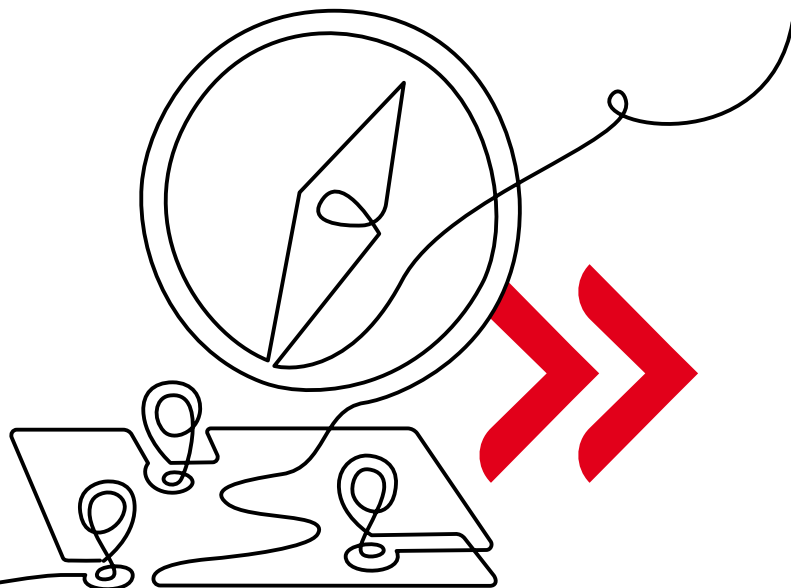


# The Compass Checkpoint

31 Ottobre 2025



## Il boom dell'intelligenza artificiale

Nel 1987, il premio Nobel Robert Solow osservò con ironia: "Si può vedere l'era dei computer ovunque, tranne che nelle statistiche sulla produttività." L'adozione di una nuova tecnologia di portata generale richiede infatti tempo: le imprese devono adattare i propri processi per poterne sfruttare appieno il potenziale. Allo stesso modo, mentre l'intelligenza artificiale (IA) sta rapidamente diventando un assistente di fiducia nella vita quotidiana, è ancora troppo presto per coglierne gli effetti concreti nei dati sulla produttività.

Tuttavia, i massicci investimenti in data center necessari per supportare questa tecnologia stanno già emergendo nei numeri di crescita del PIL. Quest'anno, le principali Big Tech statunitensi hanno stanziato circa 400 miliardi di dollari per la costruzione di nuovi data center. Senza questo impulso, l'economia americana avrebbe registrato una crescita minima negli ultimi trimestri. Secondo le nostre stime, gli investimenti legati all'IA hanno contribuito per quasi il 70% alla crescita del PIL degli Stati Uniti nella prima metà del 2025.

Questa fase, tuttavia, non è una nuova bolla dot-com. All'epoca, molte società erano semplici start-up con buone idee di business ma senza prodotti concreti. Oggi, le cosiddette "Magnifiche 7" sono aziende mature, con ampie riserve di liquidità e solide capacità di generazione di utili. Anche se le valutazioni del settore tecnologico restano elevate, non appaiono eccessive: al picco della bolla internet, nel marzo 2000, il rapporto P/E prospettico a 12 mesi del Nasdaq 100 superava quota 60x, mentre oggi si attesta intorno a 27x.

Ciò detto, è opportuno mantenere un approccio prudente, poiché non mancano potenziali rischi. Accordi circolari tra sviluppatori di modelli di IA, fornitori di capacità computazionale e produttori di chip stanno sostenendo i prezzi dei titoli tecnologici, aumentando il rischio sistemico legato all'IA. Al contempo, le imprese statunitensi sono impegnate in una corsa verso l'intelligenza artificiale generale (AGI) – una forma di IA dotata di capacità cognitive paragonabili a quelle umane – senza alcuna garanzia di successo.

Esiste inoltre il rischio concreto che l'approccio attuale non sia quello vincente. La Cina, ad esempio, sta sviluppando modelli di IA – come DeepSeek – che richiedono molta meno potenza di calcolo (e quindi meno data center) rispetto a quelli statunitensi. Inoltre, Pechino è più concentrata sulle applicazioni pratiche dell'IA che sul raggiungimento dell'AGI. Questa strategia potrebbe tradursi in un incremento più immediato della produttività, capace di offrire un vantaggio competitivo duraturo, soprattutto se l'AGI dovesse rivelarsi irraggiungibile o di breve durata.

**Manuela D'Onofrio**  
Presidente,  
The Investment Institute

**Fabio Petti**  
Co-presidente,  
The Investment Institute

**Edoardo Campanella**  
Direttore e caporedattore,  
The Investment Institute

### IL PUNTO DI VISTA DEI CIO 2

Allocazione delle attività

### STORIE MACRO 3

#### FOCUS 1:

Impatto dell'IA sulla crescita del PIL statunitense nel breve periodo

### MARKET STORIES 5

Cosa sta succedendo nel mercato?

- Azioni
- Reddito fisso
- Cambi
- Materie prime

#### FOCUS 2:

Troppo entusiasmo per l'IA?

### TABELLE DI PREVISIONE 14



# Il punto di vista dei CIO

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

Nelle ultime settimane si sono registrati due sviluppi significativi sui mercati dei capitali: una performance complessivamente positiva (in particolare per azioni e oro) e un aumento della volatilità (anch'esso concentrato in particolare su azioni e oro). Questo andamento conferma i due elementi centrali della nostra più recente analisi: la dinamica di mercato resta positiva, ma persistono fattori di rischio rilevanti. La solidità dei mercati azionari si fonda su prospettive macroeconomiche complessivamente favorevoli per Europa e Stati Uniti nei prossimi trimestri. Una crescita economica moderata dovrebbe tradursi anche in un miglioramento degli utili societari.

Il quadro dei rischi, tuttavia, riflette diversi elementi: **1.** un raffreddamento del mercato del lavoro statunitense, che offre alla Fed un margine di manovra per avviare tagli dei tassi di interesse; **2.** un aumento dei dazi all'importazione negli Stati Uniti, con possibili effetti inflazionistici sui consumatori e pressioni sui costi per le imprese, fattore che potrebbe limitare la portata dell'allentamento monetario; **3.** le rinnovate tensioni commerciali con la Cina, legate alle restrizioni sulle esportazioni di terre rare, nonostante alcuni recenti progressi verso un accordo di principio; **4.** i dubbi sulla stabilità di lungo periodo del dollaro statunitense e sul ruolo di "bene rifugio" dei Treasury – a causa dell'espansione del debito pubblico e del possibile aumento dell'influenza politica sulla politica monetaria americana. Quest'ultimo aspetto ha sostenuto la domanda di oro e metalli preziosi, sebbene le prese di profitto recenti abbiano provocato un temporaneo arretramento dei prezzi. In Europa, permangono rischi rilevanti legati all'incertezza politica in Francia, alle deboli prospettive di investimento in Germania e alla dipendenza dalle materie prime critiche provenienti dalla Cina.

Alla luce di questi elementi, manteniamo una posizione neutrale sulle azioni, con una propensione positiva nel medio termine, soprattutto rispetto ai titoli di Stato, che continuiamo a sottopesare. Riteniamo poco interessanti i governativi europei, penalizzati da rendimenti contenuti dopo la fine del ciclo di tagli della BCE e da scarse prospettive di rivalutazione dei prezzi. Per quanto riguarda i Treasury statunitensi, vediamo rischi di rialzo dei rendimenti dovuti alla crescita del debito pubblico, nonostante i futuri tagli dei tassi di interesse da parte della Fed, oltre a un'esposizione valutaria in dollari non trascurabile. Nel comparto del reddito fisso, privilegiamo le obbligazioni dei mercati emergenti, mentre manteniamo un posizionamento neutrale sulle obbligazioni corporate. In sintesi, il nostro approccio riflette la convinzione che le azioni continuino a rappresentare un pilastro centrale in un portafoglio bilanciato, consentendo di partecipare al potenziale di crescita dei mercati senza un incremento eccessivo del rischio complessivo.

## ALLOCAZIONE DELLE ATTIVITÀ

LA NOSTRA VISIONE DI INVESTIMENTO SULLE ASSET CLASS

	SOTTOPESO	NEUTRALE	SOVRAPPESO
<b>Azioni globali</b>		●	
Azioni USA		●	
Azioni Europa		●	
Azioni del Pacifico (mercati sviluppati <sup>1</sup> )		●	
Azioni mercati emergenti		●	
<b>Obbligazioni globali</b>		●	
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)			●
<b>Mercati monetari</b>		●	
<b>Alternativi</b>		●	
<b>Materie prime</b>		●	
Petrolio		●	
Oro		●	

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



## 1 BCE ferma

Nell'area euro, la BCE mantiene un approccio attendista. Durante la riunione di settembre, la soglia per un'ulteriore riduzione dei tassi di interesse è stata innalzata, poiché la BCE ha mostrato minori preoccupazioni riguardo all'andamento dell'attività economica. Tuttavia, leggendo tra le righe della comunicazione ufficiale, emerge una divisione all'interno del Consiglio direttivo circa il bilanciamento dei rischi per le prospettive di inflazione. Prevediamo che il tasso sui depositi rimarrà al 2% nel prossimo futuro, anche se i rischi appaiono orientati verso un ultimo taglio dei tassi di interesse nei prossimi due trimestri. Con l'impatto negativo dei dazi ormai evidente, il progressivo indebolimento del mercato del lavoro, la sovrabbondanza di offerta nel mercato petrolifero e la deviazione dei flussi commerciali cinesi verso l'Europa, aumenta il rischio che la BCE non riesca a centrare il proprio obiettivo di inflazione nel medio termine. Nelle previsioni di settembre, la BCE stimava già un'inflazione leggermente inferiore al 2% sia nel 2026 che nel 2027. Le nuove proiezioni macroeconomiche, attese per dicembre, offriranno indicazioni più chiare sulla possibilità che questa dinamica di sottoperformance inflazionistica possa intensificarsi ulteriormente.

## 2 La Fed probabilmente farà una pausa

Nella riunione del 29 ottobre, la Fed ha ridotto di ulteriori 25 punti base l'intervallo obiettivo per il tasso sui federal funds, portandolo al 3,75-4,00%. Ha inoltre annunciato che interromperà il quantitative tightening a dicembre. Durante la conferenza stampa, il Presidente Jerome Powell ha adottato un tono decisamente hawkish, respingendo le aspettative dei mercati finanziari di un nuovo taglio dei tassi di interesse a dicembre. Nel nostro scenario di base, la Fed resterà in pausa fino a metà del 2026. Prevediamo un solo taglio dei tassi di interesse il prossimo anno, meno di quanto scontino i mercati. Ci attendiamo un moderato rialzo dell'inflazione, una ripresa delle assunzioni e un'attività economica complessivamente solida, sostenuta da una minore incertezza di policy e dagli stimoli fiscali previsti dal One Big Beautiful Bill Act. Le pressioni politiche sulla Fed probabilmente resteranno forti, ma riteniamo che ricorsi legali e altri vincoli impediranno al Presidente Trump di esercitare un'influenza decisiva sulla politica monetaria, sia attraverso cambiamenti di personale sia attraverso altri mezzi.

## 3 Accordo commerciale Stati Uniti-Cina: stabilizzazione nel breve periodo, decoupling nel lungo termine

Durante l'incontro del 30 ottobre in Corea del Sud, il Presidente Trump e il leader cinese Xi Jinping hanno delineato un'intesa annuale che potrebbe evolvere in un accordo commerciale più ampio. Finché i termini scritti non saranno pubblicati, resta una tregua provvisoria più che una pace duratura. Gli Stati Uniti dimezzeranno dal 20% al 10% il dazio sui beni cinesi legato al fentanyl, mentre Pechino rafforzerà i controlli sui precursori chimici, sospenderà per un anno le restrizioni all'export di terre rare e amplierà gli acquisti agricoli. Il pacchetto offre un sollievo marginale ma non un punto di svolta: i dazi restano ben superiori ai livelli pre-guerra commerciale e le concessioni cinesi sono temporanee. Nel breve termine, l'accordo stabilizza il commercio globale e guadagna tempo per diversificare le catene di approvvigionamento. Nel lungo periodo, però, la frattura strategica tra Washington e Pechino rimane, con tensioni irrisolte su tecnologia, semiconduttori e geopolitica: la traiettoria resta quella di un decoupling strutturale più che di un ritorno all'ordine pre-Trump 2.0.



# Impatto dell'IA sulla crescita del PIL statunitense nel breve periodo

Autori: Daniel Richard Vernazza

Negli Stati Uniti, gli investimenti legati all'IA stanno registrando una forte accelerazione. Nella prima metà del 2025, gli investimenti reali delle imprese in attrezzature per l'elaborazione delle informazioni sono aumentati del 35% su base annualizzata, mentre quelli in software sono cresciuti del 23%. Queste due categorie – entrambe riconducibili all'IA – rappresentano circa il 30% degli investimenti complessivi delle imprese, ma hanno contribuito per l'intero aumento degli investimenti aziendali nella prima metà dell'anno.

Alcuni analisti hanno sottolineato che, considerando il peso del 4% di queste due voci nel PIL, esse avrebbero contribuito per 1,1 punti percentuali alla crescita del PIL reale, pari all'1,6% su base annualizzata nel primo semestre 2025, ovvero oltre il 70% della crescita complessiva.

Questa però è una valutazione semplificata. Una parte rilevante di tali investimenti riguarda infatti i beni importati. Le importazioni di prodotti legati all'IA sono aumentate in modo significativo nella prima metà del 2025, anche per effetto dell'anticipo degli acquisti in vista di dazi più elevati. Ad esempio, le importazioni statunitensi di unità di elaborazione digitale sono cresciute di oltre il 400% su base annualizzata nello stesso periodo. Poiché le importazioni non rappresentano produzione interna, esse sottraggono crescita al PIL.

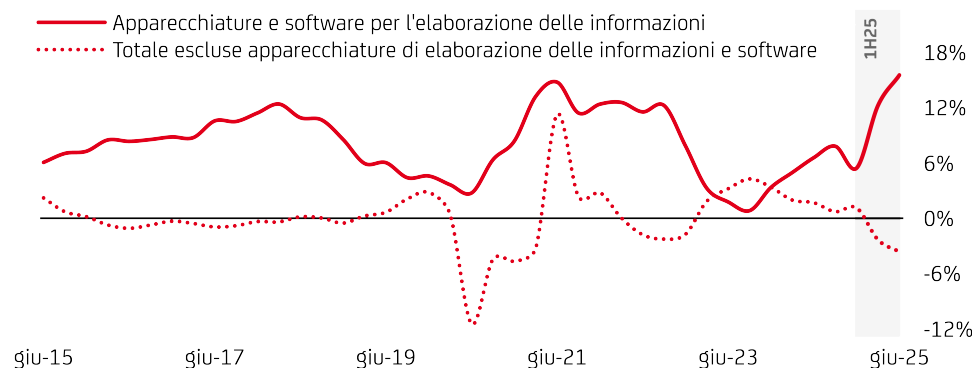
Anche tenendo conto di questo effetto, il boom degli investimenti in IA sta comunque sostenendo la crescita economica degli Stati Uniti. Esso potrebbe inoltre contribuire a spiegare la resilienza dell'attività economica, nonostante la recente debolezza del mercato del lavoro. La produttività del lavoro (misurata come PIL reale per ora lavorata) è cresciuta sensibilmente negli ultimi mesi, probabilmente anche perché molte imprese stanno sostituendo le assunzioni con investimenti in IA, in un contesto di minore immigrazione. Il Beige Book di ottobre ha fornito un riscontro aneddotico a questa interpretazione, segnalando che "un numero crescente di datori di lavoro ha ridotto gli organici tramite licenziamenti o mancato turnover, citando una domanda più debole, elevata incertezza economica e, in alcuni casi, maggiori investimenti in tecnologie di IA".

Pur ritenendo che l'IA avrà un impatto positivo sulla produttività nel lungo periodo, restiamo scettici sul fatto che gli investimenti recenti stiano già generando un miglioramento strutturale. La produttività tende infatti a essere altamente volatile nel breve periodo, e la storia delle rivoluzioni tecnologiche mostra che servono anni prima che gli effetti sulla produttività si manifestino pienamente, man mano che la tecnologia trova applicazioni diffuse e genera esternalità positive.

Pertanto, attribuiamo maggiore importanza alla debolezza temporanea dell'occupazione, ritenendo che le assunzioni possano riprendersi gradualmente con la riduzione dell'incertezza politica – o man mano che le imprese imparano a convivere. Nel frattempo, condizioni finanziarie accomodanti e gli incentivi previsti dal One Big Beautiful Bill Act, approvato a inizio luglio, dovrebbero sostenere investimenti e domanda aggregata.

## GRAFICO 1.1: BOOM DEGLI INVESTIMENTI STATUNITENSIS NELL'IA

INVESTIMENTI FISSI REALI, % A/A



Fonte: BEA, The Investment Institute by UniCredit



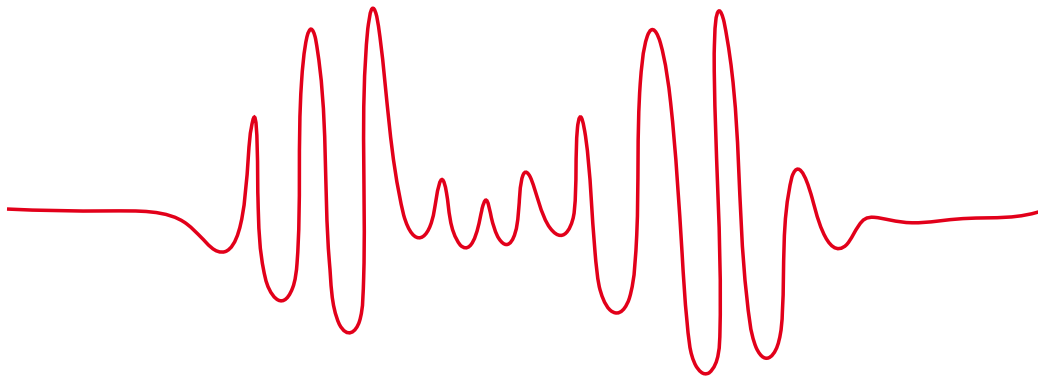


# Storie di Mercato

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

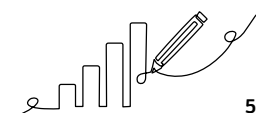
## Il “rumore” ...

Lo shutdown del governo statunitense e il rinnovato aumento delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina hanno contribuito a mantenere elevati i livelli di incertezza economica e geopolitica. Le aspettative degli investitori su un allentamento monetario da parte della Fed restano ottimistiche, sostenute anche dai dati sull'inflazione statunitense di settembre, e dal rendimento del Treasury decennale che si mantiene intorno al 4%. Anche i rendimenti dei titoli di Stato europei (EGB) risultano inferiori rispetto a un mese fa. Dopo una pausa temporanea, il rally azionario è ripartito, favorito da una nuova stagione di utili robusta, che ha spinto gli indici statunitensi su nuovi massimi storici. Sul mercato valutario, il dollaro statunitense ha recuperato parte del terreno perso rispetto alle principali valute.



## ... e il segnale

I mercati sono ora alla ricerca di maggiore chiarezza sull'impatto effettivo dei nuovi dazi sulle economie globali e sulle prossime mosse della Fed. Il prolungamento dello shutdown governativo statunitense e la conseguente assenza di alcuni dati macroeconomici rendono più difficile interpretare il contesto. Se i dati statunitensi, in particolare quelli sul mercato del lavoro, non dovessero mostrare un marcato peggioramento, è probabile che i mercati ridimensionino lievemente le aspettative di ulteriori tagli dei tassi da parte della Fed. Ciò potrebbe determinare una correzione al rialzo dei rendimenti obbligazionari governativi. Il quadro per i mercati azionari rimane complessivamente positivo, sostenuto dalla crescita degli utili, che continua a rappresentare il principale fattore di supporto. Tuttavia, l'aumento dei tassi di insolvenza e le recenti dichiarazioni di default negli Stati Uniti hanno riportato l'attenzione sul mercato del credito. Pur non ritenendo che tale rischio sia sistemico, ci aspettiamo un moderato ampliamento degli spread creditizi dagli attuali livelli compressi. Per quanto riguarda le materie prime, prevediamo che il prezzo del petrolio si mantenga stabile, intrappolato tra l'effetto delle sanzioni statunitensi e l'eccesso di offerta globale. Dopo un rally eccezionale, l'oro ha perso parte del suo slancio; tuttavia, i fattori strutturali favorevoli restano intatti e dovrebbero mantenere il prezzo al di sopra dei 4.000 USD/oncia nei prossimi mesi.



# Azioni

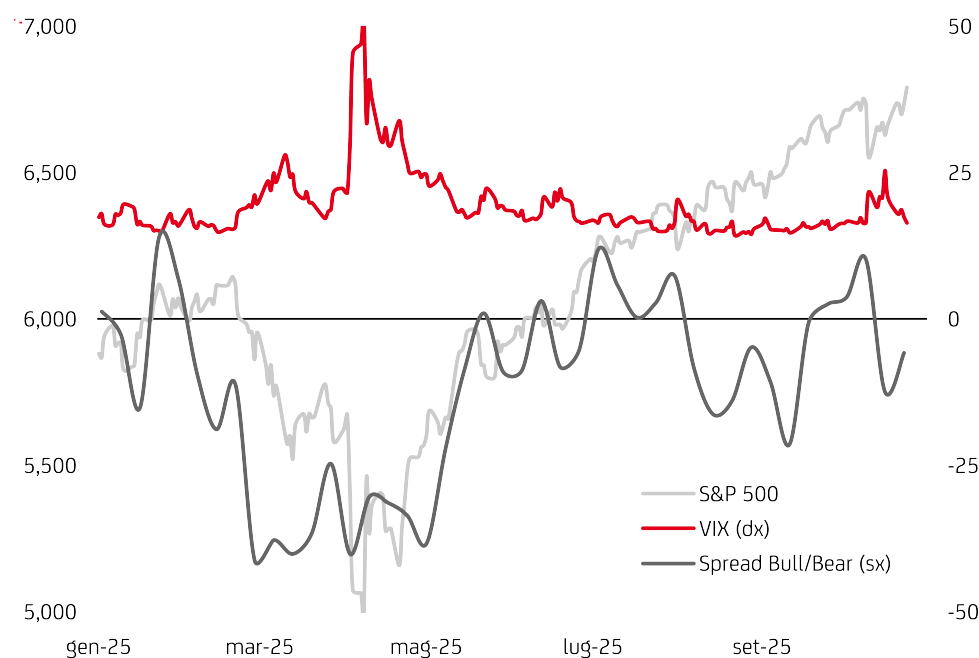
## Azioni stabili nonostante la volatilità di ottobre

I mercati azionari globali sono entrati nel quarto trimestre del 2025 con un mix di resilienza e cautela. Dopo il forte rally estivo, gli indici hanno registrato oscillazioni frequenti nelle ultime settimane, a ricordare che anche in un contesto strutturalmente favorevole, la volatilità resta un elemento costante. L'instabilità recente è stata alimentata in gran parte dalle rinnovate tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina e dalle preoccupazioni legate a tre eventi di credito che hanno coinvolto le banche regionali statunitensi, riaccendendo l'incertezza degli investitori. Nonostante ciò, il nuovo massimo storico dell'S&P 500 a fine ottobre conferma la solidità sottostante del mercato e la fiducia nella traiettoria economica e degli utili.

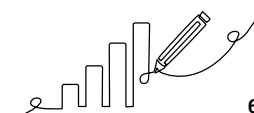
Per quanto riguarda le **azioni statunitensi**, l'S&P 500 ha toccato un nuovo massimo storico di chiusura il 24 ottobre. Due settimane prima aveva subito un calo giornaliero di quasi il 3%, il più marcato dal 10 aprile, quando i mercati erano stati scossi dal "Liberation Day" di Trump. Il ribasso era stato innescato dal ritorno delle tensioni commerciali con la Cina e da toni politici particolarmente aggressivi da entrambe le parti. Tuttavia, il movimento correttivo è durato poco: gli investitori hanno rapidamente ricalibrato le aspettative, sostenuti da una solida stagione di utili del terzo trimestre, segnali accomodanti da parte della Fed e da un ammorbidimento del linguaggio politico dopo le minacce tariffarie iniziali. Finora, circa l'87% delle società dell'S&P 500 che hanno pubblicato i risultati ha superato le attese sugli utili, ben al di sopra della media decennale del 75%. I settori finanziario e tecnologico continuano a trainare il rialzo. L'indice segna un +15% da inizio anno, sostenuto da un contesto macroeconomico favorevole negli Stati Uniti. Le valutazioni, seppur elevate, restano ben inferiori ai livelli estremi della bolla dot-com, quando l'entusiasmo degli investitori aveva superato di gran lunga la realtà degli utili.

### GRAFICO 2.1: OSCILLAZIONI DEL SENTIMENT IN UN CONTESTO DI AUMENTO DELLA VOLATILITA'

LO SPREAD AAIL BULL-BEAR DIVENTA NEGATIVO MENTRE IL VIX SALE DI POCO SOPRA QUOTA 25



Fonte: AAIL, LSEG, Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

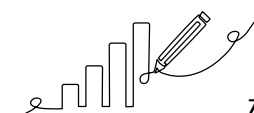


Il sentiment degli investitori è migliorato costantemente da metà settembre, come evidenziato dallo spread AAI Bull-Bear, salito al 10,2% il 9 ottobre, il massimo da inizio luglio. Il successivo calo a -12,4% della settimana seguente ha segnalato un ritorno della cautela, ma il successivo rimbalzo indicava un progressivo recupero di fiducia (vedere il grafico 2.1). Anche l'indice di volatilità (VIX) ha rispecchiato questa fragilità latente: dopo essere salito oltre quota 25 il 16 ottobre, è poi rientrato (vedere il grafico 2.1), riflettendo un parziale ritorno della calma. Nonostante il calo, il VIX resta lievemente sopra la media mobile a 50 giorni, segnalando che sussiste ancora un'elevata percezione del rischio. Il mercato si è ristretto di nuovo grazie alla performance dominante delle azioni large-cap growth e ciò ha sollevato dubbi sulla sostenibilità del rally e ha aumentato il rischio di volatilità di breve periodo.

Le **azioni europee** hanno mostrato maggiore stabilità nelle ultime settimane. L'Euro STOXX 50 rimane vicino ai massimi storici, sostenuto dal miglioramento dei dati macroeconomici e dall'ottimismo degli investitori verso i programmi di spesa infrastrutturale pubblica. Da inizio anno, l'indice segna un +16%. La crescita degli utili resta disomogenea, riflettendo divergenze settoriali più che una debolezza diffusa. I settori orientati all'export, in particolare automotive e industriali, hanno sofferto per le tensioni commerciali e la volatilità valutaria, con il rafforzamento dell'euro che pesa sui ricavi in dollari. I settori domestici, invece, mostrano maggiore solidità: consumi, sanità, utility e finanziari continuano ad attirare flussi, sostenuti da una domanda interna stabile, politiche fiscali espansive e miglioramento delle condizioni del credito. Anche i titoli del lusso hanno fornito supporto, grazie ai risultati robusti dei principali player del settore. Una ripresa più dinamica degli utili dipenderà tuttavia da un allentamento delle tensioni commerciali e dal rafforzamento del ciclo macro, atteso nel 2026. Restano comunque fattori di rischio politico in Paesi chiave come la Francia, oltre a rischi geopolitici più ampi.

I **mercati emergenti** hanno proseguito il loro trend positivo anche a ottobre, estendendo la forte performance da inizio anno. L'indice MSCI EM è in rialzo di quasi 30% dall'inizio del 2025, superando ampiamente i mercati sviluppati. Il rally è stato sostenuto da utili solidi, indebolimento del dollaro statunitense e rotazione degli investitori verso regioni sottovalutate. L'Asia rimane il motore principale della crescita dei mercati emergenti, poiché beneficia degli investimenti legati all'IA e della demografia favorevole, anche se la divergenza regionale e i rischi geopolitici richiedono un approccio di investimento selettivo e disciplinato.

Nel complesso, manteniamo una visione costruttiva sulle **prospettive future dei mercati azionari**. Negli Stati Uniti, l'espansione economica in corso, il calo dei tassi e la resilienza degli utili dovrebbero sostenere ulteriori rialzi nel medio termine, anche se valutazioni elevate e incertezza politica potrebbero moderare il ritmo. Le previsioni di consenso stimano una crescita degli utili dell'S&P 500 del 15% nel 2026, ma il nostro scenario è più prudente, con una stima intorno all'11%. In Europa, una moderata crescita degli utili e dati macro in miglioramento dovrebbero fornire una base per progressi solidi delle azioni, con un incremento degli utili atteso attorno all'8% nel 2026. Ci aspettiamo che l'S&P 500 raggiunga 7.100 punti e l'Euro STOXX 50 salga a 5.750 punti entro metà 2026. Nei mercati emergenti, le condizioni macroeconomiche complessive restano ampiamente favorevoli.



# Reddito fisso

## Titoli di Stato: un rally fragile

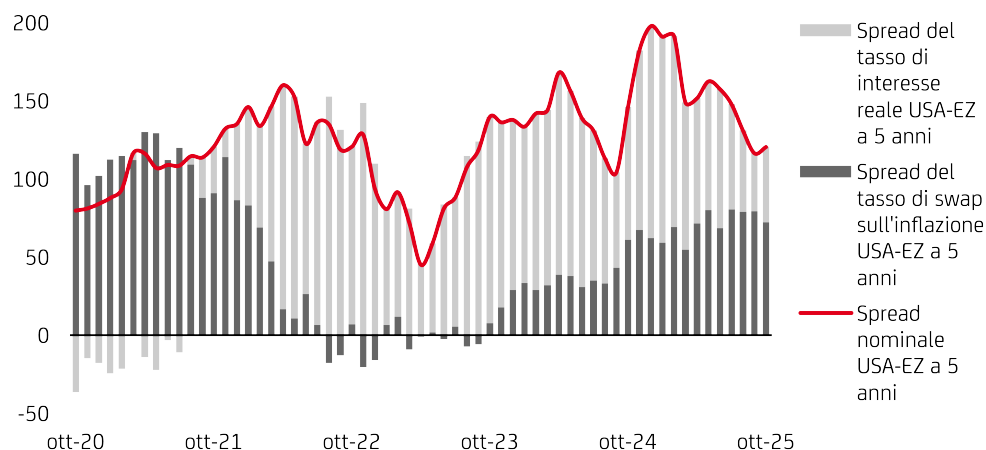
Negli ultimi tempi, i titoli di Stato globali hanno registrato un rally diffuso, sostenuto dal rinnovo delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina, dallo shutdown del governo statunitense (che ha comportato la sospensione della pubblicazione di diversi dati economici) e dalle preoccupazioni recenti sulle banche regionali americane. Le aspettative di mercato riguardo al ciclo di allentamento monetario della Fed sono diventate più accomodanti: i tassi forward OIS prezzano ora un tasso intorno al 3% entro la fine del 2026, mentre i rendimenti dei Treasury statunitensi sono circa 10 punti base più bassi rispetto a un mese fa.

Anche i rendimenti dei titoli di Stato dell'area euro (EGB) sono scesi, con un generale appiattimento delle curve. Il Bund decennale tedesco è calato di quasi 15 punti base, portandosi intorno al 2,60%. In Francia, il successo del Primo Ministro (riconfermato) nel raggiungere un accordo con il Partito Socialista sulla legge di bilancio 2026 ha favorito una ripresa dei titoli francesi, con lo spread OAT-Bund a 10 anni ristretto a circa 75 punti base. I BTP italiani sono rimasti ben sostenuti nelle ultime settimane, con lo spread BTP-Bund decennale stabilmente inferiore agli 80 punti base. La forte domanda retail per il nuovo BTP Valore conferma che questa categoria di investitori continua a mostrarsi disposta ad assorbire l'offerta sovrana italiana.

Negli ultimi mesi, gli spread dei tassi tra Stati Uniti ed Eurozona si sono ridotti sensibilmente. Lo spread tra i tassi OIS a 5 anni di Stati Uniti ed Eurozona si attesta ora intorno a 120 punti base, ossia 80 punti base in meno rispetto a inizio anno. I tassi swap d'inflazione sono diminuiti nelle ultime settimane, riflettendo il calo dei prezzi delle materie prime. Il differenziale tra Stati Uniti ed Eurozona è rimasto nel complesso stabile. Al contrario, il gap sui tassi reali si è ristretto significativamente, di quasi 100 punti base da inizio anno, e ora si colloca vicino a 50 punti base, il livello più basso dalla fine del 2021. A nostro avviso, ciò riflette le preoccupazioni sulla crescita economica statunitense e sull'impatto della guerra commerciale, nonché le divergenze nelle traiettorie di politica monetaria tra le due aree.

### GRAFICO 2.2: CHE COSA HA PORTATO AL CALO DELLO SPREAD DEI TASSI OIS DI STATI UNITI ED EUROZONA?

COMPONENTE REALE E ASPETTATIVE DI INFLAZIONE NEGLI STATI UNITI E IN EUROZONA



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Sebbene l'incertezza economica e geopolitica continui a rappresentare un terreno fertile per i titoli governativi, riteniamo che il rally attuale sia fragile e che aumenti dei rendimenti siano probabili nelle prossime settimane. Ci aspettiamo che i rendimenti dei Treasury statunitensi tornino a salire, sostenuti dalla resilienza dei dati economici americani, e che gli EGB seguano una tendenza analoga. Sul fronte delle curve dei rendimenti, prevediamo un moderato irripidimento delle curve europee, mentre negli Stati Uniti il movimento sarà probabilmente più parallelo lungo la curva.



## Credito corporate: nessun rischio sistemico in vista

In un contesto di crescenti preoccupazioni per il mercato del credito negli Stati Uniti, le obbligazioni societarie europee hanno mostrato un andamento eterogeneo nelle ultime settimane. Gli spread dei titoli investment grade non finanziari sono rimasti stabili, mentre quelli dei titoli finanziari e high yield si sono moderatamente ampliati. Le notizie riguardanti banche regionali statunitensi e società di credito auto in difficoltà – a seguito di inadempienze sui prestiti, frodi e azioni legali – hanno generato una certa preoccupazione tra gli investitori, pur senza provocare una reazione marcata del mercato. Come mostra il nostro grafico, il tasso di insolvenza sui prestiti auto negli Stati Uniti è aumentato bruscamente negli ultimi mesi, raggiungendo livelli mai registrati dal 2020 e prossimi a quelli osservati nel 2008-2009. Ciò riflette la riluttanza di famiglie e imprese a impegnarsi in spese discrezionali, complice il perdurare di tassi di interesse elevati.

Si teme che questi episodi non siano isolati, ma siano il segnale di un problema più ampio. Al momento, tuttavia, non riteniamo che la situazione abbia un carattere sistemico: i tassi di insolvenza in altri segmenti del mercato del credito statunitense – come il commercial real estate (CRE) e le carte di credito (si veda il grafico 2.3) – restano contenuti; inoltre, la liquidità di sistema rimane abbondante e il mercato si attende un allentamento della politica monetaria da parte della Fed nei prossimi mesi. I risultati del terzo trimestre 2025 delle principali banche statunitensi ed europee confermano un quadro stabile della qualità degli attivi, suggerendo che i casi recenti siano episodici e concentrati su modelli di business più rischiosi.

A rendere la situazione più complessa e opaca è la crescente quota di esposizioni creditizie trasferite dal sistema bancario tradizionale alle istituzioni finanziarie non bancarie (NBFIs). Questo fenomeno ha due implicazioni principali: **1.** le banche stanno fornendo finanziamenti ai fondi di private credit, che si espongono a prestiti più rischiosi e **2.** vi è il timore che le metriche della qualità del credito riportate dalle banche non riflettano pienamente il rischio effettivo dei loro portafogli di prestiti.

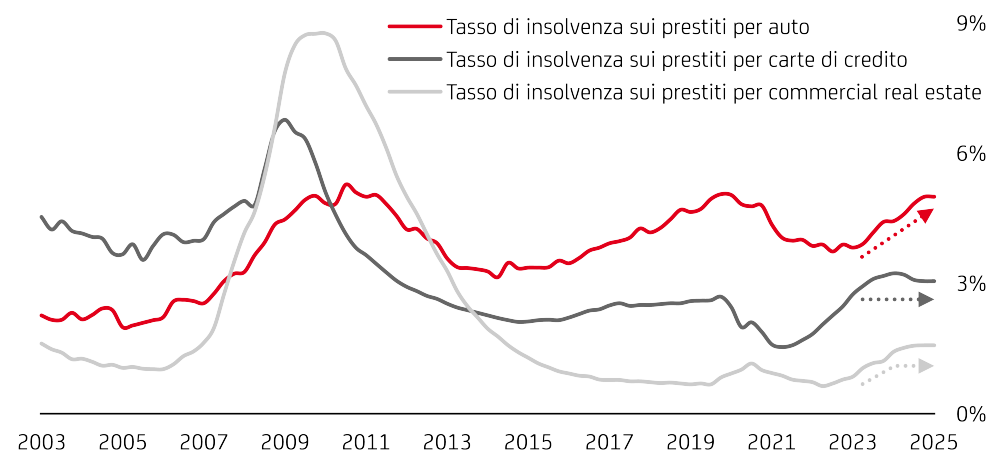
Nel complesso, considerata la solida qualità creditizia e in attesa di una conferma durante la prossima stagione degli utili, riteniamo che i titoli investment grade non finanziari dovrebbero mantenersi stabili. Al contrario, il credito a più alto beta — ossia high yield e debito subordinato — appare più vulnerabile a effetti di contagio.

Nel breve termine, prevediamo una moderata risalita degli spread sia per i titoli investment grade (IG) sia per quelli high yield (HY), pur ritenendo che il carry resterà la principale fonte di rendimento. È probabile che i titoli finanziari sottoperforino i non finanziari, qualora l'allargamento degli spread fosse guidato da crescenti timori su un cambio di fase del ciclo creditizio.

(Per ulteriori dettagli, si veda la tabella dedicata agli asset rischiosi e alle nostre previsioni sugli spread corporate.)

### GRAFICO 2.3: TASSI DI INSOLVENZA SUI PRESTITI PER AUTO, CARTE DI CREDITO, COMMERCIAL REAL ESTATE

IL TASSO DI INSOLVENZA SUI PRESTITI PER AUTO È SALITO MENTRE QUELLO SUL COMMERCIAL REAL ESTATE E CARTE DI CREDITO È RIMASTO CONTENUTO (IN %)



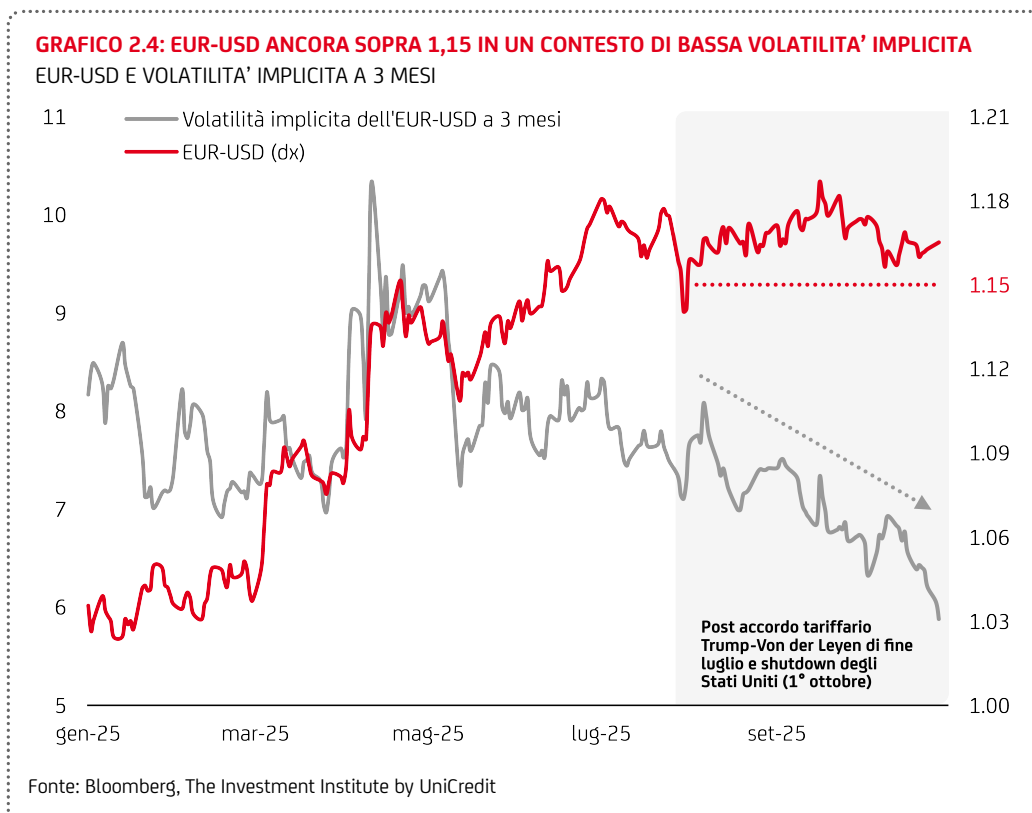
Fonte: FRED, Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

# Cambi

## EUR-USD: resiliente ma ancora in una fase di stallo

Sul mercato valutario, il cambio EUR-USD ha corretto dai massimi annuali di 1,1919, raggiunti dopo la riunione del FOMC di settembre, durante la quale la Fed ha tagliato i tassi di interesse di 25 punti base, portandoli al 4,00-4,25%. In assenza di nuovi fattori fondamentali a supporto del cambio – in gran parte a causa dello shutdown delle attività del governo statunitense – il rally dell'EUR-USD si è al momento arrestato. La moneta comune è stata peraltro penalizzata anche dal rafforzamento indiretto dell'USD-JPY (cosiddetto effetto “spillover”), a sua volta provocato dai recenti sviluppi politici in Giappone. Infatti, l'EUR-USD ha mostrato nuovamente una certa resilienza, con le pressioni ribassiste che si sono attenuate poco sotto quota 1,1550. Tuttavia, il cambio rischia di restare intrappolato in una fase di stallo appena sopra 1,16, nonostante il presidente della Fed, Jerome Powell, abbia lasciato aperta la possibilità di ulteriori misure espansive. Non sorprende quindi che la volatilità implicita resti contenuta, soprattutto se confrontata con l'impennata registrata dopo il cosiddetto “Liberation Day” di aprile, come mostra il grafico sottostante. Il relativo tasso di risk-reversal è tornato leggermente sopra lo zero, segnalando che il mercato rimane cauto nel proiettare un proseguimento del rimbalzo dell'EUR-USD.

Manteniamo una visione moderatamente rialzista sull'EUR-USD, alla luce dell'ulteriore allentamento atteso da parte della Fed, con la BCE che dovrebbe nel frattempo mantenere i tassi invariati al 2,00%. Inoltre, l'andamento dei prezzi continua a indicare che gli investitori vedono ogni fase di correzione dell'EUR-USD come un'opportunità di acquisto sui ribassi, piuttosto che l'inizio di una inversione di tendenza. Detto ciò, la nostra previsione di un cambio a 1,20 entro fine anno appare più difficile da raggiungere e richiederebbe una serie di dati deboli dagli Stati Uniti, in particolare dal mercato del lavoro, per fornire ulteriore slancio all'EUR-USD. In caso contrario, è probabile che l'EUR-USD continui a consolidare intorno ai livelli attuali.



# Materie prime

## Petrolio greggio

I mercati petroliferi restano intrappolati tra narrazioni contrastanti e visibilità limitata. L'Agenzia Internazionale dell'Energia (AIE) prevede ancora un ampio surplus di offerta, pari a circa 2,3 milioni di barili al giorno (mb/g) nel 2025 e fino a 4 mb/g nel 2026, mentre l'OPEC+ continua a stimare un mercato sostanzialmente bilanciato. Dall'aprile scorso, l'OPEC+ ha progressivamente aumentato la produzione, riducendo i tagli volontari introdotti a fine 2023 e proseguendo nella strategia di recupero delle quote di mercato. Il recente rimbalzo del Brent dai minimi toccati in precedenza riflette le crescenti preoccupazioni del mercato per gli effetti delle sanzioni statunitensi contro la Russia. Queste misure hanno indotto le compagnie petrolifere statali cinesi a sospendere gli acquisti di greggio russo, mentre le raffinerie indiane, tra i principali acquirenti di petrolio russo via mare, intendono ridurre drasticamente i volumi, secondo fonti di settore. Ciò aumenta il rischio di un inasprimento delle condizioni di offerta nel caso in cui altri acquirenti non riescano ad assorbire i volumi di greggio dirottati, con un possibile sostegno aggiuntivo ai prezzi. Tuttavia, l'accumulo di scorte e gli indicatori di domanda debole suggeriscono limitati margini di rialzo nel breve termine. Un eccesso di offerta dovrebbe mantenere i prezzi moderati per tutto il 2026, salvo un improvviso aumento della domanda o un cambio di rotta significativo della politica OPEC+. Confermiamo quindi la nostra previsione di prezzo a 65 dollari al barile entro fine anno.

## Gas naturale

Le scorte europee di gas hanno raggiunto l'obiettivo – rivisto al ribasso – dell'80% prima della fine di settembre, attenuando le tensioni di mercato legate al difficile processo di ricostituzione delle riserve estive. Da allora, il TTF ha oscillato in una fascia ristretta tra 31 e 33 euro/MWh. Nonostante un quadro di offerta a breve termine più rassicurante, riteniamo che i rischi di rialzo dei prezzi prevalgano su quelli di ribasso, nel caso in cui l'inverno risultasse più rigido del previsto o si verificasse una riacutizzazione delle tensioni geopolitiche legate a Russia o Medio Oriente. Prevediamo una dinamica dei prezzi stabile nel quarto trimestre 2025, in linea con le attuali prospettive di domanda e offerta, e confermiamo la nostra previsione di circa 33 euro/MWh a fine anno. Nel 2026, ci attendiamo un leggero calo medio dei prezzi del TTF, in un intervallo compreso tra 30 e 35 euro/MWh, grazie al significativo incremento dell'offerta globale, soprattutto da Qatar e Stati Uniti. Tuttavia, non prevediamo un ribasso più marcato dei prezzi del TTF, poiché l'Europa potrebbe terminare la stagione di riscaldamento 2025-26 con livelli di scorte inferiori rispetto all'anno precedente, data la minore disponibilità iniziale. In sintesi, le prospettive per il gas naturale appaiono più stabili, ma la volatilità potenziale rimane elevata in presenza di scorte ancora relativamente basse.

## Oro

Il prezzo dell'oro ha recentemente corretto dai massimi storici, scendendo di quasi 6% fino a circa 4.000 dollari l'oncia, dopo aver sfiorato 4.400 dollari a inizio mese. Nonostante la flessione, il metallo prezioso resta in rialzo di circa il 50% dall'inizio dell'anno, sostenuto da preoccupazioni fiscali negli Stati Uniti, forti acquisti da parte delle banche centrali e attese di ulteriori tagli dei tassi di interesse da parte della Fed. Riteniamo che la recente debolezza rifletta realizzazioni di profitto, il rafforzamento del dollaro e un parziale allentamento delle tensioni geopolitiche dopo i progressi nei negoziati commerciali tra Stati Uniti e Cina. I flussi verso gli ETF sull'oro restano sostenuti, assorbendo una quota rilevante dell'offerta globale, mentre le banche centrali continuano a diversificare le riserve riducendo l'esposizione ai Treasury statunitensi. Sebbene nel breve periodo sia probabile una volatilità elevata per l'aggiustamento delle posizioni speculative, i fattori strutturali di supporto rimangono solidi. Manteniamo una visione costruttiva, prevedendo che il prezzo dell'oro si mantenga nel range 4.000-4.300 dollari l'oncia entro la fine del 2025.

# Troppo entusiasmo per l'IA?

Autori: Christian Stocker

Una recente ondata di accordi e partnership ha alimentato i timori che il boom dell'IA sia sostenuto da una rete strettamente interconnessa di operazioni commerciali.

- All'inizio di ottobre, Nvidia ha annunciato l'intenzione di investire fino a 100 miliardi di dollari in OpenAI per finanziare un imponente progetto di data center.
- In cambio, OpenAI si è impegnata a dotare tali infrastrutture di milioni di chip Nvidia – una scelta criticata per la sua natura circolare.
- Solo una settimana dopo, OpenAI ha siglato una partnership analoga con AMD.
- A metà ottobre, un consorzio di investitori – tra cui BlackRock, Microsoft e Nvidia – ha poi annunciato l'acquisizione di uno dei maggiori operatori globali di data center, con circa 80 impianti, per 40 miliardi di dollari, al fine di assicurarsi capacità di calcolo strategiche per lo sviluppo dell'IA.

Mai prima d'ora così tanto capitale era stato impiegato in così poco tempo in una tecnologia che, pur offrendo un potenziale enorme, resta in larga parte non collaudata come fonte stabile di profitto. Questa frenetica attività solleva nuovi interrogativi sul fatto che il boom dell'IA possa essere artificialmente sostenuto da meccanismi aziendali complessi e interdipendenti. A nostro avviso, l'attuale livello di concentrazione del settore rappresenta un fattore di rischio potenziale.

Le “Magnifiche 7” (le principali Big Tech statunitensi) pesano per il 35% sull'S&P 500, un dato che sottolinea l'importanza della diversificazione, pur riconoscendo che le società leader nel comparto tecnologico continuano a offrire opportunità d'investimento interessanti.

Il susseguirsi di nuovi sviluppi e la continua ascesa delle principali aziende nel settore dell'IA hanno portato molti investitori a chiedersi se la “storia dell'IA” non sia ormai sopravvalutata. Alcuni comportamenti di mercato ricordano bolle speculative del passato, con valutazioni assolute elevate, alta concentrazione, intensità di capitale crescente e pratiche di vendor financing (ovvero quando i fornitori offrono credito o finanziamenti ai clienti per acquistare i propri prodotti).

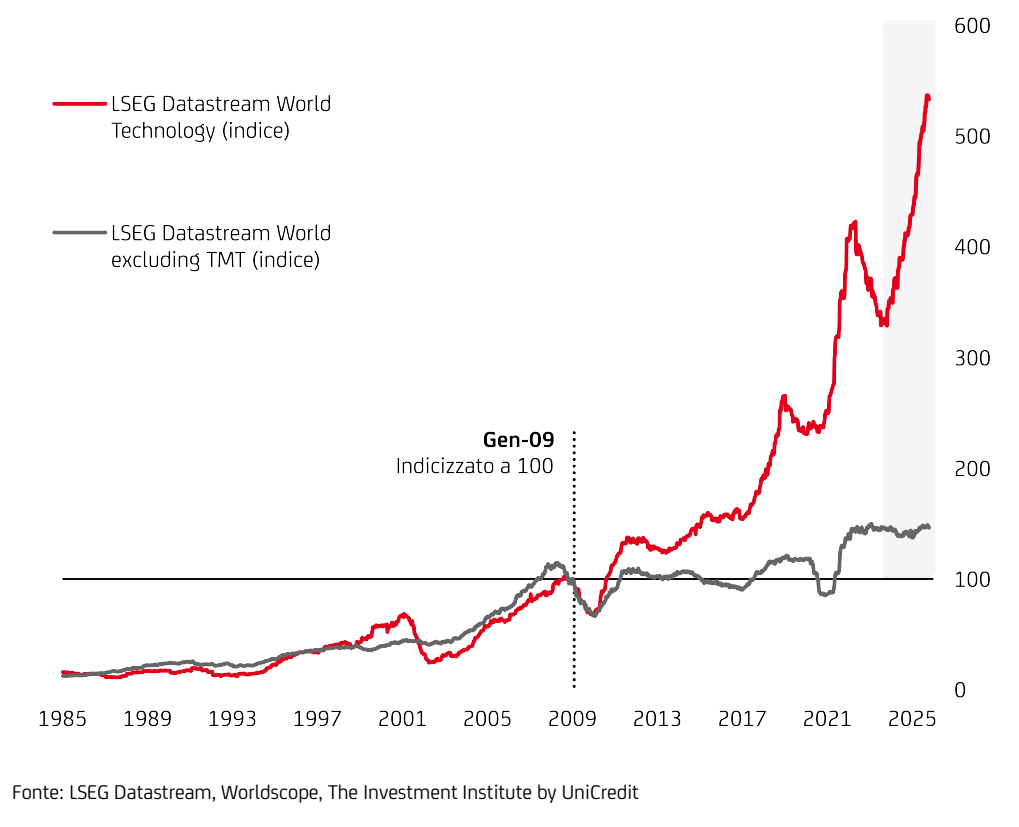
Tuttavia, riteniamo che il contesto tecnologico rimanga favorevole agli investimenti in capitale fisso (capex) per l'IA, per due motivi:

- Primo, le applicazioni di AI aumentano la produttività quando vengono adottate.
- Secondo, per sbloccare tali benefici di produttività è necessaria una potenza di calcolo significativa, poiché la dimensione dei modelli cresce più rapidamente del calo dei costi computazionali ed energetici.

Per valutare se i timori siano fondati, è utile considerare i fondamentali attuali. Finora, le aziende tecnologiche più importanti sono state guidate da una crescita degli utili forte e sostenuta, piuttosto che da speculazioni irrazionali sulla crescita futura.

Dall'inizio del boom dell'IA nel 2023, gli utili delle società statunitensi legate all'IA sono aumentati del 130% (con un margine di profitto netto vicino al 32%), mentre le tech globali hanno registrato una crescita del 51%, e da allora gli utili del mercato globale (escluse le aziende del settore TMT) sono rimasti pressoché invariati.

**GRAFICO 2.5: GLI UTILI DEL SETTORE TECH BRILLANO, MOSTRANDO UNO SVILUPPO STRAORDINARIO**  
EPS FINANZIARIO 12M (USD), INDICIZZATO A 100 A GENNAIO 2009



Questo forte slancio degli utili è stato il motore principale dei recenti rialzi di prezzo. Pur essendo un segnale positivo, poiché riflette fondamentali solidi, ciò suggerisce anche che il rally dipende fortemente dal proseguimento della performance degli utili. Attualmente, la maggior parte dei mercati azionari scambia a multipli superiori alla media storica, ma questo aumento delle valutazioni è stato ampiamente sostenuto da una redditività sottostante robusta e da un elevato ritorno sul capitale proprio.

Più che una bolla speculativa nel settore tecnologico o dell'IA, tali tendenze riflettono condizioni macroeconomiche più ampie: la transizione verso una politica monetaria più accomodante dopo un periodo di tassi di interesse elevati, livelli di risparmio globali elevati, e un ciclo economico prolungato. Questi fattori hanno contribuito a creare un contesto favorevole alla rivalutazione degli asset rischiosi. Sebbene queste valutazioni elevate rendano i mercati più vulnerabili a una correzione in caso di indebolimento della fiducia nella crescita economica, è improbabile che un eventuale calo sia innescato esclusivamente da un crollo del settore tecnologico.



# Tabelle di previsione

## Previsioni Unicredit

### STIME DI PIL, INFLAZIONE E SALDO DI BILANCIO GOVERNATIVO

	PIL reale (% a/a)			Prezzi al consumo (% a/a)			Saldo di bilancio governativo (in % del PIL)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
<b>Globale</b>	<b>3.3</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>						
<b>Stati Uniti</b>	<b>2.8</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	<b>2.9</b>	<b>2.8</b>	<b>3.0</b>	<b>-7.3</b>	<b>-6.7</b>	<b>-7.7</b>
<b>Eurozona</b>	<b>0.9</b>	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>	<b>2.4</b>	<b>2.1</b>	<b>1.8</b>	<b>-3.1</b>	<b>-3.5</b>	<b>-3.4</b>
Germania	-0.5*	0.1*	1.3*	2.2	2.1	1.7	-2.7	-3.0	-3.3
Francia	1.2	0.7	0.9	2.0	1.0	1.2	-5.8	-5.4	-5.0
Italia	0.5	0.5	0.8	1.0	1.7	1.6	-3.4	-3.2	-2.9
Spagna	3.4	2.8	1.9	2.9	2.7	2.2	-3.2	-2.5	-2.3
<b>Regno Unito</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>	<b>1.1</b>	<b>2.5</b>	<b>3.3</b>	<b>2.1</b>	<b>-5.7</b>	<b>-4.5</b>	<b>-3.8</b>
<b>Cina</b>	<b>5.0</b>	<b>4.8</b>	<b>4.1</b>	<b>0.6</b>	<b>0.9</b>	<b>1.8</b>	<b>-7.4</b>	<b>-7.6</b>	<b>-7.7</b>
<b>Giappone</b>	<b>0.2</b>	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>	<b>2.7</b>	<b>2.8</b>	<b>1.9</b>	<b>-3.5</b>	<b>-3.4</b>	<b>-3.0</b>
<b>India</b>	<b>7.0</b>	<b>6.5</b>	<b>6.5</b>	<b>4.4</b>	<b>4.1</b>	<b>4.1</b>	<b>-7.8</b>	<b>-7.6</b>	<b>-7.4</b>

Fonte: The Investment Institute by UniCredit

\* Dati non aggiustati per gli effetti di calendario. Con aggiustamento per i giorni lavorativi:  
-0.5% (2024), 0.2% (2025) e 1.0% (2026)

### BANCHE CENTRALI

	Attuale	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
<b>Federal Reserve</b>	4.00	4.00	4.00	3.75	3.75	3.75
<b>Banca Centrale Europea</b>	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
Banca d'Inghilterra	4.00	3.75	3.50	3.25	3.00	2.75
Banca del Giappone	0.50	0.75	1.00	1.00	1.00	1.00
Banca Centrale di Svezia	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
Banca Centrale di Norvegia	4.00	3.75	3.50	3.50	3.50	3.50

Fonte: The Investment Institute by UniCredit

Nota: I dati sono di fine periodo



## TASSI DI INTERESSE

	30.10.25	4Q25	1Q26	2Q26
<b>Eurozona</b>				
Depo rate	2.00	2.00	2.00	2.00
3M Euribor	2.05	2.00	2.00	2.00
2Y Schatz	2.00	2.05	2.10	2.10
10Y Bund	2.66	2.75	2.80	2.85
2Y EUR swap	2.15	2.20	2.25	2.25
10Y EUR swap	2.66	2.75	2.85	2.90
10Y Bund-swap spread	0	0	5	5
2Y BTP	2.19	2.25	2.30	2.30
10Y BTP	3.42	3.65	3.70	3.75
10Y BTP-Bund spread	76	90	90	90
<b>Stati Uniti</b>				
Fed fund rate	4.00	4.00	4.00	3.75
3M OIS SOFR	3.89	3.85	3.81	3.60
2Y UST	3.61	3.75	3.70	3.70
10Y UST	4.09	4.40	4.40	4.40
10Y UST-Bund spread	144	165	160	155

## TASSI DI CAMBIO

	30.10.25	4Q25	1Q26	2Q26
EUR-USD	1.16	1.20	1.20	1.21
USD-JPY	154	144	143	142
EUR-JPY	178	173	172	172
GBP-USD	1.32	1.33	1.32	1.32
EUR-GBP	0.88	0.90	0.91	0.92
USD-CNY	7.12	7.13	7.12	7.10
EUR-CNY	8.27	8.56	8.54	8.59

Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

## ATTIVITA' RISCHIOSE

	30.10.25	End-2025	Mid-2026
<b>Petrolio</b>			
Brent USD/bbl.	64.5	65	62.5
<b>Azionario</b>			
Euro STOXX 50	5,690	5,750	5,900
STOXX Europa 600	574	580	600
DAX	24,028	25,000	26,500
MSCI Italia	112	114	118
S&P 500	6,822	6,800	7,200
Nasdaq 100	23,581	26,000	27,000
<b>Credito corporate</b>			
iBoxx Non Finanziario Senior	73	95	90
iBoxx Banche Senior	67	95	87
iBoxx NFI ad alto rendimento	267	310	300

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

Per le tabelle di previsione dettagliate clicca sui seguenti link:

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



# Indici selezionati dei mercati finanziari

Da	29.10.20	29.10.21	29.10.22	29.10.23	29.10.24	29.10.20	01.01.25
A	29.10.21	29.10.22	29.10.23	29.10.24	29.10.25	29.10.25	29.10.25

## INDICI AZIONARI (RENDIMENTO TOTALE, IN %)

MSCI World (in USD)	39.5	-17.8	10.6	37.4	21.1	111.5	21.1
MSCI Emerging Markets (in USD)	15.6	-31.6	10.3	26.9	28.1	45.8	35.0
MSCI US (in USD)	41.4	-15.7	9.9	42.4	20.1	123.3	18.5
MSCI Europe (in EUR)	42.9	-9.4	8.5	23.6	14.4	98.7	16.6
MSCI AC Asia Pacifico (in USD)	15.6	-29.8	13.4	26.5	26.0	49.8	29.6
STOXX Europe 600 (in EUR)	42.9	-10.8	8.2	24.1	14.8	96.5	16.8
DAX 40 (Germania, in EUR)	35.3	-15.6	11.2	32.4	23.9	108.7	21.2
MSCI Italia (in EUR)	53.2	-10.9	27.2	35.6	30.1	207.1	32.0
ATX (Austria, in EUR)	87.8	-18.5	9.6	23.7	36.2	182.4	33.5
SMI (Svizzera, in CHF)	30.5	-8.8	-0.5	20.4	5.0	49.1	9.6
S&P 500 (Stati Uniti, in USD)	41.2	-13.8	10.0	42.0	19.7	126.9	18.4
Nikkei (Giappone, in JPY)	25.9	-3.9	15.8	29.0	34.5	141.4	31.0
CSI 300 (Cina, in yuan)	4.7	-25.6	0.6	12.8	24.3	13.2	23.7

## INDICI OBBLIGAZIONARI (RENDIMENTO TOTALE, IN %)

Titoli di Stato USA a 10 anni (in USD)	-3.9	-17.5	-3.5	9.1	6.2	-11.7	7.7
Bund tedeschi a 10 anni (in EUR)	-4.7	-17.4	-4.1	6.7	0.5	-17.8	0.3
Titoli di Stato in EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-3.4	-16.4	-3.4	8.3	1.9	-12.5	1.3
Obbligazioni societarie EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	0.0	-15.2	3.2	9.4	4.3	0.5	3.5

## RENDIMENTI OBBLIGAZIONARI (VARIAZIONE IN PUNTI BASE = 0,01%)

Titoli di Stato USA a 10 anni (in USD)	72	244	89	-61	-21	327	-52
Bund tedeschi a 10 anni (in EUR)	54	224	82	-45	25	321	22
Titoli di Stato in EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	44	240	91	-67	18	309	18
Obbligazioni societarie EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	18	370	27	-118	-13	269	-11

## TASSO DI CAMBIO CON EURO (IN %)

Dollaro statunitense (EUR-USD)	-0.5	-14.2	5.0	1.6	8.0	-0.8	12.0
Sterlina britannica (EUR-GBP)	-6.6	2.1	0.3	-5.0	6.1	-2.9	6.2
Franco svizzero (EUR-SFR)	-0.7	-6.9	-4.5	-2.0	-1.0	-13.2	-1.4
Yen giapponese (EUR-JPY)	8.6	11.5	7.3	4.3	6.9	44.7	8.6

## MATERIE PRIME (IN %)

Indice delle materie prime (GSCI, in USD)	-5.5	-9.4	19.4	37.8	42.3	104.7	50.0
Metalli industriali (GSCI, in USD)	42.1	-17.8	-2.5	13.6	11.1	50.6	17.8
Oro (in USD per oncia fine)	-5.1	-8.9	19.1	38.5	44.4	112.4	52.3
Petrolio greggio (Brent, in USD al barile)	122.9	13.6	-6.7	-21.5	-8.6	65.5	-13.2

Fonte: Refinitiv Datastream, The Investment Institute by UniCredit (al 29 ottobre 2025)

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





**UniCredit S.p.A.**

The Investment Institute  
by UniCredit

**Indirizzo**

Piazza Gae Aulenti, 4  
20154 Milano

**E-mail**

[the-investment-institute@unicredit.eu](mailto:the-investment-institute@unicredit.eu)

**In-linea**

[www.the-investment-institute.unicredit.eu](http://www.the-investment-institute.unicredit.eu)

**DIRIGENTI DELL'ISTITUTO**

Manuela D'Onofrio, Presidente

Fabio Petti, Co-Presidente

Edoardo Campanella,  
Direttore e Direttore Editoriale

**GENERATORI DI IDEE**

Tullia Bucco

Alessandro Caviglia,  
CIO, Italia

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Loredana Maria Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Philip Gisdakis,  
CIO, Germania

Tobias Keller

Stefan Kolek

Elia Lattuga

Roberto Mialich

Emilio Orecchia

Oliver Prinz,  
CIO, Austria

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Leonardo Segato

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Marco Valli,  
Responsabile Analisi  
Macroeconomica

Daniel Vernazza

Carolina Wiskemann

**REDATTORI**

Chiara Silvestre

Stefan Kolek

**PRODUZIONE**

Ingo Heimig

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

Matthew Stevenson

Till Welzel

**DESIGN**

Isla Morgan

**MARKETING**

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Laura Cabrera Gálvez

Maik Dornheim

Ivana Milojević

Kim Steinsberger

# Avvisi Legali

## Glossario

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

## Questa è una comunicazione di marketing

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

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

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

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

IT 25/1

Le informazioni e i dati contenuti nel presente documento sono aggiornati al 30 ottobre 2025.