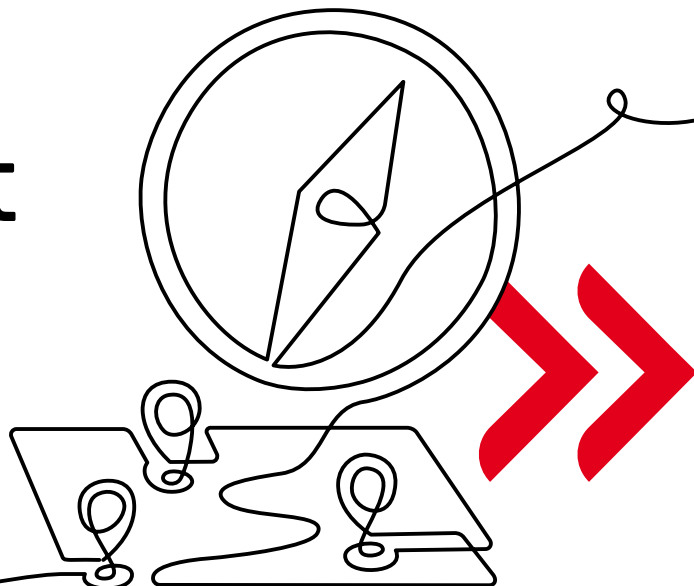


The Checkpoint

16 luglio 2026



Il trade dell'intelligenza artificiale

I primi sei mesi dell'anno hanno confermato ancora una volta la straordinaria solidità del tema d'investimento legato all'intelligenza artificiale (AI). Nonostante le tensioni geopolitiche in Medio Oriente e il conflitto in Iran, le società esposte all'AI hanno continuato a guidare i mercati azionari globali, in particolare negli Stati Uniti e in alcune economie emergenti, fra cui Taiwan e Corea del Sud.

Nel frattempo, tuttavia, la narrativa che sostiene il cosiddetto trade dell'AI si è evoluta.

Fino allo scorso anno, i principali beneficiari attesi di questa rivoluzione tecnologica erano gli sviluppatori di modelli avanzati e applicazioni di AI. Le società impegnate nella realizzazione di large language models, strumenti di AI generativa e piattaforme software innovative erano considerate le candidate naturali ad appropriarsi della quota maggiore dei profitti futuri. La realtà si è finora dimostrata più complessa. Molte di queste aziende stanno ancora incontrando difficoltà nel monetizzare pienamente i propri prodotti, pur continuando a destinare centinaia di miliardi di dollari allo sviluppo delle infrastrutture necessarie a sostenere la diffusione dell'AI, come data center, capacità cloud e sistemi di calcolo ad alte prestazioni. A beneficiare maggiormente di questa fase iniziale del ciclo sono state invece le società che forniscono gli elementi essenziali per l'espansione della capacità di calcolo, in particolare i produttori di semiconduttori.

Sebbene nel 2025 le quotazioni dei principali hyperscaler (Amazon, Meta, Google e Microsoft) abbiano registrato performance superiori al 20%, il loro andamento da inizio anno è rimasto complessivamente contenuto. Al contrario, l'indice Philadelphia Semiconductor ha messo a segno un rialzo superiore all'80%. L'aspetto più interessante è che questa nuova fase della rivoluzione dell'AI non è più concentrata esclusivamente sui chip logici, tradizionalmente considerati il "cervello" dell'AI, ma si sta progressivamente spostando verso un segmento meno visibile ma altrettanto strategico: quello delle memorie. Nell'era dell'AI agentic, la memoria assume un'importanza crescente, poiché gli agenti devono essere in grado di mantenere il contesto e conservare le informazioni nel corso di molteplici attività e interazioni. I tre leader mondiali nel segmento delle memorie – Micron, SK Hynix e Samsung Electronics – hanno messo a segno rialzi vicini al 200% dall'inizio dell'anno.

La recente correzione del trade dell'AI sembra essere stata determinata più dal posizionamento degli investitori, dalle prese di profitto e dalla difficoltà di mantenere esposizioni significative su un tema d'investimento sempre più affollato, che da un deterioramento del ciclo sottostante dell'AI. Pur mantenendo un approccio prudente, la forza della domanda strutturale, la crescita degli utili ancora superiore alla media e, soprattutto, valutazioni oggi significativamente più interessanti continuano a sostenere una visione positiva sul settore nel medio termine.

Fabio Petti
Co-Presidente,
The Investment Institute

Edoardo Campanella
Direttore e Caporedattore,
The Investment Institute

ASSET ALLOCATION 2

**IL FUTURO
DELL'INTELLIGENZA
ARTIFICIALE** 3

Una chiacchierata con...
Parmy Olson

Focus 1: Tokenizzazione

Focus 2: Semiconduttori: il cuore
pulsante dell'intelligenza artificiale

STORIE MACRO 7

STORIE DI MERCATO 8

Cosa sta succedendo nel mercato?

- Azioni
- Reddito fisso
- Cambi
- Materie prime

TABELLE DI PREVISIONE 14



Asset Allocation

Autori: Fabio Petti, Alessandro Caviglia, Erik Haubold, Martin Mayer

ASSET CLASS	POS.*	MOTIVAZIONE
Azioni globali	=	Le azioni globali continuano a beneficiare della crescita degli utili, della resilienza dell'attività economica e dei continui investimenti nell'AI. Tuttavia, le valutazioni elevate in alcuni segmenti del mercato suggeriscono che la stagione delle trimestrali e le indicazioni prospettiche delle società saranno determinanti per orientare l'andamento dei mercati nel breve termine.
Azioni USA	=	Le azioni statunitensi continuano a beneficiare della solida crescita degli utili e del perdurare degli investimenti legati all'AI. Le società attive nel settore dei semiconduttori restano i principali beneficiari del ciclo di spesa associato all'AI; tuttavia, valutazioni elevate e aspettative sempre più ambiziose potrebbero tradursi in una maggiore volatilità dei mercati.
Azioni Europa	=	L'azionario europeo offre margini di recupero rispetto a quello statunitense nel corso dei prossimi mesi. Il graduale miglioramento del quadro macroeconomico, l'allentamento delle pressioni energetiche e una crescita degli utili ancora favorevole rappresentano fattori di sostegno per il mercato. Le prospettive rimangono tuttavia condizionate dall'evoluzione delle tensioni geopolitiche e commerciali a livello globale.
Azioni del Pacifico (mercati sviluppati ¹)	=	Le prospettive restano sostenute dalla solida crescita degli utili nel settore tecnologico e dalla domanda di infrastrutture legate all'AI. Il Giappone beneficia del miglioramento dei fondamentali domestici e delle riforme in materia di governance societaria, mentre il comparto dei semiconduttori continua a rappresentare il principale motore della regione, pur in un contesto ancora fortemente influenzato da fattori esterni.
Azioni mercati emergenti	+	I mercati emergenti restano la nostra area geografica preferita. La crescita degli utili continua a essere trainata dai principali produttori di semiconduttori di Taiwan e Corea del Sud, sostenuti dalla domanda strutturale legata all'AI. Valutazioni ancora interessanti ed esposizione sia al settore tecnologico sia alle materie prime supportano una visione costruttiva nel medio termine.
Obbligazioni globali	=	Nel complesso, i premi a termine sulle scadenze lunghe delle curve dei titoli di Stato dei mercati sviluppati restano compressi e non particolarmente interessanti. Opportunità selettive emergono invece tra gli emittenti e le valute dei mercati emergenti.
Titoli di Stato in euro	=	Riteniamo limitato il margine per un ulteriore significativo irrigidimento della politica monetaria da parte della BCE: ci attendiamo un secondo rialzo dei tassi a settembre, seguito da una prolungata fase di tassi fermi. In questo contesto, il tratto breve e intermedio della curva dei rendimenti continua a offrire un carry interessante, a fronte di un rischio di durata contenuto.
Titoli di Stato non in euro	-	I rischi già noti continuano a giustificare il nostro approccio prudente sui Treasury statunitensi. L'inflazione si collocava al di sopra dell'obiettivo della Fed già prima dell'aumento dei prezzi dell'energia, mentre le scadenze più lunghe restano vulnerabili ai rischi legati all'elevata offerta di titoli e al deterioramento del quadro fiscale.
Obbligazioni corporate investment grade in euro	=	Gli spread creditizi restano nella parte bassa del loro intervallo storico, offrendo un potenziale di apprezzamento limitato. Ciononostante, l'asset class ha continuato a mostrare una buona resilienza, sostenuta da fondamentali solidi anche durante le recenti fasi di volatilità dei mercati.
Obbligazioni corporate high-yield	-	Gli spread attuali non offrono un significativo potenziale di rendimento corretto per il rischio, soprattutto alla luce della correlazione positiva con i mercati azionari in caso di correzione.
Obbligazioni mercati emergenti (valuta forte)	=	Dopo diversi trimestri di performance solide, il potenziale di rendimento si è ridotto. L'asset class continua inoltre a mostrare una significativa sensibilità all'andamento dei rendimenti dei Treasury statunitensi, soprattutto sul tratto più lungo della curva.
Obbligazioni mercati emergenti (valuta locale)	+	Il miglioramento degli indicatori di qualità creditizia degli emittenti e la nostra aspettativa di un graduale e ordinato deprezzamento del dollaro USA, sostenuto dal progressivo riequilibrio delle allocazioni delle riserve valutarie globali e dall'attenuarsi dell'eccezionalismo statunitense, rafforzano la nostra fiducia nelle favorevoli prospettive dell'asset class.
Mercati monetari	=	Poiché l'asset class offre un potenziale di rendimento reale limitato, manteniamo una posizione neutrale. I mercati monetari continuano a svolgere un'importante funzione di stabilizzazione nei periodi di turbolenza finanziaria e rappresentano una fonte di liquidità da destinare a un eventuale incremento dell'esposizione azionaria.
Alternativi	=	Le strategie alternative continuano a offrire benefici in termini di diversificazione del portafoglio. Tuttavia, opportunità cicliche più interessanti in alcune asset class tradizionali limitano, al momento, le motivazioni per assumere un sovrappeso più marcato su questa componente.
Bitcoin	=	Bitcoin continua a muoversi all'interno di un intervallo di oscillazione definito, in un contesto caratterizzato da flussi volatili sugli ETF, condizioni di liquidità ancora restrittive e incertezze sulle politiche economiche. Nonostante la persistente correlazione con gli asset rischiosi, le favorevoli dinamiche dell'offerta e la crescente adozione da parte degli investitori istituzionali sostengono una visione costruttiva nel medio termine.
Materie prime	=	I mercati delle commodity continuano a essere influenzati dall'evoluzione delle dinamiche di offerta, dagli sviluppi geopolitici e da una domanda eterogenea tra i diversi comparti. Dopo una fase di elevata volatilità, riteniamo che le prospettive per oro e petrolio siano oggi più equilibrate, a supporto di un posizionamento neutrale.
Petrolio	=	Le tensioni geopolitiche si sono in parte attenuate, contribuendo a una moderazione dei prezzi, sebbene il rischio di nuove escalation rimanga presente. Pur persistendo alcuni elementi di incertezza nel breve termine, la ricostituzione delle scorte e la riduzione dei premi per il rischio dovrebbero favorire un graduale riequilibrio del mercato.
Oro	=	Rendimenti reali elevati e una Fed ancora orientata a mantenere un atteggiamento prudente limitano il potenziale di rialzo nel breve periodo. Tuttavia, gli acquisti da parte delle banche centrali, la domanda di diversificazione e le persistenti incertezze geopolitiche continuano a fornire un solido supporto strutturale, confermando il ruolo dell'oro quale efficace strumento di copertura all'interno del portafoglio.

Aggiornamento al 13 luglio 2026; 1. Mercati sviluppati: Australia, Giappone, Hong Kong, Nuova Zelanda, Singapore

*Posizionamento: + Sovrappeso = Neutrale - Sottopeso





Il futuro dell'intelligenza artificiale

Autore: Edoardo Campanella

Direttore e Caporedattore di The Investment Institute



Una chiacchierata con... Parmy Olson

Giornalista tecnologico per Bloomberg Opinion e autore di "Supremacy: AI, ChatGPT and the Race That Will Change the World"



**Intervistata la scorsa estate nell'ambito della nostra serie di webinar "Books for Thought ...".
Di seguito un estratto rielaborato della trascrizione. La registrazione completa è disponibile [qui](#).**

Edoardo Campanella: Il libro *Supremacy*, nominato miglior libro dell'anno dal *Financial Times*, è incentrato sulla corsa al raggiungimento dell'Intelligenza Artificiale Generale (*Artificial General Intelligence*, AGI). Per chi non ha familiarità con questo termine, cosa intendiamo per AGI e quanto siamo lontani dal raggiungerla?

Parmy Olson: Quando si parla di AGI, ci si riferisce essenzialmente a una soglia teorica che l'AI potrebbe raggiungere in futuro. Non sappiamo esattamente quando né come, ma l'idea è che possa superare le capacità cognitive umane e diventare, di fatto, più intelligente degli esseri umani. La parola "*generale*" è importante perché, fino a oggi, i sistemi di AI hanno avuto capacità molto specifiche e circoscritte. Sono estremamente efficaci nello svolgere determinati compiti – eseguire calcoli, formulare previsioni, analizzare dati, riconoscere volti o, più recentemente, generare testi, immagini e video. L'obiettivo di molti esperti di tecnologia è creare un sistema più generale, capace di svolgere tutte queste attività contemporaneamente.

Edoardo Campanella: Alcuni imprenditori tecnologici sostengono che siamo a pochi mesi dal suo raggiungimento. Altri continuano invece a rinviare le loro previsioni. Realisticamente, l'AGI è davvero raggiungibile e, in caso affermativo, quanto siamo vicini?

Parmy Olson: Credo che gli esseri umani abbiano una naturale tendenza a classificare le cose e ad attribuire loro delle etichette. Ci piace poter dire: "Sì, abbiamo raggiunto l'AGI". Tuttavia, sospetto che sarà molto difficile arrivare a un consenso condiviso sul momento in cui l'AGI sarà effettivamente raggiunta, perché esistono numerose definizioni e interpretazioni di cosa essa significhi realmente. Ciò che potrebbe accadere nei prossimi anni è che aziende e imprenditori inizino a sostenere di aver raggiunto l'AGI, trasformando il termine in un'etichetta di marketing, proprio come è accaduto con l'espressione "intelligenza artificiale". Anche la parola "intelligenza", in fondo, può essere considerata impropria quando viene applicata alle macchine. I computer non sono intelligenti nel senso umano del termine; sono semplicemente molto efficaci nell'elaborare informazioni e nel simulare comportamenti intelligenti. Nonostante ciò, l'AI è diventata una parola chiave ampiamente utilizzata e molte aziende hanno tratto vantaggio dal suo impiego. Posso facilmente immaginare che accada qualcosa di simile anche con l'AGI. Potremmo assistere a confusione, dichiarazioni contrastanti e dibattiti su chi l'abbia raggiunta per primo. Per questo motivo, sarei molto prudente nel prendere tali affermazioni per buone senza un'attenta verifica.

Edoardo Campanella: Ritiene che gli imprenditori dovrebbero concentrarsi su forme più specializzate di AI? Oppure saranno inevitabilmente costretti a farlo perché l'AGI si rivelerà troppo difficile da raggiungere?

Parmy Olson: Con l'AI specializzata, gli sviluppatori hanno una comprensione molto più chiara delle capacità del sistema, dei suoi limiti e dei rischi associati al suo utilizzo. L'AGI introduce invece un livello di incertezza molto più elevato. Quanto più un sistema diventa ampio nelle sue capacità e potente nelle sue prestazioni, tanto più difficile diventa prevederne il comportamento. Alcuni sistemi di AI avanzata hanno dimostrato comportamenti finalizzati ad aggirare restrizioni o a sfruttare vulnerabilità presenti nei meccanismi di sicurezza. Man mano che questi sistemi diventano più potenti, mantenerne il controllo diventa sempre più complesso. L'AI specializzata può risultare meno affascinante, ma è probabilmente più sicura e più facile da governare.



Tokenizzazione

Autore: Giovanni Mazzariello

Nell'economia dell'AI, la variabile fondamentale è il costo di produzione e di monetizzazione di ogni token. Il token rappresenta l'unità base di utilizzo dell'AI, analogamente a quanto il kilowattora rappresenta per l'elettricità. Può corrispondere a una parola, a una parte di parola, a un numero, a un segno di punteggiatura o a una porzione di codice.

Il costo per milione di token continua a diminuire, sia per i modelli più economici sia per quelli di frontiera. Questo fenomeno emerge osservando il costo del modello meno oneroso in grado di raggiungere un determinato livello di capacità. Uno dei parametri più utilizzati per effettuare tale confronto è l'MMLU (Massive Multitask Language Understanding), che misura la capacità di un modello di AI di rispondere correttamente a domande relative a discipline quali scienze, storia, diritto, economia e matematica. Nel nostro grafico, un punteggio MMLU superiore a 42 identifica un livello di capacità di base già utile in numerosi contesti applicativi, mentre un punteggio superiore a 83 indica capacità più avanzate. L'aspetto cruciale è che **il costo di accesso a un determinato livello di intelligenza si è ridotto drasticamente**. Questo rappresenta uno dei principali motori della domanda di AI, poiché modelli meno costosi rendono economicamente sostenibili un numero crescente di casi d'uso. Si innesca così un circolo virtuoso: token più economici favoriscono una maggiore adozione, mentre l'aumento dell'utilizzo sostiene ulteriori investimenti finalizzati a ridurre nuovamente il costo dei token.

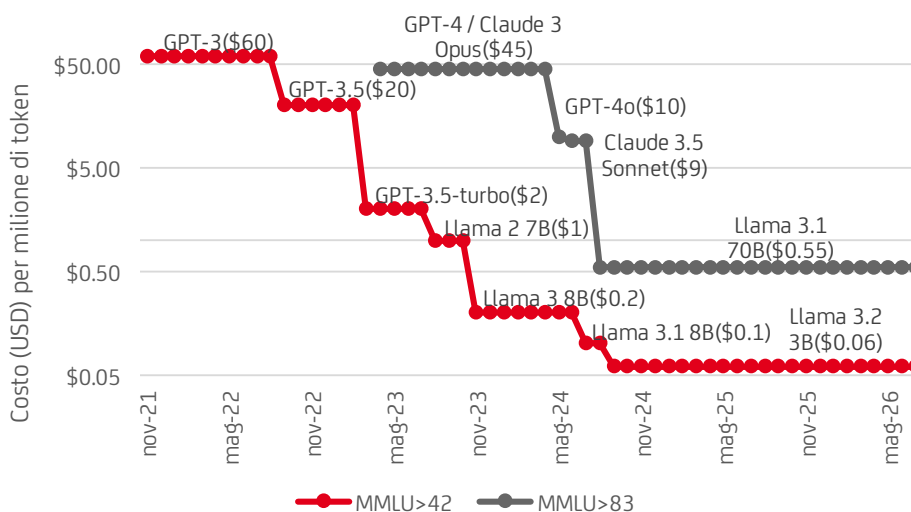
Con il passaggio delle aziende dalla fase di sperimentazione a quella di implementazione su larga scala, l'attenzione si sposterà sempre più sul costo e sul valore di ogni singola interazione con l'AI. I modelli di frontiera continueranno a essere impiegati per le attività più complesse e a maggior valore aggiunto, mentre le attività quotidiane verranno progressivamente affidate a modelli più piccoli ed economici, laddove le prestazioni risultino sufficientemente adeguate. La logica è semplice: non si va in un ristorante a cinque stelle per un pranzo di tutti i giorni.

Di conseguenza, il mercato dei modelli si sta sviluppando lungo due direttrici. Da un lato, continuano ad essere sviluppati modelli di frontiera destinati ad attività complesse e ad alto valore aggiunto. Dall'altro, modelli più piccoli e meno costosi vengono ottimizzati per l'esecuzione in locale, per applicazioni ad alto volume e per casi d'uso specifici legati all'AI agentica.

In questo contesto, il divario tra i modelli occidentali e quelli cinesi assume un'importanza centrale. Modelli come **Qwen e DeepSeek** possono ancora risultare inferiori ai migliori modelli di frontiera su alcuni benchmark, ma presentano costi anche 10 o 25 volte inferiori. Per applicazioni caratterizzate da elevati volumi di utilizzo, questo vantaggio di costo potrebbe essere sufficiente a favorirne l'adozione.

In questo scenario, i vincitori non saranno necessariamente le aziende che dispongono dei modelli più grandi o dei maggiori budget di investimento, ma quelle in grado di offrire il miglior livello di intelligenza al più basso costo per token.

GRAFICO 1.1: COSTO DEL LLM PIÙ ECONOMICO IN FUNZIONE DEL LIVELLO DI CAPACITÀ
COSTO DEL LLM PIÙ ECONOMICO PER LIVELLO DI CAPACITÀ RAGGIUNTO



Fonte: Andreessen Horowitz, The Investment Institute di UniCredit



Semiconduttori: il cuore pulsante dell'intelligenza artificiale

Autori: Tobias Keller, Christian Stocker

Semiconduttori: la volatilità attuale mette alla prova le valutazioni, non la tesi dell'AI

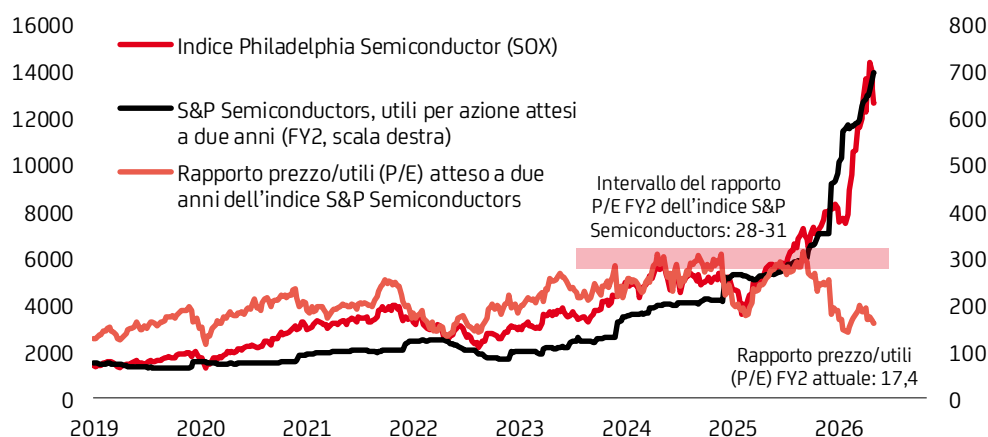
La recente debolezza dei titoli del settore dei semiconduttori ha sollevato interrogativi sulla sostenibilità del rally tecnologico trainato dall'AI. Dopo una fase di apprezzamento, l'indice Philadelphia Semiconductor (SOX) ha registrato una correzione, riflettendo prese di profitto successive a un rialzo superiore all'80% nel secondo trimestre del 2026 e una revisione da parte del mercato di aspettative di crescita particolarmente ambiziose.

Nonostante questa battuta d'arresto, i fondamentali alla base del ciclo di investimenti nell'AI restano solidi. I semiconduttori occupano una posizione centrale nell'ecosistema dell'AI e continuano a rappresentare i beneficiari più diretti della straordinaria espansione delle infrastrutture dedicate all'AI. Ogni fase della catena del valore – dall'addestramento dei large language models fino all'utilizzo delle applicazioni di inferenza – richiede quantità crescenti di potenza di calcolo, memoria avanzata e capacità di rete. Di conseguenza, gli investimenti dei principali hyperscaler dovrebbero rimanere su livelli eccezionalmente elevati, sostenendo una domanda robusta di GPU, acceleratori e memorie ad alta larghezza di banda (High-Bandwidth Memory, HBM), ormai considerate una tecnologia critica per l'elaborazione dei carichi di lavoro nell'AI.

È importante sottolineare che la catena del valore dell'AI non è più guidata esclusivamente dai chip logici. I modelli avanzati e gli agenti autonomi richiedono infatti sia elevate capacità di calcolo sia memorie ad alte prestazioni per archiviare, recuperare ed elaborare enormi quantità di dati, rendendo le soluzioni di memoria altrettanto strategiche dei chip logici per le prestazioni dei sistemi di AI. Allo stesso tempo, il settore si confronta con dinamiche di offerta sempre più complesse. La domanda legata all'AI assorbe una quota crescente della capacità produttiva globale di semiconduttori, contribuendo alla formazione di colli di bottiglia in alcune fasi della catena di fornitura. La produzione di memorie avanzate e di chip di ultima generazione viene sempre più destinata alle applicazioni AI, limitando la disponibilità per i mercati finali tradizionali e rafforzando ulteriormente il carattere strategico della capacità produttiva nel settore dei semiconduttori a livello globale. Questa disciplina dell'offerta ha inoltre contribuito a sostenere il potere di determinazione dei prezzi nei segmenti chiave dell'industria.

La recente correzione riflette fattori che vanno oltre le singole dinamiche aziendali. La tenuta dell'attività economica, la persistenza delle pressioni inflazionistiche e le aspettative di tassi d'interesse più elevati hanno penalizzato gli asset di crescita caratterizzati da una maggiore duration. Parallelamente, il tema dell'AI aveva già attirato consistenti flussi di investimento e registrato forti rialzi, determinando un posizionamento degli investitori sempre più affollato. Guardando oltre la volatilità di breve periodo, il ciclo dell'AI appare destinato ad ampliarsi piuttosto che esaurirsi. Se la prima fase della rivoluzione dell'AI ha premiato i fornitori di hardware, la crescita futura dovrebbe essere trainata dall'integrazione dell'AI nei processi aziendali e nelle applicazioni per i consumatori. **Questa evoluzione potrebbe estendere la creazione di valore oltre i semiconduttori, senza ridimensionarne il ruolo centrale, poiché addestramento e inferenza dei modelli di AI continueranno a dipendere da infrastrutture di calcolo più potenti.**

GRAFICO 1.2: SEMICONDUTTORI – LA STRAORDINARIA CRESCITA DEGLI UTILI POTREBBE CONTINUARE
PRESE DI PROFITTO DI NATURA TECNICA, NON UN DETERIORAMENTO DEI FONDAMENTALI

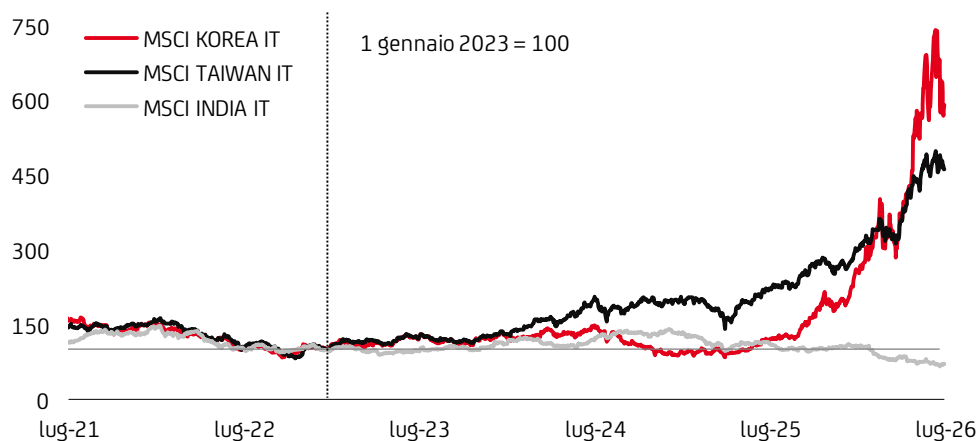


Il boom dell'AI amplia il divario tecnologico nei mercati emergenti, ma il gap potrebbe non durare

Taiwan e Corea del Sud continuano a beneficiare in misura significativa del segmento più visibile e commercialmente attrattivo della catena del valore tecnologica dei mercati emergenti, dove i ricavi sono strettamente legati agli investimenti nelle infrastrutture per l'AI. Questo posizionamento spiega la loro solida performance relativa sui mercati azionari e l'ampliamento del divario di valutazione rispetto ad altri mercati tecnologici emergenti. Al contrario, il settore indiano dei servizi IT si trova ad affrontare una trasformazione più strutturale. L'AI generativa sta infatti accelerando la produttività in diverse attività della catena dei servizi, indebolendo al contempo il tradizionale legame tra crescita dell'occupazione ed espansione dei ricavi che ha storicamente sostenuto il modello dell'outsourcing.

Allo stesso tempo, la transizione verso modelli di remunerazione basati sui risultati (outcome-based pricing) rischia di comprimere i margini, trasferendo ai clienti una parte dei guadagni di produttività e riducendo la visibilità sui ricavi nel breve termine. I mercati stanno quindi incorporando nelle valutazioni l'incertezza legata all'evoluzione futura di questo modello di business. Questa divergenza emerge chiaramente anche nell'andamento dei mercati. Mentre i listini a forte componente di semiconduttori hanno registrato un significativo re-rating grazie alla concreta domanda legata all'AI e alla crescita degli investimenti in conto capitale, i titoli del settore IT indiano hanno faticato a mantenere lo slancio, nonostante una dinamica degli utili ancora relativamente resiliente (si veda il grafico sottostante).

GRAFICO 1.3: RE-RATING DEI SEMICONDUTTORI GRAZIE ALLA DOMANDA DI AI, SERVIZI IT SOTTO PRESSIONE
1 GENNAIO 2023 = 100



Fonte: LSEG Datastream, The Investment Institute di UniCredit

Nel complesso, manteniamo una visione costruttiva sulle prospettive di medio termine del settore dei semiconduttori e delle società legate all'AI. Il comparto continua a beneficiare di una solida domanda strutturale, sostenuta dai persistenti investimenti degli hyperscaler e dalla continua espansione delle infrastrutture dedicate all'AI. A nostro avviso, la recente fase di debolezza non segnala un deterioramento della storia di crescita dell'AI, bensì rappresenta una normale correzione successiva a un rally eccezionale. Un elemento particolarmente rilevante è che la crescita degli utili rimane straordinariamente robusta. Le stime di consenso continuano a indicare per il settore una delle dinamiche di crescita degli utili più elevate a livello globale, trainata dalla domanda di infrastrutture per l'AI, memorie avanzate e sistemi di calcolo ad alte prestazioni. Sebbene il ritmo di crescita sia destinato a moderarsi rispetto ai livelli eccezionali osservati nella prima metà del 2026, ci aspettiamo che gli utili continuino a espandersi a un ritmo significativamente superiore alla media del mercato.

Allo stesso tempo, le valutazioni sono diventate sensibilmente più interessanti. A seguito della recente correzione, il rapporto prezzo/utili prospettico del settore è sceso a circa 17 volte gli utili attesi, un livello pari a circa la metà di quello raggiunto nei precedenti picchi valutativi. Questo miglioramento rafforza in modo significativo il profilo rischio-rendimento e offre un importante margine di protezione rispetto alla volatilità di breve termine. Riteniamo inoltre che gli investitori stiano progressivamente spostando l'attenzione dall'espansione della spesa all'efficienza e alla capacità di monetizzazione degli investimenti nell'AI. I dubbi sulla capacità degli ingenti investimenti in conto capitale legati all'AI di generare rendimenti adeguati stanno favorendo una valutazione più disciplinata dei modelli di business e della redditività delle aziende. A nostro giudizio, si tratta di una naturale fase di maturazione del ciclo dell'AI e non di un segnale di indebolimento dei fondamentali.

Sebbene la volatilità possa rimanere elevata durante i mesi estivi, per effetto del posizionamento degli investitori e di fattori stagionali, le prospettive di lungo periodo restano favorevoli. Nel complesso, interpretiamo il contesto attuale come un aggiustamento delle valutazioni e del posizionamento di mercato, piuttosto che come una rottura del trend di crescita strutturale guidato dall'AI. La solidità della domanda strutturale, la crescita degli utili ancora superiore alla media e, soprattutto, valutazioni oggi significativamente più attraenti supportano la **nostra visione positiva sul settore nel medio termine**.





1

L'economia globale mostra segnali di resilienza

L'economia globale ha dimostrato una capacità di tenuta di fronte allo shock energetico e all'aumento dell'incertezza generati dal conflitto in Medio Oriente. La crescita mondiale rimane intorno al 3%, sostenuta dagli investimenti legati all'AI e alla digitalizzazione, soprattutto negli Stati Uniti ma, sempre più, anche in altre aree del mondo. Questo ciclo di investimenti sta contribuendo a compensare la debolezza di alcuni comparti manifatturieri più tradizionali, sostenendo la domanda aggregata e favorendo l'espansione del commercio internazionale. In Europa, il programma di investimenti Next Generation EU (NGEU), il pacchetto fiscale varato dalla Germania e l'aumento della spesa per la difesa stanno svolgendo un ruolo importante nel sostenere una crescita economica moderata. Su entrambe le sponde dell'Atlantico, i mercati del lavoro continuano a mostrare una buona tenuta, mentre i bilanci di famiglie e imprese restano nel complesso solidi. In Cina, la domanda interna continua a risentire della crisi del settore immobiliare, della debole fiducia dei consumatori e delle persistenti pressioni deflazionistiche. La fragilità della domanda domestica è stata tuttavia compensata dalla forte dinamica delle esportazioni, in particolare nei comparti dell'alta tecnologia e della manifattura legata alla transizione energetica. Nonostante questi elementi di resilienza, i rischi per lo scenario globale non possono essere considerati superati. Gli sviluppi più recenti confermano infatti come le relazioni tra Stati Uniti e Iran rimangano esposte a potenziali battute d'arresto. Una nuova escalation delle tensioni potrebbe determinare un rapido aumento dei prezzi dell'energia, alimentando nuovamente le pressioni inflazionistiche e incidendo negativamente sul sentiment dei mercati finanziari.

2

Fed in pausa, BCE ancora verso un ultimo rialzo

Nella riunione di giugno, la Fed ha lasciato i tassi di interesse invariati e rimosso il proprio orientamento favorevole a un allentamento della politica monetaria. Nella sua prima conferenza stampa da presidente della Fed, Kevin Warsh ha adottato un tono restrittivo e ha segnalato un cambiamento di approccio, annunciando un'ampia revisione del quadro operativo della politica monetaria. Cinque gruppi di lavoro condurranno analisi su aree chiave, tra cui la comunicazione della banca centrale, la dimensione del bilancio della Fed, l'utilizzo dei dati nei processi decisionali, la produttività e l'occupazione, nonché il quadro di riferimento per l'inflazione. I risultati di questi lavori dovrebbero essere presentati al FOMC entro la fine dell'anno e potrebbero tradursi in cambiamenti operativi significativi nel 2027. Nel frattempo, la politica monetaria statunitense dovrebbe rimanere invariata, in un contesto caratterizzato da una crescente incertezza circa la funzione di reazione della Fed. Nell'area euro, la BCE ha effettuato l'atteso rialzo di 25 punti base, lasciando al contempo la porta aperta a un ulteriore inasprimento delle condizioni monetarie. Con un'inflazione attesa intorno al 3% nella seconda metà del 2026 e una convergenza verso l'obiettivo del 2% prevista entro la metà del 2027, continuiamo ad aspettarci un secondo e ultimo rialzo dei tassi nella riunione di settembre, che porterebbe il tasso sui depositi al 2,5%.

3

Stati Uniti: cambia la base giuridica, non la politica commerciale

Il dazio universale del 10% introdotto ai sensi della Sezione 122 del Trade Act statunitense è destinato a scadere il 24 luglio, poiché la normativa ne limita la validità a 150 giorni in assenza di un intervento del Congresso. Introdotta dopo che la Corte Suprema aveva invalidato i dazi generalizzati basati sull'IEEPA, la Sezione 122 ha rappresentato una soluzione temporanea per mantenere in vigore il regime tariffario. Nel frattempo, l'amministrazione statunitense ha progressivamente spostato l'attenzione verso la Sezione 301, considerata una base giuridica più solida e duratura per ricostruire il proprio impianto tariffario. A tal fine sono state avviate indagini sulle pratiche di lavoro forzato e sull'eccesso di capacità produttiva in alcuni Paesi partner. Sulla base dei risultati preliminari dell'indagine relativa al lavoro forzato, l'amministrazione ha proposto l'introduzione di dazi del 10% sulle importazioni provenienti da sei economie – inclusa l'Unione Europea – ritenute aver adottato alcune misure correttive, e del 12,5% sulle importazioni provenienti da tutti gli altri Paesi. Per la maggior parte delle economie, ad eccezione dell'UE, i nuovi dazi introdotti ai sensi della Sezione 301 dovrebbero aggiungersi alle aliquote tariffarie della clausola della nazione più favorita (MFN), replicando sostanzialmente l'approccio già utilizzato nell'ambito dei regimi IEEPA e della stessa Sezione 122. Nel complesso, il passaggio alla Sezione 301 potrebbe rafforzare la tenuta giuridica del regime tariffario statunitense. Tuttavia, difficilmente contribuirà a ridurre l'incertezza sul commercio internazionale, come dimostra il continuo ricorso dell'amministrazione alla leva tariffaria per ottenere concessioni dall'Unione Europea sul commercio digitale e su altre barriere non tariffarie.





Storie di mercato

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

Il rumore ...

Negli ultimi mesi, l'andamento dei mercati finanziari è stato fortemente influenzato dagli sviluppi geopolitici in Medio Oriente. Le preoccupazioni legate al conflitto tra Israele e Iran, ai potenziali rischi di interruzione delle forniture energetiche e alla possibilità di un incremento dei prezzi dell'energia hanno alimentato la volatilità su diverse asset class, tra cui azioni, obbligazioni e materie prime. La temporanea attenuazione delle tensioni ha successivamente favorito un ridimensionamento delle quotazioni petrolifere, contribuendo a moderare i timori inflazionistici. Tuttavia, il recente riacutizzarsi delle tensioni nell'area ha ricordato agli investitori come i rischi geopolitici continuino a rappresentare un importante fattore di attenzione. I mercati restano pertanto sensibili all'evoluzione del quadro geopolitico, con particolare riguardo alle implicazioni per la sicurezza energetica, le prospettive dell'inflazione e le aspettative sulle prossime mosse delle banche centrali. Al momento, tali dinamiche stanno generando principalmente episodi di volatilità di breve termine, senza tuttavia modificare in modo significativo i fondamentali del contesto macroeconomico globale.



... e il segnale

Al di là delle recenti tensioni geopolitiche, il quadro macroeconomico di fondo continua a mostrarsi costruttivo. L'economia globale ha evidenziato una capacità di resilienza nonostante la volatilità dei mercati energetici e l'incertezza legata agli sviluppi in Medio Oriente. La crescita continua a beneficiare della spinta proveniente dagli investimenti in AI, digitalizzazione, infrastrutture e difesa, mentre il mercato del lavoro, i bilanci delle imprese e la situazione finanziaria delle famiglie rimangono nel complesso solidi. Sebbene il miglioramento registrato nei mesi scorsi sul fronte dei prezzi energetici e delle tensioni geopolitiche si sia parzialmente ridimensionato, riteniamo che l'attuale fase di incertezza abbia natura prevalentemente temporanea e non rappresenti un cambiamento strutturale dello scenario di riferimento. L'attenzione degli investitori continua a concentrarsi sui fondamentali economici, che restano coerenti con un contesto favorevole per gli asset rischiosi. Nel mercato obbligazionario, i rendimenti dovrebbero mantenersi all'interno degli attuali intervalli di oscillazione, sostenuti da una crescita economica ancora resiliente, da un atteggiamento prudente da parte delle banche centrali e dall'assenza di un significativo deterioramento dell'attività economica. Manteniamo una visione costruttiva sui mercati azionari, con una preferenza per i mercati emergenti. Pur avendo perso parte dello slancio nel breve periodo, il tema dell'AI continua a rappresentare il principale motore di crescita degli utili in un'ottica di medio termine. In sintesi, il messaggio chiave resta invariato: una crescita economica resiliente, fondamentali solidi e il continuo sostegno degli investimenti legati all'AI costituiscono una base favorevole per ulteriori progressi dei mercati azionari. Gli sviluppi geopolitici potranno continuare a generare episodi di volatilità nel breve termine, ma non hanno modificato il segnale di fondo che emerge dal contesto di investimento.



Azioni

Stagione degli utili del secondo trimestre 2026: un banco di prova per i mercati azionari

Manteniamo una visione costruttiva sui mercati azionari, con una preferenza per i mercati emergenti. Allo stesso tempo, riteniamo che nei prossimi mesi l'Europa possa offrire un potenziale di recupero rispetto agli Stati Uniti. Sul mercato americano, il tema dell'AI, che negli ultimi anni ha rappresentato il principale motore della performance azionaria, ha mostrato di recente segnali di rallentamento in termini di slancio, pur continuando a costituire un importante fattore di supporto per la crescita degli utili nel medio termine (*Focus 2, pagina 5*). In questo contesto, e grazie anche al calo dei prezzi energetici osservato negli ultimi mesi, regioni rimaste finora più indietro, come l'Europa, stanno diventando progressivamente più interessanti da un punto di vista tattico. Nel complesso, il messaggio di fondo rimane invariato: **una crescita sostenuta degli utili dovrebbe continuare a supportare ulteriori progressi dei mercati azionari**.

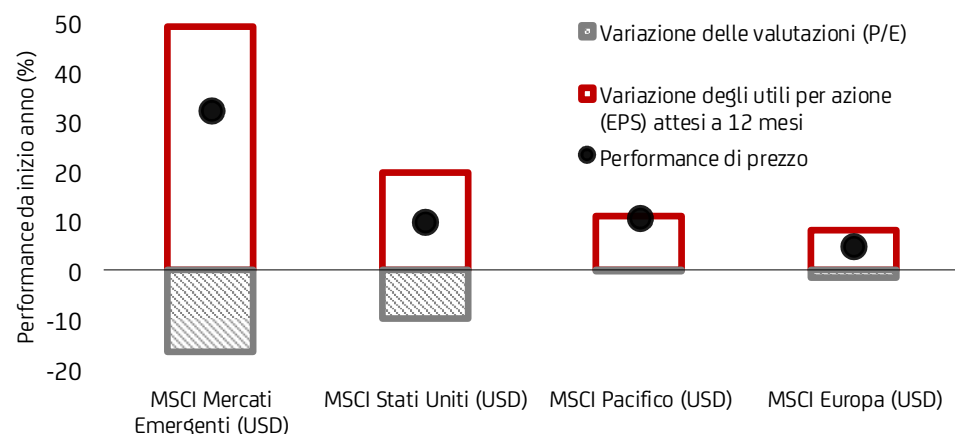
Le stime di consenso per la stagione degli utili del secondo trimestre del 2026 indicano una solida crescita dei profitti a livello globale, trainata dagli investimenti nel campo dell'AI. **Negli Stati Uniti**, gli utili delle società dello S&P 500 sono attesi in aumento di circa il 23% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, con i comparti tecnologico e dei semiconduttori che continuano a beneficiare della forte domanda di processori avanzati, soluzioni di memoria e infrastrutture per data center. Tuttavia, le aspettative degli investitori rimangono elevate e le valutazioni continuano a incorporare scenari molto favorevoli. In questo contesto, le indicazioni fornite dal management in merito ai piani di spesa legati all'AI, all'andamento degli ordini e alle prospettive di crescita potrebbero risultare ancora più rilevanti dei risultati trimestrali stessi. Eventuali segnali di rallentamento della domanda potrebbero infatti alimentare la volatilità di mercato. Parallelamente, un numero crescente di aziende appartenenti a settori diversi da quello tecnologico sta iniziando a beneficiare di miglioramenti in termini di produttività ed efficienza derivanti dall'adozione di soluzioni basate sull'AI.

In Europa, il consenso prevede una crescita degli utili intorno al 10% nella prima metà del 2026, sebbene una parte significativa di tale dinamica sia riconducibile al settore energetico. Escludendo quest'ultimo, la crescita degli utili si riduce a circa il 6%, evidenziando una tendenza sottostante più moderata. I recenti rialzi dei mercati azionari europei sono stati sostenuti non solo dall'andamento degli utili, ma anche dall'espansione dei multipli di valutazione, in particolare nei settori bancario e tecnologico, fattore che lascia meno spazio a eventuali delusioni. Ciononostante, il contesto macroeconomico continua a mostrarsi favorevole, grazie alla tenuta degli indicatori di crescita, ad aspettative stabili sui margini aziendali e a un moderato sostegno derivante dall'andamento valutario per le società maggiormente esposte ai mercati internazionali. Tra i principali temi di attenzione di questa stagione di risultati figurano l'impatto dei maggiori costi energetici, la concorrenza dei produttori cinesi e l'entità dei benefici di efficienza legati all'adozione dell'AI.

Nell'area Asia-Pacifico e nei mercati emergenti, la crescita degli utili dovrebbe essere trainata principalmente dalle società dei semiconduttori di Taiwan e Corea del Sud. Nonostante l'aumento dello scetticismo da parte di alcuni investitori, dopo il forte apprezzamento dei corsi azionari e le ripetute revisioni al rialzo delle stime sugli utili, i fattori strutturali di supporto rimangono intatti. La continua diffusione dell'AI, la crescita della domanda di capacità di calcolo e il perdurante ciclo di investimenti nelle infrastrutture cloud e nei data center dovrebbero continuare a sostenere una dinamica favorevole degli utili, a beneficio dei principali leader tecnologici asiatici.

GRAFICO 2.1: LE REVISIONI AL RIALZO DEGLI UTILI NEI MERCATI EMERGENTI MOSTRANO SEGNALI DI PERDITA DI SLANCIO

VALUTAZIONI MENO ELEVATE CONTINUANO A FORNIRE UN SOLIDO SUPPORTO AI MERCATI AZIONARI



Fonte: LSEG Datastream, The Investment Institute di UniCredit

Reddito fisso

Titoli di Stato: scarsa direzionalità all'orizzonte

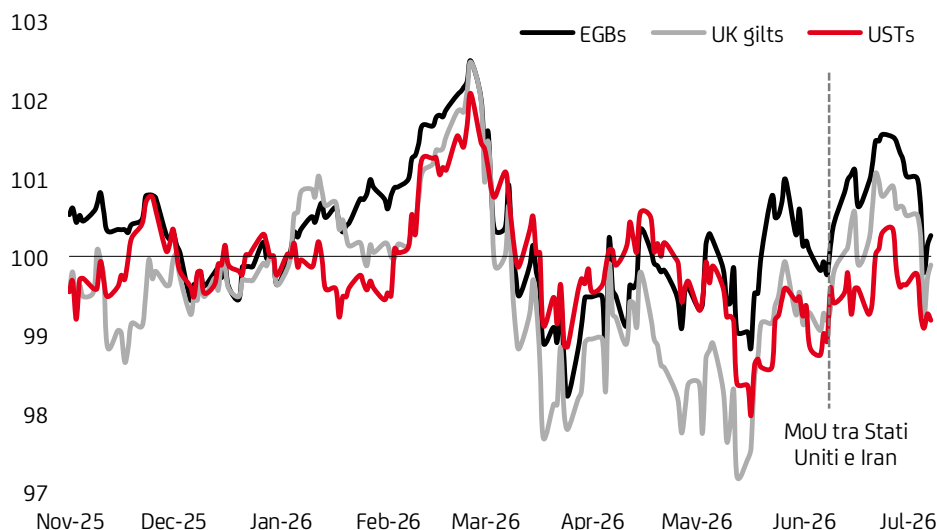
L'attenuazione delle tensioni geopolitiche e il calo dei prezzi dell'energia hanno contribuito a una riduzione delle aspettative di inflazione implicite nei mercati e a un ridimensionamento delle attese di ulteriori rialzi dei tassi nell'Area Euro. In questo contesto, la parte breve delle curve dei titoli di Stato dell'Eurozona ha beneficiato maggiormente del movimento, con il rendimento del Bund a 2 anni in calo di circa 10 punti base dall'inizio di giugno. Più contenuto, invece, il movimento sulla parte lunga della curva, con il rendimento del Bund decennale rimasto in prossimità del 3%. Gli spread dei titoli governativi dell'Area Euro rispetto al Bund si sono mantenuti sostanzialmente stabili, con il differenziale tra BTP e Bund decennali che ha continuato a oscillare nell'intervallo compreso tra 70 e 80 punti base.

Negli Stati Uniti, invece, l'andamento dei Treasury è stato influenzato più dall'avvio del mandato di Kevin Warsh alla guida della Fed che dagli sviluppi geopolitici. Il primo meeting del FOMC sotto la sua presidenza, caratterizzato da toni particolarmente decisi nel contrasto alle pressioni inflazionistiche, ha esercitato pressioni al rialzo sui rendimenti a breve termine, determinando un appiattimento della curva dovuto all'aumento dei tassi. I rendimenti dei Treasury a 10 e 30 anni si mantengono rispettivamente intorno al 4,5% e al 5%.

Come evidenziato dal grafico, l'indice Bloomberg dei Treasury statunitensi con scadenza 7-10 anni ha registrato dall'inizio dell'anno una performance leggermente negativa, mentre l'analogo indice relativo ai titoli governativi dell'Area Euro ha messo a segno un rialzo di circa l'1%. Anche i Gilt britannici, nonostante una volatilità più elevata dovuta in parte a fattori domestici, hanno mostrato un recente recupero delle performance.

GRAFICO 2.2: I TITOLI DI EUROZONA E REGNO UNITO HANNO SOVRAPERFORMATO QUELLI STATUNITENSIS

INDICI BLOOMBERG DEI TITOLI GOVERNATIVI 7-10 ANNI (31 DICEMBRE 2025 = 100)



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute di UniCredit

Ci aspettiamo che i titoli di Stato non mostrino una forte direzionalità nel breve termine. È improbabile che i prezzi dell'energia scendano ulteriormente rispetto ai livelli attuali, gli indicatori economici continuano a mostrare resilienza (soprattutto negli Stati Uniti) e le banche centrali mantengono un orientamento restrittivo, nonostante le notizie più rassicuranti sul fronte geopolitico. Questi fattori rendono al momento poco probabile una diminuzione dei rendimenti dei titoli governativi dell'Area euro (EGB) e dei Treasury statunitensi (UST). Al contrario, la minore attività di emissione durante il periodo estivo dovrebbe limitare le pressioni dal lato dell'offerta per gli EGB nei prossimi mesi. Per quanto riguarda gli UST, la parte breve della curva potrebbe beneficiare di un allentamento delle pressioni, poiché le aspettative di rialzo dei tassi appaiono eccessivamente accentuate. Le scadenze più lunghe, invece, restano esposte ai rischi fiscali e a una possibile rivalutazione del premio a termine, soprattutto dopo il recente calo dei rendimenti.

Credito corporate: emissioni attese nel secondo semestre 2026

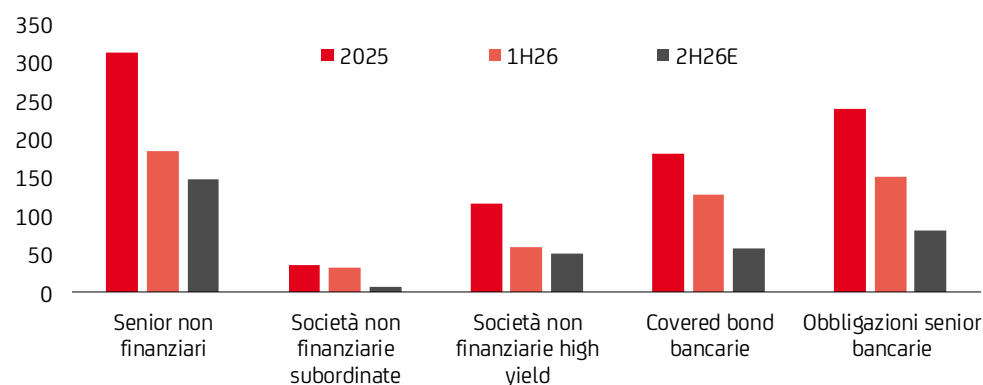
Il mercato primario del credito corporate europeo ha registrato un'attività sostenuta da inizio anno, favorita dall'anticipo delle esigenze di finanziamento da parte degli emittenti in vista di un atteso irrigidimento della politica monetaria e dal crescente fabbisogno di investimenti in alcuni settori specifici.

Le società non finanziarie investment grade hanno collocato nuove emissioni per 184 miliardi di euro, pari a quasi il 60% dei volumi registrati nell'intero 2025. L'attività è stata trainata principalmente dai settori automobilistico, tecnologico e delle utility, in relazione all'aumento delle necessità di finanziamento per investimenti in conto capitale. Nel settore automobilistico, tali esigenze sono legate alla transizione produttiva verso la mobilità elettrica e alle applicazioni nel comparto della difesa, mentre nei settori tecnologico e delle utility riflettono gli investimenti nei data center e la crescente domanda energetica attesa nei prossimi anni. L'elevata spesa per investimenti ha inoltre sostenuto il mercato delle emissioni ibride, che ha raggiunto 32 miliardi di euro da inizio anno, rispetto ai 35 miliardi collocati nell'intero 2025. Le società non finanziarie high yield hanno invece emesso quasi 60 miliardi di euro, a fronte dei 115 miliardi registrati nel 2025. Continuiamo ad attenderci una domanda di finanziamento in linea con le nostre stime iniziali e prevediamo che le emissioni complessive a fine anno si collochino nella parte alta degli intervalli previsti: 300-330 miliardi di euro per le emissioni senior investment grade, 35-40 miliardi per le obbligazioni subordinate corporate (ibride) e 90-110 miliardi per il segmento high yield non finanziario.

L'attività di emissione nel comparto delle covered bond bancarie è rimasta particolarmente robusta nel 2026, con 126 miliardi di euro collocati nel primo semestre e un'attività sul mercato primario ai massimi storici nel mese di giugno. Ciò ci ha portato a rivedere al rialzo la nostra previsione per l'intero anno, portandola da 165-170 miliardi a 180-185 miliardi di euro. Considerando scadenze per 159 miliardi di euro, ciò implica un'offerta netta compresa tra 21 e 26 miliardi di euro, con ulteriori 52-57 miliardi di nuove emissioni attesi nella seconda metà dell'anno. Le emissioni senior unsecured del settore bancario hanno raggiunto 150 miliardi di euro nel primo semestre del 2026, trainate principalmente da banche del Regno Unito, della Francia, degli Stati Uniti e del Canada. Gli istituti dell'Europa centro-orientale hanno collocato circa 6 miliardi di euro. Confermiamo la nostra previsione di raccolta per l'intero 2026 pari a 220-240 miliardi di euro, pur ritenendo che il totale delle emissioni possa collocarsi nella parte inferiore dell'intervallo. Per la seconda metà dell'anno stimiamo circa 70 miliardi di euro di ulteriore raccolta senior, mentre l'attività nel mercato delle covered bond dovrebbe normalizzarsi dopo l'eccezionale dinamica osservata nel primo semestre.

Nel complesso, la domanda da parte degli investitori è rimasta solida e gli spread creditizi hanno reagito solo marginalmente al riacutizzarsi delle tensioni tra Iran e Stati Uniti. Riteniamo che il contesto favorevole per il credito possa proseguire nei prossimi mesi e che l'offerta attesa nella seconda metà del 2026 venga assorbita agevolmente dal mercato.

GRAFICO 2.3: EMISSIONI LORDE DI OBBLIGAZIONI SOCIETARIE E BANCARIE NEL 2025 E NEL 2026
IN MILIARDI DI EURO



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute di UniCredit

Cambi

EUR/USD: percorso di rafforzamento ancora in atto, ma perde slancio

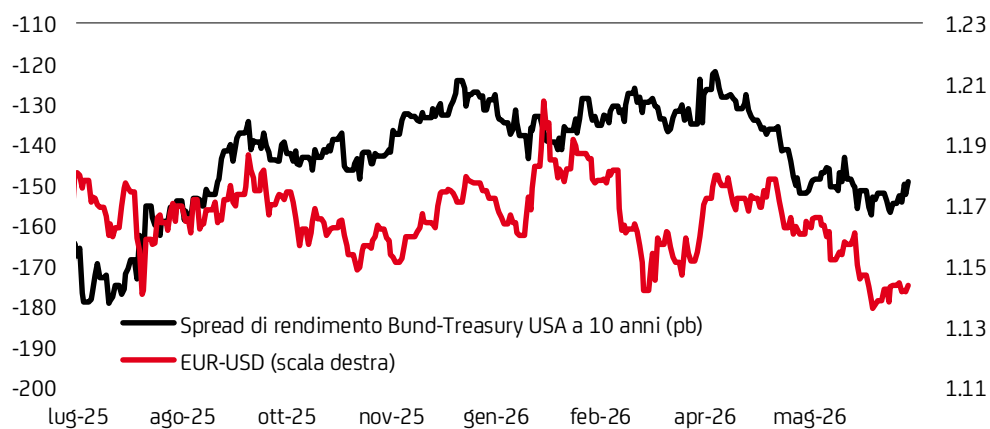
Continuiamo ad attenderci un graduale indebolimento del dollaro nel medio termine, sebbene in misura meno marcata rispetto alle nostre precedenti previsioni. Il nostro scenario di base presuppone che la Fed mantenga invariati i tassi nei prossimi trimestri, delineando un quadro meno favorevole per il biglietto verde rispetto a quanto ancora incorporato dai tassi forward. Dopo il meeting del FOMC di giugno, infatti, i mercati avevano prezzato un orientamento monetario significativamente più restrittivo, aspettative che sono state ridimensionate solo in parte a seguito della pubblicazione dell'ultimo rapporto sul mercato del lavoro statunitense.

Nel mese di giugno sono stati creati 57 mila nuovi posti di lavoro, elemento che ha favorito un recupero dell'EUR/USD dopo il minimo annuale di 1,1325 raggiunto in seguito ai toni restrittivi adottati da Kevin Warsh nel suo primo incontro come Presidente della Fed. Tale rimbalzo è stato parzialmente riassorbito dopo che il Presidente statunitense Donald Trump ha annunciato, l'8 luglio, la fine del memorandum d'intesa con l'Iran. Nonostante ciò, il cambio EUR/USD ha mostrato una capacità di tenuta, mantenendosi per lo più al di sopra della soglia di 1,14. Sul fronte europeo, nel corso dell'audizione di giugno davanti al Parlamento Europeo, la Presidente della BCE Christine Lagarde aveva lasciato intendere che un ulteriore rialzo dei tassi non fosse necessariamente inevitabile, contribuendo a un temporaneo indebolimento dell'euro. Successivamente, sia altri membri del Consiglio direttivo, tra cui Isabel Schnabel, sia la stessa Lagarde hanno adottato toni più aperti alla possibilità di un nuovo intervento restrittivo, che continuiamo ad attenderci a settembre come misura preventiva contro i rischi di inflazione. Nei verbali della riunione, la BCE ha adottato un approccio pragmatico, sottolineando che il rialzo di giugno non rappresentava né il primo passo di una serie predefinita di aumenti né un intervento isolato.

Nel frattempo, le tensioni in Medio Oriente sono tornate ad aumentare, ma i differenziali di rendimento tra Area euro e Stati Uniti sono tornati a rappresentare uno dei principali fattori alla base dell'andamento del cambio EUR/USD. In particolare, il superamento della soglia del 3% da parte del rendimento del Bund decennale sta contribuendo a contenere la pressione ribassista sul cambio, nonostante il rendimento del Treasury decennale sia tornato oltre il 4,5%, livello che in passato aveva determinato un marcato rafforzamento del dollaro. Come evidenziato dal grafico, la relazione tra il cambio e il differenziale transatlantico a dieci anni rimane significativa. Al momento, tuttavia, gli investitori appaiono riluttanti sia a spingere l'EUR/USD verso quota 1,10 sia a riprendere con decisione gli acquisti sui ribassi. Dal punto di vista tecnico, un ritorno di una dinamica più favorevole all'euro potrebbe richiedere una violazione convincente della soglia di 1,16.

Continuiamo a prevedere un graduale apprezzamento dell'EUR/USD nel medio termine. Il nostro scenario incorpora una progressiva riduzione del premio al rischio associato alle tensioni geopolitiche, fattore che dovrebbe diminuire l'attrattività del dollaro come valuta rifugio, insieme a un ulteriore ridimensionamento delle aspettative di restrizione monetaria negli Stati Uniti. Inoltre, in vista delle elezioni di medio termine previste negli Stati Uniti all'inizio di novembre, il Presidente Trump potrebbe essere incentivato a sostenere verbalmente un dollaro più debole per favorire la competitività delle esportazioni statunitensi. Detto questo, il potenziale di rialzo dell'EUR/USD appare oggi più contenuto rispetto alle nostre precedenti valutazioni. Riteniamo infatti improbabile che il cambio possa spingersi in misura significativa oltre quota 1,17 entro la fine del 2026 e oltre 1,19 entro la fine del 2027.

GRAFICO 2.4: L'EUR/USD CONTINUA A MOSTRARE SENSIBILITÀ AI DIFFERENZIALI DI RENDIMENTO
EUR/USD E DIFFERENZIALE DI RENDIMENTO TRA BUND E TREASURY USA A 10 ANNI



Fonte: LSEG, The Investment Institute di UniCredit

Materie prime

Petrolio greggio

Il rilascio sul mercato di volumi precedentemente vincolati ha rappresentato il principale fattore alla base delle recenti dinamiche dei prezzi del petrolio. Con il ritorno sui mercati globali dei carichi inizialmente bloccati nel Golfo Persico, l'aumento dell'offerta ha determinato una fase temporanea di eccesso di disponibilità, riflessa nel calo dei prezzi fisici di riferimento e nell'ampliamento degli sconti nei principali hub di scambio. Tuttavia, la recente riacutizzazione del conflitto, inclusi i nuovi disagi alle spedizioni marittime e l'annuncio dell'Iran di una nuova chiusura dello Stretto di Hormuz, ha interrotto questo processo di normalizzazione, riportando in primo piano l'incertezza sul fronte dell'offerta. Tale contesto si inserisce in uno scenario di domanda ancora disomogenea, soprattutto in Cina, dove le importazioni hanno registrato una marcata contrazione, a fronte di esportazioni statunitensi che continuano a mantenersi elevate. Allo stesso tempo, la fase iniziale della crisi ha lasciato effetti duraturi sul mercato: la riduzione della domanda, il ricorso a rotte alternative tramite oleodotti, il calo delle scorte e il rilascio di riserve strategiche hanno contribuito ad attenuare l'impatto immediato dello shock sull'offerta. Una volta che le tensioni inizieranno a ridursi in modo più duraturo, l'offerta dovrebbe gradualmente normalizzarsi, consentendo una ricostituzione delle scorte e una diminuzione del premio al rischio incorporato nei prezzi. In questo contesto, continuiamo ad attenderci una quotazione media del Brent compresa tra 77 e 80 dollari al barile nella seconda metà del 2026, con una successiva discesa verso i 70 dollari al barile nel 2027, pur ritenendo probabile il permanere di un'elevata volatilità nel breve termine.

Gas naturale

Il prezzo di riferimento del gas naturale europeo (TTF) continua a essere fortemente influenzato dagli sviluppi del conflitto con l'Iran. Dopo il raggiungimento del cessate il fuoco, il TTF era sceso fino a circa 40 euro/MWh, livello che non si osservava da prima dell'inizio delle ostilità. Con la ripresa delle tensioni, il prezzo è successivamente risalito fino a 50 euro/MWh. Tuttavia, anche nel caso di una ripresa dei negoziati di pace e della riapertura dello Stretto di Hormuz, diversi fattori dovrebbero impedire al TTF di tornare sui recenti minimi. In primo luogo, la stagione di ricostituzione delle scorte europee procede a un ritmo significativamente inferiore rispetto agli anni precedenti: alla fine di giugno gli stoccaggi risultavano pieni per il 49%, circa 10 punti percentuali al di sotto del già modesto livello registrato nel 2025. La necessità di accelerare le importazioni per ricostituire le riserve coincide inoltre con una maggiore domanda asiatica di gas naturale liquefatto (GNL), destinata alla climatizzazione durante una stagione estiva che si preannuncia particolarmente calda. Le nostre previsioni, basate sull'ipotesi di una cessazione delle ostilità e della riapertura di Hormuz, indicano un prezzo medio del TTF pari a 42 euro/MWh nella seconda metà del 2026 e una successiva discesa verso 33 euro/MWh entro la fine del 2027. L'aumento dell'offerta proveniente dal Nord America dovrebbe contribuire a contenere i prezzi del gas, purché lo Stretto di Hormuz rimanga aperto.

Oro

L'oro si è recentemente stabilizzato in prossimità di 4.100 dollari l'oncia. Un orientamento più restrittivo della Fed e un contesto caratterizzato da tassi d'interesse elevati per un periodo prolungato hanno sostenuto i rendimenti reali, limitando la domanda tramite ETF e riducendo il potenziale di rialzo nel breve termine. Allo stesso tempo, le pressioni ribassiste sono rimaste contenute grazie ai continui acquisti da parte delle banche centrali e alla domanda di diversificazione dei portafogli. Guardando ai prossimi mesi, l'andamento del metallo prezioso continuerà probabilmente a dipendere soprattutto dalle aspettative sui tassi d'interesse, dai rendimenti dei Treasury statunitensi e dai flussi verso gli ETF. Sebbene l'attuale contesto dei tassi rappresenti un fattore di rischio nel breve termine, lo scenario di fondo rimane favorevole. La persistente domanda delle banche centrali, le esigenze di diversificazione degli investitori, le tensioni geopolitiche e le preoccupazioni di natura fiscale continuano infatti a fornire un importante supporto strutturale alle quotazioni dell'oro. Per questo motivo abbiamo rivisto il nostro intervallo di previsione a 4.100-4.700 dollari l'oncia entro la fine del 2026. In assenza di un nuovo aumento degli afflussi verso gli ETF o di una significativa escalation dei rischi geopolitici e fiscali, ulteriori rialzi dovrebbero rimanere gradualisti. Al contrario, un ritorno degli acquisti da parte degli investitori o un aumento dell'avversione al rischio potrebbero determinare un significativo incremento delle quotazioni.



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	2.2	2.0	2.7	3.6	2.5	-6.8	-7.6	-7.8
Eurozona	1.5*	0.3*	1.2*	2.1	2.9	2.2	-2.9	-3.8	-3.6
Germania	0.2**	0.9**	1.6**	2.2	2.5	2.1	-2.8	-4.3	-4.3
Francia	0.9	0.7	1.0	0.9	1.8	1.4	-5.1	-5.0	-4.6
Italia	0.7	0.5	0.7	1.5	2.9	2.2	-3.1	-2.9	-2.8
Spagna	2.8	2.3	1.7	2.7	3.6	2.7	-2.4	-2.4	-2.3
Regno Unito	1.3	0.8	0.9	3.4	3.1	2.1	-5.4	-3.8	-3.5
Cina	5.0	4.6	4.2	-0.2	1.2	1.1	-7.9	-8.2	-8.4
Giappone	1.1	0.6	0.8	3.2	2.1	2.1	-3.1	-4.0	-3.8
India	7.3	6.4	6.4	2.1	4.7	4.0	-7.4	-7.4	-7.3

Fonte: The Investment Institute di UniCredit

*Eurozona esclusa l'Irlanda: 1.1% (2025), 0.9% (2026), 1.2% (2027)

**Dati non destagionalizzati. Dati destagionalizzati: 0.3% (2025), 0.6% (2026) and 1.5% (2027)

BANCHE CENTRALI

	Attuale	3T26	4T26	1T27	2T27	3T27
Fed	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
BCE	2.25	2.50	2.50	2.50	2.50	2.25
BOE	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.50
BoJ	1.00	1.00	1.25	1.25	1.25	1.25
Riksbank	1.75	2.25	2.25	2.25	2.25	2.00
Norges Bank	4.25	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50

Fonte: The Investment Institute di UniCredit

Nota: I dati sono di fine periodo



TASSI DI INTERESSE

	13.07.26	3T26	4T26	1T27
Eurozona				
Depo rate	2.25	2.50	2.50	2.50
3M Euribor	2.45	2.52	2.55	2.55
2Y Schatz	2.72	2.65	2.60	2.50
10Y Bund	3.11	3.10	3.00	3.00
2Y EUR swap	2.93	2.85	2.75	2.65
10Y EUR swap	3.15	3.15	3.05	3.05
10Y swap-Bund spread	4	5	5	5
2Y BTP	2.91	2.85	2.80	2.70
10Y BTP	3.87	3.80	3.70	3.70
10Y BTP-Bund spread	76	70	70	70
Stati Uniti				
Fed fund rate	3.75	3.75	3.75	3.75
3M OIS SOFR	3.80	3.67	3.67	3.67
2Y UST	4.28	4.00	4.00	4.00
10Y UST	4.62	4.50	4.50	4.50
10Y UST-Bund spread	151	140	150	150

TASSI DI CAMBIO

	13.07.26	3T26	4T26	1T27
EUR-USD	1.14	1.16	1.17	1.18
USD-JPY	162	159	157	155
EUR-JPY	185	184	184	183
GBP-USD	1.34	1.33	1.32	1.32
EUR-GBP	0.85	0.87	0.89	0.89
USD-CNY	6.78	6.75	6.73	6.72
EUR-CNY	7.74	7.83	7.87	7.93

Fonte: Bloomberg, The Investment Institute di UniCredit

ATTIVITA' RISCHIOSE

	13.07.26	End-2026	Mid-2027
Petrolio			
Brent USD/bbl.	81	77	72
Azioni			
Euro STOXX 50	6,271	6,400	6,700
STOXX Europe 600	641	660	700
DAX	25,114	26,500	28,000
MSCI Italy	134	135	140
S&P 500	7,515	7,800	8,200
Nasdaq 100	29,264	32,000	34,000
Credito corporate			
iBoxx Non-Financials Senior	74	80	80
iBoxx Banks Senior	71	75	75
iBoxx High Yield NFI	277	280	280

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	13.07.21	13.07.22	13.07.23	13.07.24	13.07.25	13.07.21	01.01.26
A	13.07.22	13.07.23	13.07.24	13.07.25	13.07.26	13.07.26	13.07.26

INDICI AZIONARI (RENDIMENTO TOTALE, IN %)

MSCI World (in USD)	-15.2	21.3	22.5	14.3	21.5	73.5	10.2
MSCI Mercati emergenti (in USD)	-25.2	8.7	13.3	12.4	37.3	43.6	19.0
MSCI Stati Uniti (in USD)	-13.6	20.8	26.3	14.1	21.3	80.5	10.4
MSCI Europa (in EUR)	-6.1	15.5	17.3	8.4	20.9	65.3	11.1
MSCI AC Asia Pacifico (in USD)	-22.5	11.4	14.9	10.1	34.5	48.5	18.3
STOXX Europe 600 (in EUR)	-7.6	15.5	17.4	8.9	20.8	63.3	10.8
DAX 40 (Germania, in EUR)	-19.2	26.5	16.2	30.9	3.5	59.1	2.6
MSCI Italia (in EUR)	-11.1	41.5	28.0	23.6	34.6	164.0	17.3
ATX (Austria, in EUR)	-12.7	16.7	23.4	27.3	48.6	135.9	25.0
SMI (Svizzera, in CHF)	-7.1	4.3	15.8	0.5	23.2	37.6	10.7
S&P 500 (Stati Uniti, in USD)	-11.7	20.7	26.4	13.6	21.5	84.2	10.5
Nikkei (Giappone, in JPY)	-6.0	25.2	29.4	-4.5	72.9	159.3	34.7
CSI 300 (Cina, in Yuan)	-14.3	-7.5	-8.5	19.3	19.8	3.7	2.7

INDICI OBBLIGAZIONARI (RENDIMENTO TOTALE, IN %)

Titoli di Stato USA a 10 anni (in USD)	-11.1	-3.6	0.5	2.6	3.1	-9.5	-1.4
Bund tedeschi a 10 anni (in EUR)	-11.9	-9.0	2.6	0.6	0.2	-16.9	0.0
Titoli di Stato in EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-11.8	-6.8	3.9	2.5	0.8	-11.5	0.0
Obbligazioni societarie EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-11.5	-1.5	6.6	5.3	1.8	-0.3	0.7

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

Obbligazioni di Stato USA 10Y (in USD)	149	86	41	22	20	325	47
Bund tedeschi 10Y (in EUR)	143	137	-1	26	39	342	25
Obbligazioni di Stato in EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	161	133	-9	8	38	329	27
Obbligazioni societarie in EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	261	118	-54	-35	46	333	31

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

Dollaro USA (EUR-USD)	-15.0	11.1	-2.6	7.6	-2.2	-3.6	-2.8
Sterlina britannica (EUR-GBP)	-1.3	1.4	-1.8	2.7	-1.4	-0.3	-2.2
Franco svizzero (EUR-SFR)	-9.5	-1.9	1.1	-4.5	-0.6	-14.7	-0.7
Yen giapponese (EUR-JPY)	5.7	12.2	11.6	-2.0	7.8	41.9	0.6

MATERIE PRIME (VARIAZIONE, IN %)

Indice delle materie prime (GSCI, in USD)	-4.7	12.7	22.7	37.3	18.0	113.9	-8.0
Metalli industriali (GSCI, in USD)	-12.0	5.0	8.4	-0.1	28.7	28.6	7.1
Oro (in USD per oncia fine)	-3.7	12.3	23.1	39.1	19.3	122.5	-7.2
Petrolio greggio (Brent, in USD per barile)	30.5	-19.8	7.2	-17.6	18.4	10.7	36.9

Fonte: Refinitiv Datastream, The Investment Institute di UniCredit (al 13 luglio 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

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

Erik Haubold,
CIO, Germania

Tobias Keller

Stefan Kolek

Roberto Mialich

Martin Mayer,
CIO, Austria

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Marco Valli,
Capoeconomista e Responsabile
dell'analisi macroeconomica

REDATTORI RESPONSABILI

Chiara Silvestre

Christian Stocker

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 13 luglio 2026.