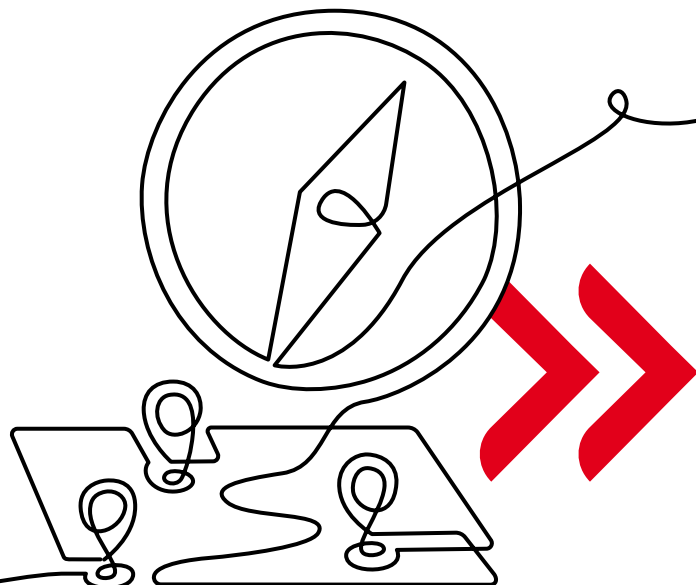


The Compass Checkpoint

24 settembre 2025



La Fed sotto attacco

Agosto tende ad essere un mese in cui i mercati finanziari sono molto volatili. La maggior parte delle crisi – dalla crisi russa del 1998, a quella dei subprime del 2007, fino alla crisi del debito sovrano dell'Eurozona del 2011 e al crollo del mercato azionario cinese del 2015 – è iniziata durante la pausa estiva, quando la liquidità è particolarmente ridotta. Quest'anno, invece, nonostante i numerosi fronti aperti dall'amministrazione Trump, il mese di agosto si è concluso senza troppi shock di mercato. I mercati hanno reagito positivamente all'allentamento delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e principali partner commerciali e alla speranza iniziale – poi svanita – di una rapida risoluzione del conflitto in Ucraina.

Settembre ha segnato un rinnovato aumento dell'incertezza. I fattori che hanno impattato sono: il tentativo della Casa Bianca di esercitare un maggiore controllo sul board della Fed, l'instabilità politica in Francia e in Giappone e un contesto macroeconomico particolarmente incerto nel Regno Unito. A questi elementi si aggiunge la crescente cooperazione tra i regimi autoritari (in particolare Cina e Russia).

Dal nostro punto di vista, la fonte di preoccupazione più immediata e rilevante per i mercati è il futuro della Fed. La Casa Bianca sta cercando apertamente di trasformare la banca centrale da istituzione tecnocratica a strumento puramente politico, assumendo il pieno controllo del FOMC, l'organo che decide i tassi di interesse.

Tenendo conto delle sfide legali a cui il Presidente Donald Trump potrebbe far fronte nel corso dell'attuazione della sua strategia, il nostro scenario di base prevede alcune interferenze politiche negli affari monetari della Fed, ma non la piena politicizzazione della banca centrale. Con l'ingresso di Stephen Miran, architetto della politica economica di Trump, nel consiglio della Fed, il dibattito all'interno del FOMC potrebbe assumere toni più politici.

In questo numero di *The Compass Checkpoint* analizziamo cosa potrebbe accadere se Trump dovesse assumere il pieno controllo della Fed, costringendola a tagliare i tassi di interesse di 300 punti base. Maggiore sarà il grado di politicizzazione della banca centrale, più grande sarà il rischio che gli Stati Uniti vengano trattati dagli investitori come un'economia emergente – con i rendimenti obbligazionari in rialzo e il dollaro in calo. Per i mercati azionari, invece, l'esito sarebbe più incerto. Nel frattempo, la BCE potrebbe trovarsi in una posizione scomoda, soprattutto se dovesse avere a che fare con un rafforzamento della valuta. Consideriamo la politicizzazione della Fed come uno scenario di coda, ma riteniamo utile esaminarlo per essere preparati ad ogni evenienza.

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:

Cosa accadrebbe se aumentasse la pressione politica sulla Fed

STORIE DI MERCATO 6

Cosa sta succedendo nel mercato?

- Azioni
- Reddito fisso
- Cambi
- Materie prime

Focus 1:

Ricostruzione dell'Ucraina: opportunità di investimento

TABELLE DI PREVISIONE 16



Il punto di vista dei CIO

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

Lo scenario di mercato – e di conseguenza il nostro posizionamento di investimento – è caratterizzato dalla tensione tra prospettive più deboli nel breve termine e una visione più costruttiva sul medio-lungo periodo. Nei prossimi trimestri, il rallentamento in atto dell'economia statunitense dovrebbe invertirsi, con una probabile accelerazione della crescita. Anche l'economia dell'Eurozona è attesa in ripresa l'anno prossimo, sostenuta dall'aumento degli investimenti e da stimoli fiscali, in particolare da parte della Germania. Tali aspettative si riflettono in solide previsioni di crescita degli utili per le società statunitensi ed europee nei prossimi dodici mesi.

Nel breve termine, tuttavia, i rischi continuano a pesare sui mercati. Il rallentamento dell'economia statunitense sta già incidendo sul mercato del lavoro, spingendo la Fed a riavviare il ciclo di tagli dei tassi di interesse. A questo si aggiungono gli effetti della guerra commerciale sull'inflazione statunitense e l'aumento del deficit federale. In Europa, nel frattempo, le conseguenze delle tariffe più elevate imposte dagli Stati Uniti e le incertezze politiche e fiscali in Francia stanno deteriorando il sentiment di breve termine. Inoltre, con la BCE probabilmente vicina alla fine del ciclo di tagli, gli impulsi positivi della politica monetaria per i mercati obbligazionari e azionari si stanno attenuando.

In questo contesto, riduciamo l'esposizione alle obbligazioni e raccomandiamo di accorciare la duration, spostando la preferenza dai bond (da sovrappeso a neutrale) al mercato monetario (da sottopeso a neutrale). I corporate bond europei restano solidi grazie a profili di credito robusti, ma portiamo la raccomandazione a neutrale (da sovrappeso). Per i titoli di Stato europei, assumiamo una posizione ancora più cauta, riducendo la raccomandazione a sottopeso, coerentemente con l'approccio più difensivo sul reddito fisso. Manteniamo invece una raccomandazione di sovrappeso sul debito dei mercati emergenti, dove continuiamo a vedere valore.

Sul fronte valutario, confermiamo un atteggiamento prudente verso il dollaro statunitense, per gestire il rischio legato a una Fed più politicizzata e meno indipendente. Per quanto riguarda le azioni, manteniamo un approccio neutrale: riteniamo infatti prematuro passare a sovrappeso a fronte dei vari fattori di rischio ancora presenti. Tuttavia, questa posizione neutrale garantisce grande flessibilità nel gestire la volatilità: potremo sfruttare eventuali fasi di debolezza dei mercati per aumentare l'esposizione a settori e titoli con buone prospettive.

ALLOCAZIONE DELLE ATTIVITÀ

LA NOSTRA VISIONE DI INVESTIMENTO SULLE ASSET CLASS

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

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



1 Aggiornamento sui dazi statunitensi

Nelle ultime settimane l'amministrazione statunitense è stata attiva nel concludere accordi commerciali con i propri partner. Questi accordi lasciano comunque i dazi statunitensi su livelli molto più alti rispetto all'inizio dell'anno (in media circa 15 punti percentuali in più, sulla base delle quote commerciali del 2024), seppur leggermente inferiori rispetto ai dazi "reciproci" annunciati all'inizio di aprile. Tali intese hanno contribuito a ridurre gli indicatori di incertezza legata alla politica commerciale. Tuttavia, la parte principale dei dazi di Trump – che include quelli introdotti tramite l'International Emergency Economic Powers Act (IEEPA) – è ora sotto esame, dopo che il 29 agosto la Corte d'appello federale degli Stati Uniti li ha dichiarati illegali. Il caso passerà ora alla Corte Suprema. Qualora la Corte Suprema dovesse pronunciarsi contro l'utilizzo dell'IEEPA per imporre dazi generalizzati, il governo statunitense potrebbe essere chiamato a rimborsare gli importatori americani per i dazi già versati. Il Presidente Trump dispone comunque di altre autorità esecutive per imporre dazi (tra cui la Section 232 del Trade Expansion Act del 1962 e la Section 301 del Trade Act del 1974). Sebbene questi strumenti presentino alcune limitazioni, ci aspettiamo che dazi più elevati restino una caratteristica persistente.

2 Sfide fiscali nel Regno Unito

Il governo britannico ha annunciato che l'Autumn Budget si terrà il 26 novembre. La scelta di una data così tardiva mira a guadagnare tempo nella speranza che i rendimenti dei gilt a lungo termine, attualmente al 5,5%, scendano entro allora. L'aumento dei rendimenti a lunga scadenza comporta infatti un aggravio dei costi per il servizio del debito pubblico (sebbene un fattore mitigante sia la relativamente lunga vita media del debito britannico) e rischia di comprimere gli investimenti del settore privato. Secondo le stime, il Cancelliere dello Scacchiere, Rachel Reeves, dovrà reperire fino a 30-50 miliardi di sterline (pari allo 0,9-1,5% del PIL) attraverso aumenti fiscali e tagli alla spesa, se vorrà rispettare le regole di bilancio: ossia raggiungere l'equilibrio del bilancio corrente (al netto degli investimenti) entro il 2029-30 e riportare in calo, nello stesso orizzonte temporale, il debito finanziario netto (le passività finanziarie nette del settore pubblico, attualmente all'83,9% del PIL). Gli investitori seguiranno con attenzione se Reeves riuscirà ad individuare delle misure credibili per centrare questi obiettivi senza soffocare la crescita economica.

3 La crisi politica in Francia

La crisi politica innescata dalla dissoluzione dell'Assemblea Nazionale nel 2024 si è aggravata quando il premier uscente, François Bayrou, ha indetto – prevedibilmente senza successo – un voto di fiducia prima dell'avvio dei negoziati sul bilancio 2026. I tentativi del Presidente Emmanuel Macron di costruire un ponte tra i partiti di centrodestra e centrosinistra moderati si sono rivelati fallimentari, aumentando le tensioni sulle istituzioni francesi in un contesto di crescente polarizzazione politica. Il nuovo primo ministro, Sébastien Lecornu, stretto alleato di Macron, si trova ora di fronte alla sfida imponente di costruire un consenso sul bilancio, il che potrebbe costringerlo a concessioni nei confronti delle opposizioni, con il rischio di annacquare le riforme di Macron e l'obiettivo di consolidamento fiscale. Anche qualora Lecornu riuscisse a fare approvare un bilancio (ipotesi che non rappresenta il nostro scenario di base), la legittimità del suo governo, priva di un mandato popolare diretto, limiterebbe comunque i margini di manovra, mentre il malcontento sociale – già evidente nelle proteste alle rotonde – con ogni probabilità persisterebbe. Solo nuove elezioni legislative, svolte in base a un sistema riformato e più proporzionale, potrebbero sbloccare lo stallo, a condizione che Macron accetti l'esito.



Cosa accadrebbe se aumentasse la pressione politica sulla Fed

Autori: Edoardo Campanella, Francesco Maria Di Bella, Roberto Mialich, Christian Stocker, Marco Valli, Daniel Richard Vernazza

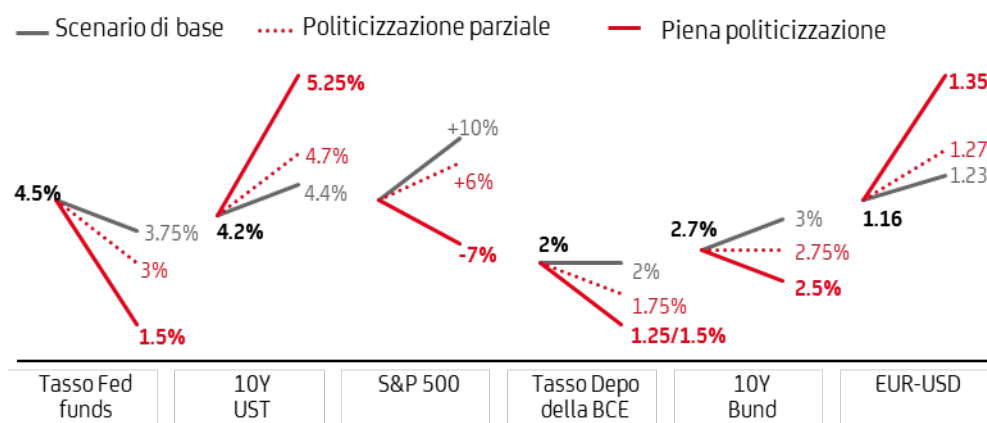
L'amministrazione Trump ha intensificato lo scontro con la Fed. Non si tratta più soltanto di puntare alla presidenza della banca centrale – ruolo che comunque diventerà vacante dal prossimo maggio – ma di ridisegnare l'intero organo decisionale. La rimozione della governatrice Lisa Cook (attualmente oggetto di un procedimento legale), se confermata, darebbe alla Casa Bianca **la maggioranza di 4 a 3** nel Consiglio dei Governatori della Fed, necessaria per nominare a febbraio i Presidenti delle Fed regionali e riempire così il FOMC (responsabile della politica dei tassi di interesse) con voci più accomodanti. Questa mossa sarebbe ben più significativa della semplice sostituzione di Jerome Powell con un Presidente compiacente: significherebbe trasformare la Fed in un attore politico.

Per comprendere meglio le implicazioni di una Fed politicizzata, **esaminiamo tre scenari**, ciascuno caratterizzato da un diverso grado di interferenza politica:

1. Scenario di base: negli ultimi mesi i dati economici statunitensi si sono indeboliti, in particolare sul fronte occupazionale. Tuttavia, la disoccupazione resta vicina al 4%, le condizioni finanziarie si sono allentate e le pressioni inflazionistiche restano elevate, destinate ad aumentare ulteriormente a causa dei dazi. In questo scenario, che presuppone l'incapacità dell'amministrazione Trump di ottenere la maggioranza del FOMC e il prevalere delle considerazioni macroeconomiche, ci aspettiamo un taglio dei tassi di 25 punti base quest'anno, al 4%, e un ulteriore taglio di 25 punti base nel 2026, al 3,75%.
2. Scenario di politicizzazione parziale: con la Casa Bianca in grado di esercitare maggiore influenza sulla banca centrale, la Fed riduce i tassi al 3% entro la fine del prossimo anno. A questo livello, il tasso dei federal funds si collocherebbe intorno al livello neutrale. Ciò sarebbe in linea con quanto attualmente prezzato dai mercati, sebbene le aspettative degli investitori sembrano riflettere più un deterioramento dei dati economici – maggiore di quanto stimiamo – che una politicizzazione della banca centrale.
3. Scenario di piena politicizzazione: la Fed porta i tassi all'1,50%, in linea con quanto auspicato da Trump, con la possibilità di un nuovo avvio del Quantitative Easing (QE). Una simile mossa non sarebbe giustificata dai fondamentali economici, ma rifletterebbe l'intenzione dell'amministrazione Trump di allentare le condizioni finanziarie per stimolare la crescita e finanziare il deficit pubblico statunitense.

GRAFICO 1.1: IMPATTO DI UNA FED POLITICA SUL MERCATO

TASSI DELLE BANCHE CENTRALI E MOVIMENTI DEL MERCATO NEI NOSTRI TRE SCENARI, ORA VS. 4Q26



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit



Nel nostro scenario di base, la **BCE** tiene il tasso di interesse sui depositi fermo al 2%, poiché i rischi sull'inflazione e la resilienza dell'economia limitano lo spazio per ulteriori allentamenti. Nello scenario di parziale politicizzazione, la BCE riduce il tasso di interesse sui depositi entro la fine del prossimo anno per evitare un eccessivo apprezzamento della valuta comune, che comporterebbe un irrigidimento delle condizioni finanziarie. Il terzo scenario, caratterizzato da un massiccio allentamento della Fed e dalla probabile turbolenza sui mercati, richiederebbe un intervento della BCE tramite tagli dei tassi di interesse. In tal caso, ci aspettiamo che il tasso di interesse sui depositi si collochi tra 1,25% e 1,50% entro la fine del 2026.

Sul fronte dei **cambi**, prevediamo un indebolimento del dollaro statunitense all'aumentare dei segnali di politicizzazione della Fed. Il nostro scenario di base sulla Fed resta meno aggressivo rispetto a quanto prezzato dai mercati, limitando il potenziale per un rialzo più sostenuto del cambio EUR-USD, che stimiamo a 1,23 entro la fine del 2026. Nonostante l'allentamento più moderato da parte della Fed, la lieve svalutazione del dollaro è anche dovuta al progressivo deterioramento della fiducia degli investitori nel dollaro come valuta rifugio. Nello scenario in cui la Fed taglia i tassi al 3%, prevediamo un apprezzamento del cambio EUR-USD fino all'1,27 entro la fine del 2026. Lo scenario di piena politicizzazione sarebbe percepito come una resa della Fed ai diktat dell'amministrazione Trump. In tale scenario, anche con due o tre tagli da parte della BCE, stimiamo un cambio EUR-USD verso l'1,35, il livello più alto dal settembre del 2014.

Per quanto riguarda i mercati dei **titoli di Stato**, se la Fed dovesse tagliare i tassi di 50 punti base entro la fine del 2026, come previsto nel nostro scenario di base, i rendimenti dei titoli statunitensi a breve scadenza probabilmente rimarrebbero intorno ai livelli attuali. I rendimenti a lungo termine, invece, sono destinati a salire a causa della forte emissione di titoli. Prevediamo che il rendimento del 10Y UST salga al 4,4% e che lo spread 2/10Y si allarghi a 80 punti base entro dicembre del 2026. I titoli governativi dell'Eurozona sarebbero poco influenzati in questo scenario, con il rendimento del 10Y Bund atteso intorno al 3%, sostenuto dall'espansione fiscale e dal miglioramento della congiuntura in Germania. Nel secondo scenario, ci aspettiamo un calo dei rendimenti a breve scadenza, che resterebbero ancorati al tasso chiave. La politica monetaria più accomodante alimenterebbe le pressioni inflazionistiche, aumentando le attese di inflazione implicite dai mercati.

Ciò spingerebbe al rialzo i rendimenti nominali a lungo termine, poiché gli investitori cercherebbero di preservare il valore reale dei loro investimenti. In questo scenario, prevediamo che il rendimento del 10Y UST raggiunga il 4,7% e lo spread 2/10Y salga a 150 punti base. Al contrario, i titoli governativi europei (EGBs) beneficerebbero del taglio dei tassi di interesse da parte della BCE, con il rendimento del 10Y Bund stabile al 2,75%. In caso di massiccio allentamento della Fed, le aspettative di inflazione aumenterebbero significativamente, portando il rendimento del 10Y UST oltre il 5% e lo spread 2/10Y a 350 punti base. Tale scenario, parzialmente compensato dal riavvio del QE, sarebbe inoltre sostenuto dal calo della fiducia nelle istituzioni statunitensi, a favore degli EGBs. In questa situazione, prevediamo che il rendimento del 10Y Bund scenda al 2,5%.

Nel nostro scenario di base, adottiamo una visione costruttiva sui **mercati azionari**, grazie a solidi utili aziendali (in particolare nei settori tecnologico e delle comunicazioni), elevata produttività, sostegno fiscale e politica monetaria più accomodante. In questo contesto, prevediamo che l'S&P 500 possa registrare un rialzo di circa il 10% entro la metà del 2026. Se la Fed dovesse tagliare i tassi di 150 punti base, la reazione iniziale dei mercati azionari sarebbe probabilmente positiva, soprattutto nei settori ad alta intensità di investimento. Sul lungo termine, tuttavia, rendimenti più elevati eserciterebbero pressioni al ribasso sulle valutazioni, ulteriormente penalizzate da una volatilità strutturalmente più alta dei mercati finanziari. In questo scenario, la performance delle azioni statunitensi resterebbe positiva, ma più contenuta. Nello scenario di piena politicizzazione, tassi inferiori al livello neutrale e un dollaro statunitense debole favorirebbero inizialmente la performance azionaria. Tuttavia, questa reazione sarebbe di breve durata, poiché riteniamo che la minore fiducia degli investitori negli asset statunitensi prevarrebbe, scoraggiando gli acquisti da parte degli investitori esteri. L'evidenza storica mostra che la mancanza di indipendenza della banca centrale è generalmente associata a premi per il rischio azionario più elevati.





Storie di Mercato

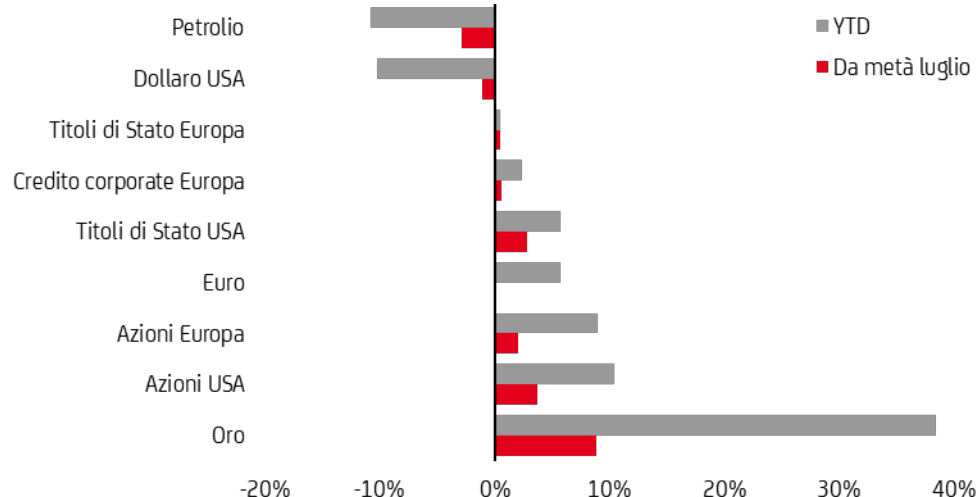
Autori: Luca Cazzulani, Francesco Maria Di Bella, Stefan Kolek, Roberto Mialich, Christian Stocker, Michael Teig

Il “rumore” ...

Il Presidente degli Stati Uniti, Donald Trump, è rimasto molto attivo nel commentare la politica monetaria della Fed, come dimostra il tentativo di rimuovere la governatrice Lisa Cook. La pressione politica per un allentamento della politica monetaria, unita al rallentamento del mercato del lavoro, ha alimentato le aspettative di tagli dei tassi di interesse e spinto al ribasso i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi, con il rendimento del 10Y UST ora vicino al 4%. Il dollaro ha perso terreno, con il cambio EUR-USD salito oltre 1,17. I titoli governativi dell'Eurozona sono rimasti piuttosto stabili, sebbene la carta francese abbia sottoperformato a causa delle incertezze politiche nazionali. I mercati azionari hanno mostrato volatilità durante l'estate, ma sono comunque riusciti a registrare un moderato rialzo rispetto a due mesi fa, soprattutto negli Stati Uniti. L'oro è rimasto sostenuto dalla domanda.

GRAFICO 2.1: GLI ULTIMI DUE MESI CONFERMANO LE TENDENZE DI QUEST'ANNO

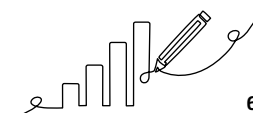
VARIAZIONE DI PREZZO



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

... e il segnale

Dal nostro punto di vista, le aspettative degli investitori su un allentamento della Fed risultano troppo ottimistiche, rendendo i titoli di Stato statunitensi vulnerabili dopo il recente rally. In un contesto di tassi monetari stabili nell'Eurozona, prevediamo che i titoli governativi europei (EGBs) si muovano lateralmente, con margini limitati per un ulteriore restringimento degli spread creditizi. Ci aspettiamo che i mercati azionari rimangano volatili, a causa dell'elevata incertezza economica e geopolitica. Vediamo un potenziale di rialzo maggiore per i mercati azionari statunitensi rispetto a quelli europei, in quanto prevediamo una crescita degli utili più solida negli Stati Uniti. Sul fronte valutario, prevediamo che il dollaro USA continui a perdere terreno rispetto alle altre valute. Per quanto riguarda le materie prime, i prezzi del petrolio dovrebbero stabilizzarsi sostanzialmente sui livelli attuali, alla luce della strategia di offerta aggressiva dell'OPEC+, mentre l'oro potrebbe registrare un leggero calo.



Azioni

È improbabile che nei prossimi mesi emerga un trend stabile

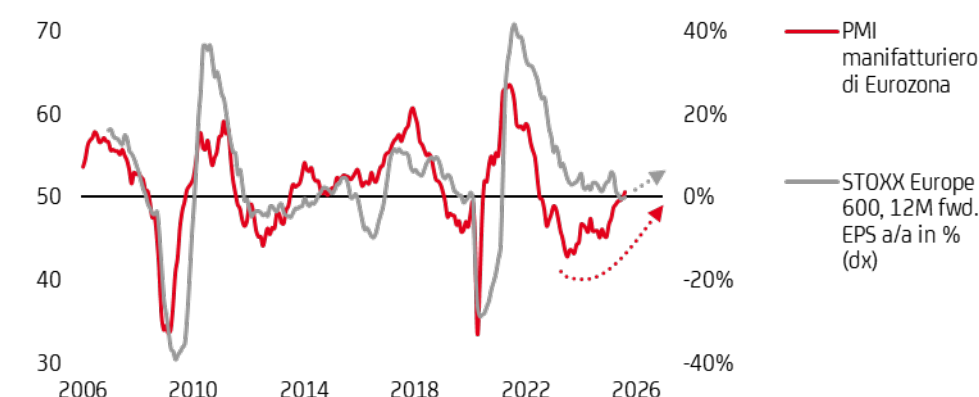
I **mercati azionari statunitensi** hanno registrato un'impennata estiva, con gli indici principali, come l'S&P 500, in aumento di quasi il 5% nel periodo luglio-agosto e continuando a guadagnare terreno grazie a solidi risultati aziendali. L'S&P 500 ha raggiunto un nuovo massimo storico l'11 settembre. La performance robusta dei mercati azionari statunitensi è stata accompagnata da utili societari solidi, in particolare nei settori tecnologico e delle comunicazioni, dove l'82% delle aziende dell'S&P 500 ha finora superato le stime sugli utili nel 2025. Gli Stati Uniti continuano a beneficiare di elevata produttività e di un settore tecnologico dinamico, sostenuto dagli investimenti in capitale legati all'AI. **Le valutazioni risultano elevate** ma non eccessivamente surriscaldate: le cinque maggiori azioni dell'S&P 500 trattano a un rapporto prezzo/utili (P/E) di 28, rispetto a 40 durante il picco del 2021 e oltre 50 durante il picco associato alla bolla tecnologica dei primi anni 2000.

In Europa, sui mercati azionari prevale una dinamica laterale da maggio, sebbene i prezzi siano solo leggermente al di sotto dei massimi storici, riflettendo risultati aziendali deboli (le stime di consenso indicano una crescita degli utili per azione del -2% nel 2025 rispetto al +8% all'inizio dell'anno), preoccupazioni sui dazi e livelli di valutazione ormai non più convenienti. Ci aspettiamo comunque ulteriori margini di crescita per le azioni europee, grazie a una combinazione di miglioramento della crescita economica e al ritorno di significative liquidità agli azionisti. Settori legati a investimenti in capitale e infrastrutture fiscali contribuiranno a sostenere questa dinamica. Tuttavia, l'incremento sarà probabilmente limitato dal peso negativo sul EPS aggregato di un dollaro statunitense debole e dalla debolezza continua dei titoli esposti a livello internazionale. Prevediamo che le aziende small- e mid-cap, più orientate al mercato domestico, performino meglio rispetto alle large-cap.

Guardando al quarto trimestre del 2025, ci attendiamo **negli Stati Uniti venti favorevoli** legati alla prosecuzione dell'espansione economica, al calo dei tassi di interesse e alla crescita sana degli utili, mitigati però dai venti contrari derivanti da valutazioni elevate e rischi (geo-)politici. **In Europa**, la crescita degli utili rimarrà modesta, come osservato negli ultimi diciotto mesi. Poiché la performance dei mercati azionari europei quest'anno è stata guidata principalmente dalle aspettative di miglioramento del quadro economico, evidenziate da un aumento delle valutazioni aziendali superiore a quello dei prezzi delle azioni, gli utili societari dovranno crescere in maniera più dinamica affinché i mercati continuino a salire. Prevediamo una crescita degli EPS del +8% il prossimo anno, supportata da un PIL europeo più solido, anche se un dollaro statunitense persistentemente debole peserà probabilmente sulle aziende orientate all'export. Favoriamo temi legati alla domanda interna in Europa e manteniamo un sovrappeso su settori finanziari, retail, costruzioni, telecomunicazioni e utilities.

GRAFICO 2.2: GLI UTILI EUROPEI DOVREBBERO GUADAGNARE SLANCIO NEL 2026

GLI UTILI DELLE SOCIETÀ EUROPEE SONO DESTINATI AD AUMENTARE, SOSTENUTI DA UN PIL PIÙ FORTE



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit



Pur **prevedendo la continuazione di un contesto azionario volatile**, manteniamo una visione costruttiva sui mercati azionari su un orizzonte di 12 mesi. Il nostro target di metà 2026 sull'S&P 500 è di 7.100 punti indice, mentre per l'Euro STOXX 50 prevediamo che raggiunga 5.750 punti indice (per altri target degli indici, vedere la tabella di previsione degli asset rischiosi a pagina 17).

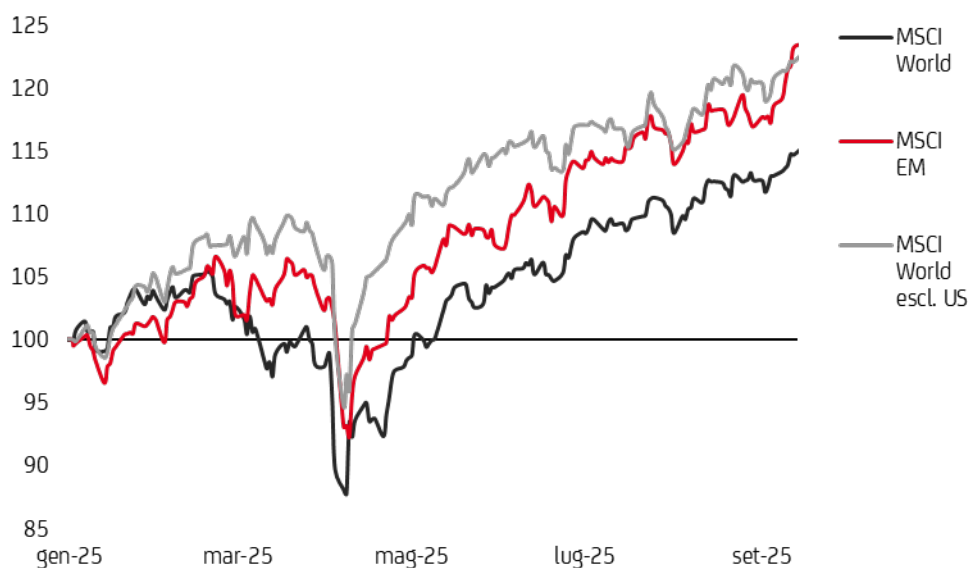
Sulla base dei dati di performance recente e delle attuali previsioni economiche, **le azioni dei mercati emergenti (EM)** sembrano ben posizionate per continuare a sovraperformare i mercati sviluppati (DM), almeno fino alla fine del 2025 e nel corso del 2026. Fino a metà settembre, l'MSCI EM Index è aumentato di quasi il 25%, nettamente più del MSCI World Index (che rappresenta le azioni DM), salito di circa il 15%, segnando un'inversione dopo oltre un decennio di predominio dei mercati sviluppati guidati dagli Stati Uniti, principalmente grazie a un dollaro debole.

Questo impulso positivo dei mercati emergenti deriva da diversi fattori di supporto, sebbene non sia privo di rischi. Pur avendo uno scenario favorevole, le azioni EM non sono immuni da sfide: la crescita potrebbe rallentare più del previsto in caso di nuove tensioni commerciali; persistono problemi nel settore immobiliare cinese e rischi geopolitici; un forte rimbalzo del dollaro (non incluso nel nostro scenario base) potrebbe generare volatilità. Inoltre, sebbene le azioni EM abbiano guidato la performance complessiva, hanno mostrato una performance YTD simile a quella delle azioni DM quando gli Stati Uniti vengono esclusi da quest'ultime (MSCI World excl. US Index). Ciò suggerisce che i benefici della diversificazione di portafoglio, oltre all'inclusione delle sole azioni EM, sono ampi e generalizzati.

In sintesi, grazie a fondamentali solidi, attrattiva valutativa e venti favorevoli legati a politica e dinamiche valutarie, le azioni EM hanno buone prospettive di sovraperformance nel breve termine. Gli investitori dovrebbero comunque monitorare l'evoluzione dei rapporti commerciali e mantenere un approccio selettivo, concentrandosi su regioni e settori EM ad alta crescita, come India, Corea e comparti tecnologici.

GRAFICO 2.3: LE AZIONI DEI MERCATI EMERGENTI IN UNA POSIZIONE FORTE MOSTRERANNO UNA SOVRAPERFORMANCE A BREVE TERMINE

MOMENTO POSITIVO PER I MERCATI EMERGENTI NEL 2025 (01.01.2025 = 100)



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Reddito fisso

Titoli di Stato

Gli sviluppi politici ed economici negli Stati Uniti hanno recentemente rappresentato un importante motore per i mercati obbligazionari globali. **I rendimenti dei titoli di Stato USA (UST) sono diminuiti** in risposta al deterioramento dei dati economici e all'aumento delle aspettative di allentamento da parte della Fed. Dopo che il presidente della Fed, Jerome Powell, aveva inizialmente accennato a un possibile taglio dei tassi al Jackson Hole Economic Policy Symposium, le aspettative di riduzioni dei tassi si sono intensificate a seguito dei dati recenti che indicano un peggioramento del mercato del lavoro statunitense. Attualmente, i forward sui mercati monetari statunitensi prezzano circa sei tagli dei tassi entro la fine del 2026, che porterebbero il tasso dei federal funds al 3%, livello indicato come neutrale dalla Fed. In questo contesto, il rendimento del 10Y UST è sceso intorno al 4%, vicino ai minimi di quest'anno, sostenuto probabilmente dalle aspettative di rallentamento economico. Consideriamo questo livello tendenzialmente elevato, alla luce delle varie fonti di incertezza (politica fiscale, contesto istituzionale, dinamiche dell'inflazione).

Analizzando più in generale la forma della curva, lo spread 2/10Y UST non si è molto ripidizzato, nonostante il calo significativo del rendimento a 2 anni, sceso sotto il 3,50%. Al contrario, **lo spread 10/30Y** si è ampliato fino a un picco di 70 punti base, poiché gli investitori sembrano restii ad assumere rischi di duration elevata in un contesto di incertezza economica significativa. È importante notare che debolezza sui titoli a lunga scadenza è stata osservata anche in altri Paesi, oltre agli Stati Uniti, come Giappone, Regno Unito e Germania.

Nell'Eurozona, il **rendimento del 10Y Bund** è salito intorno al 2,70%, e ci aspettiamo che i rendimenti dei titoli core a lunga scadenza continuino a seguire un percorso di lieve crescita nei prossimi trimestri, poiché le probabilità di ulteriori tagli dei tassi di interesse da parte della BCE sono scarse e gli investitori sono sempre più concentrati sugli sviluppi della finanza pubblica. In Francia, il quadro politico si è deteriorato a seguito della recente caduta del governo. Finora la contagiosità della crisi politica francese verso altri Paesi è stata molto limitata, indicando che gli investitori sono diventati più capaci di valutare i diversi emittenti caso per caso. Infatti, lo spread 10Y BTP-Bund è rimasto vicino a 80 punti base, mentre i titoli di Stato italiani continuano a beneficiare della ricerca di carry. Prevediamo che i BTP rimangano ben sostenuti fino alla fine dell'anno.

GRAFICO 2.4: RENDIMENTI UST A 10 ANNI E ASPETTATIVE DELLA FED

I RENDIMENTI UST A 10 ANNI SFIORANO I MINIMI ANNUALI NONOSTANTE TUTTE LE INCERTEZZE FISCALI E POLITICHE



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Credito corporate

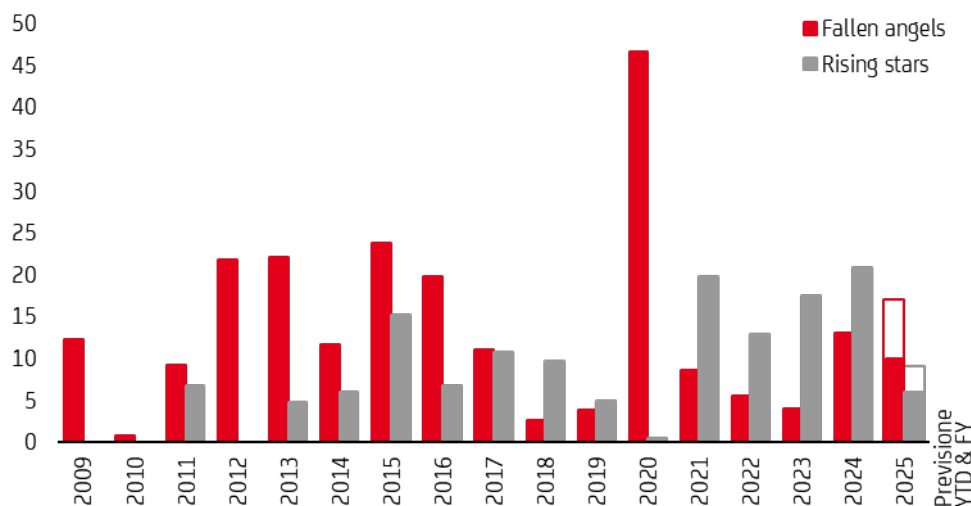
I **premi per il rischio** del credito corporate europeo **si sono ampliati** gradualmente nei diversi segmenti iBoxx durante l'estate. Nonostante ciò, il credito europeo ha registrato rendimenti solidi dall'inizio dell'anno (YTD) (IG NFI 2,3%, FIN 3,1% e HY NFI 4,2%), e manteniamo una visione costruttiva sulle asset class dal punto di vista rischio-rendimento per il futuro. Tuttavia, gran parte delle buone notizie è già prezzata, mentre i costi di finanziamento si sono stabilizzati e difficilmente diminuiranno ulteriormente, dato che prevediamo che la BCE rimanga ferma nei prossimi mesi. Sebbene i fondamentali del credito siano generalmente solidi, un quadro destinato a essere confermato durante la prossima stagione degli utili del secondo trimestre, alcuni segmenti di mercato mostrano segnali di indebolimento della qualità creditizia. Da un lato, come evidenziato dal nostro grafico, il volume dei fallen angels è ulteriormente aumentato, raggiungendo 10 miliardi di euro YTD (principalmente nei settori automobili e componenti, chimico, tecnologico e beni di consumo personali e domestici), il livello più alto dal 2020. Prevediamo che questo volume cresca ulteriormente fino a 17 miliardi di euro entro la fine dell'anno.

Dall'altro lato, gli **spread dei titoli non finanziari con rating CCC** si avvicinano a 1000 punti base, segnalando stress nel segmento più debole del mercato. Sebbene questo segmento rappresenti una porzione molto ridotta del mercato – solo il 4% dell'iBoxx HY NFI in circolazione è classificato CCC – considerando lo scarso margine per ulteriori riduzioni dei costi di finanziamento, questo sviluppo suggerisce un ulteriore moderato ampliamento dello spread nell'indice iBoxx HY NFI. Contemporaneamente, il volume dei rising stars è rimasto stagnante intorno a 6 miliardi di euro quest'anno, e stiamo riducendo la nostra previsione annuale a 8-10 miliardi di euro, rispetto ai precedenti 12 miliardi. Inoltre, il rischio legato agli eventi politici continua a gravare sul mercato. Il credito bancario è sostenuto dalle nostre aspettative che la BCE abbia concluso il ciclo di tagli dei tassi di interesse e che una curva dei rendimenti più ripida supporti la redditività della trasformazione delle scadenze. Tuttavia, dato che gli spread bancari sono ai minimi storici, riteniamo possibile un moderato allargamento degli spread fino alla fine dell'anno, guidato dal rischio politico e dalla potenziale volatilità dei rendimenti governativi.

Nel complesso, verso la fine dell'anno prevediamo una moderata correzione al rialzo sia degli spread IG che HY. Ciononostante, il carry rimane la principale fonte di rendimento. Consulta la tabella degli asset rischiosi per maggiori dettagli sulle nostre previsioni degli spread creditizi societari.

GRAFICO 2.5: FALLEN ANGELS IBOXX VS. RISING STARS

IL VOLUME DEI FALLEN ANGELS ACCELERERÀ PIÙ DI QUELLO DELLE RISING STARS, MILIARDI DI EURO



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

Cambi

Le prospettive di allentamento della Fed mantengono il cambio EUR-USD su un trend rialzista

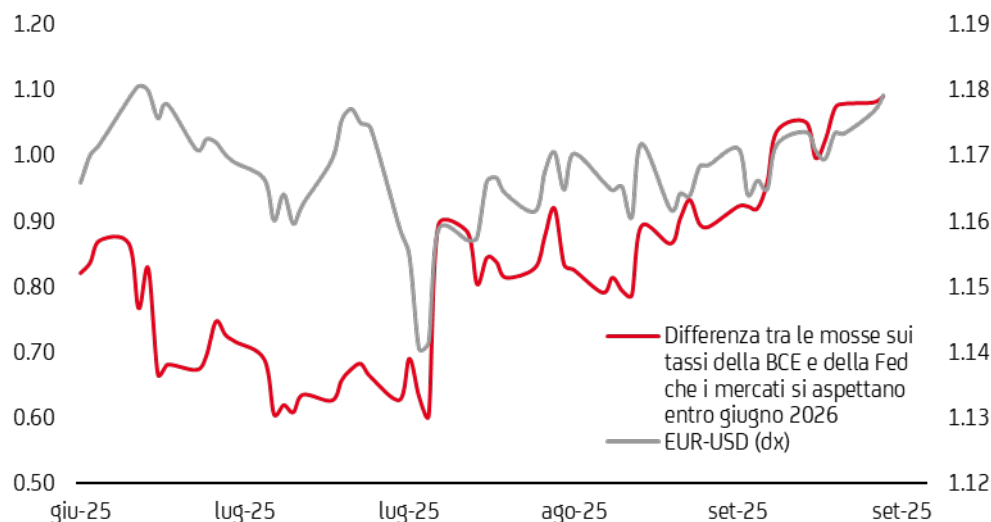
Sul fronte valutario, l'EUR-USD ha ricevuto nuovo supporto dalle rinnovate aspettative di tagli dei tassi di interesse dopo il discorso del Presidente della Fed, Jerome Powell, a Jackson Hole ad agosto e la recente pubblicazione dei dati sul mercato del lavoro statunitense, risultati molto deboli. Il rally dell'euro ha superato l'area 1,18, in linea con le nostre previsioni per il terzo trimestre 2025, mentre l'incertezza politica in Francia non ha finora avuto impatto.

Il grafico sottostante mostra la differenza tra l'ulteriore allentamento della BCE e della Fed implicito nei tassi a termine entro giugno 2026 e conferma che le aspettative sui tassi d'interesse restano un fattore determinante per questa coppia valutaria. Un tasso sui depositi BCE sostanzialmente stabile al 2,00% nel 2026, unitamente a oltre 50 punti base di allentamento Fed previsti per il quarto trimestre 2025 e a un totale di quasi 150 punti base entro il quarto trimestre del 2026, è già prezzato dal mercato. Ciò limita probabilmente lo spazio per un ulteriore rally sostenuto del cambio EUR-USD, considerando anche il nostro scenario di base che prevede solo 75 punti base di tagli dei tassi di interesse negli Stati Uniti entro giugno del 2026. Pertanto, ora prevediamo l'EUR-USD all'1,20 per il quarto trimestre del 2025 e all'1,23 per il quarto trimestre del 2026.

Va notato che molti membri della BCE hanno recentemente espresso preoccupazioni per un rialzo del cambio EUR-USD oltre l'1,20, dato l'onere che ciò comporterebbe per l'economia dell'Eurozona, oltre ai dazi statunitensi. Tuttavia, i livelli raggiunti durante l'estate hanno confermato che eventuali ritracciamenti del cambio EUR-USD rimangono limitati e non costituiscono la base per un'inversione di tendenza. Alla fine di luglio, ad esempio, la coppia è scesa leggermente sotto l'1,14 a seguito della delusione del mercato per l'accordo sui dazi raggiunto in Scozia tra il Presidente degli Stati Uniti, Donald Trump, e la Presidente della Commissione UE, Ursula von der Leyen, ma gli investitori hanno interpretato questo calo come un'ulteriore opportunità di acquisto sui ribassi.

GRAFICO 2.6: LE ASPETTATIVE SUI TASSI DI INTERESSE RIMANGONO UN FATTORE DETERMINANTE PER L'EUR-USD

EUR-USD E LE ASPETTATIVE DEL MERCATO DI UN ULTERIORE ALLENTAMENTO DELLA BCE E DELLA FED



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Materie prime

Petrolio greggio

Il Brent continua a oscillare intorno ai 67 USD/barile, sostenuto temporaneamente dalle tensioni geopolitiche, tra cui un recente attacco israeliano in Qatar e le minacce di dazi statunitensi sul petrolio russo. Tuttavia, la risposta contenuta del mercato a questi eventi evidenzia le persistenti preoccupazioni per un eccesso di offerta e la debolezza della domanda. La crescita dell'offerta da parte dei produttori non OPEC e un modesto incremento della produzione OPEC+ di 137.000 barili/giorno a partire da ottobre indicano un mercato che si sta gradualmente allentando. Allo stesso tempo, la domanda globale resta fiacca e le scorte sono in leggero aumento.

In questo contesto, prevediamo che il Brent chiuda l'anno vicino a 65 USD/barile e che possa ulteriormente scendere intorno a 60 USD/barile entro la fine del 2026, riflettendo un calo graduale e progressivo, con rischi di prezzo orientati al ribasso.

Gas naturale

Il mercato europeo del gas naturale ha affrontato rischi significativi al termine di un inverno 2024-25 relativamente freddo. Con le scorte fortemente ridotte rispetto agli anni precedenti, l'UE ha dovuto importare volumi molto più elevati nel corso dell'estate rispetto a quanto avvenuto dall'inizio del conflitto Russia-Ucraina. Ciò è avvenuto in un contesto di crescenti tensioni geopolitiche in Medio Oriente, che avrebbero potuto interrompere i flussi globali di LNG e influenzarne i prezzi. Fortunatamente, tali tensioni sono rimaste per lo più sotto controllo.

Inoltre, la domanda asiatica di LNG è stata fiacca negli ultimi mesi, a causa del rallentamento della crescita macroeconomica globale e dell'aumento del gas russo fornito tramite pipeline alla Cina. Nonostante queste difficoltà, i prezzi del gas TTF sono rimasti vicini ai minimi dell'anno, oscillando tra 31 e 35 EUR/MWh, mentre le scorte europee avevano quasi raggiunto l'obiettivo minimo dell'80% entro fine agosto.

Considerando questo miglioramento dello scenario di domanda e offerta, abbiamo rivisto al ribasso il nostro target medio per il prezzo TTF del 2025, portandolo a 35-40 EUR/MWh (precedentemente 40-45 EUR/MWh), implicando un prezzo medio di circa 33 EUR/MWh nel quarto trimestre del 2025. Vista la previsione di grandi volumi di nuovo LNG in arrivo sul mercato a breve termine, abbiamo inoltre ridotto la nostra previsione per il 2026 a 30-35 EUR/MWh, rispetto ai precedenti 35-40 EUR/MWh.

Oro

L'oro continua la sua performance impressionante nel corso di quest'anno. Dall'inizio del 2025, il prezzo dell'oro è aumentato di circa il 40%. Tale rialzo è stato sostenuto da un dollaro statunitense debole, da una solida domanda fisica da parte di banche centrali e investitori privati, e dalla prospettiva di ulteriori tagli dei tassi di interesse da parte della Fed. Inoltre, i rischi geopolitici legati alla politica commerciale statunitense e gli attacchi continui all'indipendenza della Fed da parte dell'amministrazione Trump rafforzano lo status dell'oro come bene rifugio. Poiché queste condizioni favorevoli dovrebbero persistere nella seconda parte dell'anno, manteniamo un outlook moderatamente costruttivo sull'oro. Tuttavia, a seguito del recente rally, intravediamo un potenziale di correzione nel breve termine. Di conseguenza, abbiamo rivisto al rialzo la nostra previsione di prezzo dell'oro, portandola a 3.600–3.800 USD per oncia entro la fine del 2025.

Ricostruzione dell'Ucraina: opportunità di investimento

Autori: Tullia Bucco, Stefan Kolek, Christian Stocker

Lo slancio per mobilitare gli investimenti in Ucraina ha iniziato a riprendere vigore a maggio, dopo che gli Stati Uniti si sono impegnati a partecipare alla ricostruzione del Paese firmando l'accordo minerario USA-Ucraina e a fornire una "coordinazione" per le garanzie di sicurezza in seguito a un eventuale accordo di pace. In definitiva, è stata la mancanza di supporto da parte dell'amministrazione statunitense a spingere una delle più grandi società di investimento al mondo a sospendere, all'inizio di quest'anno, le discussioni con gli investitori riguardo a un fondo di investimento per la ripresa dell'Ucraina.

I recenti tentativi falliti di ottenere un cessate il fuoco, e ancor meno un accordo di pace, tra Ucraina e Russia non riducono l'importanza di continuare i colloqui e i preparativi focalizzati sulla ricostruzione del Paese, anche se le ostilità persistono. Le esperienze passate di ricostruzione evidenziano che tale lavoro è un processo lungo e complesso, che richiede, anche in tempo di guerra, una significativa cooperazione tra Paesi beneficiari e donatori esteri per consolidare i quadri necessari e identificare progetti sufficientemente solidi da attrarre finanziamenti privati.

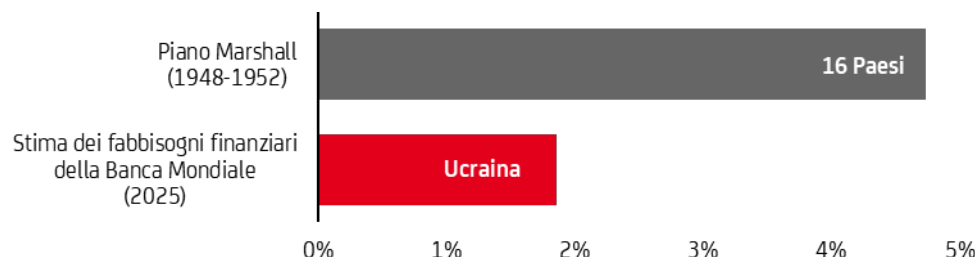
Quanti soldi ci vogliono?

Il concetto di un "Piano Marshall per l'Ucraina" è frequentemente discusso come strategia per la ricostruzione post-bellica del Paese, traendo ispirazione dal successo della ricostruzione europea dopo la Seconda guerra mondiale. Tuttavia, le richieste di un nuovo Piano Marshall spesso riflettono confusione su cosa abbia effettivamente realizzato il piano statunitense e su come lo abbia realizzato. L'economista Barry Eichengreen, che ha scritto ampiamente sulla ricostruzione dell'Ucraina, sottolinea che i danni alle infrastrutture di trasporto europee causati dalla guerra erano stati in gran parte riparati ben prima dell'entrata in vigore del piano statunitense. Inoltre, l'ammontare dei finanziamenti promessi da Washington – pari al 2% del PIL dei Paesi beneficiari distribuito su quattro anni – non fu determinante per il successo del piano quanto il suo stimolo a implementare riforme economiche coerenti con le preferenze del donatore e volte a sostenere la crescita economica.

Che la comparazione sia corretta o meno, l'associazione con il Piano Marshall come strumento per mobilitare sostegno riflette la convinzione diffusa che la ricostruzione dell'Ucraina richiederà probabilmente finanziamenti significativi, pur essendo difficile quantificarne con precisione l'ammontare.

GRAFICO 2.7: LE CONSIDEREVOLI ESIGENZE DI RICOSTRUZIONE RICHIEDONO ANCHE IL COINVOLGIMENTO DI CAPITALI PRIVATI

% DEL PIL



Fonte: Bureau of Economic Analysis, Banca Mondiale, The Investment Institute by UniCredit

Nota: l'ammontare dell'aiuto è proporzionato rispettivamente al PIL statunitense del 1948 e del 2025.

La Banca Mondiale è una delle poche istituzioni internazionali ad aver tentato di produrre una stima, con l'obiettivo di identificare e dare priorità alle aree con maggiore necessità di finanziamento. Nel suo ultimo Rapid Damage and Needs Assessment (RDNA4, febbraio 2025), la Banca ha riportato che le esigenze di ricostruzione

dell'Ucraina, secondo i principi del “building back better”, potrebbero ammontare a 520 miliardi di dollari statunitensi nei prossimi dieci anni (quasi tre volte il PIL dell'Ucraina nel 2024).

I settori che richiedono finanziamenti prioritari e che hanno maggiori probabilità di creare opportunità per le industrie correlate nei Paesi donatori includono:

- **Abitazioni e costruzioni** – 84 miliardi di dollari necessari, altre stime fino a 300 miliardi di dollari;
- **Trasporti e infrastrutture** – 78 miliardi dollari necessari, probabilmente destinati a crescere;
- **Energia ed estrattivi** – 68 miliardi di dollari necessari, altre stime fino a 400 miliardi di dollari;
- **Commercio e industria** – 64 miliardi di dollari necessari, probabilmente destinati a crescere;
- **Agricoltura** – 55 miliardi di dollari necessari, probabilmente destinati a crescere.

Tuttavia, qualsiasi stima dei fabbisogni finanziari basata sui danni di guerra può essere considerata solo un'indicazione approssimativa dei costi totali di ricostruzione. L'esperienza passata dimostra che tali costi possono variare significativamente in funzione della stabilità dell'accordo di pace che verrà raggiunto e delle prospettive di crescita che esso potrà generare, queste ultime potenzialmente molto elevate nel caso di un Paese che si sta preparando ad aderire all'UE.

Concentrarsi solo sui danni di guerra rischia di far perdere di vista l'ampiezza e la scala della ricostruzione necessaria, che, invece di preservare le strutture produttive attuali, deve puntare a strutture aziendali in grado di facilitare l'ulteriore integrazione dell'Ucraina nelle catene globali del valore, spostando le esportazioni del Paese ulteriormente a valle (cfr. la nostra [Short View – Reconstructing Ukraine: back to the future](#), 10 luglio). In questo contesto, il finanziamento privato, come complemento ai fondi pubblici (almeno inizialmente), può svolgere un ruolo cruciale nel velocizzare questa integrazione, fornendo nuove tecnologie e contribuendo a creare legami commerciali.

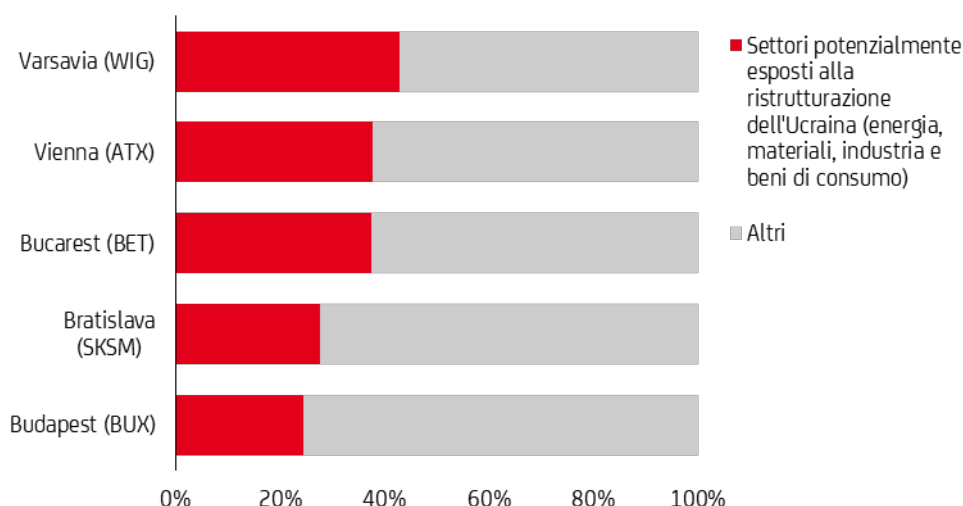
Per questo motivo accogliamo con favore l'annuncio recente della Presidente della Commissione Europea, Ursula von der Leyen, riguardo alla creazione di un fondo azionario, l'European Flagship Fund for the Reconstruction of Ukraine, volto a stimolare investimenti nei settori dell'energia, dei trasporti, delle materie prime critiche e delle industrie a duplice uso nel Paese. Questo nuovo fondo sarà coordinato dalla Commissione Europea e coinvolgerà i governi di Italia, Francia, Germania e Polonia. L'obiettivo è raccogliere 500 milioni di euro entro il 2026 e 1 miliardo di euro in un secondo momento.

Mercati azionari dell'Europa centrale e orientale (CEE): opportunità di investimento

Considerando i loro storici legami commerciali e la posizione geografica, i mercati azionari dell'area CEE (Europa Centrale e Orientale) potrebbero beneficiare di una ristrutturazione economica dell'Ucraina. Tuttavia, come mostra il nostro grafico, la maggior parte delle borse è concentrata in pochi settori principali, quali finanziari, utilities ed energia. I settori più probabili a trarre vantaggio dalla ricostruzione dell'Ucraina includono energia, materiali, industria e beni di consumo. In termini di capitalizzazione di mercato, la Borsa di Varsavia presenta la più alta proporzione di aziende in questi settori (43% della capitalizzazione), seguita da Vienna (38%) e Bucarest (37%). Separatamente, sul mercato britannico, le aziende destinate a beneficiare comprendono compagnie aeree low-cost pronte a cogliere un aumento dei viaggi regionali, nonché società energetiche e legate alle risorse coinvolte negli sforzi di ricostruzione. In altri mercati azionari dell'Eurozona, le opportunità potrebbero emergere nei settori dell'energia rinnovabile, delle costruzioni e dell'ingegneria meccanica.

GRAFICO 2.8: DISTRIBUZIONE SETTORIALE DEI MERCATI AZIONARI DELL'EUROPA CENTRALE E ORIENTALE

VARSAVIA, VIENNA E BUDAPEST HANNO LA MAGGIORE ESPOSIZIONE AI SETTORI DELL'ENERGIA, DEI MATERIALI, DELL'INDUSTRIA E DEI BENI DI CONSUMO



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Nota: distribuzione settoriale in base alla capitalizzazione di mercato

Le aziende statunitensi e l'accordo sui minerali USA-Ucraina

L'accordo USA-Ucraina sui minerali, firmato all'inizio del 2025, crea un quadro strategico attraverso l'US-Ukraine Reconstruction Investment Fund, trattando l'assistenza militare statunitense come investimento e garantendo alle aziende statunitensi un accesso prioritario alle vaste risorse naturali ucraine. Concentrato su minerali critici, energia e materie prime correlate, l'accordo offre significative opportunità per le imprese statunitensi di diversificare le catene di approvvigionamento, assicurarsi materie prime e perseguire progetti ad alto rendimento. In base all'accordo, le aziende statunitensi ottengono diritti preferenziali per esplorare, sviluppare e procurarsi le abbondanti riserve ucraine, tra cui litio, titanio, grafite, terre rare, manganese, minerale di ferro, rutilo e uranio, fondamentali per veicoli elettrici, batterie, pannelli solari, semiconduttori, sistemi di difesa (es. aerei da combattimento e carri armati) e energie rinnovabili. Ciò riduce la dipendenza degli Stati Uniti dalla Cina, che controlla oltre il 90% della lavorazione globale delle terre rare e il 60% dell'estrazione mineraria, stabilizzando i prezzi e garantendo forniture affidabili ai produttori. Per l'economia ucraina, gli investimenti statunitensi in metalli e attività minerarie offrono il potenziale per nuove opportunità di lavoro avanzate per la forza lavoro del Paese.

Sebbene la ricostruzione rimanga inevitabilmente legata all'evoluzione del conflitto, il recente annuncio di strumenti finanziari strutturati che combinano capitale pubblico e privato segnala che le basi per un rilancio sostenibile del Paese stanno procedendo rapidamente. Per gli investitori, questo rappresenta una finestra strategica per posizionarsi su progetti ad alto potenziale in settori chiave come energia, infrastrutture, manifattura e innovazione, che potrebbero ulteriormente beneficiare del supporto attivo della Commissione Europea e dei suoi partner internazionali.



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
Globale	3,3	3,0	3,0						
Stati Uniti	2,8	1,8	1,9	2,9	2,8	3,0	-7,3	-6,7	-7,7
Eurozona	0,9	1,2	0,9	2,4	2,1	1,8	-3,1	-3,7	-3,5
Germania	-0,5*	0,1*	1,3*	2,2	2,1	1,7	-2,8	-3,0	-3,3
Francia	1,1	0,6	1,0	2,0	1,1	1,4	-5,8	-5,6	-5,3
Italia	0,5	0,5	0,8	1,0	1,7	1,6	-3,4	-3,4	-3,0
Spagna	3,2	2,6	1,9	2,9	2,1	1,9	-3,2	-2,8	-2,5
Regno Unito	1,1	1,3	1,1	2,5	3,4	2,2	-5,7	-4,5	-3,8
Cina	5,0	4,8	4,1	0,6	0,9	1,8	-7,4	-7,6	-7,7
Giappone	0,2	0,9	0,7	2,7	2,8	1,9	-3,5	-3,4	-3,0
India	6,5	6,4	6,4	4,7	4,2	4,1	-7,4	-6,9	-7,2

Fonte: The Investment Institute by UniCredit

* Dati non aggiustati per gli effetti di calendario. Con aggiustamento per i giorni lavorativi:
-0,5% (2024), 0,2% (2025) e 1,0% (2026)

BANCHE CENTRALI

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

	16.09.25	4Q25	1Q26	2Q26
Eurozona				
Depo rate	2,00	2,00	2,00	2,00
3M Euribor	2,03	2,00	2,00	2,00
2Y Schatz	2,02	2,05	2,10	2,10
10Y Bund	2,69	2,75	2,80	2,85
2Y EUR swap	2,14	2,20	2,25	2,25
10Y EUR swap	2,64	2,75	2,85	2,90
10Y Bund-swap spread	-4	0	5	5
2Y BTP	2,23	2,25	2,30	2,30
10Y BTP	3,47	3,65	3,70	3,75
10Y BTP-Bund spread	78	90	90	90
Stati Uniti				
Fed fund rate	4,50	4,00	4,00	3,75
3M OIS SOFR	4,03	3,85	3,81	3,60
2Y UST	3,53	3,75	3,70	3,70
10Y UST	4,03	4,40	4,40	4,40
10Y UST-Bund spread	134	165	160	155

TASSI DI CAMBIO

	16.09.25	4Q25	1Q26	2Q26
EUR-USD	1,18	1,20	1,20	1,21
USD-JPY	147	144	143	142
EUR-JPY	173	173	172	172
GBP-USD	1,36	1,33	1,32	1,32
EUR-GBP	0,87	0,90	0,91	0,92
USD-CNY	7,12	7,13	7,12	7,10
EUR-CNY	8,40	8,56	8,54	8,59

Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

ATTIVITA' RISCHIOSE

	16.09.25	End-2025	Mid-2026
Petrolio			
Brent USD/bbl.	68	65	62,5
Azionario			
Euro STOXX 50	5.429	5.600	5.750
STOXX Europa 600	555	565	590
DAX	23.620	25.000	26.000
MSCI Italia	112	111	115
S&P 500	6.622	6.600	7.100
Nasdaq 100	24.324	24.000	25.000
Credito corporate			
iBoxx Non Finanziario Senior	78	95	90
iBoxx Banche Senior	71	95	87
iBoxx NFI ad alto rendimento	265	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	16.09.20	16.09.21	16.09.22	16.09.23	16.09.24	16.09.20	01.01.25
A	16.09.21	16.09.22	16.09.23	16.09.24	16.09.25	16.09.25	16.09.25

INDICI AZIONARI (RENDIMENTO TOTALE, IN %)

MSCI World (in USD)	32,4	-16,0	16,8	25,4	19,4	95,6	16,7
MSCI Emerging Markets (in USD)	17,0	-23,6	6,0	13,5	26,9	39,1	27,6
MSCI US (in USD)	35,1	-14,0	15,7	28,4	19,5	107,0	13,6
MSCI Europe (in EUR)	27,8	-7,9	15,3	14,8	10,2	75,4	11,4
MSCI AC Asia Pacifico (in USD)	18,8	-23,8	10,9	15,0	24,1	46,1	24,8
STOXX Europe 600 (in EUR)	28,1	-9,6	15,1	15,2	10,5	73,4	11,6
DAX 40 (Germania, in EUR)	18,1	-18,6	22,7	17,2	25,2	76,5	17,2
MSCI Italia (in EUR)	30,1	-8,9	35,9	24,8	32,5	169,1	29,6
ATX (Austria, in EUR)	67,0	-15,9	12,7	19,1	33,3	157,4	30,8
SMI (Svizzera, in CHF)	17,3	-9,3	7,5	10,7	3,3	33,0	6,8
S&P 500 (Stati Uniti, in USD)	34,1	-12,1	16,0	28,4	18,8	109,3	13,4
Nikkei (Giappone, in JPY)	31,3	-7,3	23,0	11,1	25,1	110,8	13,8
CSI 300 (Cina, in yuan)	5,0	-16,5	-5,5	-12,3	47,1	8,8	17,6

INDICI OBBLIGAZIONARI (RENDIMENTO TOTALE, IN %)

Titoli di Stato USA a 10 anni (in USD)	-3,3	-15,6	-3,6	10,0	1,2	-12,6	7,5
Bund tedeschi a 10 anni (in EUR)	-1,2	-16,5	-5,0	7,4	-1,9	-17,4	-0,6
Titoli di Stato in EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-0,5	-15,7	-4,0	8,1	0,2	-12,3	0,4
Obbligazioni societarie EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	1,9	-14,0	1,2	8,5	4,0	0,5	2,7

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

Titoli di Stato USA a 10 anni (in USD)	64	212	87	-71	40	334	-56
Bund tedeschi a 10 anni (in EUR)	17	207	90	-59	60	313	29
Titoli di Stato in EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	11	223	98	-64	40	304	25
Obbligazioni societarie EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-18	331	65	-96	-8	266	-2

TASSO DI CAMBIO CON EURO (IN %)

Dollaro statunitense (EUR-USD)	-0,9	-15,4	6,7	4,4	6,1	-0,7	13,6
Sterlina britannica (EUR-GBP)	-7,0	2,8	-1,2	-1,9	2,7	-6,0	4,4
Franco svizzero (EUR-SFR)	1,2	-12,0	-0,2	-1,7	-0,6	-13,3	-0,8
Yen giapponese (EUR-JPY)	3,2	10,8	9,8	-1,2	11,5	38,4	6,4

MATERIE PRIME (IN %)

Indice delle materie prime (GSCI, in USD)	-11,8	-5,2	15,2	33,3	41,3	81,3	39,0
Metalli industriali (GSCI, in USD)	41,9	-13,5	-1,2	9,3	6,1	40,9	9,7
Oro (in USD per oncia fine)	-10,7	-4,7	15,7	33,9	42,7	88,6	40,3
Petrolio greggio (Brent, in USD al barile)	79,2	20,6	3,3	-22,8	-5,7	68,7	-8,3

Fonte: Refinitiv Datastream, The Investment Institute by UniCredit (al 16 settembre 2025)

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



**UniCredit S.p.A.**

The Investment Institute
by UniCredit

**Indirizzo**

Piazza Gae Aulenti, 4
20154 Milano

**E-mail**

the-investment-institute@unicredit.eu

In-linea

www.the-investment-institute.unicredit.eu

DIRIGENTI DELL'ISTITUTO

Manuela D'Onofrio, Presidente

Fabio Petti, Co-Presidente

Edoardo Campanella,
Direttore e Direttore Editoriale

GENERATORI DI IDEE

Tullia Bucco

Alessandro Caviglia,
CIO, Italia

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Loredana 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

Charles Bradford Miller

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

Matthew Stevenson

Till Welzel

DESIGN

Isla Morgan

MARKETING

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Laura Cabrera Gálvez

Maik Dornheim

Ivana Milojevic

Kim Steinsberger

Glossario

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

Questa è una comunicazione di marketing

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

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

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

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

IT 25/1

Le informazioni e i dati contenuti nel presente documento sono aggiornati al 16 settembre 2025.