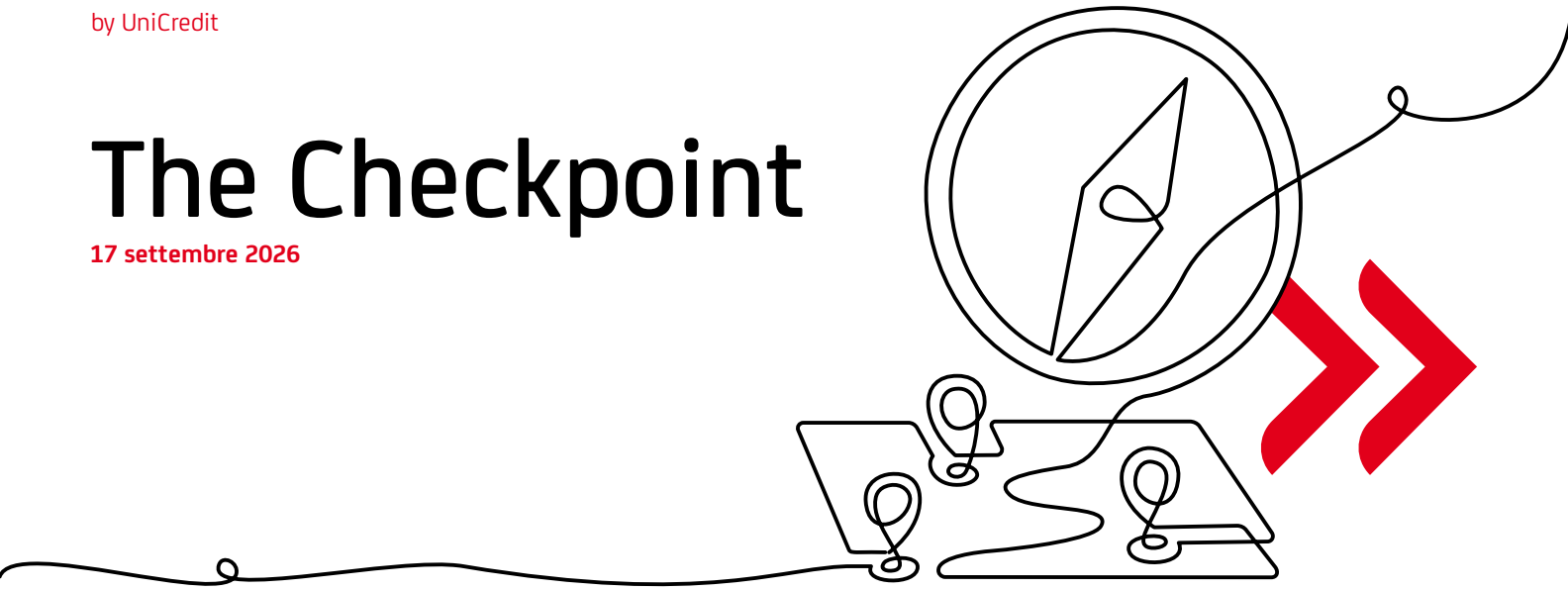
The Investment Institute
by UniCredit

The Checkpoint

17 settembre 2026



Geopolitica al voto

Negli ultimi diciotto mesi, il Presidente degli Stati Uniti Donald Trump e il Primo Ministro israeliano Benjamin Netanyahu sono stati al centro della scena internazionale. Il loro stretto rapporto, sia sul piano politico sia su quello personale, ha rappresentato uno degli elementi centrali dell'evoluzione degli equilibri in Medio Oriente, influenzando anche la gestione del conflitto in Iran, che ha contribuito ad alimentare l'instabilità regionale e periodiche fasi di volatilità sui mercati finanziari. Oggi, paradossalmente, entrambi si trovano ad affrontare un cruciale test elettorale, con gli elettori chiamati a giudicarli in un contesto caratterizzato dal persistere delle tensioni geopolitiche.

In Israele, le elezioni di ottobre si preannunciano tra le più rilevanti degli ultimi anni. I sondaggi delineano uno scenario politico estremamente frammentato, nel quale né la coalizione di governo né le forze dell'opposizione sembrano in grado di garantirsi autonomamente una maggioranza parlamentare. In questo contesto, l'esito finale potrebbe dipendere più dalla capacità di costruire alleanze dopo il voto che dalla performance dei singoli partiti. Sebbene la sicurezza nazionale rimanga la priorità per molti elettori, cresce l'attenzione verso i costi economici generati dal protrarsi delle tensioni regionali. Un'affermazione dell'opposizione potrebbe aumentare le probabilità di una più rapida de-escalation militare, con potenziali ricadute positive sul contesto economico.

Negli Stati Uniti, le elezioni di metà mandato rappresenteranno un importante banco di prova per la presidenza Trump e per la sua agenda economica. Storicamente, le amministrazioni in carica tendono a perdere seggi al Congresso durante questo appuntamento elettorale. Il nostro scenario centrale prevede che i Repubblicani mantengano il controllo del Senato, pur perdendo la maggioranza alla Camera dei Rappresentanti. Un simile risultato limiterebbe i margini di manovra dell'amministrazione in materia di politica fiscale, commercio internazionale e relazioni estere nella seconda parte del mandato. Ciò potrebbe inoltre accrescere il ricorso agli strumenti esecutivi, mettendo alla prova l'equilibrio istituzionale nei casi in cui il sostegno del Congresso risultasse insufficiente. Con la Fed impegnata in un nuovo ciclo di rialzi dei tassi nonostante le pressioni provenienti dalla Casa Bianca, non si possono escludere maggiori tensioni istituzionali tra banca centrale e amministrazione federale.

Per gli investitori, l'interazione tra queste due consultazioni elettorali potrebbe avere implicazioni rilevanti. Le elezioni di metà mandato statunitensi hanno storicamente avuto un impatto relativamente contenuto sui mercati, poiché le principali iniziative legislative vengono normalmente adottate nei primi due anni della presidenza. Diverso potrebbe essere il caso israeliano. Un'eventuale sconfitta di Netanyahu sarebbe accolta favorevolmente dai mercati qualora contribuisse a ridurre le tensioni geopolitiche e, attraverso un calo dei prezzi dell'energia, le pressioni inflazionistiche. In tale scenario, gli asset più rischiosi e il dollaro potrebbero beneficiare di un miglioramento del sentiment, mentre i rendimenti obbligazionari potrebbero registrare una flessione. Al contrario, una riconferma della leadership potrebbe mantenere elevato il premio per il rischio geopolitico, sostenendo petrolio, oro e altri asset tradizionalmente considerati difensivi.

Fabio Petti
Co-Presidente,
The Investment Institute

Edoardo Campanella
Direttore e Caporedattore,
The Investment Institute

ASSET ALLOCATION 2

ISRAELE AL VOTO 3

Una chiacchierata con...
Michal Halperin

Focus: Elezioni di midterm USA: impatto sui mercati

STORIE MACRO 7

STORIE DI MERCATO 8

Cosa sta succedendo nel mercato?
- Azioni
- Reddito fisso
- Cambi
- Materie prime

TABELLE DI PREVISIONE 14

Asset Allocation

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

ASSET CLASS	POS.*	MOTIVAZIONE
Azioni globali	=	**Le azioni globali continuano a beneficiare della resilienza dell'attività economica, degli investimenti pubblici e privati e della solida crescita degli utili. La forte performance da inizio anno aumenta il rischio di prese di profitto in caso di marcato rialzo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine.**
Azioni USA	=	Le azioni statunitensi continuano a essere sostenute dalla crescita degli utili e dagli investimenti legati all'intelligenza artificiale (AI). Le società dei semiconduttori restano le principali beneficiarie del ciclo di spesa nell'AI, sebbene la leadership di mercato si sia ampliata. L'evoluzione della politica monetaria e dei rendimenti dei Treasury va monitorata attentamente, poiché potrebbe accrescere la volatilità dei mercati azionari.
Azioni Europa	=	La crescita economica europea ha tenuto meglio del previsto di fronte allo shock energetico. Le prospettive restano favorevoli e i mercati hanno assorbito le aspettative di ulteriori rialzi dei tassi. La composizione settoriale rappresenta un fattore di supporto, in un contesto di crescente interesse per i titoli value.
Azioni del Pacifico (mercati sviluppati[1])	=	Le prospettive restano sostenute dai solidi utili del settore tecnologico e dalla continua domanda di infrastrutture per l'AI. Il Giappone beneficia del miglioramento dei fondamentali domestici e delle riforme della governance societaria, mentre il comparto dei semiconduttori continua a sostenere i mercati azionari regionali nonostante la persistente dipendenza dai fattori esterni.
Azioni mercati emergenti	+	I mercati emergenti restano la nostra area preferita. La crescita degli utili è trainata dai leader dei semiconduttori di Taiwan e Corea del Sud, sostenuti dalla domanda strutturale legata all'AI. Valutazioni interessanti, esposizione a tecnologia e materie prime e una solida crescita degli utili supportano una visione costruttiva nel medio termine.
Obbligazioni globali	=	**L'inflazione elevata e l'incertezza sul sostegno della politica monetaria mantengono rischi al rialzo per i rendimenti a lungo termine, suggerendo un approccio prudente alla duration. Il carry continua a essere interessante nonostante spread compressi. Opportunità selettive emergono tra emittenti e valute dei mercati emergenti.**
Titoli di Stato in euro	=	La BCE dovrebbe effettuare un ulteriore rialzo dei tassi entro fine anno, mentre i prezzi dell'energia continuano a esercitare pressioni sui rendimenti. I segmenti a breve e medio termine della curva offrono un carry interessante con un rischio di duration contenuto.
Titoli di Stato non in euro	–	L'incertezza sul percorso della politica monetaria della Fed, l'espansione fiscale e le persistenti pressioni inflazionistiche potrebbero mantenere alta l'attenzione sul premio a termine negli Stati Uniti. Il rischio di un rialzo dei rendimenti a lungo termine potrebbe accompagnarsi a pressioni sul dollaro, riducendo ulteriormente l'attrattiva dei Treasury.
Obbligazioni corporate investment grade in euro	=	Gli spread creditizi restano vicini alla parte bassa dell'intervallo storico, limitando il potenziale di performance. Tuttavia, la classe di attivo ha mostrato resilienza anche nelle recenti fasi di volatilità di mercato, grazie a fondamentali solidi.
Obbligazioni corporate high-yield	–	Gli attuali spread non offrono rendimenti corretti per il rischio particolarmente interessanti, considerando la correlazione positiva con i mercati azionari in caso di correzione.
Obbligazioni mercati emergenti (valuta forte)	=	Dopo diversi trimestri di solida performance, spread compressi e valutazioni meno attraenti hanno ridotto il potenziale di rendimento. La classe di attivo resta sensibile ai movimenti dei rendimenti dei Treasury, in particolare sulle scadenze più lunghe.
Obbligazioni mercati emergenti (valuta locale)	+	Il miglioramento della qualità creditizia degli emittenti e l'attesa di un graduale e ordinato indebolimento del dollaro, sostenuto dal riequilibrio delle riserve globali e dal dal progressivo ridimensionamento del premio associato all'eccezionalismo statunitense, rafforzano la nostra fiducia nelle prospettive della classe di attivo.
Mercati monetari	=	**Poiché l'asset class offre un limitato potenziale di rendimento reale, manteniamo una posizione neutrale.**
Alternativi	=	**Le strategie alternative continuano a offrire benefici di diversificazione. Tuttavia, il miglior momentum di alcune asset class tradizionali e le valutazioni elevate in alcuni segmenti dell'universo degli investimenti alternativi giustificano il mantenimento di una posizione neutrale.**
Bitcoin	=	Bitcoin ha registrato un forte recupero, sostenuto dal miglioramento delle condizioni di liquidità, dai consistenti afflussi negli ETF e dal rinnovato interesse degli investitori istituzionali. Sebbene permangano incertezze normative e un'elevata volatilità, la liquidità favorevole, la crescente adozione e lo sviluppo della tokenizzazione supportano una visione costruttiva nel medio termine.
Materie prime	=	**I mercati delle materie prime continuano a essere sostenuti dalle tensioni geopolitiche, dalle interruzioni dell'offerta e da una domanda resiliente. Il calo delle scorte e i mercati fisici ancora tesi supportano i fondamentali. Tuttavia, i prezzi elevati e l'incertezza sulla crescita globale giustificano un posizionamento neutrale.**
Petrolio	=	I prezzi del petrolio sono aumentati per effetto dell'escalation delle tensioni tra Stati Uniti e Iran e delle preoccupazioni per il traffico marittimo attraverso lo Stretto di Hormuz, che hanno alimentato i timori sull'offerta. L'aumento del premio per il rischio geopolitico, il calo delle scorte e mercati fisici più tesi continuano a sostenere i fondamentali. Una più lenta normalizzazione delle condizioni di offerta in Medio Oriente dovrebbe supportare i prezzi nel breve termine.
Oro	=	L'oro continua a beneficiare degli acquisti delle banche centrali, della ripresa degli afflussi negli ETF, della domanda di diversificazione dei portafogli e delle preoccupazioni sulla sostenibilità fiscale. Sebbene tassi di interesse e rendimenti dei Treasury più elevati rappresentino ancora un fattore di freno, i rischi legati al debito e un dollaro più debole forniscono un sostegno compensativo. Manteniamo una valutazione neutrale, pur con un orientamento moderatamente costruttivo.

Aggiornamento al 14 settembre 2026; 1. Mercati sviluppati: Australia, Giappone, Hong Kong, Nuova Zelanda, Singapore
*Posizionamento: + Sovrappeso = Neutrale – Sottopeso

Israele al voto

Autore: Edoardo Campanella
Direttore e Caporedattore di The Investment Institute



Una chiacchierata con... Michal Halperin

Ex Direttore Generale dell'Autorità Antitrust israeliana, imprenditore sociale e membro del Consiglio di Amministrazione di Bank Hapoalim.

Edoardo Campanella: Quale tipo di maggioranza (se emergerà una maggioranza) potrebbe emergere dalle elezioni, a suo avviso?

Michal Halperin: Prevedere quale maggioranza emergerà è difficile. La società israeliana è sempre più polarizzata, per cui poche persone hanno una visione completa del quadro e delle tendenze reali. I diversi media pubblicano sondaggi molto differenti, generalmente in linea con i propri orientamenti politici. Non ho motivo di considerare più affidabili i sondaggi di una parte rispetto a quelli di un'altra. Il risultato finale dipenderà principalmente da due grandi incognite. In primo luogo, come voterà la comunità ultraortodossa e quale sarà il suo tasso di partecipazione. In secondo luogo, come voteranno i cittadini arabi e quanto saranno coinvolti nel processo elettorale.

Edoardo Campanella: Quanto è polarizzata la società israeliana e in che modo le elezioni potrebbero influenzarla?

Michal Halperin: La società israeliana è estremamente polarizzata. Una campagna elettorale non fa altro che mettere ulteriormente in evidenza divisioni già esistenti. Oggi gli israeliani si dividono principalmente su una questione: mantenere al potere l'attuale Primo Ministro e la coalizione di governo oppure sostituirli con un nuovo esecutivo. Ci sono stati diversi tentativi di creare partiti centristi con una piattaforma in grado di attrarre sia gli elettori della maggioranza sia quelli dell'opposizione. Tuttavia, questi partiti non sono riusciti a ottenere un sostegno sufficiente. La maggior parte delle nuove formazioni ha già abbandonato la corsa elettorale e quelle rimaste probabilmente si ritireranno a breve. La polarizzazione appare quindi destinata a rimanere elevata anche dopo il voto.

Edoardo Campanella: Come potrebbe evolvere la politica israeliana in Medio Oriente?

Michal Halperin: Israele ha di fatto perso la capacità di prendere decisioni autonome in politica estera con l'arrivo dell'amministrazione Trump. Per questa ragione, non mi aspetto che il risultato elettorale modifichi in modo sostanziale il comportamento strategico del Paese nella Regione. Tuttavia, queste elezioni sono considerate cruciali per il futuro di Israele soprattutto per ragioni interne. Tra le questioni principali vi sono: **1.** Le violenze degli estremisti ebrei in Cisgiordania continueranno con il tacito sostegno dell'esercito oppure le autorità decideranno finalmente di fermare i coloni? **2.** La comunità ultraortodossa continuerà a essere esentata dall'insegnamento di materie fondamentali come matematica, inglese, educazione civica e scienze, nonché dal servizio militare? **3.** Istituzioni chiave come la Corte Suprema e il Procuratore Generale saranno ulteriormente indebolite, mettendo a rischio le basi della democrazia israeliana? **4.** La società israeliana sarà disposta ad affrontare direttamente la tragedia del 7 ottobre e ad avviare una commissione d'inchiesta indipendente e approfondita per comprendere come sia stato possibile che ciò accadesse?

Edoardo Campanella: Esiste il rischio che Israele possa progressivamente isolarsi e perdere il sostegno dell'Europa e degli Stati Uniti?

Michal Halperin: Sì. Questo rappresenta uno dei principali rischi che Israele dovrà affrontare se non modificherà radicalmente il proprio comportamento. Il Paese sta già sperimentando forme di isolamento in ambiti rilevanti, tra cui la cooperazione accademica, gli investimenti esteri e i mercati di esportazione. Se le attuali politiche dovessero proseguire, potrebbero emergere conseguenze ancora più gravi. Le élite più istruite potrebbero trasferirsi all'estero, alimentando una fuga di cervelli che è già iniziata. Sul piano interno, la democrazia israeliana potrebbe continuare a indebolirsi, con conseguenze sui diritti delle minoranze e sulla qualità della pubblica amministrazione.

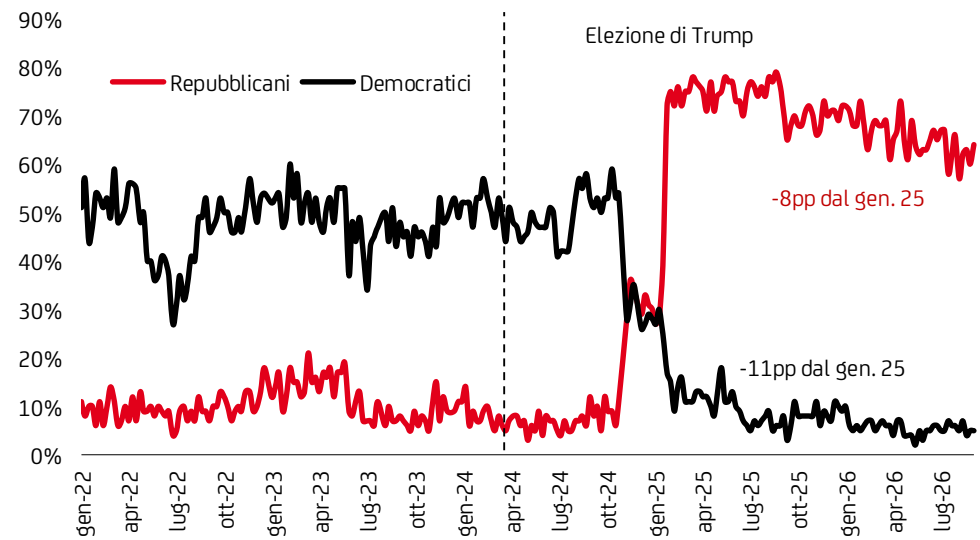
Elezioni di midterm USA: impatto sui mercati

Autori: Luca Cazzulani, Roberto Mialich, Jonathan Schroer, Christian Stocker

Le elezioni di metà mandato negli Stati Uniti si avvicinano e potrebbero accrescere la volatilità dei mercati

Le elezioni di metà mandato negli Stati Uniti si terranno martedì 3 novembre. In questa tornata elettorale saranno assegnati tutti i 435 seggi della Camera dei Rappresentanti e 33 seggi del Senato. Attualmente, i Repubblicani detengono la maggioranza in entrambe le Camere, con 53 seggi contro 47 al Senato (inclusi due indipendenti che votano con i Democratici) e 219 seggi contro 214 alla Camera dei Rappresentanti (inclusi un indipendente che vota con i Repubblicani e due seggi vacanti). I Democratici devono quindi conquistare quattro seggi al Senato e ottenere un guadagno netto di quattro seggi alla Camera per raggiungere la maggioranza. I seggi del Senato in palio quest'anno sono concentrati in Stati che, nel complesso, sono meno favorevoli ai Democratici. Pertanto, la probabilità che i Democratici conquistino la maggioranza alla Camera dei Rappresentanti è più elevata rispetto a quella di ottenere la maggioranza al Senato. I mercati delle scommesse e i principali analisti politici considerano i Democratici nettamente favoriti per conquistare la maggioranza alla Camera, mentre il Senato rimane un esito altamente incerto. Sebbene il contesto politico continui a essere fortemente partigiano e polarizzato, con Democratici e Repubblicani che valutano in modo completamente diverso la direzione intrapresa dal Paese, il sostegno alle politiche repubblicane è in calo dall'inizio del secondo mandato di Trump.

GRAFICO 1.1: I SONDAGGI CONFERMANO L'ELEVATA POLARIZZAZIONE POLITICA
PERCENTUALE DI INTERVISTATI CHE RITIENE CHE IL PAESE STIA SEGUENDO LA DIREZIONE GIUSTA

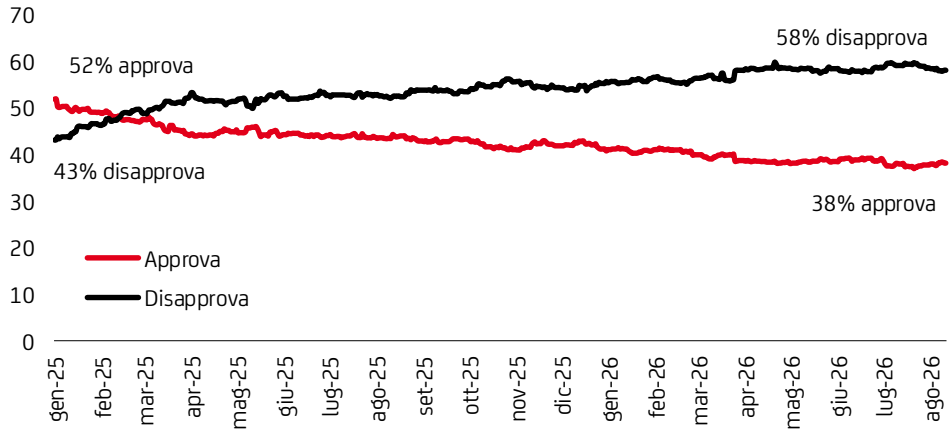


Fonte: Yougov, The Investment Institute di UniCredit

Un fattore importante alla base della crescente probabilità che i Democratici riconquistino la maggioranza al Congresso è il crescente disappunto degli elettori nei confronti delle politiche repubblicane e del loro impatto sul costo della vita. Un recente sondaggio Reuters/Ipsos ha rilevato che il 36% degli elettori ritiene più affidabili i Democratici sulle questioni legate al costo della vita, rispetto al 28% che indica i Repubblicani. Un anno prima, i Repubblicani disponevano di un lieve vantaggio, con il 34% degli intervistati a favore dei Repubblicani e il 33% a favore dei Democratici. L'insoddisfazione per la gestione dell'economia da parte dei Repubblicani si riflette nel deterioramento degli indici di gradimento di Trump.

GRAFICO 1.2: L'INDICE DI GRADIMENTO DI TRUMP HA CONTINUATO A DIMINUIRE DAL SUO INSEDIAMENTO

INDICE DI GRADIMENTO DEL PRESIDENTE



Fonte: *New York Times* daily poll average, The Investment Institute di UniCredit

Nelle recenti tornate elettorali, il partito al governo ha generalmente perso terreno al Congresso in occasione delle elezioni di metà mandato, poiché gli elettori tendono a manifestare delusione per le promesse elettorali non mantenute. La popolarità del Presidente si è rivelata un indicatore chiave del successo nelle elezioni di metà mandato. L'unica volta in cui il partito del Presidente ha guadagnato seggi alla Camera dei Rappresentanti in una consultazione di metà mandato dall'inizio del nuovo millennio è stata nel 2002, quando l'indice di approvazione di George W. Bush era ampiamente superiore al 50% in seguito alla risposta iniziale agli attacchi terroristici dell'11 settembre. Bush subì un contraccolpo elettorale nel 2006, quando l'attenzione degli elettori tornò a concentrarsi sull'economia. I Democratici subirono a loro volta un contraccolpo nel 2010, in un contesto di persistente insoddisfazione per la situazione economica successiva alla crisi finanziaria e di controversie legate all'Affordable Care Act. Nel corso del suo primo mandato, il basso indice di approvazione di Trump coincise con significative perdite alla Camera dei Rappresentanti, sebbene i Repubblicani registrarono modesti guadagni al Senato. Attualmente, l'indice di approvazione di Trump è ben al di sotto del livello registrato nel 2018, aumentando il rischio di perdite significative per i Repubblicani nelle elezioni di metà mandato di novembre.

APPROVAZIONE PRESIDENZIALE E RISULTATI DELLE MIDTERM

Elezione	Presidente	Approvazione prima delle elezioni	Variazione seggi Camera (partito del Presidente)	Variazione seggi Senato (partito del Presidente)
2022	Biden (D)	~44%	-9 seggi	+1 seggio
2018	Trump (R)	~41%	-41 seggi	+2 seggi
2014	Obama (D)	~42%	-13 seggi	-9 seggi
2010	Obama (D)	Mid-40s	-63 seggi	-6 seggi
2006	G.W. Bush (R)	High-30s	-30 seggi	-6 seggi
2002	G.W. Bush (R)	~63%	+8 seggi	+2 seggi

Fonte: Gallup, UC Santa Barbara "The American Presidency Project", The Investment Institute di UniCredit

Sono possibili tre esiti delle elezioni di metà mandato. Alla luce delle dinamiche politiche attuali descritte in precedenza, riteniamo che il terzo scenario, ossia il mantenimento dello status quo, sia il meno probabile. Dal punto di vista dei mercati, le elezioni di metà mandato negli Stati Uniti non hanno storicamente rappresentato un fattore determinante. Negli ultimi dieci cicli elettorali, né i rendimenti dei Treasury, né il dollaro, né i mercati azionari hanno mostrato un andamento sistematico in corrispondenza di questo evento. Le dinamiche di mercato sono state generalmente guidate dalla politica monetaria, dai fondamentali economici e dagli utili societari più che dagli esiti elettorali. Sebbene il contesto attuale sia caratterizzato da un livello di incertezza politica superiore alla norma, continuiamo a considerare le elezioni principalmente come una potenziale fonte di volatilità nel breve termine, piuttosto che come un fattore determinante per l'andamento dei mercati nel medio termine.

Analizziamo più nel dettaglio i tre possibili scenari:

1. **Scenario di base: i Democratici conquistano la maggioranza alla Camera, ma non al Senato.** La dimensione della maggioranza assume particolare rilevanza in questo scenario, poiché una maggioranza risicata lascerebbe all'opposizione democratica margini di manovra limitati e potrebbe essere percepita come una delusione rispetto alle attuali aspettative. La Camera dei Rappresentanti esercita un controllo significativo sulla finanza pubblica e probabilmente si opporrebbe a piani particolarmente onerosi di stimolo all'economia o a un forte aumento della spesa militare qualora tali misure potessero favorire i candidati repubblicani nelle elezioni del 2028. I Democratici avrebbero la possibilità di avviare indagini sulle politiche adottate in passato e di intensificare la supervisione delle azioni dell'esecutivo, assorbendo così risorse amministrative e politiche. Non riteniamo che una Camera controllata dai Democratici sarebbe in grado di invertire le principali politiche già in essere, ad esempio attraverso l'eliminazione dei dazi o la conclusione del conflitto in Iran. Tuttavia, essa limiterebbe significativamente la libertà dell'amministrazione Trump di introdurre nuove misure di ampia portata e conferirebbe ai Democratici poteri investigativi nei confronti del Presidente, della sua amministrazione e della sua famiglia, poteri di cui non hanno disposto sotto il controllo repubblicano della Camera.

   ➔ **Impatto di mercato:** Un simile scenario sarebbe probabilmente moderatamente favorevole ai Treasury, poiché maggiori vincoli alla spesa fiscale potrebbero attenuare le preoccupazioni legate al deficit e al debito pubblico. Per il dollaro, le implicazioni sarebbero lievemente positive, riflettendo aspettative di maggiore disciplina fiscale. Un contesto di stallo legislativo rappresenterebbe verosimilmente un fattore di stabilizzazione per i mercati azionari, riducendo il rischio di importanti sorprese sul fronte delle politiche economiche e consentendo agli investitori di tornare a concentrarsi sui fondamentali, quali crescita economica, utili societari, inflazione e politica monetaria della Fed.

2. **Scenario di rischio 1: i Democratici conquistano la maggioranza sia alla Camera sia al Senato.** La maggioranza democratica sarebbe probabilmente esigua e non consentirebbe di superare un eventuale veto presidenziale. Tuttavia, la capacità dei Democratici di ostacolare le politiche dell'amministrazione Trump risulterebbe rafforzata. Una maggioranza al Senato permetterebbe infatti ai Democratici di bloccare, ritardare o influenzare le principali nomine, comprese quelle alla Corte Suprema e alla Fed. In questo scenario riteniamo possibile un aumento della volatilità sui mercati, poiché Trump potrebbe essere incline a compensare l'indebolimento della propria posizione politica attraverso ordini esecutivi controversi o iniziative sulla scena internazionale, mantenendo le proprie politiche al centro dell'attenzione pubblica.

   ➔ **Impatto di mercato:** Vincoli più stringenti sull'agenda politica dell'amministrazione potrebbero rafforzare le aspettative di una maggiore disciplina fiscale e sostenere il sentiment degli investitori nelle diverse asset class. Tuttavia, gli investitori potrebbero anche temere un contesto politico più conflittuale e il rischio di risposte politiche imprevedibili da parte di Trump. Tale incertezza potrebbe esercitare una moderata pressione sui Treasury, attraverso un aumento del premio per il rischio, e generare volatilità nel breve termine sui mercati azionari. Questo scenario non sarebbe favorevole al dollaro. Le preoccupazioni legate a un possibile esito elettorale contestato potrebbero inoltre amplificare questi effetti negativi sul sentiment di mercato.

3. **Scenario di rischio 2: i Repubblicani mantengono il controllo della Camera e del Senato:** Questo scenario rafforzerebbe il controllo di Trump sul Partito Repubblicano e sull'agenda politica nazionale in vista del ciclo elettorale del 2028. Verrebbe inoltre confermato il suo ruolo di "kingmaker" nelle prossime elezioni e la sua influenza sull'orientamento politico del Partito Repubblicano.

   ➔ **Impatto di mercato:** Per i Treasury, l'impatto sarebbe probabilmente neutrale, poiché l'attuale quadro di politica economica rimarrebbe invariato. Il dollaro potrebbe continuare a subire pressioni qualora gli investitori associassero questo risultato alla prosecuzione di politiche fiscali espansive e a disavanzi più ampi. I mercati azionari accoglierebbero probabilmente con favore la riduzione dell'incertezza politica e la continuità delle politiche economiche. Tuttavia, l'impatto sui mercati dipenderebbe più dalle prospettive di crescita economica, utili societari e politica monetaria che dall'esito elettorale in sé.

Nel complesso, le implicazioni di mercato delle elezioni dipenderanno in larga misura dal fatto che l'esito venga interpretato come un segnale di maggiore disciplina fiscale, elemento favorevole per gli asset finanziari e per il dollaro, oppure come fonte di maggiore incertezza politica e di una politica estera meno prevedibile, con effetti negativi sui mercati e sulla valuta statunitense. Riteniamo tuttavia che la politica monetaria della Fed continuerà a rappresentare il principale fattore determinante per i rendimenti dei Treasury, che i differenziali dei tassi di interesse rimarranno il principale driver del dollaro e che crescita economica e utili societari continueranno a orientare l'andamento dei mercati azionari. **Le elezioni sono quindi da considerare soprattutto come un potenziale fattore di volatilità più che come un punto di svolta** per i mercati finanziari.

Storie Macro

Autori: Tullia Bucco, Jonathan Schroer, Marco Valli

1 La BCE non ha ancora terminato

Il 10 settembre la BCE ha effettuato un rialzo dei tassi di 25 punti base, ampiamente atteso dal mercato, portando il tasso sui depositi al 2,50%. Questo livello corrisponde al limite superiore dell'intervallo stimato dalla BCE per il tasso neutrale. Le nuove proiezioni macroeconomiche e il tono della conferenza stampa hanno confermato un orientamento restrittivo. Lo shock inflazionistico si sta dimostrando più persistente di quanto la BCE avesse precedentemente previsto, poiché i prezzi elevati dell'energia dovrebbero mantenere l'inflazione generale ben al di sopra dell'obiettivo per tutta la prima metà del 2027, con un ritorno al 2% atteso solo verso la fine dello stesso anno. Nel frattempo, l'economia dell'Eurozona sta mostrando una resilienza superiore alle attese grazie all'aumento della spesa per infrastrutture e difesa, al maggiore contributo degli investimenti legati all'AI e alla continua, seppur moderata, crescita dei consumi privati. In questo contesto, la banca centrale può concentrarsi principalmente sui rischi per l'inflazione, che restano orientati al rialzo mentre i prezzi dell'energia continuano ad aumentare. Ciò suggerisce che il processo di irrigidimento della politica monetaria non sia ancora concluso. Salvo una rapida e significativa correzione dei prezzi dell'energia o un marcato indebolimento dell'attività economica, è probabile che la BCE proceda con un ulteriore rialzo dei tassi. Ci attendiamo un ultimo incremento di 25 punti base a dicembre, che porterebbe il tasso sui depositi al 2,75%.

2 La Fed torna alla stretta monetaria

Alla riunione di settembre, la Fed ha aumentato i tassi di 25 punti base, portando l'intervallo obiettivo per il federal funds rate al 3,75%-4,00%. La decisione unanime ha rafforzato la credibilità del Presidente Warsh e del FOMC in un contesto di crescita economica solida, piena occupazione e pressioni inflazionistiche ancora elevate. Si è trattato di un rialzo dai toni restrittivi. Le aspettative del FOMC sui tassi si sono spostate verso l'alto, poiché il Comitato ha marginalmente migliorato la propria valutazione della crescita economica e del mercato del lavoro, rivedendo al rialzo anche le proiezioni per l'inflazione PCE, sia generale sia di fondo. Warsh ha definito il rialzo dei tassi come una misura volta a "rimuovere una quota di accomodamento monetario". Questa formulazione suggerisce che l'orientamento della politica monetaria rimanga almeno in parte accomodante anche dopo l'ultimo aumento dei tassi e il recente irripidimento della curva dei rendimenti. In altre parole, il FOMC ritiene che le attuali condizioni finanziarie non esercitino un freno sufficiente sull'inflazione, rafforzando le argomentazioni a favore di ulteriori rialzi qualora i rischi inflazionistici non dovessero attenuarsi. Nel complesso, riteniamo improbabile che la Fed abbia concluso il ciclo di rialzi. Ci attendiamo un ulteriore aumento di 25 punti base a dicembre, seguito da un prolungato periodo di tassi ufficiali invariati.

3 Il rally del gas alimenta l'inflazione

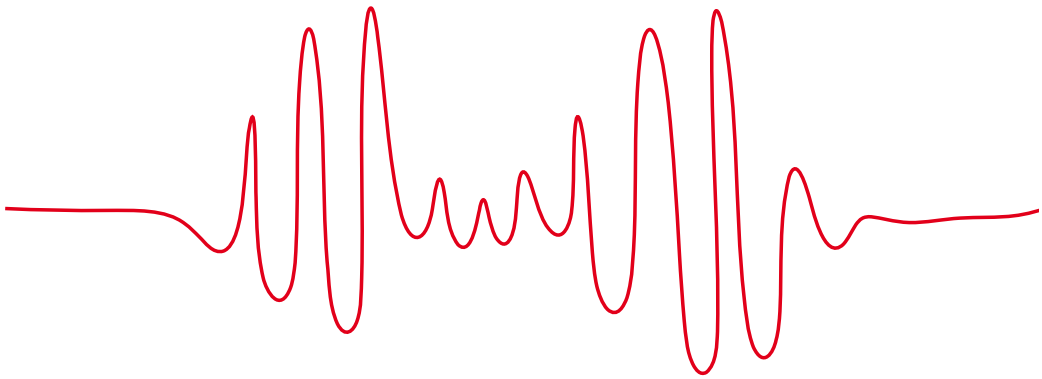
Il mercato europeo del gas è stato sottoposto a forti tensioni a seguito dell'intensificarsi delle ostilità tra Stati Uniti e Iran. Dall'inizio di settembre, il prezzo di riferimento del gas TTF è salito da 70 euro/MWh a oltre 80 euro/MWh, alimentando i timori di un aumento delle pressioni inflazionistiche. Sebbene il principale fattore alla base del rialzo sia rappresentato dalla ripresa del confronto militare, desta preoccupazione anche il ritardo con cui l'Europa sta ricostituendo le proprie scorte in vista della stagione invernale. Ciò aumenta il rischio di tensioni sul lato della domanda, poiché gli operatori potrebbero trovarsi costretti a competere più aggressivamente per raggiungere l'obiettivo di riempimento degli stoccaggi all'80% entro il 1° novembre. Sebbene tale obiettivo possa essere ridotto al 75% in presenza di condizioni di mercato eccezionali, anche il raggiungimento di questa soglia inferiore appare sfidante. Le basse scorte dovrebbero mantenere il mercato in uno stato di elevata attenzione nei prossimi mesi, soprattutto in caso di temperature invernali inferiori alla media. Per maggiori informazioni, si veda la nostra Short View pubblicata il 10 settembre, "Time's up: Europe's winter gas restocking reaches crunch time".

Storie di mercato

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

Il rumore ...

I prezzi del petrolio e del gas sono aumentati bruscamente per effetto del perdurare del conflitto tra Stati Uniti e Iran e della conseguente chiusura di fatto dello Stretto di Hormuz. L'estensione delle tensioni allo Stretto di Bab el-Mandeb, che insieme al Canale di Suez rappresenta un passaggio fondamentale per le catene di approvvigionamento tra Europa e Asia, ha accresciuto ulteriormente le pressioni inflazionistiche. Allo stesso tempo, il rendimento del Treasury decennale statunitense ha raggiunto il 5%, il livello più elevato dal 2007, riaccendendo i timori sulla sostenibilità del debito pubblico americano.



... e il segnale

Gli ultimi sviluppi in Iran e nella Penisola Arabica suggeriscono che la geopolitica continuerà a rappresentare il principale driver dei mercati nelle prossime settimane, influenzando le aspettative su prezzi dell'energia, inflazione e politica monetaria. Al tempo stesso, l'economia globale ha finora mostrato una resilienza superiore alle attese, seppur in un contesto di crescita moderata, sostenuta dagli investimenti in difesa, infrastrutture e AI. Il recente aumento dei prezzi del petrolio e del gas, unito alla limitata visibilità sull'evoluzione del conflitto tra Stati Uniti e Iran, accresce tuttavia i rischi di stagflazione. Inoltre, le elezioni di metà mandato negli Stati Uniti previste per novembre potrebbero rappresentare un'ulteriore fonte di volatilità per i mercati finanziari. Gli ultimi dati sull'inflazione e l'orientamento restrittivo delle principali banche centrali ci hanno indotto ad aggiornare le nostre previsioni, incorporando ulteriori rialzi dei tassi da parte della Fed e della BCE e rivedendo al rialzo le stime sui rendimenti obbligazionari. Nel complesso, manteniamo una visione costruttiva sui mercati azionari globali, con una preferenza per i mercati emergenti, sostenuti da valutazioni interessanti e da una significativa esposizione ai principali temi strutturali di crescita di lungo periodo. Uno scenario di crescita moderata ma positiva dovrebbe continuare a supportare il credito societario che, alla luce della compressione degli spread, resta principalmente una strategia orientata al carry. Nell'attuale contesto manteniamo un approccio prudente sui Treasury statunitensi e una posizione più neutrale sui titoli governativi core dell'Eurozona. L'incertezza sulle prospettive di inflazione e i rischi al rialzo legati all'offerta di titoli governativi e societari suggeriscono cautela nell'estensione della duration. Sebbene tassi di interesse più elevati possano limitare il potenziale di apprezzamento dell'oro, i rischi fiscali e legati alla sostenibilità del debito, insieme a un dollaro statunitense più debole, dovrebbero contribuire a compensare tali fattori avversi; di conseguenza, abbiamo lievemente rivisto al rialzo la nostra previsione di fine anno.

Azioni

I fondamentali continuano a sostenere i mercati azionari

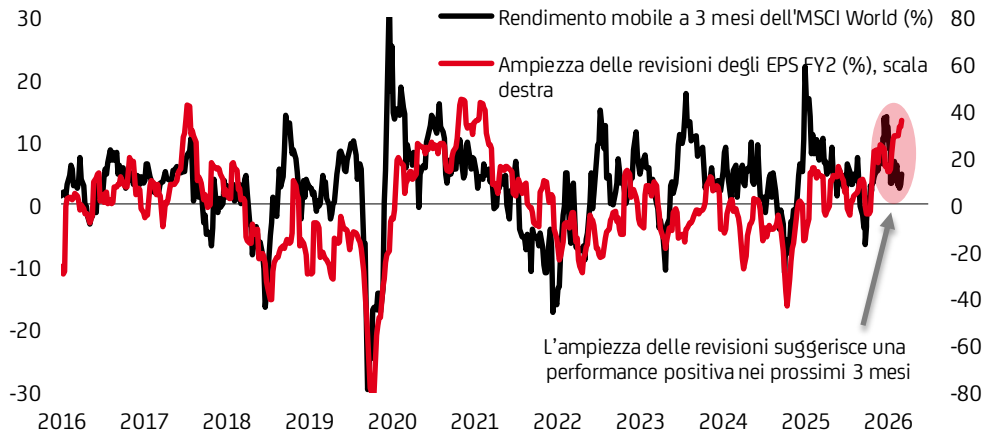
Manteniamo una view costruttiva sui mercati azionari globali, con una preferenza per i mercati emergenti, sostenuti da valutazioni interessanti e da una significativa esposizione ai principali temi strutturali di crescita di lungo periodo. Allo stesso tempo, le azioni europee stanno mettendo sempre più in discussione alcune convinzioni consolidate degli investitori. La crescita degli utili sta accelerando, la redditività è in miglioramento e la performance di mercato è stata più solida di quanto generalmente riconosciuto. Sebbene l'Europa continui a confrontarsi con sfide strutturali legate all'innovazione, alla politica e all'allocazione del capitale, la combinazione di utili resilienti, valutazioni attraenti e forte generazione di cassa ne rafforza l'appeal in ottica di diversificazione. Al contrario, alla luce del rischio di ulteriori rialzi dei tassi di mercato, il predominio di lunga data delle grandi società tecnologiche statunitensi potrebbe gradualmente attenuarsi. In questo contesto, vediamo un crescente potenziale di rialzo nei settori Finanziario e Industriale, sia negli Stati Uniti sia in Europa.

Dopo anni di predominio del settore tecnologico, negli Stati Uniti stanno emergendo segnali di un progressivo ampliamento della leadership di mercato. L'aumento dei rendimenti a lungo termine sta diventando un fattore sfavorevole per i titoli growth, poiché tassi di sconto più elevati riducono il valore attuale degli utili futuri e limitano il potenziale di espansione delle valutazioni. Allo stesso tempo, la portata senza precedenti degli investimenti legati all'AI sta esercitando pressioni sulla generazione di free cash flow di diverse grandi società tecnologiche statunitensi. Ciò non implica necessariamente prospettive meno favorevoli per il settore, ma suggerisce un contesto di mercato più equilibrato, nel quale un numero maggiore di settori contribuisce alla performance complessiva. In questo scenario, l'indice S&P 500 Equal Weight potrebbe essere ben posizionato per sovraperformare il tradizionale S&P 500 ponderato per la capitalizzazione di mercato, i cui rendimenti restano fortemente concentrati in un ristretto gruppo di giganti tecnologici.

Le azioni europee stanno entrando in una fase più favorevole. Dopo diversi anni caratterizzati da una dinamica degli utili sostanzialmente stagnante, il momentum degli utili societari mostra chiari segnali di miglioramento, sostenuto dal graduale rafforzamento dell'economia europea. Inoltre, l'aumento dei rendimenti favorisce i settori value, che rappresentano una quota significativa del mercato europeo. Considerata la composizione settoriale degli indici, l'Europa appare particolarmente ben posizionata per beneficiare sia dell'ampliamento della leadership di mercato sia del miglioramento dell'attività economica. A nostro avviso, la combinazione di crescita degli utili in accelerazione, contesto macroeconomico più favorevole ed elevata esposizione ai settori value continua a rappresentare un solido argomento a favore delle azioni europee.

GRAFICO 2.1: LE REVISIONI DEGLI UTILI SUGGERISCONO UNA SOLIDA PERFORMANCE NEL 4T26

LE REVISIONI POSITIVE DEGLI UTILI SONO IL PRINCIPALE FATTORE DI TRAINO DEI RENDIMENTI AZIONARI



Fonte: LSEG Datastream, The Investment Institute di UniCredit
Nota: Ampiezza delle revisioni degli EPS a 2 anni: (numero di revisioni al rialzo meno numero di revisioni al ribasso) / totale delle revisioni

Reddito fisso

Titoli di Stato: cautela ancora necessaria

Le rinnovate tensioni in Medio Oriente hanno spinto al rialzo i prezzi del petrolio e del gas, riaccendendo le vendite sui titoli di Stato durante l'estate. A ciò si sono aggiunte le crescenti preoccupazioni che gli investimenti legati all'AI possano sottrarre spazio al debito sovrano, intensificando la competizione per il capitale e contribuendo a un aumento dei rendimenti reali. Inoltre, le dichiarazioni restrittive del Presidente della Fed Kevin Warsh a Jackson Hole hanno innescato una revisione delle aspettative di politica monetaria, esercitando ulteriore pressione al rialzo sui rendimenti del tratto a breve della curva. Come mostra il grafico 2.2, i rendimenti governativi sono aumentati significativamente dall'inizio dell'anno, con un marcato bear flattening concentrato nella prima metà del 2026. Da luglio, tuttavia, le curve dei rendimenti si sono mosse in modo prevalentemente parallelo.

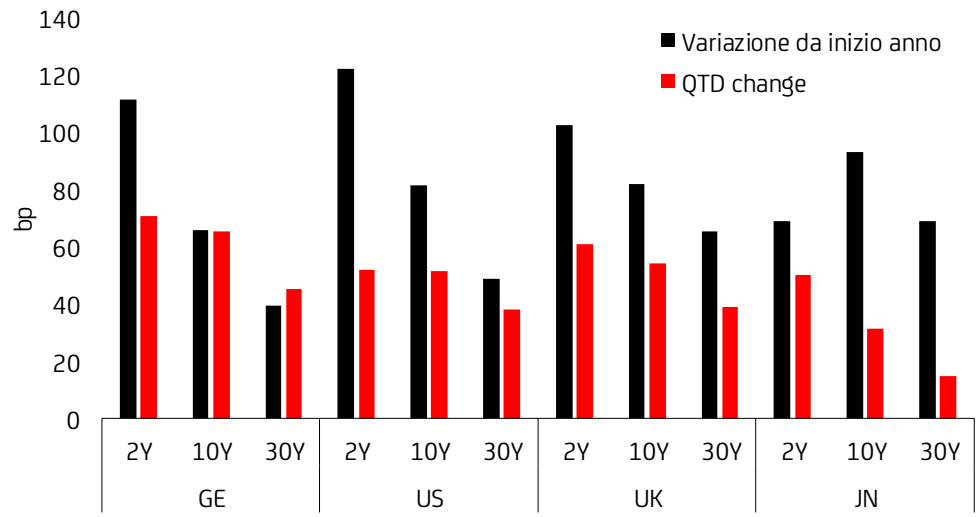
Abbiamo rivalutato il recente aumento dei rendimenti e aggiornato le nostre previsioni per incorporare un irrigidimento monetario da parte di Fed e BCE più pronunciato rispetto alle attese precedenti. Ci attendiamo ora che il rendimento del Treasury decennale raggiunga il 4,75% a fine anno, mentre quello del Bund decennale dovrebbe attestarsi intorno al 3,20%. Sebbene tassi ufficiali più elevati siano destinati a spingere meccanicamente al rialzo i rendimenti a due anni, riteniamo che le curve rimarranno relativamente piatte nel prossimo futuro. Un bull steepening dovrebbe emergere solo quando i mercati inizieranno a prezzare tagli dei tassi, verosimilmente verso la fine del 2027. Questa previsione riflette la nostra convinzione che le principali banche centrali porteranno i tassi ulteriormente in territorio restrittivo per contenere le aspettative di inflazione, più che per frenare un'economia divenuta strutturalmente più solida.

L'aumento dei rendimenti, che in molte giurisdizioni ha portato i tassi ai massimi degli ultimi anni, ha alimentato un intenso dibattito sull'attrattività della duration, sui premi per il rischio e sulla crescente competizione per il capitale. A nostro avviso, il recente movimento riflette in larga misura un aggiustamento verso livelli dei tassi ufficiali più elevati rispetto a quelli osservati nel decennio scorso. Restano tuttavia presenti rischi sul tratto lungo della curva, legati ai premi per il rischio, alla sostenibilità dei conti pubblici, a una Fed potenzialmente meno prevedibile e a un indebolimento della domanda di attività finanziarie statunitensi in un contesto di elevata incertezza geopolitica.

Nell'attuale contesto manteniamo una posizione prudente sui Treasury statunitensi e un orientamento più neutrale sui titoli governativi core dell'Eurozona. L'incertezza sulle prospettive di inflazione, un quadro geopolitico più frammentato e la prospettiva di un'abbondante offerta di titoli da parte sia dei governi sia degli emittenti privati suggeriscono di mantenere cautela sull'esposizione alla duration.

GRAFICO 2.2: I RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO AUMENTANO SU TUTTA LA CURVA

VARIAZIONE DEI RENDIMENTI (PB)



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute di UniCredit

Credito corporate: il carry resta la principale fonte di rendimento

L'aumento dei rendimenti obbligazionari e dei prezzi del petrolio, unito al persistente elevato volume di nuove emissioni, crea un contesto sfidante per il credito europeo nella seconda metà dell'anno, che potrebbe tradursi in un graduale ampliamento degli spread.

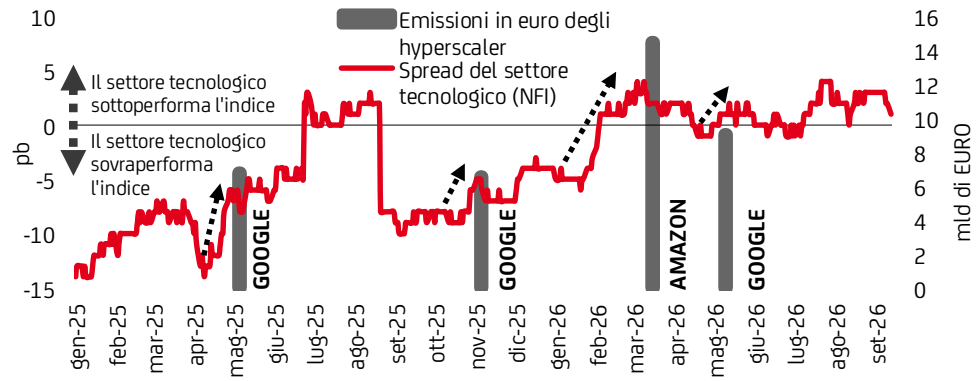
I premi per il rischio del credito non finanziario hanno iniziato ad ampliarsi leggermente nelle ultime settimane, poiché le tensioni nello Stretto di Hormuz stanno spingendo al rialzo i prezzi del petrolio, aumentando i rischi per la crescita economica in un contesto caratterizzato da scorte di gas ancora ridotte. Ciò dovrebbe pesare sull'attrattiva del credito europeo, che continua a essere scambiato a spread prossimi ai minimi storici. Sebbene i settori delle risorse di base e dell'oil & gas abbiano il potenziale per sovraperformare, manteniamo una valutazione negativa su chimica, viaggi e tempo libero e tecnologia. Quest'ultimo comparto, pur mostrando solidi fondamentali creditizi, deve far fronte ai consistenti investimenti richiesti dall'AI. I cinque principali hyperscaler, Amazon, Google, Microsoft, Alphabet e Oracle, prevedono investimenti complessivi pari a 710 miliardi di dollari nel 2026, quasi il 60% in più rispetto all'anno precedente; nel 2027 la spesa dovrebbe raggiungere i 1.000 miliardi di dollari. Sebbene la maggior parte del finanziamento avvenga tramite private equity e private credit, i bassi costi di finanziamento in euro hanno incentivato le hyperscaler a ricorrere anche alle emissioni reverse Yankee. Tuttavia, considerata la dimensione limitata di tali operazioni rispetto all'intero mercato, il loro impatto complessivo dovrebbe rimanere contenuto. Inoltre, data la ridotta incidenza del settore tecnologico sull'universo investment grade europeo, le emissioni realizzate negli ultimi due anni hanno contribuito a una performance inferiore rispetto al mercato.

Le emissioni di covered bond da parte delle banche sono rimaste eccezionalmente elevate nel 2026, con 168 miliardi di euro collocati da inizio anno e un'attività sul mercato primario che ha raggiunto livelli record nei mesi di giugno e agosto, mentre luglio ha risentito della consueta pausa estiva. Questo andamento ci ha portato a rivedere al rialzo la previsione di raccolta per l'intero anno a 175-180 miliardi di euro, rispetto ai 165-170 miliardi precedentemente stimati. Considerando i 159 miliardi di euro di covered bond in scadenza, ciò implica un'offerta netta compresa tra 26 e 31 miliardi di euro, con ulteriori 7-12 miliardi attesi nel resto dell'anno. Le emissioni senior unsecured hanno raggiunto 182 miliardi di euro da inizio anno, trainate dagli istituti di Regno Unito, Francia, Stati Uniti e Canada. Le banche dell'Europa centrale e orientale hanno collocato circa 8 miliardi di euro. Confermiamo la previsione per il funding senior nel 2026, compresa tra 220 e 240 miliardi di euro, sebbene il dato finale sia probabilmente destinato a collocarsi nella parte bassa dell'intervallo. Per i prossimi mesi prevediamo circa 40 miliardi di euro di ulteriori emissioni senior, mentre quelle di covered bond dovrebbero moderarsi dopo una prima parte dell'anno particolarmente intensa.

Nel complesso, la domanda degli investitori è rimasta solida e gli spread creditizi hanno reagito marginalmente al riaccendersi delle tensioni tra Iran e Stati Uniti. Ci attendiamo che il sentiment costruttivo continui a prevalere e riteniamo che l'offerta prevista per il 2026 possa essere assorbita dal mercato.

GRAFICO 2.3: EMISSIONI OBBLIGAZIONARIE IN EURO DEGLI HYPERSCALER E PERFORMANCE RELATIVA DEL SETTORE TECNOLOGICO

IN MLD DI EUR E PB, RISPETTIVAMENTE



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute di UniCredit

Cambi

EUR-USD: più probabile una stabilizzazione sopra 1,15 che una correzione

Il rally dell'EUR-USD fino a 1,1711 in agosto è stato favorito dai minori volumi di scambio tipici dei mesi estivi e dagli effetti di contagio derivanti dal calo dell'USD-JPY dopo l'intervento congiunto sul mercato valutario da parte della Bank of Japan e del Tesoro statunitense alla fine di luglio.

Successivamente, l'EUR-USD è sceso sotto quota 1,16 dopo l'intervento del Presidente della Fed Kevin Warsh a Jackson Hole, durante il quale ha ribadito che la Fed "ha ancora del lavoro da fare", inducendo i mercati a rivedere le aspettative verso una politica monetaria più restrittiva.

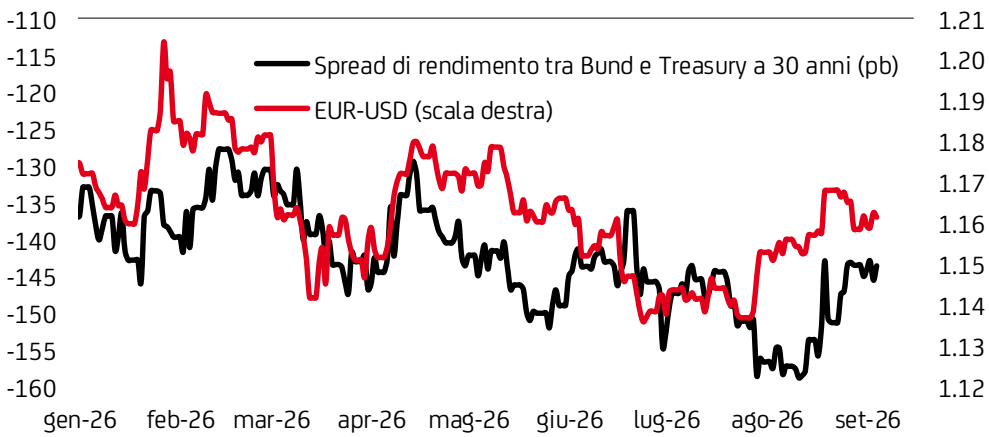
La riaccensione delle tensioni in Medio Oriente ha poi sostenuto il dollaro, riportando l'EUR-USD in prossimità di 1,15 all'inizio di questa settimana. **In prospettiva, continuiamo ad attenderci un dollaro moderatamente più debole e, di conseguenza, un euro leggermente più forte nel resto del 2026 e nel 2027.** I rialzi dei tassi attesi dalla Fed appaiono già ampiamente incorporati nella curva forward e difficilmente potranno fornire un sostegno significativo al dollaro. Al contrario, la valuta statunitense potrebbe risentire di un aumento delle tensioni tra il Tesoro degli Stati Uniti e la Fed sulla gestione dei tassi di interesse e dei rendimenti a lungo termine.

Il grafico seguente mostra come l'EUR-USD sia divenuto sensibile al restringimento del differenziale di rendimento tra Bund e Treasury statunitensi, anche sulle scadenze ultra-lunghe (30 anni), riflettendo possibili preoccupazioni legate alla sostenibilità del debito pubblico. Inoltre, l'amministrazione statunitense potrebbe favorire un dollaro più debole in vista delle elezioni di metà mandato del 3 novembre, per sostenere le esportazioni alla luce dello stallo sui dazi alle importazioni.

In sintesi, un recupero del dollaro sufficientemente ampio da riportare il cambio nella fascia 1,10-1,15 potrebbe materializzarsi solo in presenza di un marcato aumento dell'avversione al rischio globale o di una revisione significativa delle aspettative sui tassi statunitensi. Per il momento, riteniamo più probabile una stabilizzazione leggermente al di sopra di 1,15 rispetto a una rottura netta e duratura al ribasso. Manteniamo pertanto invariati i nostri target per l'EUR-USD a 1,17 nel 4° trimestre 2026 e a 1,19 nel 4° trimestre 2027.

GRAFICO 2.4: L'EUR-USD RISENTE DEI DIFFERENZIALI DI RENDIMENTO ANCHE SULLE SCADENZE LUNGHE

EUR-USD E SPREAD DI RENDIMENTO BUND-TREASURY A 30 ANNI



Fonte: LSEG, The Investment Institute di UniCredit

Materie prime

Petrolio greggio

Con l'escalation delle tensioni tra Stati Uniti e Iran, i prezzi del petrolio sono saliti oltre i 105 USD/barile a fronte delle crescenti preoccupazioni per l'offerta globale, riflettendo una rivalutazione delle prospettive di breve termine per il mercato petrolifero. Una serie di interruzioni dei flussi energetici regionali, il riaccendersi degli attacchi alle infrastrutture e l'incertezza riguardo al traffico marittimo attraverso lo stretto hanno riportato gli sviluppi in Medio Oriente al centro dell'attenzione dei mercati. Sebbene l'aumento del Brent rifletta in parte un più elevato premio per il rischio geopolitico, esso ha coinciso anche con un irrigidimento dei fondamentali di mercato. Le scorte globali continuano a diminuire, i mercati dei prodotti raffinati mostrano condizioni più tese e le interruzioni dell'offerta limitano la capacità del mercato di ricostituire adeguati margini di sicurezza. La Cina potrebbe fornire un sostegno inferiore rispetto a quanto osservato all'inizio dell'anno, avendo ridotto le importazioni e fatto ricorso alle scorte durante lo shock iniziale dell'offerta, contribuendo così a moderare le pressioni sul mercato petrolifero globale. Con la progressiva riduzione delle scorte cinesi, tale effetto compensativo potrebbe gradualmente venir meno. Poiché gli sviluppi più recenti suggeriscono che le condizioni di offerta in Medio Oriente potrebbero normalizzarsi più lentamente di quanto precedentemente previsto, **abbiamo recentemente rivisto al rialzo la nostra previsione per il Brent nel 4° trimestre del 2026 a 87 USD/barile**.

Gas naturale

Il prezzo di riferimento del gas naturale europeo (TTF) è aumentato del 72%, raggiungendo quota 80 euro/MWh dalla fine del cessate il fuoco tra Stati Uniti e Iran dell'8 luglio. Nonostante l'aumento dei prezzi, la domanda di gas si è rafforzata durante l'estate, poiché l'Asia ha incrementato le importazioni di GNL per alimentare i sistemi di raffreddamento con temperature superiori alle medie degli ultimi anni. Gli importatori europei di gas hanno rallentato gli acquisti in un contesto di prezzi elevati, contribuendo al mantenimento di livelli di stoccaggio contenuti. Alla fine di agosto, il livello degli stoccaggi di gas era pari al 65%, 12 punti percentuali al di sotto del livello dell'anno precedente e inferiore all'obiettivo dell'80%, con ancora due mesi prima dell'inizio della stagione di riscaldamento invernale. Pur attendendoci che le autorità europee utilizzino la flessibilità prevista per ridurre tale obiettivo al 75%, il raggiungimento di un livello di stoccaggio adeguato continuerà a essere impegnativo, poiché i margini per gli importatori sono scomparsi a causa dell'incertezza di breve termine. Questo contesto dovrebbe continuare a sostenere il prezzo del TTF nei prossimi mesi. Le nostre previsioni per i prossimi trimestri incorporano uno scenario di conflitto congelato piuttosto che un ritorno a operazioni militari. **Ci attendiamo che il TTF si attesti in media a 60 euro/MWh nel 4° trimestre 2026 e a 55 euro/MWh nel 1° trimestre 2027**.

Oro

L'oro è stato scambiato intorno a 4.300 USD/oncia, ma la relazione tra il metallo prezioso e i tassi di interesse è diventata più complessa. Sebbene i rendimenti elevati dei Treasury statunitensi e i tassi a breve più alti continuino a rappresentare un fattore sfavorevole, aumentando il costo opportunità di detenere un'attività priva di rendimento, l'attenzione degli investitori si sta spostando dalla dinamica dei tassi alla forma della curva dei rendimenti. Un irripidimento della curva determinato da una crescita economica più robusta e da aspettative di tassi di equilibrio più elevati sarebbe generalmente negativo per l'oro. Al contrario, un irripidimento riconducibile all'aumento dei deficit fiscali, alle preoccupazioni sulla sostenibilità del debito pubblico e a premi a termine più elevati può risultare di supporto, soprattutto se contribuisce a indebolire la fiducia nel dollaro statunitense. In questo contesto, manteniamo una view da neutrale a lievemente costruttiva sull'oro. Gli acquisti delle banche centrali, il recupero dei flussi verso gli ETF, la domanda di diversificazione dei portafogli e le preoccupazioni legate alla tutela del potere d'acquisto in presenza di ampi deficit fiscali e di un debito pubblico crescente continuano a fornire sostegno. **Abbiamo rivisto al rialzo il nostro intervallo di previsione per fine 2026 a 4.300-5.000 USD/oncia** e ci attendiamo che l'oro rimanga all'interno di un range definito, con una moderata inclinazione al rialzo. Sebbene tassi più elevati possano limitarne il potenziale di apprezzamento, i rischi fiscali e di debito, insieme a un dollaro più debole, dovrebbero contribuire a contenere i rischi al ribasso.

Tabelle di previsione

Previsioni di UniCredit

STIME DI PIL, INFLAZIONE E SALDO DI BILANCIO

	PIL reale (% A/A)			Inflazione (% A/A)			Saldo di bilancio (% del PIL)		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Globale	**3.2**	**3.1**	**3.2**	-	-	-	-	-	-
Stati Uniti	**2.1**	**2.1**	**2.0**	**2.7**	**3.4**	**2.5**	**-5.8**	**-6.5**	**-6.5**
Eurozona	**1.3***	**0.9***	**1.2***	**2.1**	**3.0**	**2.6**	**-2.9**	**-3.8**	**-3.6**
Germania	0.2**	1.2**	1.6**	2.2	2.7	2.4	-3.0	-4.3	-4.3
Francia	0.9	0.4	0.8	0.9	2.0	1.6	-5.2	-5.3	-5.3
Italia	0.7	0.8	0.6	1.5	3.0	2.4	-3.1	-2.9	-2.9
Spagna	2.8	2.6	1.8	2.7	3.3	2.8	-2.4	-2.4	-2.3
Regno Unito	**1.3**	**1.1**	**1.2**	**3.4**	**3.1**	**2.5**	**-5.2**	**-4.0**	**-3.5**
Cina	**5.0**	**4.6**	**4.2**	**-0.2**	**1.2**	**1.1**	**-7.9**	**-8.2**	**-8.4**
Giappone	**1.2**	**0.7**	**0.8**	**3.2**	**2.1**	**2.2**	**-1.1**	**-2.3**	**-2.6**
India	**7.7**	**6.4**	**6.7**	**2.1**	**4.7**	**4.0**	**-7.4**	**-7.4**	**-7.3**

Fonte: The Investment Institute di UniCredit
*Eurozona esclusa l'Irlanda: 1.0% (2025), 1.1% (2026), 1.2% (2027)
**Dati non destagionalizzati. Dati destagionalizzati: 0.3% (2025), 1.0% (2026) and 1.5% (2027)

BANCHE CENTRALI

	Attuale	4T26	1T27	2T27	3T27	4T27
Fed	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25
BCE	2.50	2.75	2.75	2.75	2.75	2.50
BOE	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
BoJ	1.00	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75
Riksbank	1.75	1.75	1.75	1.75	1.50	1.50
Norges Bank	4.25	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50

Fonte: The Investment Institute di UniCredit
Nota: I dati sono di fine periodo



TASSI DI INTERESSE

	Attuale	4T26	1T27	2T27
Eurozona				
Depo rate	2.50	2.75	2.75	2.75
3M Euribor	2.66	2.80	2.80	2.80
2Y Schatz	3.22	2.85	2.80	2.70
10Y Bund	3.51	3.20	3.20	3.15
2Y EUR swap	3.47	3.00	2.95	2.85
10Y EUR swap	3.55	3.25	3.25	3.20
10Y swap-Bund spread	4	5	5	5
2Y BTP	3.41	3.05	3.00	2.90
10Y BTP	4.36	3.95	3.95	3.95
10Y BTP-Bund spread	86	75	75	80
Stati Uniti				
Fed fund rate	4.00	4.25	4.25	4.25
3M OIS SOFR	4.01	4.17	4.17	4.17
2Y UST	4.74	4.35	4.35	4.30
10Y UST	5.02	4.75	4.75	4.75
10Y UST-Bund spread	152	155	155	160

TASSI DI CAMBIO

	Attuale	4T26	1T27	2T27
EUR-USD	1.15	1.17	1.18	1.18
USD-JPY	155	157	155	154
EUR-JPY	179	184	183	182
GBP-USD	1.35	1.34	1.33	1.33
EUR-GBP	0.86	0.87	0.89	0.89
USD-CNY	6.71	6.70	6.69	6.67
EUR-CNY	7.74	7.84	7.89	7.87

Fonte: Bloomberg, The Investment Institute di UniCredit

ATTIVITA' RISCHIOSE

	Attuale	End-2026	Mid-2027
Petrolio			
Brent USD/bbl.	105	87	78
Azioni			
Euro STOXX 50	6,271	6,600	6,800
STOXX Europe 600	637	670	700
DAX	25,538	27,500	28,500
MSCI Italy	134	140	145
S&P 500	7,553	7,900	8,200
Nasdaq 100	28,945	30,000	32,000
Credito corporate			
iBoxx Non-Financials Senior	80	80	80
iBoxx Banks Senior	77	75	75
iBoxx High Yield NFI	286	280	280

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

Per tabelle dettagliate delle previsioni clicca sui seguenti link:
Economics > | **FI >** | **FX >** | **Risky Assets >**

Andamento dei principali indicatori finanziari

Da A	14.09.21 14.09.22	14.09.22 14.09.23	14.09.23 14.09.24	14.09.24 14.09.25	14.09.25 14.09.26	14.09.21 14.09.26	01.01.26 14.09.26
INDICI AZIONARI (RENDIMENTO TOTALE, IN %)							
MSCI World (in USD)	-14.3	16.5	24.2	19.9	17.3	72.8	12.2
MSCI Mercati emergenti (in USD)	-23.2	5.3	13.5	26.7	30.9	50.5	22.9
MSCI Stati Uniti (in USD)	-11.6	15.8	26.7	19.9	16.7	79.4	12.1
MSCI Europa (in EUR)	-6.1	14.3	15.3	11.6	18.2	61.9	10.4
MSCI AC Asia Pacifico (in USD)	-23.8	10.0	15.3	24.0	27.6	52.4	22.7
STOXX Europe 600 (in EUR)	-7.9	14.1	15.6	12.0	18.2	59.6	10.2
DAX 40 (Germania, in EUR)	-17.1	21.3	18.3	28.0	7.4	62.0	3.9
MSCI Italia (in EUR)	-8.0	35.4	25.0	33.1	24.6	158.1	16.6
ATX (Austria, in EUR)	-14.7	12.7	19.1	35.8	49.9	131.7	30.8
SMI (Svizzera, in CHF)	-8.6	6.5	12.0	5.0	17.3	33.9	7.7
S&P 500 (Stati Uniti, in USD)	-9.8	16.1	26.7	19.2	17.1	83.2	12.2
Nikkei (Giappone, in JPY)	-7.5	21.9	12.3	23.9	44.3	129.8	27.3
CSI 300 (Cina, in Yuan)	-15.6	-5.8	-12.9	46.4	1.4	1.7	-1.5
INDICI OBBLIGAZIONARI (RENDIMENTO TOTALE, IN %)							
Titoli di Stato USA a 10 anni (in USD)	-15.7	-3.7	9.4	1.4	-2.5	-12.1	-3.4
Bund tedeschi a 10 anni (in EUR)	-16.3	-4.8	6.5	-1.8	-3.2	-19.4	-2.9
Titoli di Stato in EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-15.5	-3.5	7.2	0.3	-2.2	-14.1	-2.5
Obbligazioni societarie EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-13.6	1.2	8.2	4.1	-0.8	-2.3	-1.2
RENDIMENTI OBBLIGAZIONARI (VARIAZIONE DEI PUNTI BASE = 0,01 PUNTI PERCENTUALI)							
Obbligazioni di Stato USA 10Y (in USD)	213	88	-64	37	93	365	83
Bund tedeschi 10Y (in EUR)	204	87	-48	58	84	384	68
Obbligazioni di Stato in EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	220	91	-52	39	82	379	73
Obbligazioni societarie in EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	321	66	-90	-10	106	393	90
TASSI DI CAMBIO DELL'EURO (VARIAZIONE, IN %)							
Dollaro USA (EUR-USD)	-15.4	7.4	3.3	6.4	-1.4	-1.9	-1.7
Sterlina britannica (EUR-GBP)	1.5	-0.6	-1.8	2.5	-1.1	0.6	-1.9
Franco svizzero (EUR-SFR)	-11.7	-0.2	-2.1	-0.7	0.9	-13.3	1.3
Yen giapponese (EUR-JPY)	10.0	10.5	-1.2	10.4	3.0	37.7	-3.0
MATERIE PRIME (VARIAZIONE, IN %)							
Indice delle materie prime (GSCI, in USD)	-6.4	12.3	34.3	41.4	17.2	132.6	-0.8
Metalli industriali (GSCI, in USD)	-13.0	-0.8	6.7	8.3	27.5	23.7	10.1
Oro (in USD per oncia fine)	-5.7	12.1	34.7	42.9	17.4	138.3	-1.1
Petrolio greggio (Brent, in USD per barile)	27.7	-0.2	-22.9	-8.0	57.5	43.3	73.4

Fonte: Refinitiv Datastream, The Investment Institute di UniCredit (al 14 settembre 2026)
Nota: i valori passati e le previsioni non sono un indicatore affidabile delle performance future. Gli indici non possono essere acquistati e quindi i rendimenti non includono i costi degli strumenti. Quando si investe in titoli, vengono sostenuti costi che riducono la performance. Il rendimento degli investimenti in valute estere può anche aumentare o diminuire a causa delle fluttuazioni valutarie.



UniCredit S.p.A.
The Investment Institute by UniCredit

Indirizzo
Piazza Gae Aulenti, 4, 20154 Milano

Email
the-investment-institute@unicredit.eu

Pagina web
www.the-investment-institute.unicredit.eu

DIRIGENTI DELL'ISTITUTO

Fabio Petti, Co-Presidente

Edoardo Campanella,
Direttore e Caporedattore

GENERATORI DI IDEE

Tullia Bucco

Alessandro Caviglia,
CIO, Italia

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Loredana Maria Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Erik Haubold,
CIO, Germania

Tobias Keller

Stefan Kolek

Roberto Mialich

Martin Mayer,
CIO, Austria

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Marco Valli,
Capoeconomista e Responsabile
dell'analisi macroeconomica

REDATTORI RESPONSABILI

Chiara Silvestre

Andreas Rees

PRODUZIONE

Ingo Heimig

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

Matthew Stevenson

Till Welzel

Avvisi Legali

Glossario

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

Questa è una comunicazione di marketing

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

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

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

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

Le informazioni e i dati contenuti in questo documento sono aggiornati al 14 settembre 2026.