche non siano solo strumenti climatici, ma anche ammortizzatori geopolitici fondamentali per la sicurezza economica nazionale. La Cina si trova in una posizione eccezionalmente favorevole per sfruttare questa dinamica: le imprese cinesi rappresentano circa l'80-90% della capacità produttiva globale di pannelli solari e batterie agli ioni di litio, con quote ancora più elevate in alcuni segmenti a monte, come i wafer fotovoltaici e i materiali per anodi.

GRAFICO 1.2: LA CINA DOMINA LE CATENE DI APPROVVIGIONAMENTO "GREEN"

CAPACITÀ PRODUTTIVA PULITA PER AREA GEOGRAFICA, % DELLA CAPACITÀ GLOBALE (2024)



Fonte: BNEF, The Investment Institute di UniCredit

4. **Il vertice tra Trump e Xi rappresenta, nel migliore dei casi, un tentativo di stabilizzazione delle relazioni tra Stati Uniti e Cina. Per l'Europa, gli esiti potrebbero essere ambivalenti.** In vista della visita rinviata del Presidente statunitense Donald Trump a Pechino, prevista ora per metà maggio, i decisori politici americani hanno indicato come obiettivo il raggiungimento di una stabilità, inclusa la salvaguardia dell'accesso degli Stati Uniti alle materie prime critiche cinesi. Tuttavia, a marzo, l'amministrazione statunitense ha avviato nuove indagini sui partner commerciali, inclusa la Cina, con l'obiettivo di riportare i dazi a livelli precedenti a una decisione della Corte Suprema. La Cina ha reagito avviando proprie indagini e segnalando possibili contromisure. Inoltre, Washington ha minacciato l'introduzione di dazi estesi sui prodotti farmaceutici, con particolare attenzione alla Cina quale principale produttore di principi attivi. Nel complesso, l'incontro Trump-Xi potrebbe ridurre il rischio di un'immediata escalation bilaterale, ma difficilmente porterà a una fiducia strategica. Per l'Europa ciò comporta vantaggi e svantaggi: da un lato, un accesso meno restrittivo ai minerali critici; dall'altro, il rischio che dazi statunitensi persistentemente più elevati sui prodotti cinesi rispetto a quelli europei favoriscano la deviazione delle esportazioni cinesi verso l'UE, mettendo sotto pressione i produttori europei.
5. **Il recente invito del presidente Xi Jinping a promuovere una crescita trainata dalla domanda nel settore dei servizi in Cina non deve essere interpretato come un imminente massiccio stimolo ai consumi tale da migliorare significativamente le prospettive di export per le imprese europee. Il percorso politico più probabile resta quello di un sostegno selettivo, accompagnato da una persistente preferenza per un modello di crescita orientato alle esportazioni.** L'attenzione dei decisori politici su tecnologia ed export difficilmente cambierà, soprattutto alla luce del nuovo Piano Quinquennale approvato a marzo. Il piano 2026-2030 rafforza l'obiettivo di progresso tecnologico e autosufficienza, puntando a posizionare la Cina come leader in settori avanzati come IA e robotica. Pertanto, un ampio sostegno alle famiglie appare improbabile e la debolezza della domanda interna resta, per ora, un problema strutturale. Inoltre, il settore immobiliare continua a essere sotto forte pressione, generando effetti negativi sulla ricchezza delle famiglie.
6. **Il nuovo regolamento cinese sulla sicurezza delle catene di approvvigionamento, pubblicato all'inizio di aprile ed entrato immediatamente in vigore, rappresenta il primo quadro normativo nazionale dedicato alla protezione delle supply chain. Per l'Europa, ciò potrebbe implicare che un rafforzamento degli strumenti "Made in Europe" nell'ambito della strategia di riduzione del rischio possa provocare contromisure da parte della Cina.** Il nuovo quadro di ritorsione fornisce alle autorità una base formale per intervenire quando governi, organizzazioni o imprese straniere sono percepiti come fattori di destabilizzazione delle catene di approvvigionamento cinesi. Le contromisure includono restrizioni su esportazioni, importazioni e investimenti, nonché l'imposizione di tariffe speciali e limitazioni alle transazioni, tra le altre misure.



L'isolamento cinese

Autori: Francesco Maria Di Bella, Tobias Keller

L'escalation del conflitto tra Stati Uniti e Israele con l'Iran ha destabilizzato i mercati globali, evidenziando la fragilità dell'attuale equilibrio geopolitico. Al di là della reazione immediata dei prezzi, l'episodio segnala però un cambiamento più profondo: la geopolitica è diventata una determinante di primo ordine dei premi per il rischio azionario, determinando una crescente dispersione tra le diverse aree geografiche.

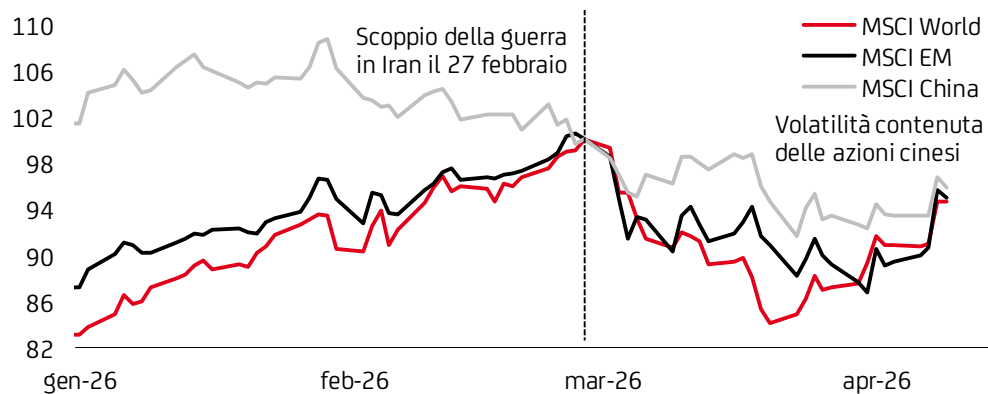
Le tensioni in Medio Oriente hanno fatto salire rapidamente i prezzi dell'energia, le aspettative di inflazione e l'instabilità dei mercati azionari nel resto del mondo. I **mercati azionari cinesi**, invece, sono rimasti abbastanza stabili, seguendo l'andamento globale senza reagire in modo eccessivo (si veda il grafico 1.3). Questa resilienza non riflette né immunità agli shock geopolitici né un rinnovato ottimismo degli investitori, ma piuttosto una combinazione di canali di trasmissione strutturalmente più deboli e aspettative già depresse. Come discusso nel **Focus 1** a pagina 4, il sistema energetico cinese ancorato alla domanda interna gioca un ruolo centrale. La dipendenza relativamente limitata dalle importazioni di petrolio e gas attenua la trasmissione delle perturbazioni geopolitiche sui costi energetici interni, sull'inflazione e sui margini aziendali. In termini azionari, questo riduce la probabilità di effetti di secondo ordine improvvisi che possano incidere sulle aspettative di utili. L'isolamento cinese è quindi legato tanto alla struttura dei costi quanto alla stabilità macro-finanziaria.

I mercati azionari cinesi sono entrati in questa nuova fase geopolitica con aspettative strutturalmente basse e posizionamenti leggeri, limitando processi forzati di riduzione del rischio. La cautela degli investitori riflette persistenti fragilità interne, in particolare un'eccessiva capacità produttiva in larga parte del settore manifatturiero e la prolungata correzione del mercato immobiliare, che continuano a pesare su redditività, disciplina del capitale e fiducia. Allo stesso tempo, la persistente competizione strategica con gli Stati Uniti mantiene elevato il premio per il rischio geopolitico sulla Cina anche nelle fasi di apparente calma dei mercati. Il rischio è visibile e in larga parte già prezzato. Questo sposta il focus sulle dinamiche domestiche del mercato azionario, che restano eterogenee. Le autorità politiche continuano a privilegiare la stabilità rispetto alla reflazione. Le misure volte a migliorare i dividendi, incentivare i riacquisti di azioni e rafforzare il funzionamento del mercato hanno fornito un certo sostegno al sentiment, ma non possono sostituire un miglioramento strutturale della crescita degli utili o della fiducia delle famiglie. Le politiche riducono la volatilità, ma non alzano il tetto strutturale della crescita.

Il tema dell'IA mantiene rilevanza di lungo periodo per le azioni cinesi, ma i progressi restano disomogenei. Vincoli hardware, controlli alle esportazioni e rischi regolatori portano a risultati molto differenziati, offrendo potenziale strutturale senza proteggere gli investitori dalle oscillazioni di valutazione. Il persistente sconto di valutazione delle azioni cinesi riflette meno la debolezza ciclica di breve periodo e più uno scetticismo radicato su governance, demografia e geopolitica. Questo sconto attenua le perdite durante gli shock globali, ma limita anche il potenziale rialzista nelle fasi di miglioramento del sentiment globale.

GRAFICO 1.3: LE AZIONI CINESI MOSTRANO RELATIVA STABILITÀ DURANTE LO SHOCK IRANIANO

INDICI MSCI (27 FEBBRAIO 2026 = 100)



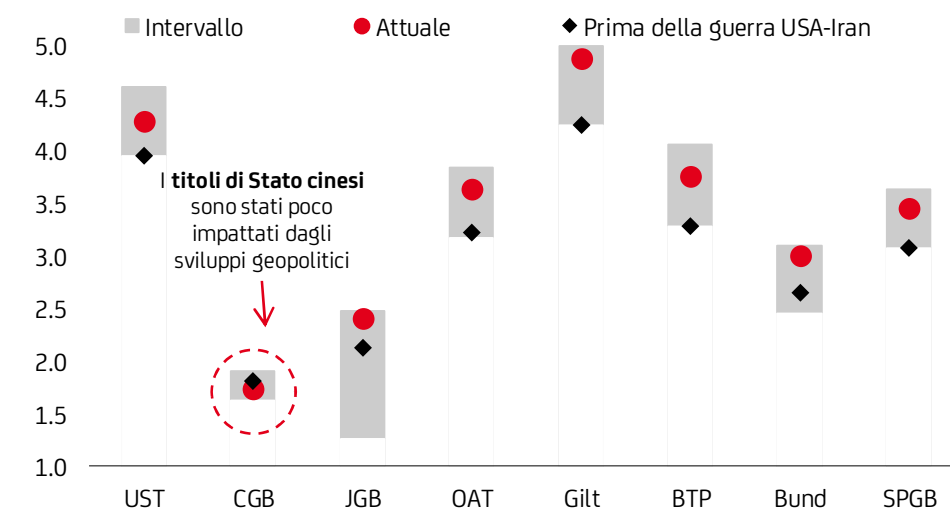
Fonte: LSEG Datastream, The Investment Institute di UniCredit



Nonostante una struttura di mercato tipicamente più sensibile al sentiment per via della predominanza degli investitori retail, le azioni cinesi non hanno amplificato l'ultimo shock geopolitico, poiché l'assenza di deleveraging forzato e aspettative già conservative hanno contenuto la volatilità rispetto ai mercati sviluppati più esposti alla leva finanziaria. All'interno della nostra posizione sovrappesata sulle azioni dei mercati emergenti, che manteniamo anche in un contesto di elevata incertezza geopolitica, la Cina non rappresenta né una scommessa di recupero né una posizione di momentum. Non ci aspettiamo che la Cina sia un mercato leader nel ciclo attuale, ma può rappresentare un'esposizione selettiva caratterizzata da temi strutturali disomogenei e benefici di diversificazione.

Anche i **titoli di Stato cinesi** (CGB) hanno mostrato resilienza dall'inizio del conflitto in Medio Oriente, soprattutto rispetto ai peer. Il Grafico 1.4 mostra il rendimento del decennale, il suo intervallo a 12 mesi e il livello al 27 febbraio per gli otto principali mercati obbligazionari governativi globali. La maggior parte dei rendimenti era vicina ai minimi a 12 mesi prima dell'inizio della guerra ed è salita con l'evolversi degli eventi. I CGB hanno mostrato un comportamento diverso: sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto al pre-conflitto e con volatilità estremamente bassa.

GRAFICO 1.4: I TITOLI DI STATO CINESI HANNO REGISTRATO UNA VOLATILITÀ ESTREMAMENTE BASSA
INTERVALLO ATTUALE E A 12 MESI DEI RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO DEI PRINCIPALI MERCATI



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute di UniCredit
Nota: I mercati sono ordinati per dimensione.

La sovraperformance dei titoli di Stato cinesi rispetto ai peer deriva dal limitato impatto del conflitto sull'inflazione domestica. L'inflazione è attesa intorno all'1% quest'anno, il che riduce la necessità per la banca centrale di aumentare i tassi. Inoltre, a differenza di altri Paesi, gli sviluppi geopolitici recenti difficilmente incideranno sui parametri fiscali, sebbene i fondamentali siano meno solidi rispetto al passato.

Un ulteriore fattore chiave da prendere in considerazione è la struttura della base investitori dei CGB: circa il 95% è detenuto da investitori domestici, principalmente banche commerciali (circa il 70% del totale), che acquistano titoli di Stato per gestire la liquidità, rispettare requisiti regolamentari e parcheggiare liquidità in fasi di debole domanda di credito. La maggior parte dei detentori, quindi, non è guidata da logiche rischio/rendimento e non è particolarmente sensibile a sviluppi macro o geopolitici. Gli investitori esteri devono inoltre soddisfare requisiti specifici e registrarsi per poter accedere al mercato.

I titoli di Stato cinesi offrono rendimenti contenuti e risultano poco attrattivi per gli investitori europei, a meno di un significativo apprezzamento dello yuan rispetto all'euro, scenario che non ci si attende. Al contrario, si osservano opportunità più interessanti nei mercati obbligazionari dei Paesi emergenti, sia in valuta forte sia in valuta locale, asset class su cui manteniamo una visione positiva. Nonostante i recenti eventi geopolitici, questa asset class ha mostrato resilienza, con lo spread del JP Morgan EMBI tornato ai livelli precedenti l'inizio del conflitto tra Stati Uniti e Iran.





1 Petrolio: calma temporanea, fragilità persistente

Mentre le aspettative di un possibile riavvicinamento tra Stati Uniti e Iran avevano temporaneamente attenuato le percezioni di rischio nel breve termine, la fiducia nella sicurezza dell'approvvigionamento energetico regionale si è nuovamente indebolita. Ciò è avvenuto in seguito all'imposizione, da parte degli Stati Uniti, di un blocco navale sul traffico marittimo iraniano e agli attacchi condotti dalle forze iraniane contro navi commerciali straniere, accompagnati da nuove minacce rivolte ai porti del Golfo. Le scorte di petrolio nei principali paesi consumatori si sono ridotte, la capacità produttiva inutilizzata è distribuita in modo disomogeneo e l'offerta dei produttori non OPEC risponde lentamente. In questo contesto, ci aspettiamo che il Brent scenda verso 90 USD/barile entro fine 2026, man mano che i premi per il rischio si normalizzano gradualmente. Tuttavia, lo scenario è diventato più condizionato. Una nuova escalation, interruzioni prolungate delle esportazioni dal Golfo o attacchi diretti alle infrastrutture regionali con danni duraturi ritarderebbero sensibilmente la normalizzazione. Al contrario, una de-escalation credibile e stabile potrebbe accelerare la riduzione dei premi per il rischio e portare i prezzi del petrolio al di sotto del sentiero base.

2 BCE: rialzi dei tassi in arrivo

La guerra in Medio Oriente è destinata a produrre una divergenza significativa nelle politiche monetarie tra le due sponde dell'Atlantico. Mentre negli Stati Uniti la Fed mantiene margini per un taglio dei tassi entro l'anno, la BCE difficilmente potrà "ignorare" lo shock inflazionistico legato all'energia. Dato che nell'area euro prevediamo a breve un aumento dell'inflazione di oltre il 3% (dal 2,6% di aprile) e intorno al 3,5% nella seconda metà del 2026, stimiamo due rialzi da 25 punti base, a giugno e settembre, che porterebbero il tasso sui depositi al 2,50%, limite superiore di un intervallo neutrale plausibile. L'obiettivo della BCE sarebbe quello di mantenere saldamente ancorate le aspettative di inflazione, evitando effetti indiretti e di secondo impatto, limitando al contempo il danno sull'attività economica e sul mercato del lavoro. Positivamente, l'economia dell'area euro è oggi più resiliente ai rialzi dei tassi rispetto al passato e una politica monetaria più restrittiva difficilmente genererebbe criticità rilevanti per famiglie e imprese, a condizione che l'escalation geopolitica resti contenuta. La crescita resterà debole ma positiva sia nel 2026 (0,8%) sia nel 2027 (1,1%). L'inflazione dovrebbe tornare al target del 2% nella seconda metà del 2027, con il venir meno dello shock energetico, consentendo alla BCE di tagliare i tassi nel terzo trimestre del 2027.

3 Fed: taglio dei tassi posticipato

Già prima della guerra con l'Iran, gli obiettivi della Fed – massima occupazione e inflazione al 2% – erano in tensione, con l'inflazione di fondo PCE intorno al 3% e un mercato del lavoro gradualmente in rallentamento. Lo shock energetico e le interruzioni delle catene di approvvigionamento spingeranno ulteriormente l'inflazione e peseranno sulla crescita, accentuando questa tensione. Nel breve termine, i membri della Fed tenderanno a dare priorità al controllo dell'inflazione rispetto a crescita e occupazione, anche perché gli Stati Uniti sono relativamente meno esposti agli eventi mediorientali rispetto all'Europa (con crescita attesa al 2,3% nel 2026 e al 2% nel 2027). Lo scenario base prevede che lo shock energetico abbia effetti solo temporanei sull'inflazione (con CPI attesa al picco di circa 3,6% nel terzo trimestre 2026, prima di ridursi). Tuttavia, la Fed attenderà di valutare l'intensità degli effetti di secondo impatto su prezzi dei beni, servizi e salari prima di procedere a un taglio dei tassi. Ci aspettiamo un solo taglio nel quarto trimestre del 2026. Si tratterebbe verosimilmente di un intervento isolato ("one and done"), considerando che il tasso neutrale è stimato intorno al 3,5%. Kevin Warsh dovrebbe sostituire Jerome Powell alla guida della Fed già da metà maggio, anche se il passaggio potrebbe subire ritardi di uno o più mesi. Una volta alla guida, Warsh si troverebbe in una posizione complessa, data la pressione del presidente Trump per tassi significativamente più bassi. In questo contesto, è improbabile che riesca a ottenere il consenso di un FOMC diviso per un taglio dei tassi prima della fine dell'anno.



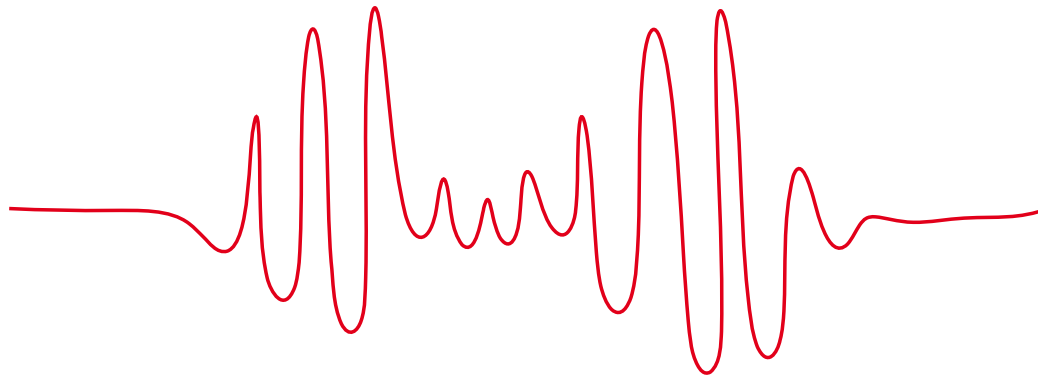


Storie di mercato

Autori: Francesco Maria Di Bella, Tobias Keller, Stefan Kolek, Roberto Mialich, Jonathan Schroer, Christian Stocker, Thomas Strobel, Michael Teig

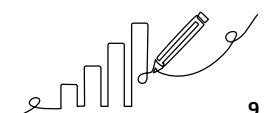
Il “rumore” ...

Nelle ultime settimane i mercati sono stati ripetutamente scossi da notizie rapide e mutevoli provenienti dal Medio Oriente, legate al conflitto tra Stati Uniti e Israele con l'Iran, che hanno provocato brusche oscillazioni del sentiment. I prezzi dell'energia e i rendimenti dei titoli di Stato hanno reagito in modo significativo all'alternarsi tra timori di escalation e brevi segnali di de-escalation, spesso senza una continuità nel tempo. Anche i mercati azionari hanno registrato fasi di volatilità, mentre gli investitori si adeguavano al flusso informativo, con un comportamento degli indici che segnala tuttavia una resilienza di fondo. La retorica politica, in particolare da parte di Washington, insieme all'incertezza sulle risposte delle banche centrali agli shock inflazionistici legati all'energia e alla guerra, ha ulteriormente aumentato la complessità del contesto, rafforzando la natura dei movimenti recenti di mercato fortemente guidata dalle notizie.



... e il segnale

Al di là della volatilità di breve periodo, i mercati restano ancorati ai fondamentali. La rivalutazione dei prezzi legata ai recenti eventi geopolitici si è concentrata principalmente sui premi per il rischio, piuttosto che sulle aspettative di crescita futura o sugli utili, senza segnali rilevanti che i mercati stiano prezzando uno scenario recessivo. Nel comparto obbligazionario, l'aumento dei rendimenti riflette soprattutto le rinnovate preoccupazioni inflazionistiche legate allo shock dei prezzi energetici e le dinamiche del premio a termine, più che il timore di un conflitto prolungato. Nel credito, l'allargamento degli spread è stato graduale e ordinato. I mercati azionari hanno mostrato una notevole resilienza, con flessioni contenute, recuperi rapidi e una leadership di mercato ancora guidata dalla capacità di generare utili. Nel complesso, la geopolitica ha amplificato la volatilità di breve periodo, ma non ha sostituito le forze fondamentali che guidano i mercati: solidità degli utili, dinamiche inflazionistiche e spazio limitato per un rapido allentamento delle politiche monetarie.



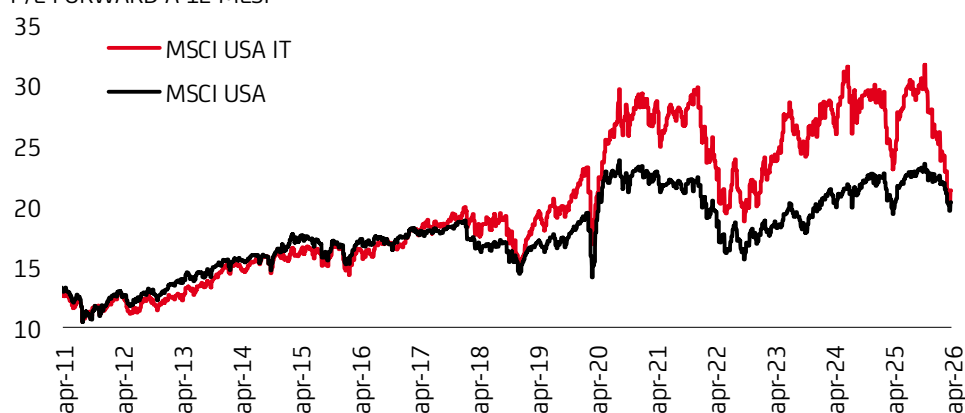
Azioni

I mercati azionari guardano oltre la geopolitica

I **mercati azionari statunitensi** hanno assorbito l'escalation tra Iran, Israele e Stati Uniti con relativa calma. Il rischio legato alle notizie è aumentato, ma la fiducia non è stata compromessa. Questa resilienza riflette soprattutto la struttura del mercato stesso: il settore Information Technology (IT), che rappresenta quasi un terzo della capitalizzazione del mercato USA e circa un quarto dei mercati azionari globali, continua a essere il principale motore della crescita degli utili. Questo motore ha già attraversato una fase di stress significativa. Il premio di valutazione del settore tecnologico, accumulatosi dal 2019 e temporaneamente arrivato su livelli estremi (con un P/E superiore di circa il 35% rispetto al mercato generale a fine ottobre scorso), è stato riassorbito. Oggi la tecnologia è valutata in linea con il mercato complessivo. È importante sottolineare che questa normalizzazione è iniziata prima delle recenti tensioni geopolitiche (si veda il grafico 2.1), ed è stata guidata soprattutto da una rotazione più ampia fuori dai titoli growth a lunga duration. In questo senso, la guerra in Iran ha semmai rafforzato l'attenzione degli investitori sui fondamentali. Le aspettative sugli utili del settore IT negli Stati Uniti hanno continuato a salire (le stime sugli utili a 12 mesi forward sono aumentate del 19% da inizio anno, raggiungendo nuovi massimi storici), nonostante persistano timori legati all'inflazione e alla crescita connessi al conflitto. Con valutazioni ormai normalizzate e una forte dinamica degli utili ancora intatta, il settore tecnologico appare oggi più equilibrato rispetto a qualsiasi fase successiva all'accelerazione del ciclo dell'intelligenza artificiale. La recente forza relativa del settore suggerisce che gli investitori stanno iniziando a riconoscere questo nuovo equilibrio.

GRAFICO 2.1: RIDIMENSIONAMENTO DELLE VALUTAZIONI E AUMENTO DELLE ASPETTATIVE SUGLI UTILI

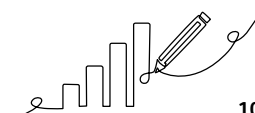
P/E FORWARD A 12 MESI



Fonte: LSEG Datastream, The Investment Institute di UniCredit

Le azioni europee sono esposte in modo più diretto al rischio geopolitico. La struttura settoriale dell'Europa – con un peso maggiore di settori ciclici energivori, una più elevata dipendenza dalle importazioni energetiche e una componente tecnologica molto più ridotta – rende il mercato più vulnerabile ai movimenti dei prezzi dell'energia, alle interruzioni del commercio e agli effetti di fiducia derivanti dal conflitto. A differenza degli Stati Uniti, l'Europa non dispone di grandi piattaforme tecnologiche globali in grado di compensare questi shock a livello di indice. Di conseguenza, le valutazioni europee risultano più moderate, mentre la crescita aggregata degli utili è più debole rispetto a quella statunitense. In questo contesto, il settore finanziario europeo si distingue positivamente: in particolare le banche combinano valutazioni interessanti, solidità patrimoniale elevata, bilanci disciplinati e una relativa protezione dallo shock energetico, a condizione che l'economia eviti una recessione – scenario che non riteniamo probabile.

La nostra view sui **mercati emergenti** resta costruttiva (si veda anche il [Punto di vista dei CIO](#), a pagina 2). Le valutazioni sono poco esigenti, offrendo spazio per una maggiore dispersione delle performance, man mano che i capitali cercano crescita e stabilità al di fuori dei mercati sviluppati sempre più esposti al rischio geopolitico.



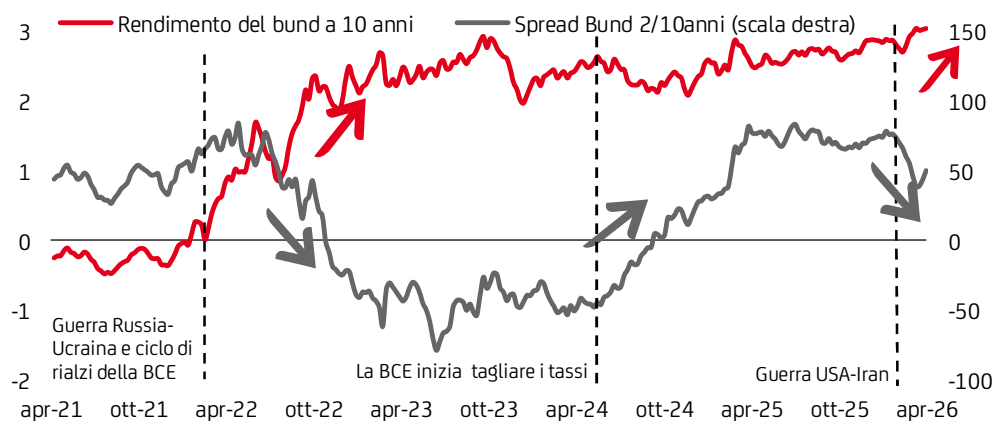
Reddito fisso

Le tensioni geopolitiche mantengono volatile il mercato dei titoli di Stato

Il conflitto in corso in Medio Oriente non offre sollievo ai mercati obbligazionari dei governativi, che restano fortemente sensibili alle oscillazioni dei prezzi delle materie prime e alle aspettative di inflazione. La BCE è ampiamente attesa intervenire per contrastare lo shock inflazionistico in arrivo: i mercati prezzano tra due e tre rialzi dei tassi entro fine anno. Nello scenario centrale, ci aspettiamo due aumenti da 25 punti base del tasso sui depositi, a giugno e settembre, mentre la riunione di aprile potrebbe fornire indicazioni utili sulle mosse future. I titoli di Stato dell'area euro (EGB) restano altamente volatili, anche su base intraday, poiché gli investitori cercano di incorporare rapidamente nei prezzi le nuove informazioni. Il rendimento del Bund decennale sembra essersi stabilizzato intorno al 3%, circa 40 punti base sopra i livelli precedenti all'inizio del conflitto. Nel nostro scenario base, che assume assenza di ulteriori escalation e normalizzazione dei prezzi energetici, il rendimento del Bund a 10 anni è atteso stabilizzarsi intorno al 3% o leggermente al di sopra nel prossimo futuro. La parte breve della curva di eurozona resta invece più esposta ai cambiamenti del sentiment degli investitori. Dopo le notizie di cessate il fuoco, il rendimento del Bund a 2 anni è tornato verso l'area del 2,5%, dopo aver superato il 2,75%. La curva dei Bund resta più piatta rispetto al periodo precedente al conflitto, con uno spread 2/10 anni intorno ai 50 punti base (contro circa 65 punti base). Nei prossimi trimestri è probabile che questo livello si mantenga stabile, prima di scendere di nuovo nel corso del prossimo anno.

GRAFICO 2.2: IL LIVELLO DEL 3% NON È UN LIMITE DECISIVO PER IL RENDIMENTO DEL BUND A 10 ANNI

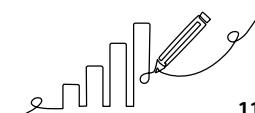
RENDIMENTO DEL BUND A 10 ANNI (% , SCALA SINISTRA) E SPREAD BUND 2/10 ANNI (PUNTI BASE, SCALA DESTRA)



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute di UniCredit

Il miglioramento del sentiment di mercato ha portato a un generale restringimento degli spread dei titoli governativi dell'area euro rispetto ai Bund. Tuttavia, gli spread restano ancora più ampi rispetto a fine febbraio. La sottoperformance degli ultimi due mesi è stata interamente guidata da fattori sistemici, mentre i rischi specifici dei singoli Paesi restano contenuti.

I Treasury statunitensi sono stati meno influenzati dagli sviluppi geopolitici rispetto ai titoli europei, poiché lo shock inflazionistico è atteso essere più contenuto dall'altra parte dell'Atlantico. I mercati si aspettano che la Fed mantenga i tassi invariati, mentre noi prevediamo un taglio nel quarto trimestre del 2026. Il rendimento del Treasury decennale si è stabilizzato intorno al 4,25%. Riteniamo poco probabile un calo significativo dai livelli attuali, poiché i rischi fiscali e l'elevata incertezza economica tendono a spingere verso l'alto il premio a termine.



Credito corporate: ulteriori segnali di debolezza in vista

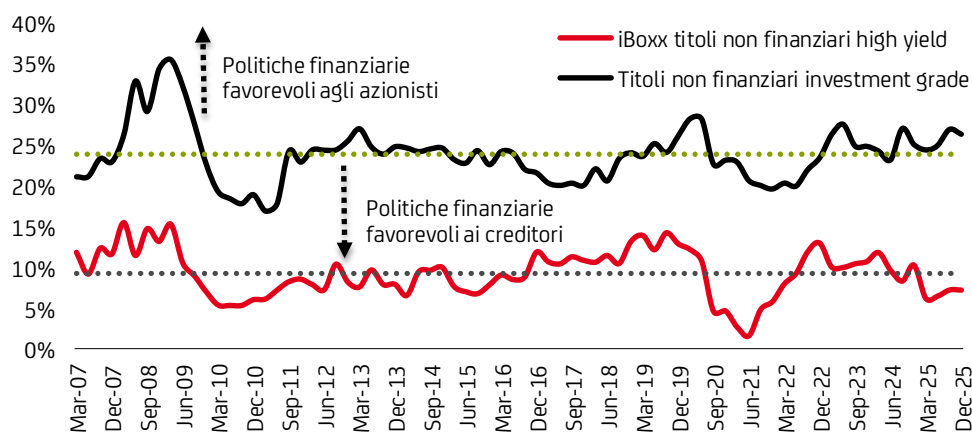
La guerra tra Stati Uniti, Israele e Iran sta generando pressioni anche sul mercato del credito europeo, sebbene l'allargamento degli spread osservato finora sia stato piuttosto contenuto. Gli spread dell'iBoxx high yield non finanziario hanno temporaneamente superato la soglia dei 300 punti base, il livello più alto dallo scorso giugno. Anche i titoli investment grade senior – sia finanziari sia non finanziari – hanno testato livelli intorno agli 80 punti base. La performance totale da inizio anno è leggermente negativa su tutti i principali segmenti del credito. Considerando le nostre previsioni riviste sugli spread – 90 punti base per i senior investment grade bancari, 95 per i non finanziari e 350 per l'high yield non finanziario a fine anno – è probabile chiudere il 2026 con rendimenti complessivi compresi tra l'1% e il 2%, il risultato più debole dal 2022. A livello settoriale, vediamo valore nei comparti petrolio & gas e materie prime di base, entrambi già sovraperformanti da inizio anno, così come nelle telecomunicazioni. Siamo invece sottopeso sui settori ad alta intensità energetica, tra cui automotive e componentistica, chimica, tecnologia e viaggi e tempo libero.

L'attuale stagione degli utili non rifletterà ancora pienamente l'impatto del conflitto in Iran sui parametri creditizi degli emittenti, ma l'attenzione si concentrerà sulle guidance aziendali. In questo ambito, ci aspettiamo un orientamento prudente, data la scarsa visibilità e le elevate incertezze legate agli sviluppi geopolitici. In questo contesto, gli emittenti tenderanno non solo a mantenere contenuti gli investimenti, ma anche a irrigidire ulteriormente le politiche finanziarie, in particolare la remunerazione degli azionisti. Come mostrato dal nostro grafico, dopo la Grande Recessione del 2008-2009 gli emittenti europei hanno progressivamente adottato politiche più favorevoli ai creditori rispetto agli azionisti, orientamento che è rimasto sostanzialmente invariato nel tempo. La remunerazione degli azionisti – in percentuale dei flussi di cassa operativi, tramite dividendi e buyback – è diminuita in modo significativo e si è stabilizzata su livelli moderati, prossimi alla media di lungo periodo. Questo è un elemento positivo per gli investitori obbligazionari, poiché implica una maggiore disponibilità di cassa per il servizio del debito, in una fase in cui l'accesso ai mercati obbligazionari potrebbe diventare più complesso, contribuendo anche a contenere i tassi di default.

Anche il comparto finanziario ha mostrato una buona tenuta degli spread. Il sentiment è stato sostenuto dai solidi risultati del primo trimestre del 2026 delle grandi banche statunitensi e da commenti complessivamente positivi delle banche europee. La domanda degli investitori sul mercato primario è rimasta molto forte, nonostante l'aumento del rischio geopolitico. Diverse emissioni senior da parte di operatori del private credit hanno inoltre ridotto le preoccupazioni sulla liquidità del segmento, contribuendo a sostenere il sentiment anche verso il settore bancario.

GRAFICO 2.3: REMUNERAZIONE DEGLI AZIONISTI COME % DEL FLUSSO DI CASSA OPERATIVO

LE AZIENDE EUROPEE MANTENGONO POLITICHE DI CONSERVAZIONE DELLA LIQUIDITÀ



Fonte: S&P Global, Bloomberg, The Investment Institute di UniCredit

Cambi

EUR-USD: le oscillazioni della propensione globale al rischio restano il principale driver

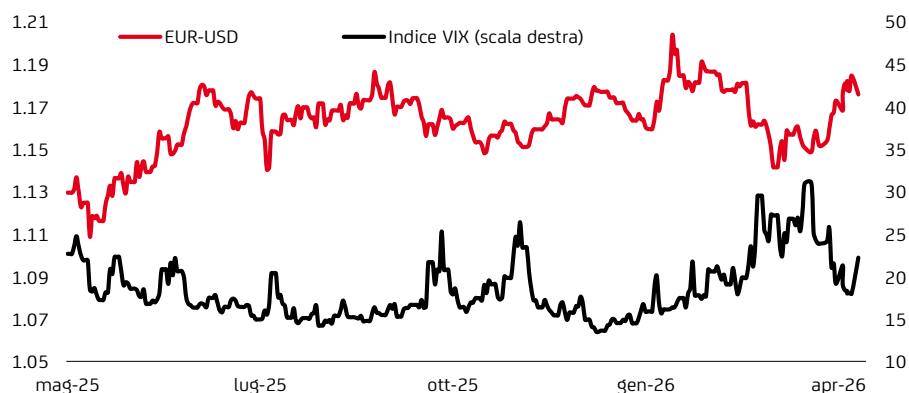
Le recenti dinamiche di prezzo hanno confermato i principali temi chiave del mercato valutario (per un'analisi più approfondita si rimanda alla nostra *Short View – USD at war: three lessons to be learned*, pubblicata di recente e il 8 aprile). In sintesi: **1.** L'indice del dollaro USA (DXY) e, di conseguenza, EUR/USD – che rappresenta oltre il 55% del paniere – è più sensibile alle variazioni della propensione globale al rischio che ai movimenti dei prezzi del petrolio. Questo è evidente anche dalla relazione tra EUR/USD e il VIX (indice della paura). **2.** Il processo di de-dollarizzazione non è concluso, ma per proseguire necessita di un contesto di bassa volatilità. **3.** I rialzi dei tassi da parte delle principali banche centrali, inclusa la BCE, non sono sufficienti a invertire il trend delle rispettive valute contro il dollaro se, nel frattempo, la propensione al rischio globale non migliora.

L'EUR/USD è sceso fino a 1,1412 (solo poco al di sopra del minimo di 1,1442 registrato durante la crisi in Medio Oriente di 12 giorni dello scorso giugno), segnalando una certa riluttanza degli investitori a posizionarsi in modo aggressivo su un trend ribassista del dollaro, data l'elevata incertezza legata alla politica economica statunitense e al contesto geopolitico. Successivamente, il cambio ha recuperato dopo l'annuncio del Presidente statunitense Donald Trump di una tregua di 14 giorni l'8 aprile, che ha temporaneamente ridotto le tensioni. Un ulteriore supporto è arrivato dal rally del fiorino ungherese (HUF) in seguito alla vittoria di Péter Magyar alle elezioni generali in Ungheria. L'EUR/USD ha poi raggiunto 1,1848, leggermente sopra il livello di chiusura del 27 febbraio (1,1813), alla vigilia dell'escalation del conflitto, quando l'Iran aveva inizialmente annunciato la riapertura dello Stretto di Hormuz.

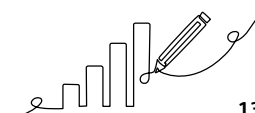
Gli sviluppi in Medio Oriente restano al momento il principale driver del cambio. In caso di nuova escalation, un aumento dell'avversione al rischio a livello globale potrebbe rafforzare il ruolo di valuta rifugio del dollaro e spingere l'EUR/USD al ribasso. Tuttavia, ai livelli attuali, il cambio ha già incorporato un sufficiente "cuscinetto" di ribasso per limitare eventuali discese verso i minimi recenti in area 1,14. In questo scenario, la zona 1,15 dovrebbe fungere da supporto. In generale, l'EUR/USD ha già mostrato una reazione contenuta alle tensioni nello Stretto di Hormuz e agli ultimi sviluppi della crisi iraniana. I mercati restano convinti che un'escalation estrema sarà evitata e che si arriverà a un accordo, preferendo per ora un atteggiamento attendista piuttosto che posizionamenti aggressivi lunghi sul dollaro. Al contrario, uno scenario di de-escalation – che rappresenta il nostro scenario di base – con conseguente riduzione del premio al rischio legato alla guerra, porterebbe probabilmente l'EUR/USD verso la parte alta dell'intervallo 1,15-1,20. In questo caso, la domanda chiave è se un eventuale superamento del massimo annuale a 1,2078 – pur positivo per la BCE per via dell'effetto disinflazionistico – sia coerente con il quadro geoeconomico complessivo attuale. Va comunque considerato che l'EUR/USD potrebbe salire anche in uno scenario di coinvolgimento prolungato degli Stati Uniti nel conflitto, nel caso in cui emergesse un rischio idiosincratco per l'amministrazione Trump in assenza di una chiara strategia di uscita. Inoltre, Trump potrebbe anche tollerare o favorire un dollaro più competitivo in vista delle elezioni di metà mandato, per sostenere le esportazioni e ridurre il disavanzo commerciale statunitense.

GRAFICO 2.4: I FATTORI GEO-ECONOMICI CONTINUANO A GUIDARE LE DINAMICHE DEL CAMBIO EUR/USD

CAMBIO EUR/USD E INDICE VIX (SCALA DESTRA)



Fonte: LSEG, The Investment Institute di UniCredit



Materie prime

Petrolio greggio

I mercati del petrolio hanno registrato un marcato rialzo dei prezzi nelle ultime settimane, con il Brent stabilmente su livelli significativamente più elevati, poiché il rischio geopolitico è tornato a essere il principale driver nel breve termine. Sebbene le aspettative di un possibile riavvicinamento tra le parti abbiano temporaneamente ridotto i rischi estremi immediati, la fiducia nella sicurezza dell'offerta regionale si è nuovamente indebolita dopo l'imposizione da parte degli Stati Uniti di un blocco navale al traffico marittimo iraniano. A ciò si sono aggiunte nuove minacce di ritorsioni iraniane contro i porti del Golfo e attacchi a navi commerciali straniere. L'aumento dell'incertezza ha riportato i prezzi leggermente sotto i 100 USD/barile, evidenziando l'elevata sensibilità del mercato al rischio di escalation. Le narrative di eccesso di offerta non sono più predominanti: le scorte sono diminuite nelle principali aree di consumo, la capacità produttiva inutilizzata resta distribuita in modo disomogeneo e l'offerta dei produttori non OPEC è lenta a reagire, amplificando l'impatto sui prezzi da parte delle notizie riguardanti la geopolitica. Nel nostro scenario base, prevediamo che il Brent scenda verso 90 USD/barile entro fine 2026, con la graduale riduzione dei premi per il rischio. Tuttavia, il contesto resta fragile: un peggioramento del conflitto ritarderebbe la normalizzazione e manterrebbe i prezzi elevati più a lungo, mentre una de-escalation credibile e duratura potrebbe spingere i prezzi al di sotto del nostro scenario di base.

Gas naturale

Il prezzo benchmark europeo del gas naturale (TTF) ha continuato a mostrare elevata volatilità, registrando un aumento di quasi il 30% dall'inizio della guerra in Iran a fine febbraio. Sebbene nelle ultime settimane i prezzi siano scesi grazie a un maggiore ottimismo su una rapida riduzione delle tensioni, il quadro di breve termine resta complesso. Qatar ed Emirati Arabi Uniti, che rappresentano circa il 20% dell'offerta globale di GNL, non sono stati in grado di esportare gas dall'inizio del conflitto. Inoltre, si stima che circa il 16% della capacità del Qatar sia stata danneggiata e resterà inattiva per diversi anni. Questo ha ristretto un equilibrio domanda-offerta che in precedenza era favorevole agli importatori. Nonostante il recente calo dei prezzi, la stagione di ricostituzione delle scorte estive non è ancora entrata nel vivo e si presenta impegnativa nei prossimi mesi, anche in caso di attenuazione delle ostilità. La nostra previsione di un prezzo medio TTF pari a 55 EUR/MWh risulta chiaramente superiore agli attuali livelli di 40–45 EUR/MWh. Riteniamo che il mercato non stia ancora incorporando adeguatamente né i rischi emergenti sull'offerta di GNL né la crescita attesa della domanda in Europa e Asia in vista della stagione invernale 2026-27.

Oro

L'oro ha negoziato vicino a 4.800 USD/oncia, proseguendo la quarta settimana consecutiva di rialzi, sostenuto dal miglioramento delle prospettive di un cessate il fuoco più duraturo tra Stati Uniti e Iran e dal conseguente calo delle preoccupazioni inflazionistiche. L'ottimismo su un possibile accordo ha contribuito alla discesa dei prezzi del petrolio, attenuando le pressioni inflazionistiche e riducendo le aspettative di ulteriori strette da parte delle banche centrali. Restano tuttavia incertezze significative sulla verifica e sull'attuazione di un eventuale accordo, mentre le interruzioni dell'offerta energetica potrebbero richiedere tempo per normalizzarsi. Nonostante ciò, gli sviluppi recenti hanno ridotto i rischi estremi di breve periodo. In questo contesto, l'oro rimane circa il 17% sopra i minimi di marzo, confermando la propria resilienza. In prospettiva, ci attendiamo che l'oro continui a svolgere il ruolo di bene rifugio: la volatilità di breve termine sarà guidata da fattori di liquidità e tassi d'interesse, mentre il supporto strutturale di medio-lungo periodo resta legato all'incertezza geopolitica e ai continui acquisti da parte delle banche centrali.



Tabelle di previsione

Previsioni di UniCredit

STIME DI PIL, INFLAZIONE E SALDO DI BILANCIO

	PIL reale (% A/A)			Inflazione (% A/A)			Saldo di bilancio (% del PIL)		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Globale	3.2	3.1	3.2	-	-	-	-	-	-
Stati Uniti	2.1	2.3	2.0	2.7	3.3	2.6	-7.4	-7.9	-8.0
Eurozona	1.5	0.8	1.1	2.1	3.1	2.3	-3.4	-3.7	-3.6
Germania	0.2*	0.9*	1.6*	2.2	2.7	2.3	-2.7	-4.3	-4.3
Francia	0.9	0.9	1.0	0.9	1.8	1.5	-5.1	-5.0	-4.6
Italia	0.7	0.5	0.6	1.5	3.2	2.1	-3.1	-2.9	-2.8
Spagna	2.8	2.2	1.6	2.7	3.3	2.6	-2.5	-2.1	-2.2
Regno Unito	1.3	0.6	1.0	3.4	3.3	2.2	-4.5	-3.8	-3.5
Cina	5.0	4.6	4.2	-0.2	1.2	1.1	-7.9	-8.2	-8.4
Giappone	1.0	0.8	0.8	3.0	2.1	2.0	-3.1	-4.0	-3.8
India	7.6	6.5	6.5	2.1	4.7	4.0	-7.4	-7.4	-7.3

Fonte: The Investment Institute di UniCredit

*Dati non destagionalizzati. Dati destagionalizzati: 0.4% (2025), 0.6% (2026) and 1.5% (2027)

BANCHE CENTRALI

	Attuale	2T26	3T26	4T26	1T27	2T27
Fed	3.75	3.75	3.75	3.50	3.50	3.50
ECB	2.00	2.25	2.50	2.50	2.50	2.50
BOE	3.75	3.75	3.75	3.50	3.25	3.00
BoJ	0.75	1.00	1.00	1.25	1.25	1.25
Riksbank	1.75	2.00	2.25	2.25	2.25	2.25
Norges Bank	4.00	4.25	4.50	4.50	4.50	4.50

Fonte: The Investment Institute di UniCredit

Nota: I dati sono di fine periodo



TASSI DI INTERESSE

	20.04.26	2T26	3T26	4T26
Eurozona				
Depo rate	2.00	2.25	2.50	2.50
3M Euribor	2.19	2.31	2.52	2.55
2Y Schatz	2.46	2.65	2.65	2.60
10Y Bund	2.98	3.10	3.10	3.00
2Y EUR swap	2.64	2.90	2.85	2.75
10Y EUR swap	3.01	3.15	3.15	3.05
10Y swap-Bund spread	3	5	5	5
2Y BTP	2.64	2.85	2.85	2.80
10Y BTP	3.72	3.90	3.90	3.80
10Y BTP-Bund spread	74	80	80	80
Stati Uniti				
Fed fund rate	3.75	3.75	3.75	3.50
3M OIS SOFR	3.67	3.67	3.60	3.42
2Y UST	3.72	3.85	3.75	3.65
10Y UST	4.26	4.40	4.40	4.40
10Y UST-Bund spread	128	130	130	140

TASSI DI CAMBIO

	20.04.26	2T26	3T26	4T26
EUR-USD	1.18	1.17	1.18	1.19
USD-JPY	159	157	154	152
EUR-JPY	187	184	182	181
GBP-USD	1.35	1.33	1.33	1.32
EUR-GBP	0.87	0.88	0.89	0.90
USD-CNY	6.82	6.88	6.85	6.80
EUR-CNY	8.02	8.05	8.08	8.09

Fonte: Bloomberg, The Investment Institute di UniCredit

ATTIVITA' RISCHIOSE

	20.04.26	2T26	4T26
Petrolio			
Brent USD/bbl.	95	100	90
Azioni			
Euro STOXX 50	5,986	6,000	6,300
STOXX Europe 600	621	630	660
DAX	24,418	25,000	26,000
MSCI Italy	124	125	135
S&P 500	7,110	7,100	7,400
Nasdaq 100	26,590	26,000	28,000
Credito corporate			
iBoxx Non-Financials Senior	72	90	95
iBoxx Banks Senior	68	85	90
iBoxx High Yield NFI	279	325	350

Fonte: Bloomberg, S&P Global, The Investment Institute di UniCredit

Per tabelle dettagliate delle previsioni clicca sui seguenti link:

[Economics >](#) | [FI >](#) | [FX >](#) | [Risky Assets >](#)



Andamento dei principali indicatori finanziari

Da	20.04.21	20.04.22	20.04.23	20.04.24	20.04.25	20.04.21	01.01.26
A	20.04.22	20.04.23	20.04.24	20.04.25	20.04.26	20.04.26	20.04.26

INDICI AZIONARI (RENDIMENTO TOTALE, IN %)

MSCI World (in USD)	4.6	-3.7	17.7	8.0	35.7	73.4	5.2
MSCI Mercati emergenti (in USD)	-16.6	-6.6	4.6	8.1	53.7	37.2	14.6
MSCI Stati Uniti (in USD)	7.6	-6.5	22.6	6.9	36.2	80.0	4.1
MSCI Europa (in EUR)	10.1	5.6	10.2	4.6	26.4	66.2	6.0
MSCI AC Asia Pacifico (in USD)	-15.2	-2.6	5.7	7.9	46.1	39.3	12.9
STOXX Europe 600 (in EUR)	9.0	4.8	10.4	4.7	26.9	64.5	6.0
DAX 40 (Germania, in EUR)	-5.1	10.0	12.3	18.9	15.2	58.9	-0.3
MSCI Italia (in EUR)	7.0	15.0	31.7	13.0	39.4	148.7	7.1
ATX (Austria, in EUR)	8.9	2.6	14.7	16.6	55.1	126.5	10.9
SMI (Svizzera, in CHF)	14.3	-5.1	2.1	7.3	18.1	38.0	2.6
S&P 500 (Stati Uniti in USD)	9.4	-5.8	22.2	6.9	36.3	83.6	4.2
Nikkei (Giappone, in JPY)	-4.7	7.7	31.8	-7.0	72.4	118.4	17.7
CSI 300 (Cina, in Yuan)	-18.5	3.4	-11.7	9.2	29.6	6.0	3.0

INDICI OBBLIGAZIONARI (RENDIMENTO TOTALE, IN %)

Titoli di Stato USA a 10 anni (in USD)	-9.6	-2.3	-4.9	6.8	5.4	-5.4	0.3
Bund tedeschi a 10 anni (in EUR)	-9.4	-11.0	2.2	2.9	-1.0	-15.9	0.2
Titoli di Stato in EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-8.4	-10.3	3.7	4.0	0.3	-10.9	0.1
Obbligazioni societarie EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-7.3	-6.1	5.8	5.8	2.5	0.0	0.4

RENDIMENTI OBBLIGAZIONARI (VARIAZIONE DEI PUNTI BASE = 0,01 PUNTI PERCENTUALI)

Obbligazioni di Stato USA 10Y (in USD)	135	62	108	-30	-8	266	11
Bund tedeschi 10Y (in EUR)	112	162	4	-5	52	322	12
Obbligazioni di Stato in EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	111	177	-6	-11	42	311	14
Obbligazioni societarie in EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	161	207	-37	-44	31	314	18

TASSI DI CAMBIO DELL'EURO (VARIAZIONE, IN %)

Dollaro USA (EUR-USD)	-10.1	1.1	-2.7	6.4	3.5	-2.3	0.1
Sterlina britannica (EUR-GBP)	-3.9	6.3	-2.9	0.3	1.4	0.8	-0.2
Franco svizzero (EUR-SFR)	-7.0	-4.3	-1.3	-4.3	-1.1	-16.4	-1.3
Yen giapponese (EUR-JPY)	6.0	6.5	11.7	-1.7	15.4	43.7	1.5

MATERIE PRIME (VARIAZIONE, IN %)

Indice delle materie prime (GSCI, in USD)	9.3	2.5	18.9	37.4	43.9	162.5	10.8
Metalli industriali (GSCI, in USD)	31.5	-21.3	6.1	-8.1	42.0	39.5	11.2
Oro (in USD per oncia fine)	10.0	2.4	19.7	38.7	45.3	170.3	11.0
Petrolio greggio (Brent, in USD per barile)	60.3	-24.1	7.6	-22.0	40.6	42.5	57.1

Fonte: Refinitiv Datastream, The Investment Institute di UniCredit (al 20 aprile 2026)

Nota: i valori passati e le previsioni non sono un indicatore affidabile delle performance future. Gli indici non possono essere acquistati e quindi i rendimenti non includono i costi degli strumenti. Quando si investe in titoli, vengono sostenuti costi che riducono la performance. Il rendimento degli investimenti in valute estere può anche aumentare o diminuire a causa delle fluttuazioni valutarie.



**UniCredit S.p.A.**

The Investment Institute by UniCredit

**Indirizzo**

Piazza Gae Aulenti, 4, 20154 Milano

**Email**

the-investment-institute@unicredit.eu

Pagina web

www.the-investment-institute.unicredit.eu

DIRIGENTI DELL'ISTITUTO

Manuela D'Onofrio, Presidente

Fabio Petti, Co-Presidente

Edoardo Campanella,
Direttore e Caporedattore

GENERATORI DI IDEE

Tullia Bucco

Alessandro Caviglia,
CIO, Italia

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Loredana Maria Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Philip Gisdakis,
CIO, Germania

Tobias Keller

Stefan Kolek

Roberto Mialich

Oliver Prinz,
CIO, Austria

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Marco Valli,
Capo dell'Analisi
Macroeconomica

Daniel Vernazza

REDATTORI RESPONSABILI

Chiara Silvestre

Michael Teig

PRODUZIONE

Ingo Heimig

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

Matthew Stevenson

Till Welzel

Avvisi Legali

Glossario

I termini utilizzati nel rapporto sono disponibili sul nostro sito web: <https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/en/glossary>.

Questa è una comunicazione di marketing

La presente pubblicazione costituisce una comunicazione di marketing di UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG e UniCredit Bank GmbH (di seguito congiuntamente “Gruppo UniCredit”) è indirizzata ad un pubblico indistinto e viene fornita gratuitamente a titolo meramente informativo. Essa non costituisce raccomandazione personalizzata all’investimento o attività di consulenza da parte del Gruppo UniCredit né, tantomeno, offerta al pubblico di alcun genere né un invito ad acquistare o vendere strumenti finanziari. Le informazioni fornite non sono da intendere come ricerca in materia di investimenti o come analisi finanziaria dal momento che, oltre a non avere i contenuti, non sono state preparate conformemente ai requisiti giuridici volti a promuovere l’indipendenza della ricerca in materia di investimenti e non sono soggette ad alcun divieto che proibisca le negoziazioni prima della diffusione della ricerca in materia di investimenti.

Le informative rilevanti sugli interessi e sulle posizioni ricoperte dal Gruppo UniCredit sono disponibili al seguente indirizzo: <https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/en/conflictsofinterest-positiondisclosures>. Eventuali stime e/o valutazioni contenute nella presente pubblicazione rappresentano l’opinione autonoma e indipendente del Gruppo UniCredit e, al pari di tutte le informazioni in essa riportate, sono date in buona fede sulla base dei dati disponibili alla data della pubblicazione, tratte da fonti attendibili, ma aventi valore puramente indicativo e suscettibili di variazioni in qualsiasi momento dopo la pubblicazione, sulla cui completezza, correttezza e veridicità il Gruppo UniCredit non rilascia alcuna garanzia e non assume alcuna responsabilità. Gli interessati dovranno pertanto effettuare le proprie valutazioni di investimento in modo del tutto autonomo e indipendente, facendo affidamento esclusivamente sulle proprie considerazioni delle condizioni di mercato e delle informazioni complessivamente disponibili, anche in coerenza con il proprio profilo di rischio e la propria situazione economica. Investire comporta dei rischi. Prima di qualunque investimento, prendere attenta visione della documentazione d’offerta relativa allo strumento finanziario oggetto dell’operazione. Si evidenzia inoltre che:

1. Le informazioni relative ai risultati passati di uno strumento finanziario, di un indice o di un servizio di investimento non sono indicative di risultati futuri.
2. Se l’investimento è denominato in una divisa diversa dalla divisa dell’investitore il valore dell’investimento può subire delle forti oscillazioni in funzione delle variazioni dei tassi di cambio e avere un effetto indesiderato sulla redditività dell’investimento.
3. Investimenti che offrono alti rendimenti possono subire delle forti oscillazioni in termini di prezzo a seguito di eventuali declassamenti del merito di credito. In caso di fallimento dell’emittente l’investitore può perdere l’intero capitale.
4. Investimenti ad alta volatilità possono essere soggetti ad improvvise e notevoli diminuzioni di valore, potendo generare rilevanti perdite al momento della vendita fino all’intero capitale investito.
5. In presenza di eventi straordinari può essere difficile per l’investitore vendere o liquidare taluni investimenti o ottenere informazioni attendibili sul loro valore.
6. Se le informazioni si riferiscono a uno specifico trattamento fiscale, si evidenzia che il trattamento fiscale dipende dalla situazione individuale del cliente e può essere soggetto a modifiche in futuro.
7. Se le informazioni si riferiscono a risultati futuri, si evidenzia che esse non costituiscono un indicatore affidabile di tali risultati.
8. La diversificazione non garantisce un profitto né protegge da perdite.

Il Gruppo UniCredit non potrà in alcun modo essere ritenuto responsabile per fatti e/o danni che possano derivare a chiunque dall’utilizzo del presente documento, tra cui, a mero titolo esemplificativo, danni per perdite, mancato guadagno o risparmio non realizzato. I contenuti della pubblicazione – comprensivi di dati, notizie, informazioni, immagini, grafici, disegni, marchi e nomi a dominio – sono di proprietà del Gruppo UniCredit se non diversamente indicato, coperti da copyright e dalla normativa in materia di proprietà industriale. Non è concessa alcuna licenza né diritto d’uso e pertanto non è consentito riprodurre i contenuti, in tutto o in parte, su alcun supporto, copiarli, pubblicarli e utilizzarli a scopo commerciale senza.

IT 25/1

Le informazioni e i dati contenuti in questo documento sono aggiornati al 23 aprile 2026.