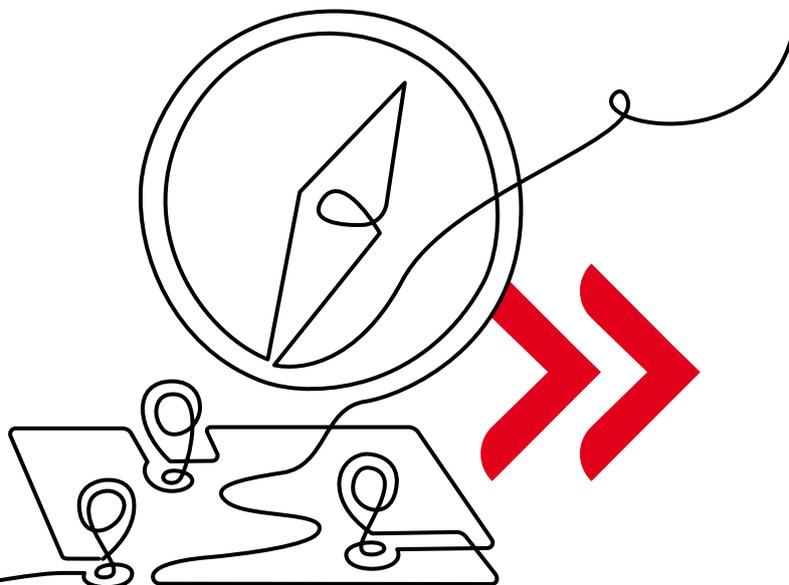


The Compass Checkpoint

22 Luglio 2025



Minacce poco credibili

Minacce poco credibili rischiano di compromettere la credibilità di qualsiasi negoziatore. Nei primi sei mesi del secondo mandato di Trump, abbiamo assistito a diverse minacce prive di effettiva attuazione: proroghe dell'ultimo minuto sulle scadenze dei negoziati sui dazi, dichiarazioni sul possibile licenziamento del Presidente della Fed Jerome Powell o l'ipotesi di tassare gli investitori stranieri tramite la Sezione 899 dell'One Big Beautiful Bill Act (OBBBA).

La minaccia più evidente finora è stata la scadenza del 9 luglio, fissata per i dazi annunciati il 2 aprile dal Presidente degli Stati Uniti Donald Trump. Il mancato rispetto di questa scadenza ha definito il tono del nuovo (dis)ordine commerciale globale sotto l'amministrazione Trump. L'obiettivo dichiarato era ambizioso: concludere 90 accordi commerciali in 90 giorni, quando in media un singolo accordo richiede circa 18 mesi di trattative e quattro anni per l'attuazione completa.

Questo divario tra ambizione e realtà si è tradotto in pochi accordi quadro, ancora privi di dettagli definitivi, e in un ulteriore rinvio della pausa tariffaria al 1° agosto per molti Paesi. Intanto, la Casa Bianca ha inviato lettere di minaccia per nuove tariffe, inclusa una all'UE che propone un'aliquota del 30%. Nonostante ciò, ci aspettiamo ancora che venga introdotta una tariffa minima del 10% sulle importazioni europee, mentre i partner commerciali più piccoli rischiano tariffe più alte (tranne la Cina). Questa strategia mira a contenere l'impatto economico sugli Stati Uniti, massimizzando però i ritorni politici per la base elettorale di Trump.

Anche se queste minacce non sempre si traducono in realtà, possono comunque avere un impatto materiale sui mercati finanziari. Nella prima metà dell'anno, i mercati hanno mostrato una forte volatilità, soprattutto dopo i dazi annunciati il 2 aprile, con il dollaro USA che ha perso parte del suo ruolo di bene rifugio.

Quando le minacce non mantenute diventano una prassi ricorrente, c'è il rischio che i mercati diventino troppo assuefatti. Potrebbero prendere sul serio le minacce, ma non alla lettera, fino a ignorarle del tutto. La tranquillità dei mercati dopo la scadenza mancata del 9 luglio ne è un esempio. Tuttavia, minacce ignorate possono spingere Trump a inasprire ulteriormente la retorica, alimentando nuova volatilità in futuro.

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

Allocazione di portafoglio

STORIE MACRO 3

Focus 1: Negoziati commerciali destinati a proseguire fino ad estate inoltrata

STORIE DI MERCATO 6

Cosa sta succedendo nel mercato?

- Azioni
- Reddito fisso
- Materie prime
- Cambi

Focus 2: Stagionalità estiva: negativa per le azioni, positiva per le obbligazioni

TABELLE DI PREVISIONE 15



Il punto di vista dei CIO

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

Gli sviluppi nella prima metà del 2025 sono stati significativi e senza precedenti. L'anno è iniziato con il "Trump trade", gli investitori hanno puntato su una crescita robusta dell'economia statunitense, sostenuta da prezzi azionari in aumento, rendimenti dei Treasury (UST) più alti e un dollaro forte. A metà febbraio, i mercati azionari USA hanno toccato nuovi massimi storici, soprattutto per gli investitori in euro, grazie alla solidità del dollaro. Tuttavia, la situazione è cambiata bruscamente – e i mercati hanno invertito la rotta – ad aprile, quando Trump ha annunciato nuovi dazi in occasione del cosiddetto "Giorno della Liberazione". Questo ha innescato dubbi sul ruolo del debito pubblico USA come bene rifugio, spingendo molti investitori a vendere asset statunitensi. A peggiorare il clima di incertezza ha contribuito anche l'instabilità geopolitica, generata in particolare dal conflitto tra Israele e Iran scoppiato all'inizio dell'estate.

Nel frattempo, la volatilità si è gradualmente ridotta. I mercati azionari USA hanno ripreso slancio, segnando nuovi massimi in dollari, mentre i rendimenti dei Treasury sono calati e il dollaro ha recuperato parte del terreno perso. Tuttavia, per chi investe in euro, le azioni USA restano in calo a causa della debolezza del dollaro rispetto all'euro. Il recente rialzo dei mercati azionari statunitensi è stato favorito dai tagli fiscali previsti dall'One Big Beautiful Bill Act (che sostengono le imprese), dal miglioramento dello scenario in Medio Oriente e dall'idea diffusa che le minacce tariffarie di Trump abbiano più un effetto retorico che pratico.

La propensione al rischio è rimasta sostenuta da prospettive di crescita solide sia negli Stati Uniti che in Europa. Inoltre, l'aumento dei dazi non ha finora generato segnali concreti di pressioni inflazionistiche rilevanti. Nonostante questo contesto generalmente positivo, i mercati stanno già prezzando un ciclo di tagli dei tassi di interesse più aggressivo, come indicato dalle proiezioni della Fed e di diversi economisti. Una politica monetaria così espansiva potrebbe però segnalare un rallentamento della crescita, in contrasto con l'attuale trend positivo degli utili aziendali.

In questo scenario, riteniamo opportuno incrementare l'esposizione alle azioni, in particolare europee (e ai settori più ciclici) e mantenere una posizione più prudente sugli asset a reddito fisso, soprattutto sui Treasury statunitensi, che potrebbero risentire dell'aumento del disavanzo e delle nuove emissioni di debito pubblico. All'interno del segmento obbligazionario, vediamo opportunità interessanti soprattutto nelle obbligazioni corporate e nel debito dei mercati emergenti.

ALLOCAZIONE DELLE ATTIVITÀ

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		●	
Materie prime		●	
Petrolio		●	
Oro		●	

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



1 Il Big Beautiful Bill rischia di compromettere le finanze pubbliche statunitensi

Il 4 luglio il Presidente degli Stati Uniti Donald Trump ha firmato l'One Big Beautiful Bill Act (OBABA). Questa legge proroga, fino alla fine del 2034, tutti i tagli fiscali per famiglie e imprese, introdotti con il Tax Cuts and Jobs Act (TCJA) del 2017, che altrimenti sarebbero scaduti alla fine di quest'anno.

Questa estensione dovrebbe sostenere moderatamente la crescita del PIL nei prossimi due anni. Tuttavia, per compensare parzialmente il mancato gettito fiscale, il provvedimento prevede tagli agli incentivi per l'energia verde e una riduzione della spesa sociale, che colpiranno in particolare le fasce di popolazione a basso reddito. La legge innalza inoltre il limite massimo di indebitamento federale.

Secondo le prime stime del Congressional Budget Office (CBO), l'OBABA aumenterà il disavanzo primario di circa 3.400 miliardi di dollari cumulativi nei prossimi dieci anni rispetto allo scenario precedente. Considerando anche i maggiori interessi sul debito, il debito federale crescerebbe di circa 4.100 miliardi di dollari entro il 2034. Di conseguenza, il rapporto debito/PIL salirebbe dall'attuale 100% al 127% entro il 2034, circa 10 punti percentuali in più rispetto alle proiezioni precedenti. In media, il disavanzo federale si attesterebbe intorno al 7% del PIL nel prossimo decennio – un livello elevato in termini storici – mentre la spesa per interessi passerebbe da circa 1.000 miliardi di dollari quest'anno a quasi 1.700 miliardi di dollari nel 2034.

2 BCE e Fed: un altro taglio nel 2025

È improbabile che la riunione della Fed del 29-30 luglio porterà a una variazione dei tassi di interesse. All'interno del board, le opinioni sono sempre più divise: due membri hanno dichiarato di essere favorevoli a un taglio già a luglio, ma la maggior parte ritiene opportuno attendere nuovi dati macroeconomici. La Fed prevede un possibile aumento dell'inflazione durante l'estate a causa dei dazi. Se ciò non dovesse verificarsi, la banca centrale potrebbe procedere con tagli dei tassi a settembre e dicembre. Tuttavia, se – come stimiamo – l'inflazione aumenterà e il mercato del lavoro resterà solido, quest'anno ci sarà un solo taglio, probabilmente a dicembre.

Per quanto riguarda la BCE, nella riunione di giugno è stato segnalato che il ciclo di allentamento monetario sta per concludersi. È probabile che nella riunione del 24 luglio i tassi resteranno invariati, in attesa di ulteriori evidenze sull'evoluzione dell'economia. L'inflazione è scesa al 2% e dovrebbe stabilizzarsi intorno a questo livello, con rischi di un'ulteriore discesa nei prossimi 12-18 mesi. Prevediamo quindi un ultimo taglio di 25 punti base a settembre, che porterebbe il tasso sui depositi all'1,75%.

3 Rallentamento dell'economia cinese

Il secondo trimestre è stato difficile per la Cina a causa dell'escalation delle tensioni commerciali con Washington che ha portato a un inasprimento dei dazi sulle esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti – saliti al 145%, prima di essere successivamente ridotti. Questa incertezza si è tradotta in un moderato rallentamento della crescita del PIL al 5,2% su base annua nel secondo trimestre, rispetto al 5,4% del primo trimestre quando l'attività era stata sostenuta dall'aumento anticipato delle esportazioni in vista dei nuovi dazi annunciati da Trump il 2 aprile. La domanda interna resta debole, zavorrata dalla persistente crisi del settore immobiliare. Le pressioni deflazionistiche ne sono un chiaro segnale. Il governo ha tentato di stimolare i consumi con un programma di incentivi "cash-for-clunkers", ma l'impatto è limitato e insufficiente a sostenere stabilmente la spesa privata. In questo contesto, è probabile che la Banca Popolare Cinese (PBoC) manterrà una politica monetaria accomodante. Resta da vedere l'esito della scadenza del 12 agosto per un possibile accordo commerciale con Washington, ma è improbabile che da questo negoziato emergerà un'intesa risolutiva.



Negoziati commerciali destinati a proseguire fino ad estate inoltrata

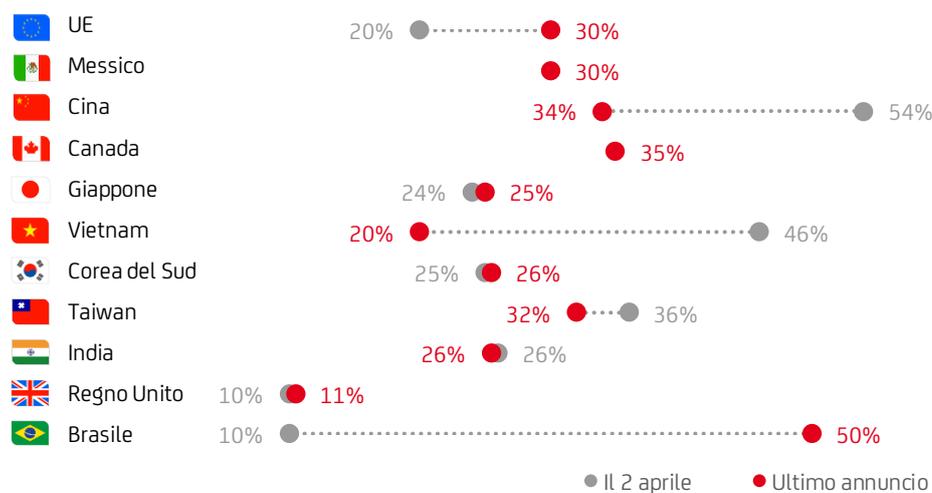
Autori: Tullia Bucco, Loredana Maria Federico

I negoziati tra gli Stati Uniti e i principali partner commerciali restano in gran parte bloccati, con Washington che può contare solo su tre accordi di base attivi (con Regno Unito, Cina e Vietnam). Considerata la complessità di questi dossier, ci si aspettava che entro il 9 luglio l'amministrazione Trump avrebbe presentato una serie di accordi preliminari, lasciando la definizione dei dettagli – come tariffe settoriali e barriere non tariffarie – a fasi successive di trattativa. Tuttavia, non essendo stati raggiunti neppure accordi quadro, il presidente Trump ha rinviato al 1° agosto la scadenza per l'implementazione dei nuovi dazi. Piuttosto che ammettere una tabella di marcia irrealistica, Trump ha attribuito la colpa ai partner commerciali, inviando loro nuove lettere di minaccia tariffaria e alimentando così la pressione negoziale, puntando al tempo stesso a rafforzare il consenso politico presso la sua base elettorale.

L'ultima serie di comunicazioni tariffarie indirizzate a Brasile, Canada, Messico e UE prevede un incremento delle tariffe reciproche, superando le tariffe del 2 aprile già notificate ai partner asiatici minori (cfr. grafico 1.1). Particolarmente deludente è la minaccia di un dazio del 30% verso l'UE, soprattutto alla luce dei segnali di progresso che nelle ultime settimane avevano lasciato intravedere un possibile accordo di principio tra Bruxelles e Washington. Va comunque rilevato che il livello minacciato è inferiore rispetto al 50% ipotizzato da Trump solo poche settimane fa. La nuova soglia del 30% è da intendersi come leva di pressione per ottenere concessioni da parte dell'Europa su tariffe settoriali e barriere non tariffarie.

GRAFICO 1.1: OBIETTIVI MUTEVOLI

TARIFFE RECIPROCHE ANNUNCIATE DAGLI STATI UNITI VERSO PARTNER COMMERCIALI MIRATI



Fonte: White House, The Investment Institute by UniCredit

Prevediamo che i dazi effettivi si ridurranno rispetto ai livelli indicati in queste lettere, ma è improbabile che tornino ai livelli precedenti al 2 aprile. Il nuovo livello minimo delle tariffe (anche per l'UE) sarà probabilmente del 10%, mentre per la Cina sarà più elevato. Riteniamo che il tasso finale per l'Europa potrebbe scendere tra il 10% e il 20%, senza impatto significativo sul nostro scenario di crescita del PIL. Germania, Irlanda, Italia e Francia restano i Paesi più esposti per via della loro quota consistente di esportazioni verso gli Stati Uniti.



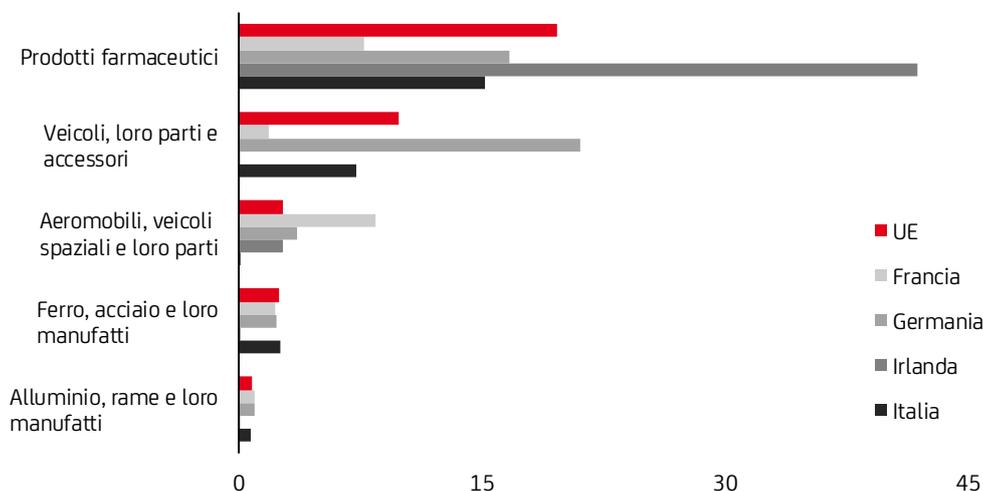
I partner commerciali minori – come alcuni Paesi asiatici – potrebbero affrontare tariffe mediamente più alte rispetto ai grandi partner, con un costo economico contenuto per gli Stati Uniti e benefici politici volti a rafforzare il consenso tra i sostenitori di Trump. Se la nostra interpretazione è corretta, non si possono escludere ulteriori rinvii man mano che si avvicina la nuova scadenza del 1° agosto, soprattutto se i mercati continueranno a percepire la strategia di Trump come un semplice bluff.

Prima dell'ultima escalation tariffaria, Bruxelles appariva disposta ad accettare una tariffa minima del 10% a condizione che un accordo di prima fase prevedesse esenzioni per settori sensibili come l'industria automobilistica (soggetta a una tariffa del 25%), l'industria dell'acciaio e alluminio (50%), gli aerei commerciali (10%) e una clausola per evitare l'estensione di dazi a prodotti finora risparmiati – come farmaceutici e semiconduttori – ma ancora sotto revisione. Questa posizione riflette l'alta esposizione dell'UE su questi comparti chiave, in termini di esportazioni verso gli Stati Uniti.

Tariffe elevate su automobili e componenti, nonché su ferro, acciaio e alluminio, potrebbero colpire duramente la Germania (cfr. grafico 1.2). Ancora più significativo è l'impatto potenziale sulle esportazioni farmaceutiche europee: Trump ha recentemente minacciato un dazio fino al 200% su questo comparto, che rappresenta circa il 20% delle esportazioni totali dell'UE verso gli Stati Uniti. L'Irlanda, in particolare, sarebbe penalizzata a causa dell'elevato peso dell'export farmaceutico, sebbene in parte mitigato dalla presenza di multinazionali statunitensi. Anche Germania e Italia risulterebbero vulnerabili, così come la Francia per le sue esportazioni di aeromobili.

GRAFICO 1.2: PUNTI DI PRESSIONE

ESPORTAZIONI VS. GLI STATI UNITI PER CATEGORIA MERCEOLOGICA
(% DELLE ESPORTAZIONI TOTALI VERSO GLI STATI UNITI, 2024)



Fonte: Eurostat, The Investment Institute by UniCredit

Queste divergenze di interessi spiegano le difficoltà dell'Europa nel definire una posizione unitaria e finalizzare un'intesa. In risposta allo stallo, la Commissione europea ha prorogato la sospensione delle misure di ritorsione contro gli Stati Uniti – che sarebbero dovute entrare in vigore il 15 luglio – e continuerà i colloqui per cercare di raggiungere un accordo reciprocamente vantaggioso.





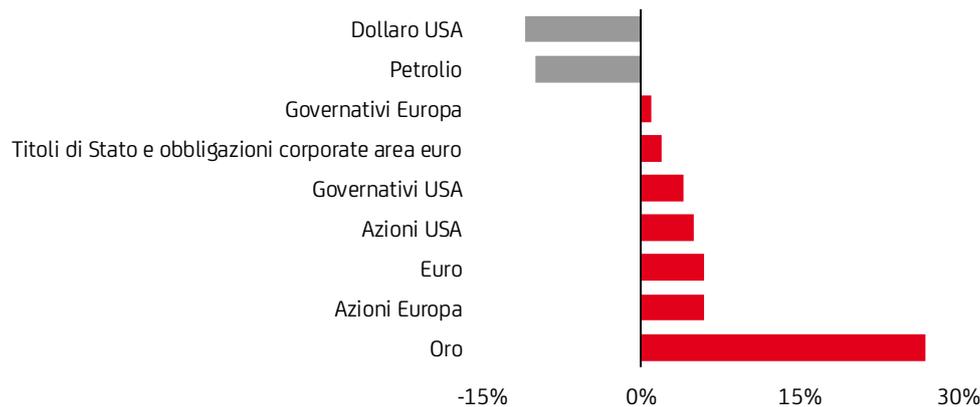
Storie di Mercato

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

Il “rumore” ...

Nel primo semestre del 2025, i mercati finanziari hanno attraversato una fase di elevata volatilità, innescata da eventi di forte impatto geopolitico ed economico. L'oro si è confermato l'asset con la performance migliore, grazie alla domanda di beni rifugio e alla strategia delle banche centrali di ampliare la diversificazione dei propri asset. Gli indici azionari hanno recuperato terreno a partire da aprile, chiudendo la prima metà dell'anno in rialzo rispetto a inizio 2025. In questo contesto, le azioni europee hanno registrato una lieve sovraperformance rispetto a quelle statunitensi. Sul fronte valutario, il dollaro USA è stato il principale perdente dall'inizio dell'anno, segnando un calo del 10% rispetto alle principali valute, penalizzato dalle incertezze legate alle politiche dell'amministrazione Trump. Al contrario, l'euro si è apprezzato di circa il 5%. Nel comparto energetico, le quotazioni del petrolio hanno subito una contrazione del 10% rispetto a inizio anno, complice la strategia aggressiva di incremento dell'offerta da parte dell'OPEC+. I titoli di Stato e le obbligazioni corporate dell'area euro hanno reso mediamente l'1%, mentre i Treasury USA hanno offerto un rendimento del 4%, sostenuti dalle attese di una politica monetaria più espansiva da parte della Fed.

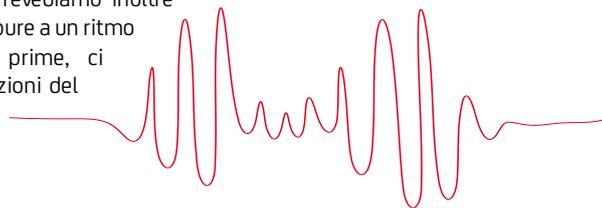
GRAFICO 2.1: VINCITORI E VINTI NEL PRIMO SEMESTRE DELL'ANNO
RENDIMENTO REALIZZATO NEL PRIMO SEMESTRE DEL 2025



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

... e il segnale

La guerra commerciale resterà probabilmente il principale driver dei mercati. Ci attendiamo rendimenti positivi per i titoli di Stato, anche se il carry degli UST potrebbe subire pressioni a causa di un possibile riprezzamento delle aspettative sui tassi Fed. Le azioni europee dovrebbero continuare a performare bene, mentre le valutazioni delle azioni statunitensi appaiono elevate. Prevediamo inoltre che l'USD possa indebolirsi ulteriormente, seppure a un ritmo più moderato. Sul fronte delle materie prime, ci aspettiamo un leggero rialzo dell'oro e quotazioni del petrolio che dovrebbero rimanere inferiori alla soglia dei 70 dollari al barile.



Azioni

Volatilità a breve termine, ma quadro solido nel medio termine

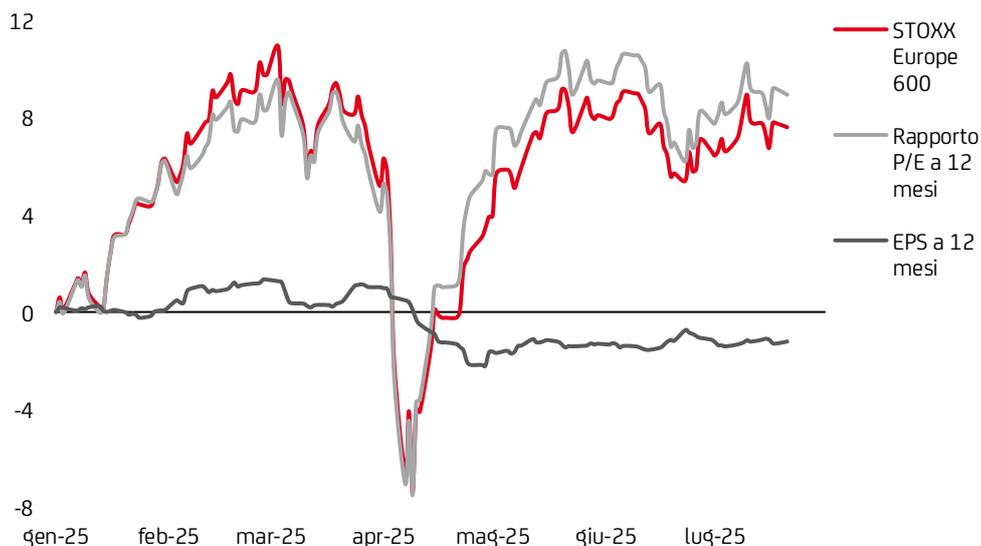
Nel secondo trimestre, **i mercati azionari globali** hanno registrato un forte recupero dopo lo shock provocato dall'annuncio dei dazi del Presidente Trump lo scorso 2 aprile. La scadenza tariffaria inizialmente fissata per il 9 luglio è stata prorogata al 1° agosto, mentre l'amministrazione statunitense ha dichiarato l'intenzione di imporre dazi del 30% sulle esportazioni europee verso gli Stati Uniti. Sebbene questa aliquota non sia definitiva e i negoziati siano ancora in corso, l'annuncio ha contribuito ad alimentare l'incertezza sui mercati finanziari globali. Di conseguenza, anche se riteniamo probabile una revisione al ribasso delle tariffe annunciate, la volatilità dei mercati potrebbe rimanere elevata. Dopo mesi di dichiarazioni politiche incoerenti e imprevedibili, la soglia di tolleranza al rischio da parte degli investitori si è alzata, limitando perciò il potenziale di rialzo per i mercati azionari nel breve termine.

Sul fronte europeo, le prospettive di crescita economica per il 2026 si stanno gradualmente rafforzando, ma la dinamica degli utili societari resta debole. È comunque importante sottolineare che i risultati del secondo trimestre potrebbero rappresentare il punto di minimo ciclico per la crescita degli utili. Entro la metà del prossimo anno, ci aspettiamo che le stime sugli utili a 12 mesi per l'Europa aumentino di circa il 10%, livello leggermente inferiore alle previsioni di consenso. Questo recupero degli utili è essenziale, considerando che la performance positiva dei listini europei da inizio anno è stata trainata principalmente dall'espansione dei multipli di valutazione, come evidenziato nel grafico 2.2. Attualmente, il rapporto P/E del mercato azionario europeo si attesta intorno a 14, solo leggermente superiore alla media ventennale di 13,2. Al contrario, il mercato statunitense presenta valutazioni significativamente più elevate: il rapporto P/E dell'S&P 500 è attorno a 23, pari a due deviazioni standard sopra la media storica di 16, un livello storicamente molto elevato. Valutazioni così elevate costituiscono un freno potenziale a ulteriori rialzi.

Alla luce di ciò, l'evoluzione degli utili aziendali sarà determinante. Supponendo una graduale accelerazione della crescita economica in Europa e un moderato rallentamento negli Stati Uniti, prevediamo per il 2026 un **aumento degli utili europei intorno all'11%** per lo STOXX Europe 600, a fronte di una crescita quasi nulla nel 2025 (S&P 500: +13% nel 2025 e +13% nel 2026). Nonostante la crescita degli utili statunitensi resti leggermente superiore a quella europea, non ci aspettiamo un divario significativo di performance tra Europa e Stati Uniti, principalmente per effetto delle valutazioni elevate del mercato USA e di un USD più debole, che riduce l'appeal delle azioni statunitensi per gli investitori in euro.

GRAFICO 2.2: IL RE-RATING È STATA LA FORZA TRAINANTE DELLA PERFORMANCE NEL PRIMO SEMESTRE DEL 2025

VARIAZIONE DA INIZIO ANNO, IN %



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

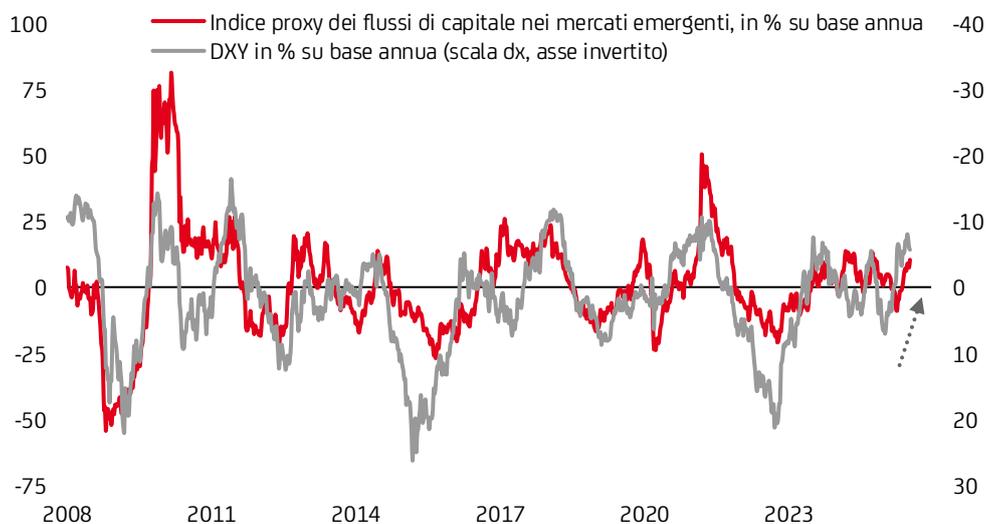


Pur prevedendo che **il contesto rimarrà volatile per tutta la durata del terzo trimestre, manteniamo una visione costruttiva sui mercati azionari in un orizzonte di 12 mesi**. Il nostro target per l'S&P 500 a metà 2026 è fissato a 6.500 punti indice, mentre per l'Euro STOXX 50 prevediamo un livello di 5.750 punti (per una panoramica dettagliata sui target di tutti i principali indici azionari si rimanda alla nostra tabella di previsione delle attività rischiose).

Riteniamo inoltre che **le azioni dei mercati emergenti** siano ben posizionate per iniziare a sovraperformare rispetto ai mercati sviluppati. Negli ultimi anni, molti investitori hanno progressivamente ridotto l'esposizione ai mercati emergenti, favorendo i listini statunitensi che hanno beneficiato di una performance eccezionale come quella dei "ruggenti anni Venti". Le azioni dei mercati sviluppati, in particolare quelle USA, hanno ampiamente sovraperformato i titoli emergenti. Questa performance non è misurata solo rispetto alla Cina, che rappresenta circa il 25% dell'indice MSCI EM. Anche escludendo la Cina, dal 2020, i mercati emergenti hanno registrato una significativa sottoperformance di circa 35 punti percentuali.

Tuttavia, sembra che questi mercati stiano iniziando a diventare interessanti e la liquidità nei mercati emergenti stia migliorando. Un fattore chiave è l'indebolimento dell'USD. Molti Paesi emergenti presentano ancora strutture di bilancio "invertite", caratterizzate da attività denominate in valuta locale e passività denominate in dollari USA. Questo disallineamento, noto come "peccato originale", è stato in parte ridotto grazie a un maggior ricorso al debito in valuta locale, ma non è stato ancora del tutto eliminato; il che significa che la solidità finanziaria di questi Paesi e le loro prospettive di crescita tendono a migliorare man mano che le valute locali si rafforzano rispetto al dollaro, rendendoli più attraenti per gli investitori internazionali. Storicamente, un dollaro più debole favorisce un aumento dei flussi di capitale verso le azioni dei mercati emergenti, anche se, come mostra il grafico 2.3, questo fenomeno non si è ancora manifestato in modo significativo.

GRAFICO 2.3: INDEBOLIMENTO DELL'USD A SOSTEGNO DEI FLUSSI DI CAPITALI VERSO I MERCATI EMERGENTI
SU BASE ANNUA, IN %



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

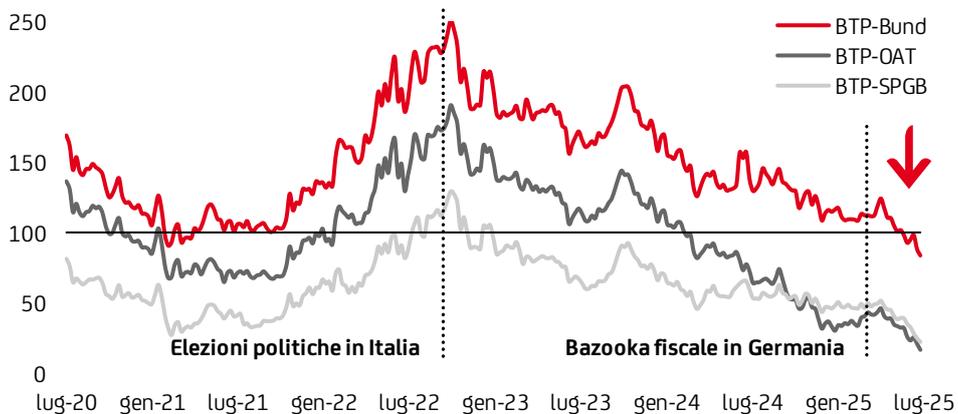
Reddito fisso

Titoli di Stato in modalità attendista in attesa di maggiore chiarezza sui dazi

Dopo scambi sostanzialmente laterali nelle ultime settimane, i titoli di Stato hanno recentemente subito nuove pressioni sia negli Stati Uniti sia nell'Eurozona. Nonostante l'incertezza legata alla guerra commerciale resti elevata, i mercati hanno interpretato gli ultimi sviluppi tariffari come meno sfavorevoli del previsto per la crescita economica, riaccendendo così i timori inflazionistici, anche alla luce del recupero dei prezzi delle materie prime. Il rendimento del Treasury decennale statunitense è salito, pur senza superare la soglia del 4,5%, mentre la forma della curva UST è rimasta pressoché invariata rispetto a un mese fa. Lo spread tra 2 e 10 anni si attesta intorno a 50 punti base, stabile dai livelli di metà aprile.

In Europa, il rendimento del Bund decennale si è portato verso quota 2,70%, con una curva leggermente più ripida rispetto al mese scorso. Tra gli EGB, i BTP italiani hanno catalizzato l'attenzione grazie a una performance superiore rispetto agli altri governativi dell'Eurozona su varie scadenze. Lo spread BTP-Bund a 10 anni, sceso sotto i 100 punti base a fine maggio, si è ulteriormente ristretto intorno a 85 punti base, il livello più basso dal 2010. La domanda di BTP continua a essere sostenuta da fattori favorevoli come l'appetito per il carry, un contesto macroeconomico e fiscale in miglioramento e la stabilità politica in Italia. Riteniamo che questi elementi rimarranno di supporto in futuro, mantenendo lo spread BTP-Bund decennale stabilmente sotto i 100 punti base.

GRAFICO 2.4: I GOVERNATIVI ITALIANI HANNO SOVRAPERFORMATO I LORO OMOLOGHI
SPREAD DI RENDIMENTO A 10 ANNI (IN PUNTI BASE)



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Nei prossimi mesi, l'evoluzione delle trattative commerciali resterà un driver cruciale per la performance dei titoli di Stato. Un eventuale irrigidimento delle tensioni, con Washington poco incline a ridurre i dazi, potrebbe accentuare la divergenza tra EGB e UST: i primi beneficerebbero probabilmente di un contesto di crescita più debole, mentre i Treasury potrebbero subire pressioni al rialzo sui rendimenti per via di attese di inflazione più persistente. Al contrario, un accordo tra Stati Uniti e UE – scenario che consideriamo più probabile – avrebbe un impatto limitato su Bund e Treasury poiché: **1.** Sembra uno scenario già ampiamente atteso dai mercati e **2.** Tale accordo non eliminerebbe del tutto l'elevata incertezza macro che caratterizza la fase attuale.

Alla luce di questi fattori, confermiamo la nostra previsione di fine anno con un **rendimento decennale UST intorno al 4,5%** e **Bund decennale intorno al 2,6%**, livelli sostanzialmente in linea con quelli attuali. Stimiamo inoltre un potenziale allargamento dello spread transatlantico a 10 anni, che potrebbe ampliarsi di circa 10 punti base dagli attuali 170 punti base nei prossimi mesi.

Il credito corporate europeo mostrerà una volatilità contenuta

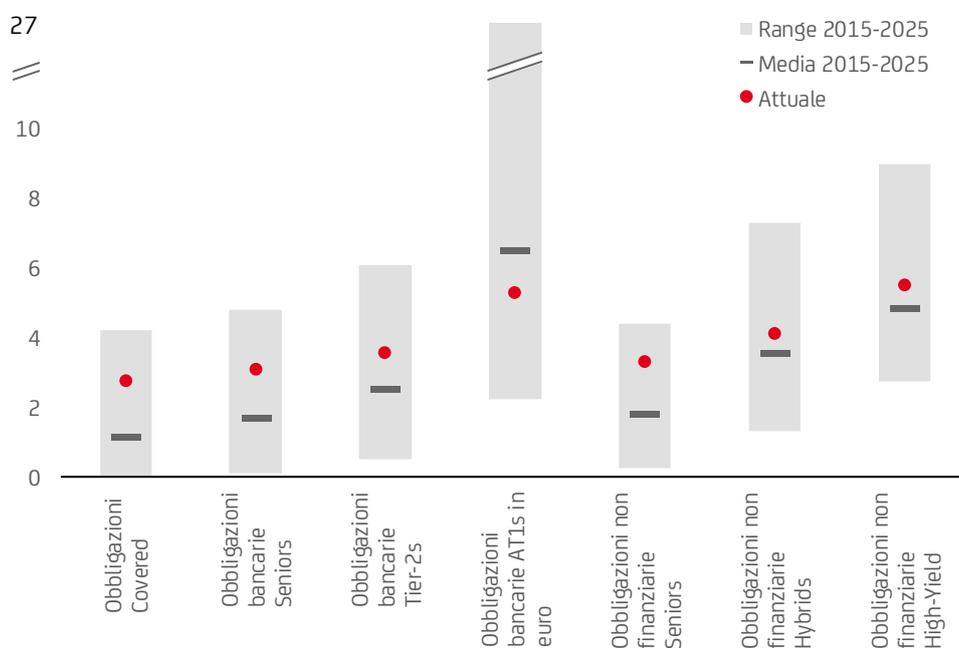
Nel nostro scenario di base prevediamo una volatilità contenuta per il credito corporate europeo, anche alla luce delle recenti evoluzioni della politica tariffaria statunitense. Confermiamo quindi una visione costruttiva sull'asset class, che continua a beneficiare di fondamentali solidi e di parametri creditizi complessivamente sani, quadro che dovrebbe essere confermato anche dalla prossima stagione di utili. In questo contesto, il momentum dei rating resta neutrale, con un bilanciamento tra upgrade e downgrade all'interno degli indici iBoxx, sia per gli emittenti investment grade sia per quelli high yield.

I costi di rifinanziamento, che restano stabili o tendono a ridursi, supportano la qualità del credito e favoriscono operazioni di prefinanziamento opportunistiche. Questo elemento va letto positivamente, considerato l'attuale livello di incertezza derivante dai persistenti rischi geoeconomici. Di conseguenza, ci aspettiamo che gli **spread si mantengano sostanzialmente stabili**, con un rischio limitato di un moderato allargamento nei segmenti del credito non finanziario qualora le tensioni commerciali con gli Stati Uniti dovessero intensificarsi.

Per quanto riguarda il settore bancario, stimiamo risultati solidi per il secondo trimestre, a conferma della storica resilienza del comparto finanziario. In particolare, l'elevato livello di capitalizzazione e la normalizzazione gestibile degli indicatori di qualità degli attivi restano i punti di forza. Inoltre, il credito europeo continua a offrire un carry interessante, ben superiore alla media degli ultimi dieci anni in quasi tutti i segmenti di mercato (si veda il grafico 2.5), rappresentando così la principale componente del rendimento totale atteso. Fanno eccezione i titoli AT1 bancari, i cui rendimenti correnti risultano inferiori alla media decennale: ciò riflette valutazioni attualmente elevate, che potrebbero però correggersi rapidamente in caso di un ritorno dell'avversione al rischio.

GRAFICO 2.5: LIVELLI STORICI DI RENDIMENTO DEL CREDITO BANCARIO E NON FINANZIARIO

RENDIMENTO DAL 2015 AL 2025, IN %



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

Materie prime

Petrolio greggio

Le ultime settimane sono state caratterizzate da un aumento delle tensioni geopolitiche, innescate dall'escalation militare in Medio Oriente, che ha temporaneamente spinto le quotazioni del Brent **oltre gli 80 dollari al barile**. Tuttavia, il cessate il fuoco raggiunto tra Israele e Iran ha contribuito a riportare una certa stabilità, facendo rientrare i prezzi sui livelli pre-conflitto. Parallelamente, l'OPEC+, sotto la guida dell'Arabia Saudita, ha proseguito con una strategia di espansione graduale dell'offerta, attuando quattro incrementi mensili consecutivi della produzione dall'inizio dell'anno, per un totale di circa 1,8 milioni di barili al giorno aggiuntivi. L'approccio di Riyadh, misurato ma determinato, punta a recuperare quote di mercato, garantendo al contempo il rispetto delle quote produttive da parte dei membri più indisciplinati.

La struttura della curva dei future riflette alcune tensioni di offerta nel breve termine, ma queste appaiono destinate a esaurirsi. Guardando oltre la stagione estiva, la combinazione tra ulteriori incrementi di produzione da parte dell'OPEC+ e una produzione stabile in altre aree, a fronte di una domanda globale che si conferma moderata, lascia intravedere un surplus in formazione. Nel complesso, non emergono elementi tali da modificare le nostre previsioni sul Brent per la seconda metà del 2025, che restano ancorate in un range di 65-70 dollari al barile, con rischi prevalentemente orientati al ribasso.

Gas naturale

I prezzi del gas naturale TTF olandese si sono mantenuti in un range ristretto di circa 33-35 euro/MWh da quando, il 24 giugno, è stato raggiunto un cessate il fuoco nel breve conflitto tra Israele e Iran. L'attuale livello di trading risulta persino inferiore rispetto ai valori precedenti all'inizio delle ostilità, segnalando come i mercati non stiano attualmente prezzando alcun premio di rischio geopolitico. A pesare sui prezzi è stata anche la debolezza delle esportazioni asiatiche di GNL nel primo semestre del 2025, che ha incrementato l'offerta disponibile per l'Europa. Inoltre, prevediamo un rallentamento dell'attività macroeconomica nei prossimi trimestri, poiché l'inasprimento dei dazi da parte degli Stati Uniti dovrebbe frenare la crescita globale.

Tuttavia, a questi livelli vediamo rischi di rialzo per le quotazioni del TTF. Dopo un inverno particolarmente rigido, i livelli di stoccaggio europei risultano significativamente ridimensionati e la stagione di ricarica procede in ritardo. A ciò si aggiunge la possibilità di un'estate più calda della media in Asia e in Europa, che potrebbe incrementare la domanda di elettricità per l'aria condizionata, stimolando così ulteriormente le importazioni di GNL. Inoltre, eventuali nuove tensioni geopolitiche in Medio Oriente restano un potenziale fattore di pressione sui prezzi. In questo contesto, confermiamo la nostra previsione di un prezzo medio del TTF per il 2025 compreso tra **40 e 45 euro/MWh**.

Oro

Negli ultimi due mesi, l'oro si è stabilizzato intorno ai 3.300 dollari l'oncia, interrompendo la fase di rialzo registrata tra gennaio e aprile. Il recente ottimismo legato agli sviluppi sul fronte commerciale ha temporaneamente ridotto l'appello del metallo prezioso come bene rifugio. Tuttavia, i mercati restano cauti di fronte a una nuova ondata di lettere di imposizione di dazi da parte del Presidente statunitense Donald Trump, dopo i precedenti annunci su tariffe aggiuntive per le importazioni di rame e di altri beni, alimentando timori di interruzioni più ampie nelle catene commerciali globali. Sul piano geopolitico, la distensione del conflitto tra Israele e Iran ha contribuito a limitare la domanda di asset di rifugio.

Allo stesso tempo, la debolezza persistente del dollaro USA ha sostenuto le quotazioni dell'oro, grazie anche alle attese di un possibile ulteriore allentamento monetario da parte della Fed, in un contesto di rallentamento graduale del mercato del lavoro statunitense. Alla luce di questo quadro macroeconomico e della nostra previsione di tensioni commerciali e geopolitiche che restano ancora elevate, unitamente al continuo sostegno della domanda di oro da parte delle banche centrali, manteniamo una view costruttiva sull'oro per la seconda metà del 2025. Ci aspettiamo che i prezzi si mantengano nel range di **3.400-3.500 USD l'oncia** entro la fine dell'anno.

Cambi

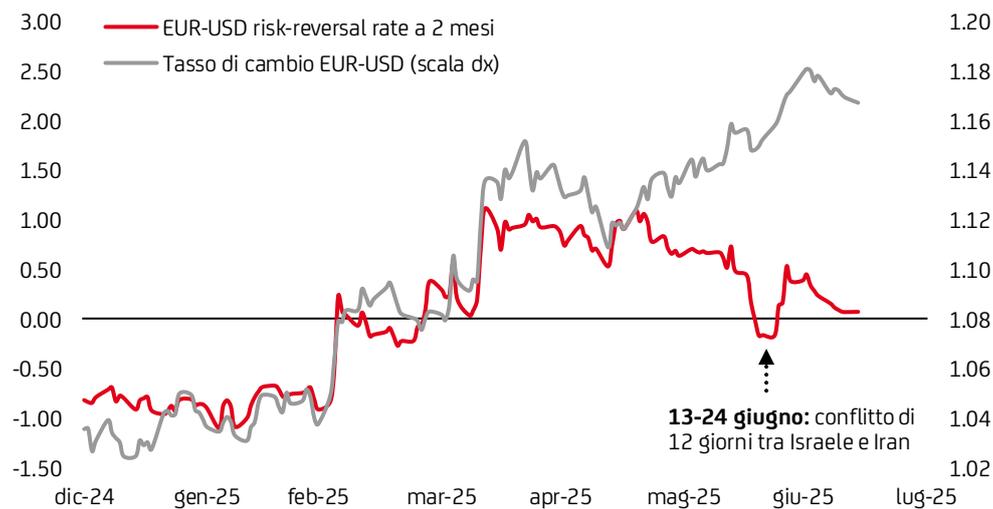
Cambio EUR-USD ancora solido, nonostante l'incertezza sulle trattative commerciali UE-USA

Sul fronte dei cambi, la limitata e temporanea ripresa dell'USD durante il conflitto tra Israele e Iran ha confermato la sua ridotta attrattiva come valuta rifugio. L'incertezza legata alle politiche tariffarie statunitensi, con il presidente Trump che ha ribadito che la scadenza del 1° agosto non sarà prorogata, ha spinto il cambio EUR-USD a ritracciare dal massimo da inizio anno di 1,1829 – livello che corrisponde esattamente alla media storica dal lancio dell'euro nel 1999 – al di sotto dell'1,17. Tuttavia, la strategia dell'UE di evitare un'escalation e di rinviare eventuali contromisure, dopo l'annuncio di dazi del 30% sulle esportazioni UE verso gli Stati Uniti, ha contribuito a contenere la reazione del mercato valutario.

La correzione moderata del cambio EUR-USD riflette anche l'assenza di nuovi spunti di politica monetaria, dato che sia la BCE che la Fed dovrebbero mantenere un atteggiamento attendista questo mese. Tale approccio è visibile anche nel ritorno del risk-reversal a 2 mesi (la differenza di volatilità implicita tra opzioni call e put out-of-the-money per una determinata scadenza) intorno allo zero, dopo essere passato da negativo a positivo al termine del conflitto israelo-iraniano (si veda il grafico 2.6). Un dollaro strutturalmente più debole rimane lo scenario di consenso, sostenuto anche da indicatori di analisi tecnica che mostrano come il biglietto verde sia in ipervenduto, anche se al momento mancano driver convincenti per un'inversione di tendenza.

Confermiamo quindi una view ribassista sul dollaro americano, alla luce anche delle pressioni esercitate dal Presidente Trump sulla Fed per tagliare ulteriormente i tassi di interesse e delle persistenti preoccupazioni per l'alto livello di debito pubblico statunitense. L'assenza di una recessione negli Stati Uniti e un potenziale allentamento monetario meno marcato rispetto alle attese di mercato (nostro scenario di base) potrebbero al massimo attenuare l'intensità di un ulteriore indebolimento dell'USD. Manteniamo la nostra previsione di un cambio EUR-USD intorno a **1,19 entro dicembre**, coerentemente con le recenti indicazioni dei responsabili politici europei e statunitensi, secondo cui un apprezzamento significativo oltre quota 1,20 resterebbe difficile da sostenere.

GRAFICO 2.6: L'ATTEGGIAMENTO ATTENDISTA DEI MERCATI SI RIFLETTE IN UN RISK-REVERSAL RATE A 2 MESI SU UN CAMBIO EUR-USD INTORNO ALLO ZERO



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

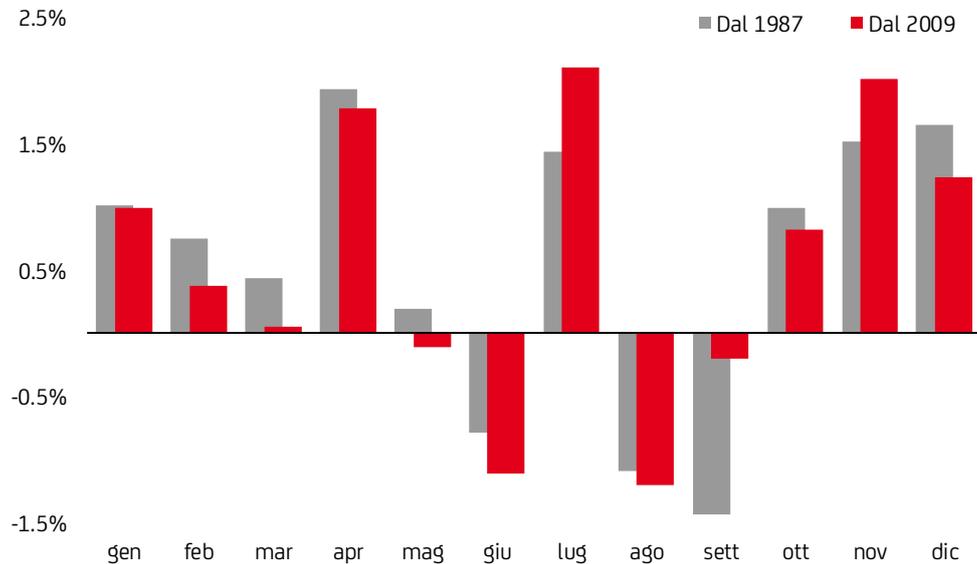
Stagionalità estiva: negativa per le azioni, positiva per le obbligazioni

La stagionalità rappresenta una regolarità osservabile nei mercati finanziari, spesso legata al comportamento umano. Nei mercati azionari, il detto: **“Vendi a maggio e vai via, torna il giorno di San Leger”** esprime l’idea che gli investitori dovrebbero liquidare le proprie posizioni azionarie a maggio per evitare un calo stagionale dei corsi azionari. Questa espressione trae origine da un vecchio proverbio inglese: “Sell in May and go away, but remember to come back on St. Leger’s Day”, con riferimento al St. Leger Stakes, uno degli appuntamenti di rilievo nel calendario ippico britannico, che si svolge intorno alla metà di settembre.

Durante i mesi estivi, i volumi di trading tendono a ridursi a causa delle ferie, determinando una liquidità più limitata. Ciò può amplificare i movimenti dei prezzi, poiché sono sufficienti minori transazioni per influenzare l’andamento dei mercati. Anche il ribilanciamento dei portafogli gioca un ruolo significativo, soprattutto quando emergono o vengono messi in discussione trend di fondo e fattori di traino per i mercati azionari. Gli investitori istituzionali, in particolare, tendono ad adeguare le allocazioni di portafoglio alla fine del primo semestre per prepararsi alla seconda parte dell’anno. I mesi di agosto e settembre, come evidenziato dal grafico 2.7, mostrano in particolare una stagionalità negativa. A tal proposito, abbiamo calcolato la performance media mensile dello STOXX Europe 600 a partire dal 1987 e dal 2009.

Il confronto tra i due periodi evidenzia una marcata componente stagionale. Nelle scorse settimane, nelle nostre pubblicazioni, abbiamo affermato che non ci aspettiamo un potenziale di rialzo significativo durante i mesi estivi, principalmente a causa delle valutazioni elevate e di aspettative di utili di breve termine eccessivamente ottimistiche. Pertanto, riteniamo probabile che il modello stagionale storicamente moderato che caratterizza i mercati azionari globali durante l’estate possa manifestarsi in modo particolarmente marcato quest’anno. Tuttavia, pur prevedendo una possibile battuta d’arresto a breve termine, non riteniamo opportuno ridurre l’esposizione azionaria su un orizzonte di sei-nove mesi, continuando invece a considerare eventuali correzioni come opportunità di acquisto.

GRAFICO 2.7: ANDAMENTO STAGIONALE PRONUNCIATO SUL MERCATO AZIONARIO
STOXX EUROPE 600: PERFORMANCE MEDIA MENSILE IN %



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Abbiamo quindi rilevato che i mercati azionari tendono a mostrare una stagionalità sfavorevole nei mesi di agosto e settembre. Ma cosa accade ai titoli di Stato? Anche in questo caso, l’attività del mercato primario e i volumi di scambio si riducono sensibilmente durante l’estate, creando le condizioni per una regolarità

stagionale. Inoltre, poiché i mercati finanziari sono altamente integrati, la presenza di un andamento stagionale in una classe di attività può indurre dinamiche simili in un'altra.

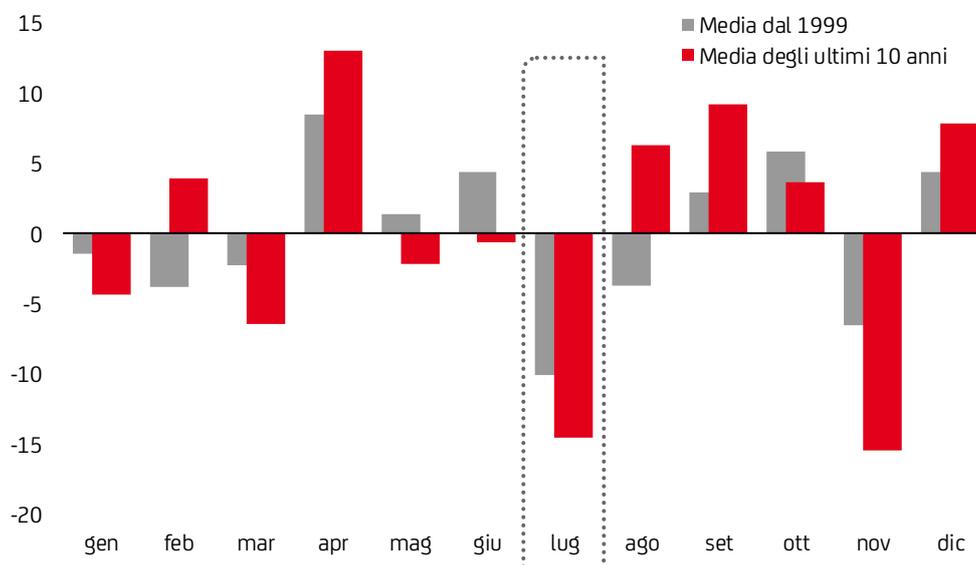
Considerando che i rendimenti hanno seguito un trend decrescente per gran parte degli ultimi trent'anni, un primo passo consiste nel rimuovere questa tendenza dai dati per isolare i movimenti puramente stagionali. Nella nostra analisi, abbiamo applicato una media mobile centrata per eliminare il trend di lungo termine dai rendimenti, una tecnica semplice e intuitiva. Altri metodi, come il filtro di Hodrick-Prescott, portano a risultati analoghi. Il grafico 2.8 mostra che i rendimenti tendono a diminuire a luglio. La flessione del rendimento del Bund decennale osservata a luglio negli ultimi dieci anni è stata più marcata rispetto ai mesi successivi.

La stagionalità risulta più attenuata a giugno, mentre agosto tende a essere un mese di prese di profitto sul mercato obbligazionario. Il grafico conferma che l'effetto stagionale di luglio è persistente nel tempo e non ha subito variazioni significative negli ultimi anni. Una spiegazione plausibile di ciò è che gli investitori preferiscono ridurre il rischio nei propri portafogli prima della pausa estiva, generando così una stagionalità negativa per le azioni e positiva per le obbligazioni. Una seconda possibile spiegazione riguarda la scarsa offerta netta in Germania nei mesi di giugno e luglio, che probabilmente crea un contesto favorevole per i Bund.

All'interno dell'Eurozona, anche i BTP beneficiano di un effetto stagionale positivo. Le dimensioni delle aste tendono a ridursi nei mesi estivi e quasi a fermarsi ad agosto, con un impatto positivo sulla performance rispetto agli swap. Generalmente, questo movimento prende avvio a giugno e si intensifica a metà luglio, nel pieno della pausa estiva. Al contrario, agosto è solitamente caratterizzato da prese di profitto, in vista della ripresa dell'offerta a settembre.

GRAFICO 2.8: LUGLIO TENDE AD ESSERE UN MESE POSITIVO PER I BUND

RENDIMENTO DEI BUND A 10 ANNI – FATTORE STAGIONALE (PB)



Nota: per ogni mese, il grafico mostra la variazione media extra del rendimento rispetto ai tre mesi precedenti e successivi.

Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Previsioni Unicredit

STIME DI PIL, INFLAZIONE E SALDO DI BILANCIO GOVERNATIVO

	PIL reale (% a/a)			Prezzi al consumo (% a/a)			Saldo di bilancio governativo (in % del PIL)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Globale	3,2	2,7	2,9						
Stati Uniti	2,8	1,5	1,9	2,9	2,8	3,1	-7,3	-7,3	-8,3
Eurozona	0,8	1,0	1,0	2,4	2,1	1,8	-3,1	-3,7	-3,5
Germania	-0,2*	0,1*	1,3*	2,2	2,0	1,7	-2,8	-3,0	-3,3
Francia	1,1	0,6	1,1	2,0	1,0	1,3	-5,8	-5,6	-5,3
Italia	0,5	0,5	0,8	1,0	1,7	1,6	-3,4	-3,4	-3,0
Spagna	3,2	2,4	1,8	2,9	2,1	1,9	-3,2	-2,8	-2,5
Regno Unito	1,1	1,1	1,1	2,5	3,2	1,9	-5,7	-4,5	-3,8
Cina	5,0	4,8	4,1	0,6	0,9	1,8	-7,4	-7,6	-7,7
Giappone	0,2	0,9	0,7	2,7	2,8	1,9	-3,5	-3,4	-3,0
India	6,5	6,2	6,3	4,7	4,2	4,1	-7,4	-6,9	-7,2

Fonte: The Investment Institute by UniCredit

*Dati non aggiustati per gli effetti di calendario. Con aggiustamento per i giorni lavorativi: -0,2% (2024), 0,2% (2025) e 1,0% (2026)

BANCHE CENTRALI

	Attuale	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
Federal Reserve	4,50	4,50	4,25	4,25	4,00	4,00	4,00
Banca Centrale Europea	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Banca d'Inghilterra	4,25	4,00	3,50	3,25	3,00	2,75	2,75
Banca del Giappone	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00	1,00
Banca Centrale di Svezia	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Banca Centrale di Norvegia	4,25	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50

Fonte: The Investment Institute by UniCredit

Nota: I dati sono di fine periodo.



TASSI DI INTERESSE

	14.07.25	3Q25	4Q25	1Q26
Eurozona				
Depo rate	2,00	1,75	1,75	1,75
3M Euribor	2,04	1,75	1,75	1,75
2Y Schatz	1,90	1,80	1,80	1,80
10Y Bund	2,71	2,50	2,60	2,70
2Y EUR swap	2,03	1,95	1,95	1,95
10Y EUR swap	2,67	2,55	2,65	2,75
10Y Bund-swap spread	-3	5	5	5
2Y BTP	2,10	2,00	2,00	2,00
10Y BTP	3,56	3,40	3,50	3,70
10Y BTP-Bund spread	86	90	90	100
Stati Uniti				
Fed fund rate	4,50	4,50	4,25	4,25
3M OIS SOFR	4,33	4,23	4,15	4,11
2Y UST	3,90	4,00	4,00	4,00
10Y UST	4,43	4,50	4,50	4,50
10Y UST-Bund spread	172	200	190	180

TASSI DI CAMBIO

	15.07.25	3Q25	4Q25	1Q26
EUR-USD	1,17	1,18	1,19	1,20
USD-JPY	148	142	140	139
EUR-JPY	173	168	167	167
GBP-USD	1,34	1,34	1,33	1,32
EUR-GBP	0,87	0,88	0,89	0,91
USD-CNY	7,17	7,19	7,15	7,14
EUR-CNY	8,39	8,48	8,51	8,57

Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

ATTIVITA' RISCHIOSE

	15.07.25	Fine 2025	Metà 2026
Petrolio			
Brent USD/bbl.	69	68	65
Azionario			
Euro STOXX 50	5.371	5.600	5.750
STOXX Europa 600	547	565	590
DAX	24.161	24.500	26.000
MSCI Italia	104	108	112
S&P 500	6.269	6.300	6.500
Nasdaq 100	22.856	23.000	24.000
Credito corporate			
iBoxx Non Finanziario Senior	79	95	90
iBoxx Banche Senior	76	90	87
iBoxx NFI ad alto rendimento	281	310	300

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

Per le tabelle di previsione dettagliate clicca sui seguenti link:

[Economia >](#) | [FI >](#) | [FX >](#) | [Attività rischiose >](#)



Indici selezionati dei mercati finanziari

From **12.07.24** 14.07.20 14.07.21 14.07.22 14.07.23 14.07.24 14.07.20 **01.01.25**
 To **14.07.25** 14.07.21 14.07.22 14.07.23 14.07.24 14.07.25 14.07.25 **14.07.25**

INDICI AZIONARI (rendimento totale, in %)

MSCI World (in USD)	13,7	37,3	-15,9	22,4	22,5	13,7	98,4	10,5
MSCI Emerging Markets (in USD)	12,5	29,1	-25,5	10,1	13,3	12,5	32,3	16,4
MSCI US (in USD)	13,7	40,0	-14,0	21,0	26,3	13,7	112,3	7,4
MSCI Europe (in EUR)	7,3	28,1	-7,5	17,2	17,3	7,3	73,7	10,3
MSCI AC Asia Pacifico (in USD)	10,3	27,5	-22,8	12,5	14,9	10,3	38,6	13,0
STOXX Europe 600 (in EUR)	7,9	28,6	-8,9	17,1	17,4	7,9	72,5	10,6
DAX 40 (Germania, in EUR)	28,9	24,4	-20,7	28,6	16,2	28,9	88,8	21,4
MSCI Italia (in EUR)	22,9	26,6	-14,4	46,2	28,0	22,9	149,0	21,3
ATX (Austria, in EUR)	26,4	54,2	-13,8	17,8	23,4	26,4	145,0	27,9
SMI (Svizzera, in CHF)	-0,4	20,9	-7,8	6,1	15,8	-0,4	34,9	6,1
S&P 500 (Stati Uniti, in USD)	13,1	38,9	-12,1	20,9	26,4	13,1	114,3	7,3
Nikkei (Giappone, in JPY)	-2,3	28,7	-5,0	24,3	29,4	-2,3	90,6	0,0
CSI 300 (Cina, in yuan)	19,1	7,7	-13,3	-7,4	-8,5	19,1	-6,7	3,8

INDICI OBBLIGAZIONARI (rendimento totale, in %)

Titoli di Stato USA a 10 anni (in USD)	2,3	-4,5	-12,0	-3,6	0,5	2,3	-16,1	3,4
Titoli di Stato statunitensi (ICE BofA , in USD)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Obbligazioni societarie USA (ICE BOFA A-BBB, in USD)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bund tedeschi a 10 anni (in EUR)	0,7	-0,8	-12,2	-8,8	2,6	0,7	-17,5	-1,4
Titoli di Stato in EUR 1Y-10Y (IBOXX, in EUR)	2,6	0,5	-12,4	-6,3	3,9	2,6	-11,7	-0,2
Obbligazioni societarie EUR 1Y-10Y (IBOXX, in EUR)	5,4	3,7	-11,8	-1,2	6,6	5,4	1,6	1,9

RENDIMENTI OBBLIGAZIONARI (variazione in punti base = 0,01%)

Titoli di Stato USA a 10 anni (in USD)	25	74	160	86	41	25	381	-15
Titoli di Stato statunitensi (ICE BofA , in USD)	0	0	0	0	0	0	0	0
Obbligazioni societarie USA (ICE BOFA A-BBB, in USD)	0	0	0	0	0	0	0	0
Bund tedeschi a 10 anni (in EUR)	24	12	147	136	-1	24	314	33
Titoli di Stato in EUR 1Y-10Y (IBOXX, in EUR)	7	1	169	127	-9	7	291	26
Obbligazioni societarie EUR 1Y-10Y (IBOXX, in EUR)	-38	-48	268	112	-54	-38	237	1

TASSO DI CAMBIO CON EURO (in %)

Dollaro statunitense (EUR-USD)	7,3	3,8	-15,3	12,2	-2,6	7,3	3,2	12,5
Sterlina britannica (EUR-GBP)	3,1	-6,2	-0,7	1,2	-1,8	3,1	-3,6	4,5
Franco svizzero (EUR-SFR)	-4,5	1,4	-9,2	-2,0	1,1	-4,5	-12,9	-1,1
Yen giapponese (EUR-JPY)	-0,4	6,7	6,7	11,9	11,6	-0,4	41,9	5,7

MATERIE PRIME (in %)

Indice delle materie prime (GSCI, in USD)	37,2	-1,7	-7,1	14,7	22,7	37,2	76,0	26,5
Metalli industriali (GSCI, in USD)	-1,2	43,2	-13,7	7,6	8,4	-1,2	41,0	4,4
Oro (in USD per oncia fine)	38,8	0,8	-6,4	14,8	23,1	38,8	85,4	27,5
Petrolio greggio (Brent, in USD al barile)	-19,4	74,1	32,5	-19,4	7,2	-19,4	61,6	-7,4

Fonte: Refinitiv Datastream, The Investment Institute by UniCredit (al 14 luglio 2025)

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

**E-mail**

the-investment-institute@unicredit.eu

In linea

www.the-investment-institute.unicredit.eu

DIRIGENTI DELL'ISTITUTO

Manuela D'Onofrio,
Presidente

Fabio Petti,
Co-Presidente

Edoardo Campanella,
Direttore e Direttore Editoriale

GENERATORI DI IDEE

Tullia Bucco

Alessandro Caviglia,
CIO, Italia

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Loredana Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Philip Gisdakis,
CIO, Germania

Tobias Keller

Stefan Kolek

Elia Lattuga

Roberto Mialich

Emilio Orecchia

Oliver Prinz,
CIO, Austria

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Leonardo Segato

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Marco Valli,
Responsabile Analisi Macroeconomica

Daniele Vernazza

Carolina Wiskemann

REDATTORI

Luca Cazzulani

Chiara Silvestre

Michael Teig

PRODUZIONE

Ingo Heimig

Charles Bradford Miller

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

Matthew Stevenson

Till Welzel

DESIGN

Isla Morgan

MARKETING

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Laura Cabrera Gálvez

Maik Dornheim

Ivana Milojevic

Kim Steinsberger

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 nel presente documento sono aggiornati al 16 luglio 2025.