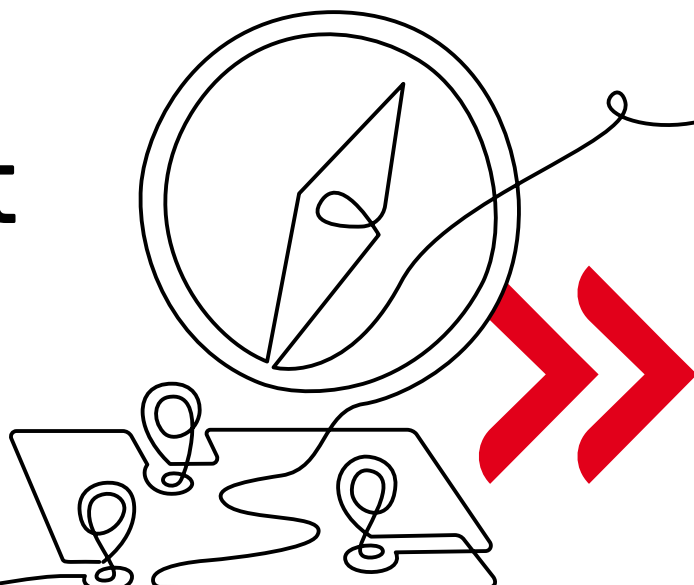


The Checkpoint

8 giugno 2026



La nuova Fed di Warsh

Si apre una nuova fase per la Fed in un contesto politico senza precedenti. Kevin Warsh è il nuovo Presidente della banca centrale statunitense. La sua conferma si è rivelata la più divisiva nella storia della Fed: l'approvazione del Senato è avvenuta quasi interamente lungo linee di partito, con un margine relativamente ristretto (54 voti a favore e 45 contrari). Per fare un confronto: Jerome Powell fu confermato con 84 voti a favore e 13 contrari, Janet Yellen con 56 a 26, e persino la riconferma di Ben Bernanke durante la crisi finanziaria passò con un margine di 70 a 30. Durante la cerimonia di insediamento, il Presidente Donald Trump ha implicitamente auspicato una politica monetaria accomodante: "Kevin capisce che quando l'economia è in espansione, è – ehm, questa è una buona cosa."

Warsh è indubbiamente un banchiere centrale competente. Tuttavia, la pressione politica esercitata in modo continuativo da Trump – soprattutto se dovesse mantenere l'intensità e la visibilità degli ultimi mesi – rischia di alimentare la percezione che le sue argomentazioni a favore di un allentamento monetario possano riflettere considerazioni di natura politica più che strettamente economica.

Un esempio è rappresentato dal boom dell'intelligenza artificiale (IA). Nel periodo precedente alla sua nomina, Warsh ha sostenuto la necessità di tagli preventivi dei tassi di interesse, ritenendo che un aumento della produttività guidato dall'IA giustifichi un orientamento più accomodante della politica monetaria. Tuttavia, un'analisi più approfondita suggerisce che tale argomentazione è poco solida.

Nel lungo periodo, è plausibile che l'IA contribuisca ad aumentare la produttività, ad ampliare la frontiera dell'offerta e ad esercitare pressioni disinflazionistiche. Nel breve termine, però, le dinamiche appaiono diverse: l'IA si configura più come uno shock positivo di domanda che non di offerta. Le imprese legate all'IA stanno infatti effettuando ingenti investimenti – nell'ordine di migliaia di miliardi di dollari – per sviluppare le infrastrutture necessarie, un processo intrinsecamente inflazionistico, che richiede manodopera, materie prime ed energia. Parallelamente, le imprese che adottano tali tecnologie sono chiamate a sostenere costi ridondanti, in quanto mantengono i processi esistenti mentre procedono all'integrazione dei nuovi sistemi, senza aver ancora realizzato apprezzabili guadagni di efficienza.

Inoltre, il minor peso attribuito da Warsh ai modelli macroeconomici tradizionali, a favore di un approccio più discrezionale e orientato in chiave prospettica (ad esempio sugli effetti futuri del progresso tecnologico), rischia di indebolire il quadro interpretativo a disposizione dei mercati per leggere le decisioni della Fed, introducendo un eccesso di discrezionalità. In tale contesto, qualora si rendesse necessaria una revisione dei tassi di interesse, le evidenze macroeconomiche attuali appaiono, al margine, più coerenti con un orientamento restrittivo che con un ulteriore allentamento.

Per i mercati, il rischio dominante è un incremento della volatilità, riflesso di una Fed potenzialmente meno prevedibile e meno vincolata a indicazioni prospettiche esplicite, con un processo decisionale meno trasparente, meno ancorato a framework consolidati e più esposto a dissenso interno.

Manuela D'Onofrio
Presidente,
The Investment Institute

Fabio Petti
Co-Presidente,
The Investment Institute

Edoardo Campanella
Direttore e Caporedattore,
The Investment Institute

IL PUNTO DI VISTA DEI CIO

2

Asset Allocation

QUADRO GEOPOLITICO

3

Una chiacchierata con...
Carl Bildt

FOCUS 1

4

Warsh alla Fed: cosa cambierà?

STORIE MACRO

7

STORIE DI MERCATO

8

Cosa sta succedendo nel mercato?

- Azioni
- Reddito fisso
- Cambi
- Materie prime

TABELLE DI PREVISIONE

15



Il punto di vista dei CIO

Alessandro Caviglia (Italia), Erik Haubold (Germania), Martin Mayer (Austria)

Nonostante l'incertezza sulla tempistica di conclusione del conflitto nel Golfo Persico, i mercati azionari continuano a mostrare un'elevata fiducia nella natura temporanea dello shock. In ultima analisi, il Presidente Donald Trump è consapevole che il tema non incontra il favore della sua base elettorale, e questo fattore è destinato ad assumere un peso crescente con l'avvicinarsi delle elezioni di novembre. Occorre tuttavia considerare anche una serie di elementi più tecnici, e meno legati alla dimensione geopolitica, che contribuiscono a sostenere un orientamento costruttivo da parte degli investitori. In primo luogo, i settori che oggi incidono maggiormente sui listini globali sono quello tecnologico e quello finanziario. Entrambi risultano relativamente distanti dall'epicentro della crisi energetica e appaiono quindi più resilienti rispetto a shock di questa natura, soprattutto qualora si rivelino di breve durata. Inoltre, i principali indici azionari presentano un livello di concentrazione storicamente elevato su un numero limitato di titoli. Se da un lato questo aspetto può essere interpretato come un potenziale elemento di fragilità, dall'altro implica che i risultati di un ristretto gruppo di società siano in grado di influenzare in misura significativa l'andamento complessivo degli indici e, quindi, il sentiment di mercato.

In questo contesto, l'ultima stagione degli utili ha fornito indicazioni complessivamente positive, con risultati mediamente in linea o superiori alle attese. Un ulteriore elemento di supporto è rappresentato dalla natura globale delle società a maggiore capitalizzazione. Molte aziende europee quotate – ad esempio a Parigi, Francoforte e Milano – generano infatti una quota significativa dei propri ricavi al di fuori dell'Europa e risentirebbero quindi in misura più contenuta di un eventuale rallentamento del ciclo domestico. Nel complesso, l'insieme di questi fattori tecnici rende i mercati azionari oggi più resilienti ai fattori macroeconomici, ma al contempo maggiormente dipendenti da quelli microeconomici, e in particolare dai risultati delle singole imprese. Su questo fronte, manteniamo una view complessivamente costruttiva, con un tono relativamente più positivo sui mercati emergenti.

Diversamente, il comparto obbligazionario resta fortemente esposto ai fondamentali macroeconomici, in particolare crescita e inflazione, che guidano le scelte di politica monetaria delle banche centrali. Per questo motivo, continuiamo a mantenere un approccio prudente sui titoli di Stato dei Paesi sviluppati. Tale cautela è rafforzata dal contesto attuale di espansione fiscale sincronizzata nel mondo occidentale: eventuali timori legati alla sostenibilità del debito pubblico potrebbero infatti tradursi in pressioni al rialzo sui rendimenti, in particolare sulla parte lunga delle curve.

ASSET ALLOCATION

LA NOSTRA VISIONE DI INVESTIMENTO SULLE ASSET CLASSES

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

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





Quadro geopolitico

Autore: Edoardo Campanella

Direttore e Caporedattore di The Investment Institute



Una chiacchierata con... Carl Bildt

Ex Primo Ministro della Svezia



**Intervistato il 27 maggio nell'ambito della nostra serie di webinar "40 minutes with ...".
Di seguito un estratto rielaborato della trascrizione. La registrazione completa è disponibile [qui](#).**

Edoardo Campanella: Stiamo entrando in un mondo "G-zero", in cui nessuno esercita una leadership globale, oppure in un mondo "G2" in cui Stati Uniti e Cina coordinano la governance del sistema internazionale?

Carl Bildt: Ritengo che non siamo in nessuno dei due scenari. Non siamo in un mondo G2: Stati Uniti e Cina restano concentrati sulla gestione della loro relazione bilaterale e, come evidenziato dal recente incontro di Pechino, la loro capacità di incidere sugli equilibri globali appare limitata. Ciò riflette un ridimensionamento del potere americano, oggi particolarmente evidente in Medio Oriente. Tuttavia, non possiamo nemmeno parlare di un mondo G-zero, che implicherebbe l'assenza totale di governance globale. Persistono infatti elementi di multilateralismo ancora funzionali, come dimostra il ruolo dell'Unione Europea nei negoziati commerciali e nella costruzione di partnership internazionali. In generale il quadro resta complesso: abbiamo superato il precedente ordine globale, ma non ne è ancora emerso uno nuovo. Ci troviamo così in una fase di transizione, caratterizzata da elevata incertezza e volatilità, destinate a perdurare.

Edoardo Campanella: Dall'inizio dell'anno, l'amministrazione Trump è stata attiva su più fronti: Venezuela, Groenlandia e Iran. Si può individuare una coerenza geostrategica?

Carl Bildt: Si osservano elementi di coerenza accanto a significative discontinuità. Dalla National Security Strategy del 2025 emerge come prioritaria l'attenzione all'emisfero occidentale, in linea con una riedizione della Dottrina Monroe, elemento che contribuisce a spiegare il focus sul Venezuela. Diverso il caso della Groenlandia, che appare come un'iniziativa più personale di Trump: sebbene gli Stati Uniti abbiano da tempo interessi strategici nell'area, l'ipotesi di assumerne il controllo, anche con la forza, rappresenta un approccio atipico. La Cina è indicata come seconda priorità, seguita da Europa e Medio Oriente. Tuttavia, nonostante l'obiettivo dichiarato di ridurre il coinvolgimento in quest'ultima regione, gli Stati Uniti sono stati nuovamente coinvolti in un conflitto. Nel complesso, non emerge una chiara coerenza strategica.

Edoardo Campanella: Per quanto riguarda l'Iran, possiamo aspettarci a breve un accordo?

Carl Bildt: È plausibile che si arrivi a qualche forma di accordo, ma difficilmente a un'intesa complessiva e strutturale. Il conflitto continuerà probabilmente a manifestarsi in forme diverse. Trump si attendeva una soluzione rapida, analogamente a quanto Putin si aspettava in Ucraina, ma gli obiettivi prefissati non sono stati raggiunti: il regime è rimasto in piedi, la questione nucleare è ancora aperta e si è aggiunta una nuova criticità nello Stretto di Hormuz. Potrebbero emergere intese di natura tattica, ad esempio per stabilizzare il traffico marittimo, ma le questioni di fondo resteranno irrisolte ancora a lungo.

Edoardo Campanella: In un orizzonte di cinque anni, quale configurazione assumerà il Medio Oriente?

Carl Bildt: Non sarà una regione stabile, ma nemmeno caratterizzata da un caos completo. È probabile una combinazione di entrambi gli elementi. Israele continuerà a rivestire un ruolo centrale, con un approccio più assertivo. L'Iran rimarrà un attore chiave. La Siria continuerà a essere teatro di competizione, lo Yemen resterà un contesto complesso e le rivalità regionali – ad esempio tra Abu Dhabi e Riyadh – continueranno a incidere sulle dinamiche dei conflitti. In sintesi: nessuna piena stabilità, ma neppure un collasso totale – e certamente non una condizione di pace duratura.



Warsh alla Fed: cosa cambierà?

Autori: Daniel Vernazza, Luca Cazzulani, Roberto Mialich

Kevin Warsh è appena diventato Presidente della Fed, succedendo a Jerome Powell. Ma quale sarà il suo orientamento? Permane un elevato grado di incertezza riguardo alle sue posizioni e ai possibili cambiamenti che potrebbe introdurre all'interno della Fed. Già in passato considerato un "falco" sull'inflazione durante il suo mandato come governatore della Fed (2006-2011), nell'ultimo anno Warsh ha sostenuto che un boom della produttività legato all'IA potrebbe avere effetti disinflazionistici, contribuendo a creare le condizioni per tassi di interesse più bassi. Questa visione ha probabilmente giocato un ruolo rilevante nella sua nomina da parte del Presidente Donald Trump. Nel seguito, analizziamo le nostre aspettative per la Fed sotto la guida di Warsh.

1. Difesa dell'indipendenza e approccio decisionale basato sul consenso

Ci attendiamo che Warsh difenda l'indipendenza della Fed e mantenga un processo decisionale fondato sul consenso. Si tratta di una sfida significativa, alla luce delle ripetute pressioni da parte dell'amministrazione Trump per un allentamento della politica monetaria. Tuttavia, Warsh difficilmente vorrà essere associato a precedenti storici controversi, come quello di Arthur Burns, la cui gestione della Fed negli anni '70 è spesso interpretata come influenzata da pressioni politiche, con effetti rilevanti sull'inflazione. Anche nell'ipotesi, ritenuta poco probabile, di un orientamento più accomodante, è importante sottolineare che le decisioni di politica monetaria non rientrano nella sola discrezionalità del Presidente della Fed, ma sono assunte collegialmente dai dodici membri votanti del Federal Open Market Committee (FOMC). Attualmente, il FOMC appare caratterizzato da posizioni divergenti, ma non emergono istanze favorevoli a un taglio dei tassi. Al contrario, anche membri in precedenza considerati più accomodanti, come il Governatore Christopher Waller, hanno recentemente adottato un orientamento più restrittivo, non escludendo ulteriori rialzi qualora le pressioni inflazionistiche dovessero persistere.

2. Rinvio di eventuali tagli dei tassi

Warsh ha più volte sostenuto la necessità di un approccio maggiormente orientato al futuro nella definizione della politica monetaria, rispetto a una lettura strettamente dipendente dai dati passati. Tuttavia, appare difficile che l'attuale FOMC possa supportare un cambiamento dell'orientamento dei tassi in assenza di un chiaro riscontro nei dati macroeconomici.

Il quadro congiunturale, infatti, non supporta un allentamento nel breve termine. Gli shock dal lato dell'offerta – legati ai dazi e, più recentemente, al conflitto con l'Iran – hanno spinto l'inflazione generale ben al di sopra del target del 2%, avvicinandola al 4%. In questo contesto, Warsh ha suggerito di attribuire maggiore rilevanza a misure "trimmed" di inflazione, meno influenzate da movimenti estremi dei prezzi, che tendono a collocarsi al di sotto dell'inflazione di fondo. Tuttavia, anche le aspettative di inflazione, incluse quelle di mercato, hanno mostrato un aumento, mentre il mercato del lavoro appare in fase di stabilizzazione dopo il rallentamento osservato nella seconda parte del 2025.

Sul fronte strutturale, Warsh ha evidenziato come un potenziale boom della produttività legato all'IA e potrebbe esercitare pressioni disinflazionistiche. Nel breve periodo, tuttavia, prevalgono effetti opposti: l'intensità degli investimenti in tecnologie IA tende a sostenere la domanda aggregata e a generare pressioni sui prezzi degli input correlati.

Nel lungo periodo, l'evoluzione dell'inflazione dipende dalla politica monetaria, mentre gli effetti della produttività sul tasso di interesse naturale restano ambigui. A fronte di possibili spinte al rialzo, legate a una maggiore crescita potenziale, potrebbero emergere anche forze di segno opposto, quali un aumento della quota di reddito destinata al capitale e un incremento del risparmio precauzionale.

Nel nostro scenario di base, la Fed potrebbe intervenire con un solo taglio dei tassi a dicembre, mantenendo successivamente un orientamento attendista fino al 2027. Nel complesso, i rischi appaiono orientati verso una prolungata stabilità dei tassi.

3. Comunicazione meno guidata

Nel corso dell'audizione al Senato, Warsh ha espresso una posizione critica nei confronti della comunicazione della Fed, lasciando intendere la possibilità di interventi correttivi. In particolare, ha manifestato scetticismo verso il cosiddetto "dot plot", ritenuto potenzialmente vincolante per i membri del FOMC nel delineare il percorso futuro dei tassi. Ha inoltre sottolineato come l'attuale livello di comunicazione possa risultare eccessivamente abbondante, suggerendo una possibile riduzione della forward guidance e delle conferenze stampa successive alle riunioni del FOMC.

È plausibile che Warsh introduca alcuni aggiustamenti nella strategia di comunicazione della Fed, anche alla luce della probabile apertura del FOMC a cambiamenti promossi dalla nuova leadership. Tuttavia, tali



interventi dovrebbero rimanere graduali e circoscritti: appare infatti poco probabile una riduzione significativa delle conferenze stampa, considerati i benefici ampiamente riconosciuti in termini di trasparenza e di chiarezza nella comunicazione della funzione di reazione della banca centrale. Va inoltre ricordato che il Presidente della Fed esercita un'influenza limitata sulla comunicazione individuale degli altri membri del FOMC, inclusi interventi pubblici e dichiarazioni ufficiali.

4. Riduzione del bilancio della Fed

Warsh ha espresso chiaramente la preferenza per una riduzione della dimensione del bilancio della Fed, insieme a un progressivo riequilibrio verso attività a più breve scadenza. Secondo questa impostazione, le politiche di bilancio tendono a favorire in misura sproporzionata le fasce più abbienti, mentre la politica dei tassi di interesse incide su una platea più ampia di famiglie. Il processo di riduzione del bilancio dovrebbe, tuttavia, procedere in modo graduale e in coordinamento con il Tesoro. Tale approccio appare coerente con il contesto attuale: una contrazione troppo rapida, in una fase di elevato fabbisogno di finanziamento pubblico, potrebbe generare pressioni sui mercati finanziari. Eventuali decisioni in tal senso richiederebbero il consenso della maggioranza del FOMC e verrebbero verosimilmente implementate in modo progressivo, anche alla luce del potenziale impatto al rialzo sui rendimenti dei Treasury, in particolare lungo la parte più lunga della curva.

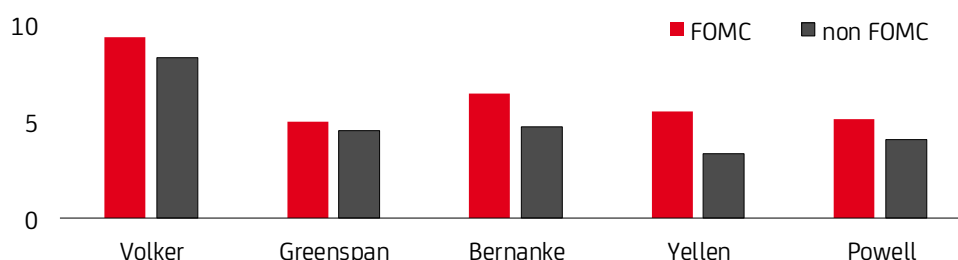
Implicazioni di mercato

Le aspettative di mercato sulla politica della Fed hanno mostrato una marcata volatilità dall'inizio del conflitto, passando da previsioni di tagli dei tassi a un attuale pricing che incorpora circa 25 punti base di irrigidimento monetario. Nel breve termine, le aspettative continueranno a dipendere in larga misura dai dati macroeconomici. Finché l'inflazione resterà elevata, i prezzi energetici sotto pressione e i dati macroeconomici resilienti, appare improbabile che il nuovo Presidente possa sostenere un orientamento espansivo. Nelle ultime settimane, diversi membri del Board hanno espresso cautela rispetto a un bias accomodante, rafforzando l'idea che l'attuale contesto non sia favorevole a un allentamento della politica monetaria. Inoltre, Warsh ha sottolineato la propria indipendenza dall'amministrazione: un eventuale sostegno precoce a tassi più bassi rischierebbe di compromettere la sua credibilità.

Warsh ha inoltre segnalato l'intenzione di rivedere la strategia di comunicazione della Fed. In particolare, ha evidenziato come un'eccessiva frequenza degli interventi – soprattutto tramite una forward guidance molto dettagliata – possa generare vincoli impliciti e ridurre la flessibilità della politica monetaria. Una minore frequenza delle comunicazioni tra le riunioni e un ridimensionamento della gestione delle aspettative potrebbero tradursi in una maggiore volatilità dei rendimenti in corrispondenza degli annunci del FOMC. Al contrario, una eventuale riduzione delle conferenze stampa post-riunione potrebbe contribuire a contenere le reazioni dei mercati, offrendo un set informativo più sintetico.

Storicamente, la volatilità dei rendimenti è più elevata nelle giornate di riunione del FOMC rispetto alle altre, man mano che emergono nuove informazioni. Tuttavia, nel periodo della presidenza Powell, tale volatilità si è mantenuta su livelli inferiori rispetto alle fasi precedenti sotto Yellen e Bernanke, suggerendo che una comunicazione regolare e strutturata post-riunione contribuisca a mitigare le reazioni dei mercati.

GRAFICO 1.1: COME REAGISCONO I RENDIMENTI DEI TREASURY ALLE DECISIONI DELLA FED?
VARIAZIONE MEDIA DEL RENDIMENTO DEL TREASURY A 10 ANNI NEI GIORNI DI FOMC E NON FOMC (VALORE ASSOLUTO, PUNTI BASE)



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute di UniCredit

Nota: Il grafico mostra la variazione media in valore assoluto dei rendimenti dei Treasury a 10 anni nei giorni di riunione del FOMC e nei giorni non di FOMC. Le riunioni straordinarie sono escluse dal campione.

La riduzione del bilancio è destinata a procedere in modo graduale e a influenzare la curva dei rendimenti principalmente attraverso il premio a termine nel medio periodo. Due aspetti risultano particolarmente rilevanti.

In primo luogo, qualsiasi intervento sarà calibrato in modo da limitare la volatilità dei mercati. Pur potendo essere orientato a ridurre le pressioni al rialzo sui prezzi degli attivi finanziari derivanti da un bilancio ampio, la Fed rimane attenta ai rischi per la stabilità finanziaria e cercherà di bilanciare questi obiettivi.



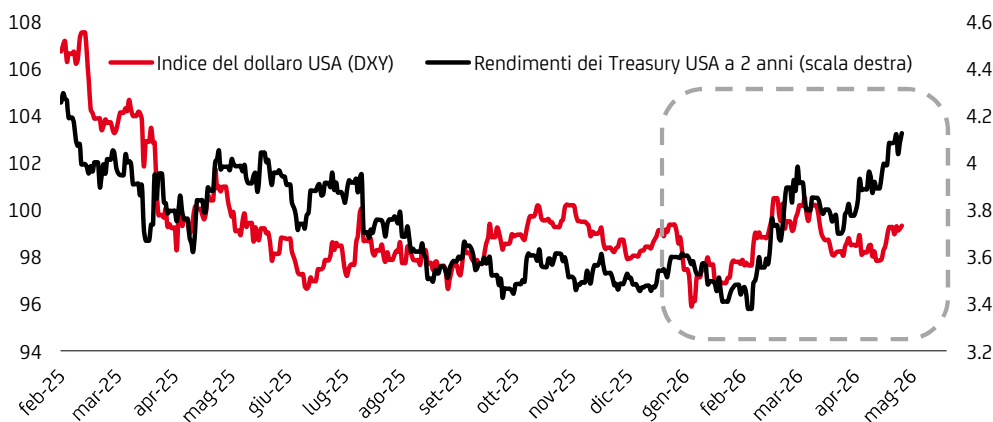
In secondo luogo, prima di avviare una riduzione del bilancio, la Fed deve assicurarsi che la domanda di riserve da parte del sistema bancario sia adeguatamente soddisfatta. In caso contrario, una contrazione potrebbe generare pressioni indesiderate al rialzo sui tassi del mercato monetario e compromettere il meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

Sul fronte valutario, ci aspettiamo che il cambio alla guida della Fed non produca effetti immediati e significativi sul dollaro. Le prospettive del biglietto verde dipenderanno con ogni probabilità dall'evoluzione del contesto geopolitico in Medio Oriente, e il dollaro potrebbe perdere nuovamente terreno una volta esauritosi il premio per il rischio legato al conflitto. Tuttavia, un aumento dei rendimenti a lungo termine potrebbe rallentare l'indebolimento, alla luce della crescente correlazione tra queste variabili, come evidenziato nel grafico 1.2, che mette in relazione l'indice del dollaro (DXY) con il rendimento dei Treasury a 2 anni.

In futuro il fattore più rilevante per l'andamento del dollaro resta l'effettiva indipendenza della Fed. Kevin Warsh è stato considerato un "falco" durante il suo mandato come governatore e, qualora mantenesse questo orientamento all'interno del FOMC, il dollaro difficilmente ne risentirebbe negativamente. Al contrario, il biglietto verde potrebbe indebolirsi nel caso emergesse un premio per il rischio legato a una perdita di credibilità della banca centrale. Sul fronte della politica monetaria, i tassi forward statunitensi indicano un moderato irrigidimento atteso, mentre il nostro scenario continua a prevedere un taglio a dicembre: un esito che potrebbe sorprendere i mercati e rappresentare un fattore di pressione per il dollaro.

GRAFICO 1.2: RINNOVATA CORRELAZIONE TRA DOLLARO E RENDIMENTI DEI TREASURY

INDICE DEL DOLLARO USA (DXY) E RENDIMENTO DEL TREASURY A 2 ANNI



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute di UniCredit





1 **Petrolio: grave discontinuità dell'offerta e fragile riequilibrio**

A tre mesi dall'inizio del conflitto in Medio Oriente, le interruzioni dell'offerta legate alle limitazioni dei flussi attraverso lo Stretto di Hormuz continuano a generare un'elevata volatilità nei mercati del petrolio. I prezzi di riferimento hanno registrato oscillazioni significative in risposta ai segnali, spesso contrastanti, riguardanti un possibile accordo tra Stati Uniti e Iran. Sebbene la perdita cumulata di offerta nell'area del Golfo sia senza precedenti, lo squilibrio effettivo tra domanda e offerta è stato in parte attenuato da fenomeni di demand destruction, da rilasci coordinati di scorte e da una riorganizzazione dei flussi commerciali, con un marcato incremento delle esportazioni dall'area atlantica verso i mercati a est di Suez. Il mercato è destinato a rimanere in deficit per gran parte del 2026, con un graduale riequilibrio atteso verso la fine dell'anno. Tuttavia, l'entità della riduzione cumulata delle scorte suggerisce il persistere di condizioni di tensione anche una volta normalizzata l'offerta. Nel nostro scenario centrale, assumiamo un ripristino almeno parziale dei flussi, che dovrebbe consentire un progressivo allentamento delle pressioni sui prezzi, attesi in calo verso i 90 dollari al barile entro fine anno.

2 **BCE: ormai scontato il rialzo a giugno**

Nell'area euro si avvicina una fase di rialzo dei tassi di interesse. Alla luce delle nostre attese – inflazione intorno al 3,5% nella seconda metà del 2026, crescita economica prossima alla stagnazione ma senza entrare in recessione e mercato del lavoro sostanzialmente resiliente – riteniamo molto probabile che la BCE avvii il ciclo di inasprimento già nella prossima riunione dell'11 giugno. Diversi membri influenti del Consiglio direttivo hanno infatti già segnalato che un aumento dei tassi è imminente. La questione centrale riguarda l'evoluzione successiva al meeting di giugno. Le prospettive dipendono in larga misura dall'andamento del conflitto e, in particolare, dai prezzi dell'energia. Se lo scenario di un graduale calo dei prezzi energetici a partire dall'estate dovesse materializzarsi, la BCE potrebbe procedere con un inasprimento moderato. Tre fattori sostengono questa ipotesi. In primo luogo, le aspettative di inflazione restano ben ancorate. In secondo luogo, le condizioni finanziarie si sono già irrigidite, soprattutto a causa dell'aumento dei rendimenti a lungo termine, riducendo la necessità di un intervento aggressivo. Infine, gli effetti sui salari restano contenuti, limitando il rischio che l'aumento dei prezzi dell'energia si trasmetta al resto dell'economia. Nel nostro scenario di base, prevediamo un ultimo rialzo dei tassi a settembre, che porterebbe il tasso sui depositi al 2,50%, al limite superiore di un intervallo plausibile di neutralità.

3 **Fed: rimozione del bias accomodante**

La riunione della Fed del 16-17 giugno sarà la prima sotto la presidenza di Kevin Warsh. Il comitato di politica monetaria (FOMC) manterrà quasi certamente invariati i tassi di interesse, lasciando il corridoio obiettivo per i federal funds al 3,50-3,75%. L'inflazione ha registrato un aumento significativo, con l'indice generale PCE al 3,8% su base annua ad aprile e l'inflazione di fondo al 3,3%. In questo contesto, la questione principale della riunione riguarda la possibile rimozione del bias accomodante implicito nel comunicato post-meeting. Già ad aprile il FOMC aveva mantenuto tale orientamento, ma tre membri votanti (Beth Hammack, Neel Kashkari e Lorie Logan) avevano espresso dissenso a favore di una posizione neutrale. Riteniamo che il bias accomodante venga abbandonato nella prossima riunione, rafforzando la credibilità di Warsh nella lotta all'inflazione. Continuiamo tuttavia ad attenderci un taglio dei tassi a dicembre, subordinatamente a un progressivo calo dei prezzi del petrolio a partire dall'estate, sebbene i rischi appaiano orientati verso un prolungato mantenimento dei tassi invariati.



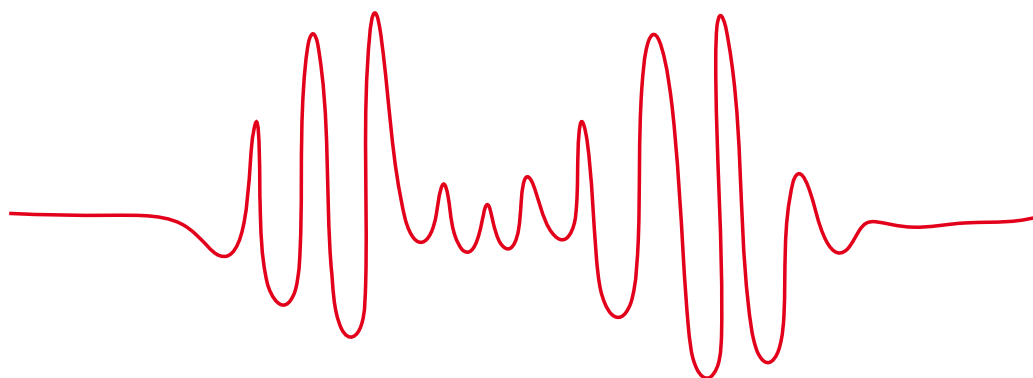


Storie di Mercato

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

Il rumore ...

La resilienza dei mercati ha sostenuto una serie positiva di otto settimane per l'indice S&P 500, che ha raggiunto nuovi massimi storici, sostenuto dal forte rialzo dei titoli del comparto dei semiconduttori. Il sentiment riguardo a una possibile risoluzione del conflitto tra Stati Uniti e Iran è migliorato, alla luce di segnali costruttivi circa i progressi dei negoziati. I prezzi dell'energia e i rendimenti dei titoli di Stato hanno reagito in modo marcato, riflettendo prima i timori di escalation e successivamente le aspettative di un accordo. La retorica politica, in particolare proveniente da Washington, insieme all'incertezza sulle possibili reazioni delle banche centrali alle pressioni inflazionistiche legate al conflitto e ai prezzi dell'energia, ha contribuito ad accrescere la complessità del contesto, che resterà verosimilmente guidato dai titoli di news.



... e il segnale

Al di sotto della volatilità, i mercati restano ancorati ai fondamentali. Il repricing associato ai recenti eventi geopolitici si è concentrato principalmente sui premi per il rischio, piuttosto che su una revisione delle prospettive di crescita o degli utili attesi, senza evidenze di un significativo spostamento verso scenari recessivi. Nel comparto obbligazionario, l'aumento dei rendimenti riflette il riemergere di preoccupazioni inflazionistiche legate allo shock dei prezzi energetici e alle dinamiche del premio a termine, più che timori di un conflitto prolungato. Nel credito, non si osserva un allargamento degli spread, segnale di una visione di medio termine ancora costruttiva da parte degli investitori. I mercati azionari mostrano una notevole resilienza: le correzioni sono rimaste contenute e seguite da un forte recupero, con l'indice S&P 500 in rialzo del 17% dai minimi di fine marzo. Le azioni sono state sostenute dal solido momentum degli utili, in particolare delle società statunitensi esposte al boom dell'IA. Nel complesso, la geopolitica ha amplificato la volatilità di breve periodo, ma non ha modificato i principali driver dei mercati: solidità degli utili, dinamiche inflazionistiche e limitato spazio per un rapido allentamento della politica monetaria. In un contesto in cui i mercati stanno scontando un accordo imminente tra Stati Uniti e Iran, eventuali sviluppi negativi – in particolare un'escalation militare – potrebbero cogliere gli investitori di sorpresa e innescare movimenti di risk-off.

Azioni

Solidità micro e rumore macro: i mercati restano ancorati ai fondamentali

Manteniamo una view costruttiva sui mercati azionari, seppur con un maggiore focus sui mercati emergenti e sugli Stati Uniti. L'Europa risulta più esposta alle perturbazioni geopolitiche a causa della sua composizione settoriale. Nel complesso, tuttavia, **il driver principale resta la crescita degli utili, che dovrebbe continuare a sostenere il potenziale rialzo dei listini.**

Le **azioni statunitensi** hanno guidato la performance globale dall'intensificarsi delle tensioni in Medio Oriente, dimostrando una notevole resilienza nonostante l'incertezza geopolitica e gli effetti delle interruzioni nello Stretto di Hormuz sulle catene di approvvigionamento globali. La capacità del mercato di assorbire tali shock senza un deterioramento significativo del sentiment riflette il ruolo ancora dominante del ciclo degli utili rispetto alle variabili macro. L'impatto negativo dell'aumento dei costi energetici è stato compensato dalla solidità – e in parte dall'accelerazione – del ciclo di investimenti legato all'IA. La crescita degli utili resta robusta, sostenuta da leva operativa positiva, persistente potere di prezzo e dalla diffusione degli investimenti in IA nei diversi settori. Le revisioni sugli utili stanno diventando progressivamente più favorevoli e i risultati effettivi continuano a sorprendere al rialzo, rafforzando la fiducia nella solidità dell'espansione. Sebbene il comparto tecnologico a grande capitalizzazione resti centrale nel tema della crescita strutturale, il contributo marginale alla performance proviene sempre più da segmenti ciclici. Il mercato appare così meno dipendente da espansioni dei multipli e più ancorato alla crescita degli utili. I principali rischi sono legati a un possibile deterioramento del quadro macro, con inflazione persistente e rendimenti di mercato più elevati.

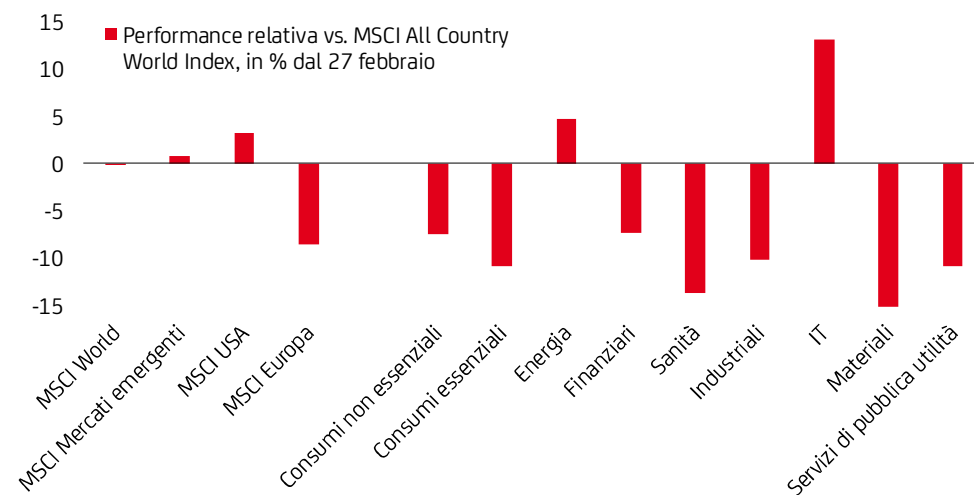
Le **azioni europee** risultano invece più direttamente esposte alla trasmissione del rischio geopolitico, principalmente attraverso il forte aumento dei costi energetici, e hanno sottoperformato rispetto ai mercati globali dall'escalation delle tensioni. Le interruzioni nello Stretto di Hormuz incidono sulle prospettive di utili attraverso l'aumento dei costi e l'incertezza sulla domanda. Come osservato in precedenti shock energetici, l'aggiustamento è graduale: inizialmente le imprese assorbono o trasferiscono i costi, ma nel tempo il rischio è un indebolimento della domanda e revisioni al ribasso degli utili. A livello di indici emerge una dinamica compensativa: il comparto energetico fornisce un supporto parziale, mentre i settori ciclici e domestici risentono del peggioramento della domanda. Al contempo, la limitata esposizione dell'Europa ai driver di crescita strutturale – in primis l'IA – ne riduce la capacità di compensare tali pressioni. Prezzi energetici elevati in modo persistente rischiano inoltre di mantenere pressioni inflazionistiche, accentuando la probabilità di condizioni monetarie più restrittive e pesando sulle valutazioni. Questo si riflette nei flussi e nella performance relativa: il precedente processo di diversificazione verso l'azionario europeo si è arrestato, con una rotazione dei capitali verso mercati con maggiore visibilità sugli utili e una più forte esposizione alla crescita strutturale. Di conseguenza, da inizio anno i mercati europei mostrano performance inferiori rispetto ad altre aree, come Stati Uniti e mercati emergenti.

Accanto agli Stati Uniti, anche i **mercati emergenti** hanno registrato una sovraperformance dalla fine di febbraio, sebbene con maggiore dispersione tra Paesi. I rialzi sono stati trainati dalle economie integrate nella catena del valore dell'IA, in particolare Corea del Sud e Taiwan, mentre i mercati più esposti al rischio geopolitico hanno sottoperformato. Più in generale, i mercati emergenti riflettono sempre più una doppia esposizione: da un lato all'IA, dall'altro alle materie prime. Questa combinazione rafforza il loro ruolo come fonte diversificata di rendimento a livello globale, pur mantenendo una sensibilità elevata alle condizioni di liquidità globale, in particolare in presenza di rendimenti USA più elevati e di un dollaro forte.

Nell'area **Asia-Pacifico**, il **Giappone** si colloca in una posizione di miglioramento strutturale ma al contempo esposta al contesto esterno. Le azioni giapponesi hanno mostrato una buona tenuta dall'inizio del conflitto in Iran, sostenute dall'esposizione al ciclo globale degli investimenti. Tale resilienza è supportata anche da fattori domestici: aumento delle aspettative di inflazione dopo un lungo periodo deflattivo, riforme della governance societaria e maggiore attenzione all'efficienza del capitale. Questi elementi stanno favorendo una progressiva rivalutazione del mercato, nonostante la persistenza di vulnerabilità legate alla volatilità dei prezzi energetici e a un eventuale rallentamento della domanda globale.

GRAFICO 2.1: IL MERCATO AZIONARIO USA E IL SETTORE TECNOLOGICO GUIDANO LA PERFORMANCE COMPLESSIVA

PERFORMANCE POSITIVA DAL 27 FEBBRAIO TRAINATA IN GRAN PARTE DAL SETTORE IT



Fonte: LSEG Datastream, The Investment Institute di UniCredit

Reddito fisso

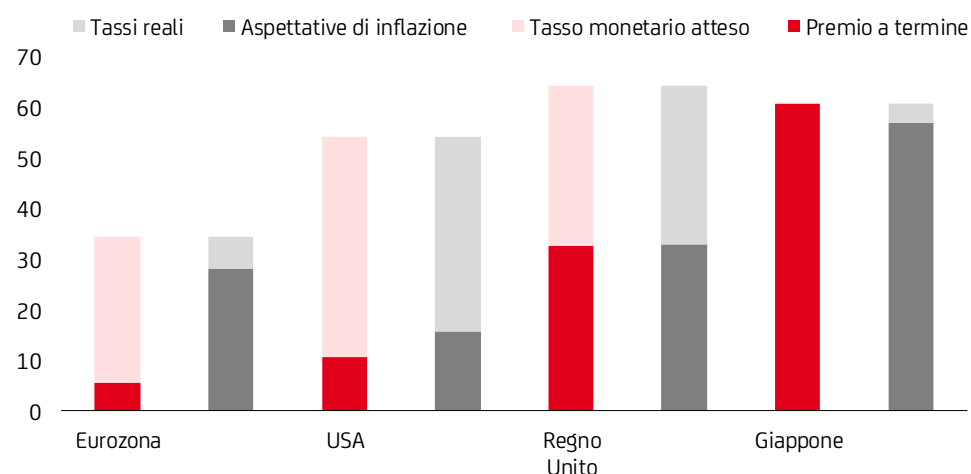
Rendimenti obbligazionari spinti al rialzo dalle aspettative sulle banche centrali

I rendimenti dei titoli di Stato sono aumentati dall'inizio del conflitto in Iran, con un'accelerazione nelle ultime settimane che ha portato i rendimenti a 10 anni ai massimi da diversi decenni negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Giappone. La maggior parte delle pressioni al rialzo è stata determinata dalle aspettative di ulteriori aumenti dei tassi da parte delle principali banche centrali. Questa dinamica è stata particolarmente evidente negli Stati Uniti e nel Regno Unito, mentre il Giappone rappresenta un'eccezione relativa, con aspettative di politica monetaria della Bank of Japan rimaste più stabili.

I mercati stanno correttamente associando l'aumento dei prezzi energetici alle possibili risposte delle banche centrali, in linea con le indicazioni emerse di recente dalla comunicazione ufficiale. Considerando che si tratta di un secondo shock inflazionistico in pochi anni, le autorità monetarie sono focalizzate sull'ancoraggio delle aspettative per evitare l'emergere di effetti di secondo impatto. Il forte aggiustamento delle aspettative sui tassi suggerisce inoltre che il contributo del premio a termine all'aumento dei rendimenti sia stato finora relativamente contenuto, con il Giappone che rappresenta parzialmente un'eccezione.

GRAFICO 2.2: RIALZO DEI RENDIMENTI TRAINATO DAL REPRICING DELLA POLITICA MONETARIA

VARIAZIONE DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE A 10 ANNI, DEI TASSI REALI, DEL PREMIO A TERMINE E DEL TASSO MONETARIO ATTESO (%)



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute di UniCredit

Nota: Il grafico mostra le variazioni delle aspettative di inflazione a 10 anni, dei rendimenti reali a 10 anni e del tasso di politica monetaria atteso su un orizzonte a 12 mesi.

Per gli investitori obbligazionari, questo contesto presenta due principali criticità. In primo luogo, la performance dei titoli è sempre più legata alle aspettative di politica monetaria, a loro volta fortemente sensibili all'andamento dei prezzi dell'energia e agli sviluppi geopolitici in Medio Oriente. Nonostante emergano segnali di possibile progresso verso una risoluzione del conflitto, l'incertezza resta elevata, rendendo il posizionamento particolarmente complesso.

In secondo luogo, con i rendimenti guidati prevalentemente dalle aspettative sui tassi, i titoli obbligazionari potrebbero beneficiare di un rallentamento della crescita, ma rimangono esposti al rischio di un ulteriore aumento del premio a termine. Questo rischio è particolarmente rilevante negli Stati Uniti e nel Regno Unito, alla luce di disavanzi fiscali persistenti, dinamiche di finanza pubblica in deterioramento e un contesto politico fragile. Tuttavia, rappresenta un fattore di attenzione anche per i titoli di Stato dell'area euro.

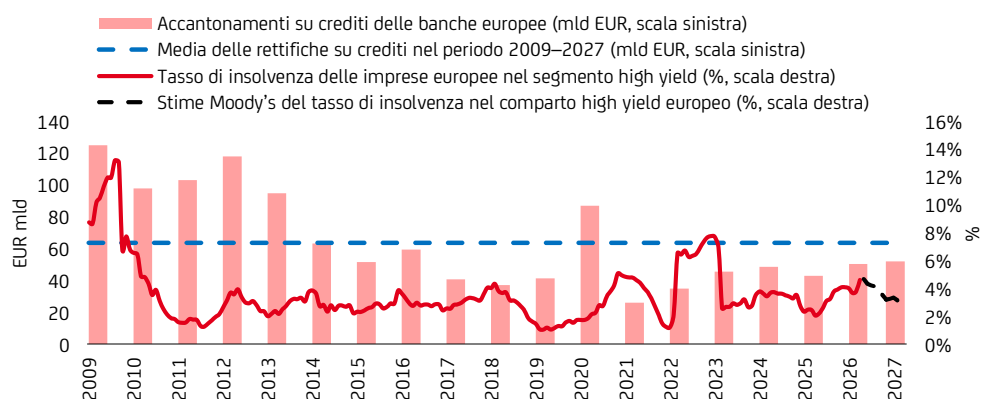
Credito corporate: spread spread solidi, ma sotto osservazione

I premi per il rischio nel credito europeo si sono normalizzati nelle ultime settimane, tornando nella maggior parte dei segmenti ai livelli precedenti al conflitto tra Stati Uniti e Iran. In termini di total return, tutte le principali asset class del credito hanno registrato performance moderatamente positive da inizio anno. A livello settoriale, hanno sovraperformato automotive & componenti, oil & gas e materie prime di base, mentre tecnologia e travel & leisure hanno sottoformato. Il mercato del credito è stato sostenuto da un livello elevato di carry e da fondamentali ancora solidi, confermati anche dall'attuale stagione degli utili, oltre che dalle aspettative che le tensioni nello Stretto di Hormuz restino contenute e che i flussi vengano ripristinati in tempi relativamente brevi. Un ulteriore elemento di supporto è rappresentato dagli elevati livelli di liquidità detenuti dagli emittenti europei, che dovrebbero contribuire a contenere il rischio di aumento dei default. Tuttavia, nonostante il quadro complessivamente positivo – anche alla luce del fatto che l'impatto dei recenti rincari energetici deve ancora riflettersi pienamente sui fondamentali creditizi – continuiamo ad attenderci un allargamento degli spread entro fine anno. In termini settoriali, manteniamo una raccomandazione sovrappeso su materie prime, oil & gas e telecomunicazioni, e una posizione sottopeso su automotive & componenti, chimica, tecnologia e travel & leisure, in quanto più esposti alla domanda discrezionale o a costi energetici elevati.

Anche gli spread del credito finanziario si sono mostrati resilienti. Il sentiment è stato sostenuto da risultati solidi registrati nel primo trimestre 2026 dalle banche europee. In particolare, le prospettive per il margine di interesse beneficiano di livelli di rendimento più elevati, mentre gli indicatori di qualità dell'attivo continuano a evidenziare un quadro robusto. La domanda degli investitori per le nuove emissioni sul mercato primario resta elevata, nonostante i rischi geopolitici, con libri ordini solidi per le nuove emissioni bancarie. Inoltre, il successo nelle operazioni di raccolta sul mercato dei capitali da parte degli operatori del private credit ha contribuito a ridurre le preoccupazioni legate al rischio di liquidità di questa asset class, sostenendo ulteriormente il sentiment sul credito bancario.

GRAFICO 2.3: LE PERDITE ATTESE SUI CREDITI BANCARI RESTANO CONTENUTE

LE STIME DI CONSENSO PER LE RETTIFICHE SU CREDITI DELLE BANCHE NEL 2026 E 2027 RESTANO STABILI



Nota: Il grafico mostra le rettifiche su crediti (effettive e stime di consenso) aggregati delle banche quotate incluse nell'indice STOXX 600 Banks.

Fonte: Moody's, Bloomberg, The Investment Institute di UniCredit

Cambi

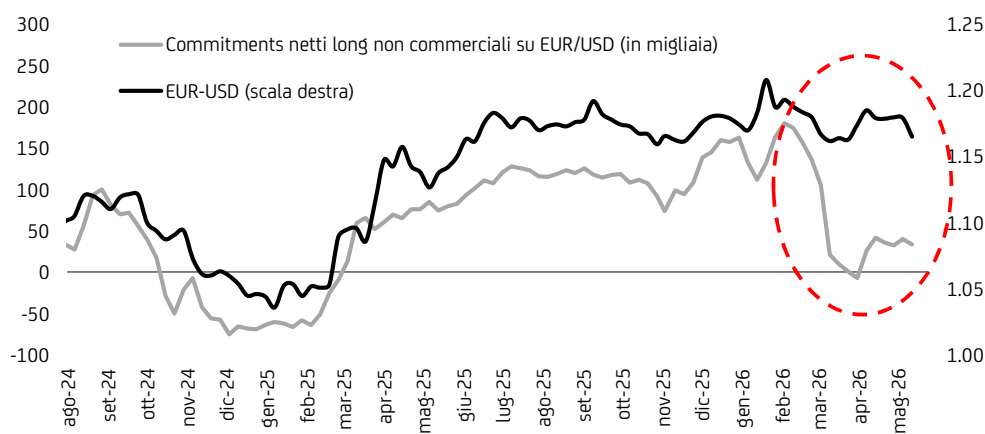
EUR/USD: Medio Oriente e inflazione continuano a guidare il mercato

Le prospettive per l'EUR/USD non sono cambiate in modo significativo: la crisi in Medio Oriente continua a rappresentare il driver principale e gli investitori difficilmente usciranno dall'attuale fase di stallo, anche alla luce della mancanza di progressi concreti. Anche un semplice accordo preliminare tra Stati Uniti e Iran, che potrebbe aprire la strada a una ripresa dei negoziati formali a breve termine, appare al momento poco probabile. L'impasse potrebbe quindi protrarsi più a lungo rispetto alle attese di mercato. Inoltre, i timori legati a una possibile mancata riapertura dello Stretto di Hormuz continuano a pesare sul sentiment del mercato dei cambi. Il rischio di un aumento del premio per l'inflazione sui Treasury potrebbe contribuire a sostenere il dollaro rispetto alle principali valute.

Nelle ultime settimane, tuttavia, gli investitori si sono limitati a ridurre le posizioni nette lunghe sull'EUR/USD, senza tornare in territorio short. Come evidenziato dal posizionamento non commerciale sull'IMM (CFTC), nella settimana conclusa il 22 maggio le posizioni nette lunghe sono scese a 33,5 mila contratti dai 40,2 mila di inizio mese. Si tratta di un aggiustamento contenuto se si considera che il cambio è sceso da circa 1,1790 a 1,1590 nello stesso periodo. L'EUR/USD continua a scambiare sopra 1,16 dopo il fallito tentativo di consolidare sopra 1,18, confermando la difficoltà nel rompere il range di negoziazione tra il massimo di 1,2078 e il minimo di 1,1412 registrati da inizio anno.

Manteniamo una visione moderatamente positiva sull'EUR/USD, assumendo un graduale allentamento delle tensioni in Medio Oriente, che priverebbe il dollaro del suo ruolo di valuta rifugio. Con il venir meno del premio per il rischio geopolitico, l'attenzione dei mercati potrebbe tornare a focalizzarsi sull'incertezza legata alle politiche economiche dell'amministrazione Trump. In questo contesto, le aspettative sui tassi potrebbero diventare più rilevanti: i forward indicano attualmente circa due rialzi della BCE, in linea con il nostro scenario di base, rispetto a uno della Fed entro dicembre. Continuiamo tuttavia a prevedere un taglio dei tassi negli Stati Uniti entro fine anno, uno scenario che potrebbe sostenere l'euro. Inoltre, non si può escludere che l'amministrazione statunitense possa favorire verbalmente un dollaro più debole in vista delle elezioni di midterm, per sostenere le esportazioni. Nel complesso, un eventuale recupero dell'EUR/USD potrebbe riportare il cambio verso la parte alta del range di riferimento compreso tra 1,15 e 1,20.

GRAFICO 2.4: EUR/USD: IL MERCATO RESTA SBILANCIATO AL RIALZO, NON AL RIBASSO
EUR/USD E POSIZIONI NON COMMERCIALI SULL'IMM



Fonte: LSEG, The Investment Institute di UniCredit

Materie prime

Petrolio greggio

Quasi 80 Paesi hanno introdotto misure per sostenere le proprie economie, mentre il conflitto in Iran continua a mettere sotto pressione i mercati energetici globali, che sono particolarmente attenti agli sviluppi riguardanti la situazione dello Stretto di Hormuz. La domanda di petrolio supera attualmente l'offerta, determinando un progressivo calo delle scorte. Le riserve strategiche hanno contribuito a mitigare gli effetti nel breve periodo, ma le condizioni di mercato restano tese, soprattutto nel comparto dei prodotti raffinati.

Nel breve termine è probabile che la volatilità dei prezzi rimanga elevata, sebbene alcuni segnali di progresso nei negoziati per un cessate il fuoco e le prospettive di riapertura dello stretto abbiano iniziato a ridurre i rischi immediati al rialzo. Tuttavia, il mercato del petrolio è destinato a rimanere in tensione per il resto dell'anno. Nel nostro scenario centrale, ipotizziamo una ripresa almeno parziale dei flussi, con prezzi attesi in progressivo calo verso circa 90 dollari al barile entro fine anno, un'ipotesi già in parte incorporata dalle aspettative di mercato. In uno scenario più avverso, un prolungato blocco delle esportazioni dal Golfo potrebbe tuttavia spingere i prezzi significativamente al rialzo.

Gas naturale

Il prezzo del gas naturale europeo (TTF) resta altamente volatile e dovrebbe mantenersi su livelli elevati anche in caso di riapertura dello Stretto di Hormuz, a causa dei danni alle infrastrutture del gas durante il conflitto. Il TTF si è recentemente attestato intorno ai 50 euro per MWh, ma risulta sottovalutato rispetto al Brent, soprattutto per effetto del forte calo delle importazioni di GNL in Asia dall'inizio del conflitto. Il livello attuale dei prezzi appare relativamente contenuto anche alla luce del lento avvio della stagione di riempimento degli stoccaggi europei, che a fine maggio 2026 si collocavano intorno al 40%, ben al di sotto della media stagionale.

Inoltre, un'estate particolarmente calda in Asia potrebbe intensificare la domanda di GNL, aumentando la competizione sul mercato spot. Le pressioni al rialzo sui prezzi del gas europeo sono quindi destinate ad aumentare, anche perché le esportazioni di gas da Qatar ed Emirati Arabi Uniti – che rappresentano circa il 20% dell'offerta globale di GNL – restano in larga parte bloccate. Ciò sta progressivamente riducendo il surplus previsto a inizio anno e potrebbe sostenere ulteriormente i prezzi fino a una risoluzione del conflitto.

Oro

Il prezzo dell'oro si è recentemente stabilizzato in un intervallo compreso tra 4.400 e 4.700 dollari l'oncia, consolidando sotto i massimi precedenti. Le tensioni geopolitiche in Medio Oriente e le aspettative di tassi statunitensi più elevati hanno sostenuto i rendimenti reali e il dollaro, attenuando nel breve termine la dinamica del metallo prezioso. Allo stesso tempo, i ribassi sono stati limitati e l'oro continua a mantenersi ben al di sopra dei livelli di inizio anno, a indicare una domanda sottostante ancora robusta.

Guardando avanti, nel breve periodo la direzione dei prezzi sarà probabilmente guidata dalle aspettative sui tassi di interesse e dall'andamento del dollaro. Nel medio-lungo termine, tuttavia, il quadro resta favorevole: la crescente frammentazione geopolitica, l'elevato livello di debito globale e la domanda delle banche centrali per la diversificazione delle riserve rappresentano solidi fattori di supporto strutturale. Di conseguenza, pur in presenza di una volatilità elevata nel breve termine, le prospettive per l'oro restano positive su orizzonti temporali più lunghi.



Tabelle di previsione

Previsioni di UniCredit

STIME DI PIL, INFLAZIONE E SALDO DI BILANCIO

	PIL reale (% A/A)			Inflazione (% A/A)			Saldo di bilancio (% del PIL)		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Globale	3.2	3.1	3.2	-	-	-	-	-	-
Stati Uniti	2.1	2.3	2.0	2.7	3.5	2.6	-7.4	-7.9	-8.0
Eurozona	1.5	0.8	1.1	2.1	3.1	2.3	-2.9	-3.7	-3.6
Germania	0.2*	0.9*	1.6*	2.2	2.7	2.3	-2.7	-4.3	-4.3
Francia	0.9	0.7	1.0	0.9	2.0	1.6	-5.1	-5.0	-4.6
Italia	0.7	0.5	0.6	1.5	3.1	2.1	-3.1	-2.9	-2.8
Spagna	2.8	2.3	1.6	2.7	3.3	2.6	-2.4	-2.1	-2.2
Regno Unito	1.3	0.6	1.0	3.4	3.3	2.2	-4.5	-3.8	-3.5
Cina	5.0	4.6	4.2	-0.2	1.2	1.1	-7.9	-8.2	-8.4
Giappone	1.0	0.8	0.8	3.0	2.1	2.0	-3.1	-4.0	-3.8
India	7.6	6.5	6.5	2.1	4.7	4.0	-7.4	-7.4	-7.3

Fonte: The Investment Institute di UniCredit

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

BANCHE CENTRALI

	Attuale	3T26	4T26	1T27	2T27	3T27
Fed	3.75	3.75	3.75	3.50	3.50	3.50
BCE	2.00	2.50	2.50	2.50	2.50	2.25
BOE	3.75	3.75	3.50	3.25	3.00	2.75
BoJ	0.75	1.00	1.25	1.25	1.25	1.50
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

	01.06.26	3T26	4T26	1T27
Eurozona				
Depo rate	2.00	2.50	2.50	2.50
3M Euribor	2.28	2.52	2.55	2.55
2Y Schatz	2.63	2.65	2.60	2.50
10Y Bund	3.00	3.10	3.00	3.00
2Y EUR swap	2.82	2.85	2.75	2.65
10Y EUR swap	3.04	3.15	3.05	3.05
10Y swap-Bund spread	4	5	5	5
2Y BTP	2.79	2.85	2.80	2.70
10Y BTP	3.74	3.90	3.80	3.80
10Y BTP-Bund spread	74	80	80	80
Stati Uniti				
Fed fund rate	3.75	3.75	3.50	3.50
3M OIS SOFR	3.65	3.60	3.42	3.42
2Y UST	4.03	3.75	3.65	3.65
10Y UST	4.45	4.40	4.40	4.50
10Y UST-Bund spread	145	130	140	150

TASSI DI CAMBIO

	01.06.26	3T26	4T26	1T27
EUR-USD	1.16	1.18	1.19	1.20
USD-JPY	159	154	152	150
EUR-JPY	185	182	181	180
GBP-USD	1.34	1.33	1.32	1.32
EUR-GBP	0.87	0.89	0.90	0.91
USD-CNY	6.77	6.85	6.80	6.78
EUR-CNY	7.87	8.08	8.09	8.14

Fonte: Bloomberg, The Investment Institute di UniCredit

ATTIVITA' RISCHIOSE

	01.06.26	2T26	4T26
Petrolio			
Brent USD/bbl.	95	100	90
Azioni			
Euro STOXX 50	6,035	6,100	6,400
STOXX Europe 600	621	630	660
DAX	25,003	25,500	26,500
MSCI Italy	126	128	135
S&P 500	7,600	7,500	7,800
Nasdaq 100	30,514	30,000	32,000
Credito corporate			
iBoxx Non-Financials Senior	72	90	95
iBoxx Banks Senior	68	85	90
iBoxx High Yield NFI	265	325	350

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

Per tabelle dettagliate delle previsioni clicca sui seguenti link:

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



Andamento dei principali indicatori finanziari

Da	01.06.21	01.06.22	01.06.23	01.06.24	01.06.25	01.06.21	01.01.26
A	01.06.22	01.06.23	01.06.24	01.06.25	01.06.26	01.06.26	01.06.26

INDICI AZIONARI (RENDIMENTO TOTALE, IN %)

MSCI World (in USD)	-5.3	4.5	24.1	15.1	28.0	80.0	10.7
MSCI Mercati emergenti (in USD)	-21.1	-6.9	12.5	12.7	55.1	47.1	25.7
MSCI Stati Uniti (in USD)	-2.9	4.6	27.1	14.9	29.3	90.2	11.1
MSCI Europa (in EUR)	2.0	7.7	17.4	9.5	17.4	66.3	8.0
MSCI AC Asia Pacifico (in USD)	-17.6	-2.8	13.9	13.5	45.5	51.5	23.0
STOXX Europe 600 (in EUR)	0.6	7.2	17.6	9.8	17.6	64.5	8.0
DAX 40 (Germania, in EUR)	-7.9	10.6	16.7	29.7	4.6	62.8	2.5
MSCI Italia (in EUR)	-0.5	15.8	38.2	23.4	26.8	150.5	10.8
ATX (Austria, in EUR)	-0.6	-3.5	27.3	26.9	43.4	124.0	17.7
SMI (Svizzera, in CHF)	3.4	1.4	9.7	6.2	14.2	38.9	5.1
S&P 500 (Stati Uniti, in USD)	-1.0	4.7	26.9	14.4	29.8	93.8	11.3
Nikkei (Giappone, in JPY)	-2.9	16.1	25.9	1.7	77.8	153.4	32.7
CSI 300 (Cina, in Yuan)	-22.1	-4.6	-3.6	10.4	30.9	4.1	6.2

INDICI OBBLIGAZIONARI (RENDIMENTO TOTALE, IN %)

Titoli di Stato USA a 10 anni (in USD)	-9.8	-2.2	-3.3	5.7	4.3	-6.6	-0.6
Bund tedeschi a 10 anni (in EUR)	-11.4	-6.7	-0.5	3.8	-0.2	-14.9	0.8
Titoli di Stato in EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-10.9	-5.8	1.8	5.1	0.6	-9.8	0.8
Obbligazioni societarie EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-9.5	-2.8	5.1	6.5	2.3	0.7	0.8

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

Obbligazioni di Stato USA 10Y (in USD)	132	67	89	-17	5	284	29
Bund tedeschi 10Y (in EUR)	136	108	37	-13	39	309	8
Obbligazioni di Stato in EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	148	117	20	-26	38	299	10
Obbligazioni societarie in EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	213	141	-23	-61	36	307	18

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

Dollaro USA (EUR-USD)	-12.4	-0.1	1.4	4.8	2.7	-4.6	-0.9
Sterlina britannica (EUR-GBP)	-1.3	0.8	-0.5	-1.2	3.1	0.8	-0.6
Franco svizzero (EUR-SFR)	-6.2	-5.6	0.9	-4.8	-2.5	-17.0	-2.2
Yen giapponese (EUR-JPY)	3.5	7.6	14.3	-3.9	13.8	38.6	0.7

MATERIE PRIME (VARIAZIONE, IN %)

Indice delle materie prime (GSCI, in USD)	-3.7	7.1	16.9	38.6	37.4	131.5	5.0
Metalli industriali (GSCI, in USD)	6.0	-17.8	16.6	-9.3	42.3	32.8	14.6
Oro (in USD per oncia fine)	-2.9	7.3	17.8	40.1	39.8	140.9	6.2
Petrolio greggio (Brent, in USD per barile)	65.5	-36.2	10.1	-22.7	44.0	32.0	51.2

Fonte: Refinitiv Datastream, The Investment Institute di UniCredit (al 1 giugno 2026)

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



**UniCredit S.p.A.**

The Investment Institute by UniCredit

**Indirizzo**

Piazza Gae Aulenti, 4, 20154 Milano

**Email**

the-investment-institute@unicredit.eu

Pagina web

www.the-investment-institute.unicredit.eu

DIRIGENTI DELL'ISTITUTO

Manuela D'Onofrio, Chair

Fabio Petti, Co-Chair

Edoardo Campanella,
Director and Chief Editor

GENERATORI DI IDEE

Tullia Bucco

Alessandro Caviglia,
CIO, Italy

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Loredana Maria Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Erik Haubold,
CIO, Germany

Tobias Keller

Stefan Kolek

Roberto Mialich

Martin Mayer,
CIO, Austria

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Marco Valli,
Head of Macroeconomic
Analysis

Daniel Vernazza

REDATTORI RESPONSABILI

Chiara Silvestre

Michael Teig

PRODUZIONE

Ingo Heimig

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

Matthew Stevenson

Till Welzel

Avvisi Legali

Glossario

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

Questa è una comunicazione di marketing

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

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

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

Il Gruppo UniCredit non potrà in alcun modo essere ritenuto responsabile per fatti e/o danni che possano derivare a chiunque dall'utilizzo del presente documento, tra cui, a mero titolo esemplificativo, danni per perdite, mancato guadagno o risparmio non realizzato. I contenuti della pubblicazione – comprensivi di dati, notizie, informazioni, immagini, grafici, disegni, marchi e nomi a dominio – sono di proprietà del Gruppo UniCredit se non diversamente indicato, coperti da copyright e dalla normativa in materia di proprietà industriale. Non è concessa alcuna licenza né diritto d'uso e pertanto non è consentito riprodurre i contenuti, in tutto o in parte, su alcun supporto, copiarli, pubblicarli e utilizzarli a scopo commerciale senza. IT 25/1

Le informazioni e i dati contenuti in questo documento sono aggiornati al 1 giugno 2026.