CREDEM BANCA

VALORE IN

SERVIZIO DI CONSULENZA PERSONALIZZATA
IN MATERIA DI INVESTIMENTI

SCENARIO MACROECONOMICO E STRATEGIA DI INVESTIMENTO

13 ottobre 2026



In collaborazione con:
Credem Euromobiliare
Asset Management

Indice

Scenario Macroeconomico pag.3

Nel terzo trimestre si è accentuato il rialzo dei rendimenti governativi in atto da inizio anno, portando i tassi decennali reali ai massimi da vent'anni: resilienza ciclica, aumento dell'inflazione e revisione al rialzo delle aspettative di politica monetaria si aggiungono all'elevata domanda di finanziamento pubblico e privato. Tale rialzo non ha finora compromesso il proseguimento dell'espansione mondiale, confermato nel 2027 dalle recenti stime del FMI: la spinta tecnologica legata allo siviluppo dell'AI sostiene la crescita economica, gli scambi internazionali e i mercati azionari. Il rischio principale viene dal contesto geopolitico, dato il permanere delle quotazioni energetiche a livelli elevati.

Tema del Mese pag.6

AI: il boom di investimenti arriva sul mercato bond

Strategia di investimento pag.8

Commento Azionario pag.9

Commento Obbligazionario pag.10

Commento Valute pag.11

Commento Materie Prime pag.12

Scenario Macro

Nel terzo trimestre si è accentuato il trend di rialzo dei rendimenti governativi in atto da inizio anno: resilienza ciclica e revisione al rialzo delle aspettative sui tassi ufficiali si aggiungono all'elevata domanda di finanziamento pubblico e privato. L'espansione resta resiliente agli shock grazie anche alla trasformazione tecnologica. Rischi dalla persistenza dello shock energetico.



Ilaria Fornari,

Strategist
Credem Euromobiliare Asset Management

Punti chiave:

- Il rialzo dei rendimenti governativi è proseguito nel Q3: crescita resiliente, inasprimento attese sui tassi ufficiali, elevata domanda di finanziamento, aumento tassi neutrali.
- Irrigidimento condizioni finanziarie potrebbe limitare l'intensità di nuovi rialzi dei tassi ufficiali. FMI ottimista su proseguimento espansione ma rischi da shock energetico.

Nel terzo trimestre il **movimento più rilevante nei mercati finanziari è stato il rialzo generalizzato dei rendimenti governativi**. Questa dinamica, che ha portato i rendimenti decennali sopra il 5% negli Stati Uniti e sopra 3.5% nell'area euro, si inserisce in un trend in atto da inizio anno che si è accentuato nei mesi estivi, specie per le scadenze più lunghe, portando l'obbligazionario governativo a registrare ritorni negativi da inizio 2026 nelle maggiori aree geografiche. Tra i maggiori Paesi europei, il rendimento decennale ha raggiunto 4,8% in Francia e 4,6% in Italia. Il **rialzo è significativo, in prospettiva storica, anche sotto il profilo dei rendimenti reali** (depurati dalle attese inflattive) che rivestono maggiore importanza per le decisioni degli agenti economici e di mercato, nonché per le banche centrali. I **livelli correnti dei tassi reali** - prossimi a 3% negli USA e superiori a 1% nell'area dell'euro - sono **i più elevati da quasi vent'anni**.

Come abbiamo osservato nelle recenti pubblicazioni, tale andamento riflette un **intreccio tra determinanti cicliche e fattori strutturali**. Sul fronte ciclico, spicca la crescita sostenuta del PIL nominale, in netta discontinuità con il decennio pre-Covid di "stagnazione secolare" e di rischi deflattivi. Nell'anno in corso, diversi fattori hanno contribuito ad una significativa **revisione verso l'alto delle aspettative sui tassi ufficiali** nei paesi avanzati: il protrarsi dello shock energetico, l'aumento dell'inflazione corrente e attesa, la **resilienza della congiuntura mondiale** ai ripetuti shock di offerta, e la stessa azione delle banche centrali. Tra giugno e settembre, la Banca Centrale Europea ha alzato di 50 p.b. il tasso sui depositi al 2,50%, e la Federal Reserve ha alzato di 25 p.b. il tasso sui Fed Funds a 4%; benché la *guidance* delle banche centrali resti incerta e condizionata all'evolversi dei dati, **sono probabili ulteriori rialzi,** poiché il protrarsi del conflitto mediorientale, e il **permanere delle quotazioni del greggio a livelli prossimi ai massimi dell'anno**, potrebbero rendere **più pervasivo e persistente l'impatto dei maggiori costi energetici** sull'inflazione al consumo e sull'attività economica.

Il raggiungimento di un Memorandum d'Intesa tra Stati Uniti e Iran lo scorso giugno non si è infatti tradotto in una *de-escalation* del conflitto. Da luglio le quotazioni del greggio hanno ripreso a salire rapidamente, superando i 100 dollari a barile. Inoltre **i prezzi dei prodotti raffinati si sono ulteriormente ampliati** per effetto delle **restrizioni all'offerta** connessi con gli attacchi alle raffinerie russe e con le limitazioni alle esportazioni di derivati del petrolio imposte da Russia e Cina (Grafico 1). Il prezzo di riferimento europeo del gas naturale (TTF) è risalito a nuovi massimi dall'inizio del conflitto (oltre 80 euro/MWh), risentendo non solo delle interru-

Vedasi avvertenze in ultima pagina.

zioni della produzione in Medio oriente, ma anche del basso livello delle scorte europee e della concorrenza con le importazioni di GNL dalle economie asiatiche. Tali sviluppi sono destinati ad **aumentare ulteriormente l'inflazione *headline*** dai livelli attuali (3,4% in USA e 3,8% nell'area dell'euro, Grafico 2). In assenza dei cosiddetti effetti di "secondo livello" su aspettative e salari - finora non emersi - **l'inflazione core dovrebbe invece stabilizzare tra la fine del 2026 e la prima metà del 2027** a livelli compresi tra 2,5% e 3% in area euro e tra 3% e 3,5% in USA: la prevista accelerazione nel prezzo dei beni (inclusi quelli non energetici) dovrebbe essere in parte compensata dalla moderazione dei servizi.

In aggiunta a tali sviluppi ciclici, tra i **fattori strutturali che sostengono i rendimenti governativi**, ricordiamo il deterioramento dei saldi fiscali e le preoccupazioni sulla sostenibilità degli elevati livelli di debito pubblico, l'**aumento di offerta di titoli** volti a finanziare i cospicui investimenti per lo sviluppo dell'Intelligenza Artificiale e in generale la **competizione mondiale per il capitale**, e le prospettive di aumento della produttività che dovrebbero consentire alle maggiori economie di sostenere **tassi "neutrali"** (nè espansivi nè restrittivi) **stabilmente più elevati nel medio-lungo termine** (Vedi anche Tema del mese, pag.6: *AI: il boom di investimenti arriva sul mercato bond*). Nell'area dell'euro, vanno infine segnalate le crescenti **tensioni sul debito sovrano francese**, legate a un complesso processo di consolidamento fiscale, che hanno innescato ripercussioni anche sui titoli di Stato italiani. La scarsa disciplina di bilancio della Francia si scontra con un'**aritmetica fiscale decisamente sfavorevole**. Al crescente **onere della spesa per interessi** si somma infatti un **saldo primario strutturalmente in disavanzo**: in assenza di interventi correttivi, tale combinazione proietterebbe il rapporto complessivo tra deficit e PIL ben oltre la soglia del 5% nel corso del prossimo triennio (Grafico 3).

L'irrigidimento delle condizioni finanziarie e gli incerti sviluppi geopolitici **non hanno finora intaccato la traiettoria positiva dell'azionario**, che continua a beneficiare di **fondamentali macro e microeconomici positivi:** trasformazione tecnologica e **resilienza della congiuntura globale** hanno sostenuto una solida dinamica degli utili nelle maggiori aree geografiche. I rendimenti positivi registrati nel terzo trimestre si innestano su una crescita da inizio anno a doppia cifra per tutti i principali indici: si consolida la **netta e strutturale sovra-performance dell'azionario rispetto alle altre classi di attivo.** In un mercato ancora dominato dagli eccezionali investimenti nell'intelligenza artificiale, emerge tuttavia una forte dispersione settoriale, a scapito dei settori più ciclici, e/o più esposti al rialzo dei tassi.

Grafico 1

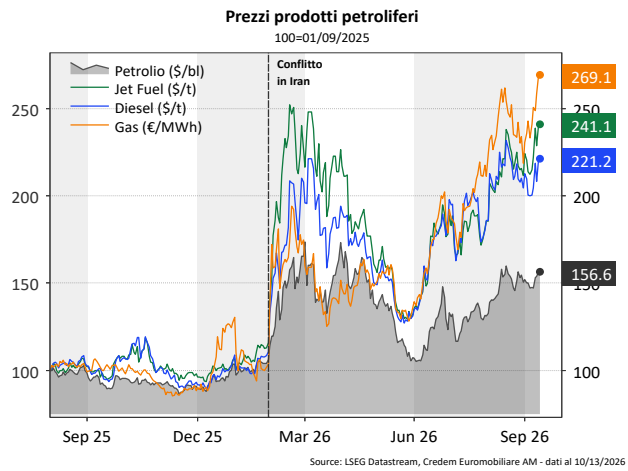
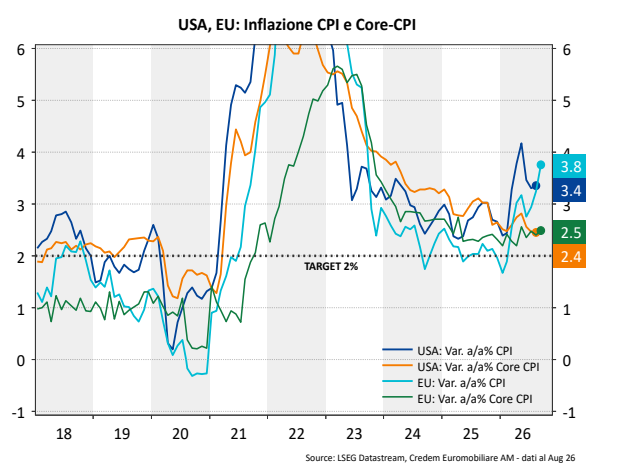


Grafico 2

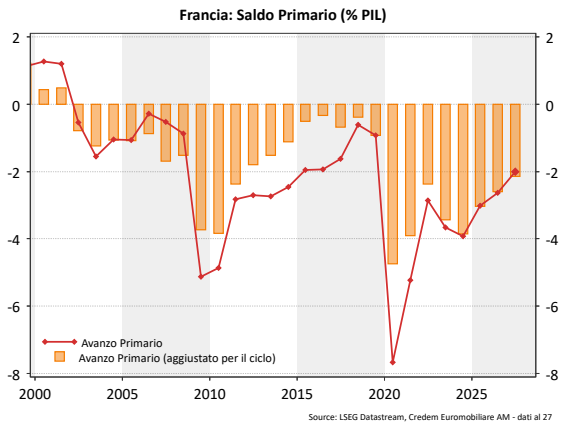


Scenario Macro

Manteniamo uno scenario costruttivo di **proseguimento dell'espansione** nei prossimi trimestri, in linea con le stime di crescita del Fondo Monetario Internazionale (IMF) di recente pubblicazione, peraltro confortate dai segnali favorevoli dei recenti indicatori anticipatori: tra luglio e settembre l'indice PMI composto (che include manifatturiero e servizi) è salito a livelli consistenti con una crescita del PIL prossima a 1% nell'area dell'euro e tra 2,5% e 3% negli Stati Uniti (dati annualizzati). L'attività è sostenuta dagli investimenti e dalla tenuta dei consumi privati, complice una crescita occupazionale in calo ma sufficiente a garantire una moderata crescita del reddito reale. Nelle parole del Fondo, "*...La ripresa del settore tecnologico e varie capacità di adattamento hanno contribuito a mitigare i danni derivanti dalle perturbazioni di natura geopolitica. Si prevede che la crescita globale rallenterà al 3,1% nel 2026 per poi rimbalzare al 3,4% nel 2027. L'inflazione generale a livello globale dovrebbe registrare un notevole aumento, raggiungendo il 4,7% nel 2026, prima di scendere al 4,1% nel 2027*". L'interazione tra sviluppi geopolitici e tecnologici ha tuttavia prodotto un'**economia mondiale profondamente divisa**: ragioni di scambio favorevoli nei mercati internazionali, o un elevato contenuto tecnologico nelle esportazioni e negli investimenti, hanno favorito alcune aree, mentre "*..le economie importatrici di energia e/o al di fuori della catena del valore tecnologico si trovano ad affrontare le prospettive più critiche*".

Concludiamo con una sintesi della nostra **strategia d'investimento**. Nell'ipotesi di graduale stabilizzazione delle quotazioni energetiche nei prossimi mesi, la nostra *asset allocation* continua a **privilegiare l'azionario**, che beneficia di crescita economica moderata e utili resilienti. Manteniamo **un'ampia diversificazione** geografica e settoriale, con una preferenza per gli USA. Nel credito i fondamentali microeconomici (bilanci, leva finanziaria, qualità media degli emittenti) restano favorevoli. L'aumento della volatilità e il rialzo dei rendimenti hanno causato un **allargamento ordinato dei differenziali** (spread) societari da livelli compressi; il *carry* resta il principale motore di performance. In un contesto divenuto più sfidante per i rifinanziamenti, confermiano una preferenza per il comparto Investment Grade pur mantenendo un'esposizione a quello High Yield (dove il *carry* è più attraente ma la dispersione tra gli emittenti a minor merito creditizio richiede un approccio selettivo). Nel comparto **governativo** - benché i rialzi dei tassi ufficiali non siano conclusi - l'**irrigidimento delle condizioni finanziarie già realizzato potrebbe limitare l'ulteriore salita dei rendimenti.** Nei portafogli bond preferiamo tuttavia le **scadenze brevi e intermedie**, dove i carry elevati dovrebbero attenuare l'impatto di nuove eventuali tensioni sui comparti a lunga scadenza. Confermiamo la preferenza per i titoli di Stato europei ma restiamo **cauti sul debito periferico**, dati gli incerti tempi e modalità di risoluzione della crisi francese.

Grafico 3



Vedasi avvertenze in ultima pagina.

Tema del mese

AI: il boom di investimenti arriva sul mercato bond



Paola Bianco,

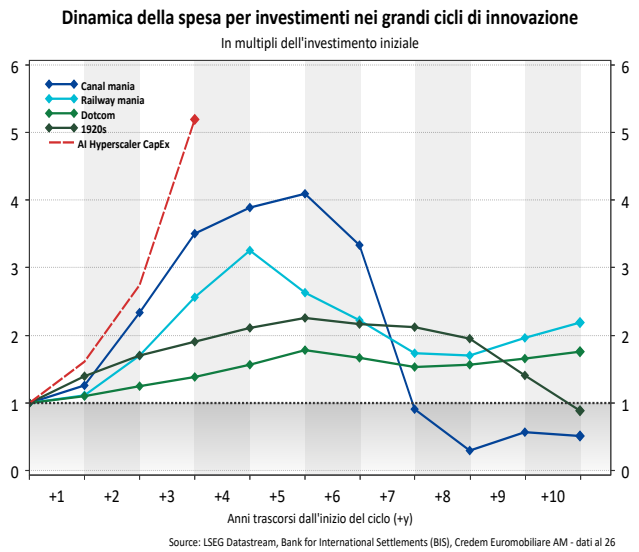
Strategist
Credem Euromobiliare Asset Management

La corsa all'Intelligenza Artificiale sta alimentando un ciclo di investimenti senza precedenti per velocità di espansione (Grafico 4). I grandi gruppi tecnologici americani stanno accelerando la spesa in data center, semiconduttori e capacità di calcolo, con stime continuamente riviste al rialzo. Dopo circa 400 miliardi di dollari nel 2025, il CapEx è stimato nell'ordine degli 800 miliardi nel 2026 e potrebbe superare i mille miliardi nel 2027.

Questa trasformazione sta modificando anche il modello finanziario delle Big Tech. Per anni queste società sono state l'esempio per eccellenza di aziende *capital light*, caratterizzate da elevata generazione di cassa e indebitamento contenuto. L'AI richiede invece enormi investimenti in infrastrutture fisiche. Per i principali hyperscaler, il free cash flow in rapporto ai ricavi, storicamente compreso tra il 10% e il 20%, è atteso scendere sotto il 5% nel 2026. Per finanziare la nuova capacità produttiva, le aziende stanno quindi affiancando alle risorse interne un ricorso crescente al debito, con effetti evidenti. Nei primi otto mesi dell'anno i finanziamenti sul mercato in dollari legati ad AI e infrastrutture digitali hanno raggiunto circa 340 miliardi, contro 179 miliardi nell'intero 2025. Gli hyperscaler rappresentano da soli il 14% delle nuove emissioni corporate Investment Grade in dollari, quota che sale al 17% includendo i data center. **Nell'indice Investment Grade USA di JPMorgan, il settore tecnologico ha ormai raggiunto un peso simile a quello delle banche**. La crescita dei volumi sta tuttavia aumentando il potere negoziale degli investitori, che richiedono condizioni più favorevoli per assorbire la nuova offerta.

L'incidenza dei singoli emittenti nell'indice resta tuttavia contenuta. Oracle e Amazon, le due società maggiormente rappresentate, costituiscono ciascuna circa l'1,3%, (sotto la storica soglia critica del 3%). **L'aumento del debito parte comunque da bilanci molto solidi**. Per i principali gruppi tecnologici la leva lorda è pari a circa 1,8 volte l'EBITDA, contro 3,3 volte per gli altri emittenti Investment Grade analizzati. La copertura degli interessi supera 50 volte, rispetto a meno di 9 volte per questi ultimi. Ricavi ed EBITDA continuano inoltre a crescere a doppia cifra. **Le metriche stanno quindi peggiorando rispetto agli eccezionali livelli di**

Grafico 4



Vedasi avvertenze in ultima pagina.

partenza, ma rimangono complessivamente robuste.

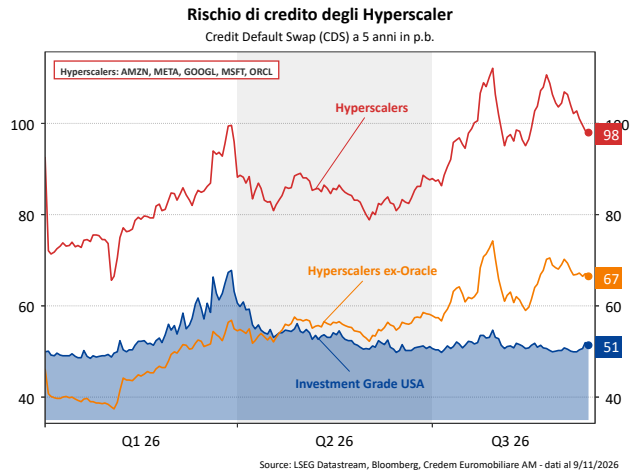
Il finanziamento del boom dell'AI non passa tuttavia soltanto dal mercato obbligazionario. Una parte delle infrastrutture AI viene finanziata attraverso veicoli *off-balance-sheet* e mercati privati, con il coinvolgimento anche di fondi di private equity e private credit. Queste strutture consentono di finanziare data center e capacità di calcolo senza far ricadere necessariamente tutto l'indebitamento direttamente sui bilanci delle Big Tech, ma rendono **meno immediata la valutazione dell'esposizione finanziaria complessivamente legata al boom dell'AI**.

Al di là della solidità attuale dei bilanci, i principali rischi riguardano quindi la dimensione e la struttura del boom. Un recente studio della BIS (*Bank for International Settlements*) evidenzia come la corsa per conquistare una posizione dominante nell'AI possa spingere ogni operatore ad anticipare e ampliare gli investimenti. Ciò che appare razionale per la singola impresa può così generare **sovrainvestimento a livello aggregato**, perché parte del ritorno deriva dal **sottrarre quote di mercato ai concorrenti**. Le simulazioni della BIS indicano che gli investimenti potrebbero raggiungere circa 1,5 volte il livello economicamente efficiente e, in condizioni di domanda meno reattiva all'aumento dell'offerta, avvicinarsi a 3 volte.

A questo si aggiunge il cosiddetto **finanziamento circolare**. Hyperscaler e produttori di chip investono nelle società di AI che, a loro volta, si impegnano ad acquistare capacità di calcolo dagli stessi gruppi. Il meccanismo favorisce lo sviluppo dell'ecosistema, ma crea una rete di esposizioni incrociate. Se i ritorni dell'AI deludessero, le difficoltà di un operatore potrebbero quindi propagarsi lungo la catena.

Quanto di questi rischi è già riflesso nei prezzi? Dal mercato corporate non arrivano, per ora, significativi segnali di tensione. Gli spread CDS delle principali società tech si sono ampliati, ma il movimento è stato fortemente condizionato da Oracle, che presenta un indebitamento più elevato e un rating più basso rispetto agli altri grandi operatori considerati. Escludendola, il differenziale è nettamente inferiore all'indice completo pure restando superiore a quello del segmento Investment Grade nel suo complesso (Grafico 5). **Gli investitori continuano dunque a richiedere un premio per il rischio maggiore, ma le tensioni più acute sono circoscritte a singoli emittenti**. La conseguenza più ampia riguarda l'equilibrio del mercato obbligazionario. **In un mercato già caratterizzato da un'elevata offerta di debito pubblico, il boom degli investimenti nell'AI accresce la competizione per il capitale, contribuendo, a parità di altre condizioni, a mantenere una certa pressione al rialzo sui rendimenti**.

Grafico 5



Strategia di investimento



					Delta
OBBLIGAZIONARIO					
Europa			Gov. Europa		=
			Gov. Italia		=
				Corporate IG	=
			High Yield		=
USA			Governativi		=
				Corporate IG	=
			High Yield		=
Emergenti			EM. Bond		=
			EM. Bond Loc		=
AZIONARIO					
			Emergenti		=
			Giappone		=
			Europa		=
				Stati Uniti	>
VALUTE					
			Franco Svizz		=
				Sterlina	=
		Dollaro USA			=
				Yen Giapp.	=
MATERIE PRIME					
			Petrolio WTI		=
			Petrolio Brent		=
				Oro	=
				Rame	=

Legenda: ■□□□□ → Molto negativo (1/5) ■■■■■ → Molto positivo (5/5)

Strategia Azionaria

Performance contrastate a causa dell'incertezza geopolitica e dei tassi elevati.

A settembre i mercati azionari hanno mostrato un andamento contrastato. Negli Stati Uniti l'S&P 500 ha chiuso in rialzo (+0,36% in USD), sostenuto dalla resilienza economica e prospettive favorevoli sugli utili. In Europa lo STOXX Europe 600 ha registrato una flessione (-1,85% in EUR), penalizzato dalle incertezze geopolitiche e dagli elevati costi dell'energia, che mantengono vivo il rischio di nuove strette BCE. Il Giappone ha segnato il rialzo più marcato (Nikkei 225 +3,21% in JPY), spinto dal comparto tecnologico e dai bancari, mentre i Mercati Emergenti (MSCI EM -1,12% in USD) hanno risentito della debolezza dei settori dei materiali e dei beni di consumo discrezionali.

I solidi fondamentali delle aziende e dell'economia bilanciano il movimento sui tassi e le tensioni geopolitiche
Manteniamo una visione di fondo positiva sull'azionario, sostenuta dalla resilienza del ciclo economico e dalla solidità dei fondamentali societari. Prosegue il buon andamento delle prospettive sugli utili nei principali mercati, mentre i trend strutturali legati all'intelligenza artificiale continuano a offrire visibilità sulla crescita a medio termine. Questi elementi dovrebbero consentire ai mercati di assorbire i principali fattori di rischio, tra cui rendimenti obbligazionari ancora elevati, deficit fiscale statunitense e persistenti tensioni geopolitiche.

La strategia di investimento a livello geografico rimane diversificata e opportunistica, con una preferenza per gli USA.
Negli **Stati Uniti** aumentiamo l'esposizione a 4 su 5. Il quadro macroeconomico resta sostenuto, ma il momentaneo il rallentamento del mercato del lavoro USA mitiga il rischio di ulteriori rialzi dei tassi da parte della Fed. A questo si aggiungono aspettative sugli utili robuste e multipli tornati su livelli più equilibrati (P/E fw a 19x) in linea alle media storiche. Manteniamo tuttavia un atteggiamento bilanciato e opportunistico, considerando la forte concentrazione della performance, l'aumento dei rendimenti obbligazionari e l'elevato deficit fiscale. In **Europa** manteniamo l'esposizione a 3 su 5. Le valutazioni rimangono interessanti (P/E fw di 14,3x) e incorporano un significativo sconto rispetto agli Stati Uniti. Il quadro macro mostra segnali di miglioramento, con PMI e fiducia in ripresa e una dinamica del credito privato favorevole. Sul fronte societario, le revisioni al rialzo degli utili, dividendi e buyback su livelli record rafforzano il quadro. Restano tuttavia rischi legati al deficit pubblico francese, alle elezioni in Spagna, agli elevati costi energetici e alla frammentazione politica. In **Giappone** confermiamo l'attuale 3 su 5. La fase di consolidamento successiva ai forti rialzi dell'ultimo anno non modifica una view strutturalmente favorevole, sostenuta dalla crescita dei salari e dalle riforme di corporate governance. Nel breve termine, il potenziale di ulteriore espansione dei multipli potrebbe essere però limitato dall'incertezza sulla politica monetaria della BoJ, chiamata a contenere le pressioni sui prezzi e contrastare un eccessivo indebolimento dello yen. Sui **Mercati Emergenti** manteniamo il 3 su 5. L'area presenta valutazioni fortemente a sconto (P/E 10x) e prospettive di crescita interessanti. Tra i principali catalizzatori individuiamo il boom dell'hardware AI in Corea e Taiwan, i tagli dei tassi locali e un'eventuale rientro del dollaro. La volatilità del tech asiatico, la sensibilità agli shock energetici, la debolezza dei consumi cinesi e la possibilità di un dollaro più forte suggeriscono tuttavia un posizionamento equilibrato.

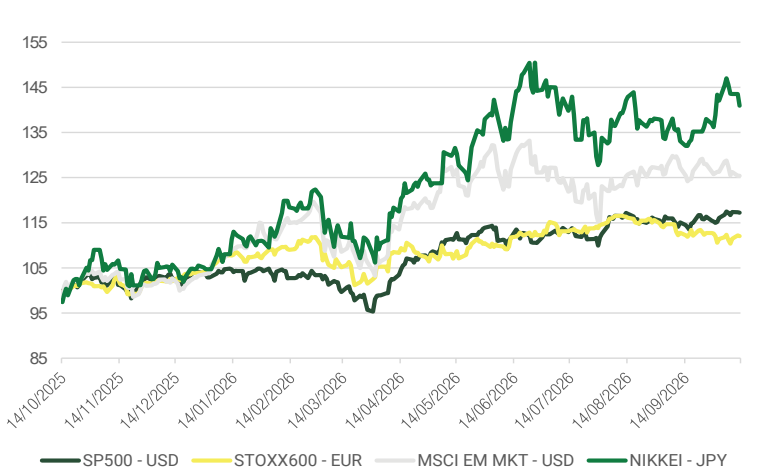
Settorialmente, negli USA preferiamo Information Technology e Health Care a scapito di Real Estate e Consumer Staples; in Europa preferiamo Utilities e Industrials e posizionandoci in sottopeso su Consumer Staples e Real Estate.

Mercati per area Geografica

PAESE	INDICE	CHIUSURA	VAR DA 31.12
ASIA PACIFICO			
CINA	SHANGHAI C	3.800,87	-2,46
GIAPPONE	NIKKEI 225	67.777,52	36,64
EUROPA			
EUROPA	STOXX 600	635,15	10,32
ITALIA	STOXX Italy 45	223,92	15,00
AMERICHE			
STATI UNITI	S&P 500	7.804,08	15,01

Fonte Bloomberg.
Note: CHIUSURA: quotazione alla chiusura del mercato di riferimento.
VAR DA 31.12: Variazione da 31.12.

INDICI AZIONARI - PERFORMANCE 1YR



Strategia Obbligazionaria

Manteniamo invariato a 3/5 il posizionamento sulla duration e sul credito.

A settembre, i rendimenti obbligazionari globali hanno registrato un significativo repricing al rialzo, spinto dal rincaro dell'energia, dai timori di un'inflazione ancora persistente e dalle preoccupazioni di sostenibilità fiscale. Negli Stati Uniti, il Treasury a 10 anni è salito al 5,29%, superando la soglia del 5% trascinato dai rendimenti reali vicini ai massimi da 18 anni. In Europa, si è registrata un'elevata volatilità degli spread sovrani con la Francia al centro delle tensioni: lo spread OAT-Bund è salito su livelli del 2011. La situazione francese rimane fragile e per una normalizzazione sarà necessaria una svolta concreta nel consolidamento fiscale, in un contesto politico ancora incerto.

Rimaniamo investiti (3/5) sui governativi: preferiamo le scadenze brevi-intermedie.

Pur non escludendo ulteriori fasi di volatilità, a nostro avviso l'aumento dei rendimenti risulta coerente con l'attuale scenario macroeconomico caratterizzato da una crescita economica solida, da dinamiche inflattive persistenti — ma sotto controllo — e dall'impostazione restrittiva delle banche centrali. Pur non intravedendo fattori imminenti per una significativa discesa dei tassi, riteniamo sia opportuno mantenere un posizionamento di 3/5 sui governativi. Confermiamo la preferenza sulle scadenze europee brevi e intermedie, che riteniamo possano offrire il miglior profilo di rischio-rendimento per una strategia di carry, scontando l'atteggiamento restrittivo della BCE. L'inasprimento delle condizioni finanziarie dovuto all'allargamento degli spread dei governativi potrebbe giustificare un percorso di rialzi più lento da parte della BCE, sebbene i prezzi elevati dell'energia continuino a complicare le scelte della banca centrale. In termini relativi, la parte intermedia della curva europea risulta più attrattiva rispetto alla corrispondente parte di curva americana.

Manteniamo un posizionamento sul credito e siamo positivi sull'Investment Grade (4/5).

Confermiamo una visione costruttiva sul credito, supportata da un contesto macroeconomico ancora favorevole e da fondamentali positivi. Nel mese di settembre l'aumento della volatilità e l'allargamento degli spread sui governativi hanno causato un allargamento ordinato dei credit spread da livelli storicamente compressi. L'attuale scenario di mercato conferma da parte nostra l'adozione di una strategia "quality". Il segmento IG europeo si distingue per bilanci particolarmente solidi, leva finanziaria stabile, utili in accelerazione ed una liquidità e carry in grado di garantire ampia protezione rispetto al livello dei rendimenti. L' HY continua a mostrare livelli di carry interessanti, una buona tenuta complessiva dei margini e livelli di leva storicamente contenuti, pur richiedendo un approccio più selettivo: la dinamica dei ricavi appare infatti più moderata e si rende necessaria una normale attenzione alla gestione delle prossime scadenze, specialmente per gli emittenti con rating inferiori.

Manteniamo sugli emergenti un posizionamento invariato a 3/5.

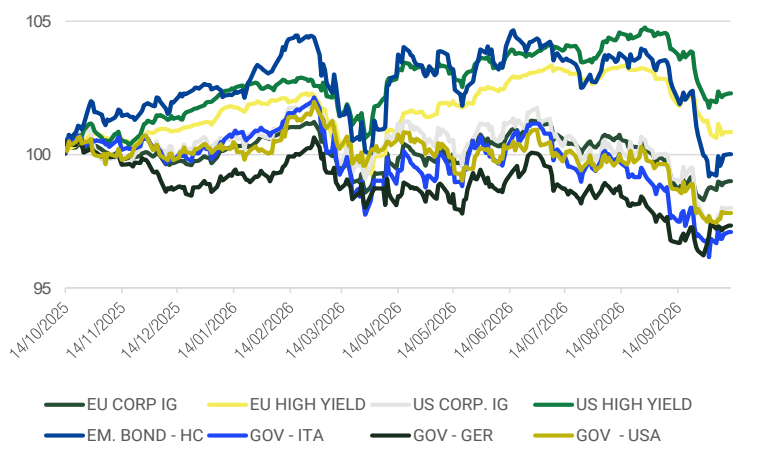
Nell'ultimo mese il debito sovrano in hard currency ha registrato spread in allargamento complice il rialzo dei tassi USA e le tensioni geopolitiche, mente quello in valuta locale si è mostrato piu resiliente, sostenuto da rendimenti reali e fondamentali solidi per alcuni Paesi. Il carry ed i rendimenti reali attraenti offrono un buon cuscinetto di protezione per l'intera asset class emergente, tuttavia il dollaro forte, i tassi USA elevati e la sensibilità al risk-off impongono una certa cautela ed il mantenimento di un posizionamento a 3/5.

Rendimenti indici di credito e emergenti HCC		
DURATA	REND.	MOD. DURATION
EURO CORP	4,25	4,50
EURO HIGH YIELD	6,99	3,33
US CORP	5,99	6,59
US HIGH YIELD	8,24	3,55
EMERGING BOND HC	7,11	6,61

Rendimenti titoli governativi			
DURATA	GER	ITA	USA
2 ANNI	3,16	3,49	4,79
5 ANNI	3,27	4,01	5,02
10 ANNI	3,48	4,57	5,24

Fonte Bloomberg.
Note: CHIUSURA: quotazione alla chiusura del mercato di riferimento.
VAR DA 31.12: Variazione da 31.12.
VAR A 1 ANNO: variazione rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

INDICI OBBLIGAZIONARI - PERFORMANCE 1YR



Strategia Valutaria

Riduciamo progressivamente il sottopeso di dollaro (USD). Confermiamo la positività sulla sterlina (GBP) grazie al carry e sullo yen giapponese (JPY) in ottica strategica. Si mantiene il posizionamento sul franco svizzero (CHF).

Nel corso del mese di settembre l'euro ha subito una forte pressione ribassista nei confronti delle principali valute, principalmente a causa delle preoccupazioni fiscali in Francia e della sorpresa riguardo a nuove elezioni anticipate in Spagna. L'EURUSD è diminuito dall'area 1,1600 di inizio mese scorso all'area 1,1200 di fine settembre e della prima settimana di ottobre e l'EURGBP, nello stesso periodo, è passato dall'area 0,8550-0,8600 all'area 0,8450. Parallelamente, il franco svizzero ha beneficiato del suo ruolo di bene rifugio: l'EURCHF è passato quindi dall'area 0,94-0,9450 di settembre all'area 0,9300 di inizio ottobre. Infine, lo yen giapponese si è decisamente rafforzato vs euro nel periodo, con l'EURJPY sceso dall'area 186,00 all'area 177,00 di inizio ottobre.

Sfruttiamo le debolezze del dollaro USA per ridurre progressivamente l'attuale sottopeso (2/5).
Il rinnovato focus della Federal Reserve sulla lotta all'inflazione ha innalzato le aspettative sui prossimi rialzi dei tassi USA e di conseguenza i rendimenti dei Treasury, portando nel periodo in analisi ad un forte rafforzamento del dollaro contro le principali valute. Contemporaneamente, i solidi dati economici americani e l'aumento dei costi energetici legati alle tensioni in Iran rischiano di accentuare ulteriormente il divario di crescita tra gli Stati Uniti e l'Eurozona, quest'ultima alle prese inoltre con forti problematiche idiosincratiche in Francia. Dal punto di vista tecnico resistenze a 1,1300 e 1,1330 EURUSD; supporti a 1,1150 e 1,1100.

Sul franco svizzero (CHF) rimaniamo investiti (3/5).
Confermiamo il posizionamento sulla valuta svizzera in ottica di diversificazione e "rifugio" per i rischi specifici europei, visto le recenti forti tensioni politiche (Spagna) e soprattutto fiscali (Francia). Nel periodo in analisi il franco è stato favorito anche dalla decisione della Banca Nazionale Svizzera di non ostacolare la sua ascesa tramite interventi sul mercato. Tecnicamente: supporti a 0,9300 e 0,9245 EURCHF; resistenze a 0,9400 e 0,9439.

Confermiamo la nostra positività (4/5) sulla sterlina (GBP).
La recente forza della sterlina esprime principalmente una dinamica legata all'euro e all'instabilità fiscale e politica francese, ma si innesta su un quadro più ampio di resilienza dell'economia britannica e di una Bank of England orientata a mantenere i tassi più alti più a lungo rispetto alla BCE, supportando il carry vs EUR e di conseguenza la sterlina. Dal punto di vista tecnico supporti 0,8450va e 0,8400 EURGBP; resistenze a 0,8500 e 0,8555.

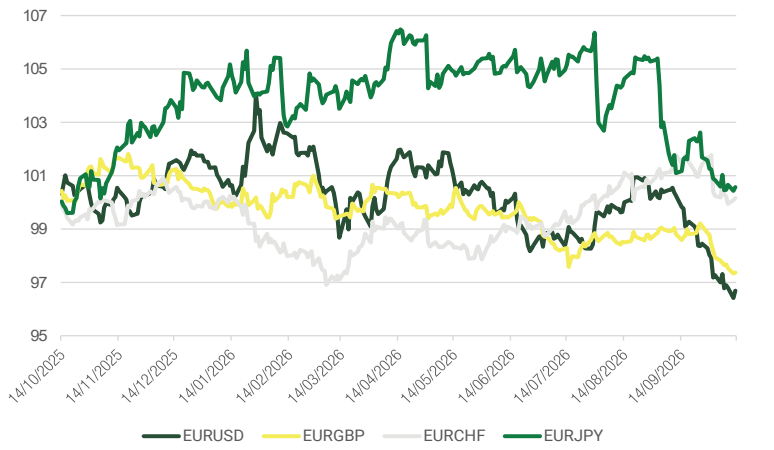
Confermiamo la nostra positività (4/5) sullo yen (JPY).
In un contesto di debolezza della valuta unica per l'aumento del rischio fiscale e politico europeo, i principali fattori che rimangono a sostegno della valuta giapponese sono la normalizzazione della politica monetaria da parte della Bank of Japan (BoE), gli interventi coordinati dalla BoE sui mercati valutari e lo smobilizzo del carry trade da parte degli operatori di mercato. Tecnicamente, supporti a 176,00 e 175,25 EURJPY; resistenze a 177,80 e 180,00.

Valute per area geografica su area		
VALUTA	VAR DA 31.12	CHIUSURA
EURCHF	0,112	0,93
EURGBP	-3,067	0,84
EURUSD	-4,700	1,12
EURJPY	-3,689	176,94

Consenso medio degli analisti principali valute vs euro		
VALUTA	Q2/26	Q3/26
EURCHF	0,91	0,93
EURGBP	0,87	0,86
EURUSD	1,17	1,16
EURJPY	183,5	184,00

Fonte Bloomberg.
Note: CHIUSURA: quotazione alla chiusura del mercato di riferimento.
VAR DA 31.12: Variazione da 31.12.
VAR A 1 ANNO: variazione rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

INDICI VALUTARI - PERFORMANCE 1YR



Strategia su Materie Prime

Confermiamo l'attuale posizionamento su Petrolio, Oro e Rame.

Settembre ha visto performance contrastanti all'interno del comparto delle commodity. Il rame ha chiuso il mese in territorio positivo, registrando un rialzo dello +0,95% in USD. Il petrolio WTI ha evidenziato un incremento più marcato, con una crescita del +3,04% in USD. Al contrario, l'oro ha subito una flessione, chiudendo il mese in negativo con un calo del -4,15% in USD.

Manteniamo il posizionamento tattico costruttivo sul Petrolio.

L'andamento dei corsi nel breve termine resta condizionato dalle tensioni nello Stretto di Hormuz, dagli attacchi alle raffinerie russe e dalle perturbazioni nel Golfo del Messico. A calmierare i rincari concorrono la debolezza della domanda asiatica, l'apporto dei produttori non-OPEC+, il rilascio di scorte dell'AIE e il possibile un aumento delle forniture da parte di Mosca, dopo l'intesa con gli USA per la consegna di gasolio. Per il Q4 2026 crediamo che i rischi relativi ai prezzi restino però ancora orientati al rialzo: le scorte globali sono sui minimi storici e offrono scarsa protezione da nuovi shock, mentre i danni alle raffinerie riducono la capacità di trasformare il greggio in carburanti con possibili effetti sulle catene di produzione ed inflazione. Nel 2027 vediamo come possibile un progressivo riequilibrio dei prezzi, ma l'attuale contesto ci fa ancora propendere per mantenere il posizionamento tattico rialzista. Tecnicamente per quanto riguarda il WTI, la discesa dei corsi da area 103 $/bl potrebbe continuare anche nelle prossime settimane spingendo il mercato sotto gli 85 $/bl. Area 80 $/bl rappresenta attualmente il supporto principale.

Confermiamo la visione positiva sull'Oro.

L'oro ha attraversato negli ultimi mesi una fase di fisiologico consolidamento, con le quotazioni che sono state frenate dalla politica restrittiva della Fed e dall'impennata dei rendimenti reali dei Treasury USA. Questi elementi, uniti al calo della domanda mondiale di gioielleria, hanno penalizzato gli asset privi di cedola come il lingotto. Tuttavia, il quadro strutturale rimane solido. L'oro, dovrebbe continuare a beneficiare dei costanti afflussi negli ETF da parte di investitori istituzionali e retail. A fare da traino sarà soprattutto il persistente accumulo delle banche centrali, decise a diversificare gli attivi di portafoglio in ottica di de-dollarizzazione e per proteggersi dalle crescenti incertezze sul debito USA. Non appena la pressione sui tassi reali si allenterà, crediamo che l'oro inaugurerà una nuova fase di positività. Dal punto di vista tecnico la discesa del mercato ha spinto i corsi sulla parte alta della forte area di supporto a 4100 $/Oz che, se confermata anche nelle prossime sedute, potrebbe innescare un rimbalzo ed un ritorno delle quotazioni sopra area 4500 $/Oz. Un'eventuale rottura di questo supporto riporterebbe invece il mercato sui minimi di luglio.

Restiamo positivi sul Rame.

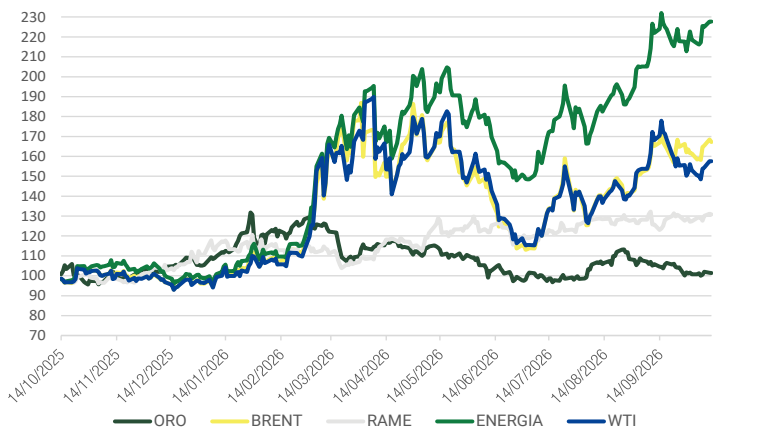
Manteniamo una visione strutturalmente rialzista sul rame, supportata da un deficit stimato di 428K tonnellate nel 2026. A pesare è un'offerta globale in contrazione (-1,1% I Sem.), indebolita dai cali produttivi di Escondida (tra le maggiori miniere al mondo) e Collahuasi, oltre che dai problemi di Codelco in Cile e dagli scioperi ad Antofagasta. Queste dinamiche hanno innescato un rapido calo delle scorte al LME (-24% da luglio), mantenendo il mercato in forte tensione. Il fronte della domanda si conferma invece vivace: oltre alle rinnovabili, i consumi sono trainati da AI e data center, destinati a coprire da soli il 30% della crescita attesa nel 2026. Migliora anche il sentiment macroeconomico, con una Fed che appare più flessibile sui tassi dopo i deboli dati sul lavoro americano. Tecnicamente, i massimi assoluti di fine settembre (14.875 $/t) hanno dato il via ad una fisiologica correzione: nelle prossime settimane è possibile quindi ulteriore debolezza verso il solido supporto a 13.500-13.300 $/T.

Indici di materie prime

INDICI	CHIUSURA	VAR DA 31.12
ORO	4172,23	-3,494
WTI	93,74	63,305
BRENT	106,65	73,804
RAME	674,70	18,541
ENERGIA	1388,99	129,987

Fonte Bloomberg.
Note: CHIUSURA: quotazione alla chiusura del mercato di riferimento.
VAR DA 31.12: Variazione da 31.12.
VAR A 1 ANNO: variazione rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

INDICI COMMODITIES - PERFORMANCE 1YR



Vedasi avvertenze in ultima pagina.

AVVERTENZE LEGALI

Il presente documento non è e non può essere inteso come un'offerta ad acquistare, sottoscrivere o vendere prodotti finanziari. Per ricevere suggerimenti sempre aggiornati, La/Vi invitiamo a contattare periodicamente il Suo/Vostro abituale interlocutore presso la Sua/Vostra filiale di riferimento. Resta inteso che ogni decisione d'investimento è di esclusiva Sua/Vostra competenza; Le/Vi suggeriamo di darvi corso solo dopo aver correttamente valutato i contenuti e averne considerata l'effettiva rispondenza ai Suoi/Vostri scopi ed obiettivi. Qualora tali scopi ed obiettivi siano variati rispetto a quelli noti alla Banca, La/Vi preghiamo di comunicare prontamente alla banca tali variazioni prima di effettuare qualsiasi tipo di investimento. I dati, le percentuali ed i rendimenti riportati nel presente documento potrebbero essere non esatti od aggiornati e comunque sono da intendersi come meramente indicativi e frutto di analisi statistico/matematiche e pertanto non rappresentano una garanzia di rendimenti futuri. Il presente documento è strettamente personale e riservato alla clientela di Credem Emiliano cui è erogato il servizio di consulenza in materia d'investimenti. È fatto divieto pertanto di riprodurre, distribuire ad altre persone, pubblicare e più in generale diffondere, direttamente o indirettamente, in tutto o in parte il presente documento e/o ogni informazione anche singolarmente presa, in esso espressa; qualora si fosse entrati in possesso della presente documentazione per errore, la preghiamo di volerci avvertire immediatamente e di distruggere quanto ricevuto, non tenendo conto di quanto è nel presente documento riportato. Il presente documento, non obbliga il cliente ad alcun acquisto/sottoscrizione di quanto in esso riportato o di altri servizi e prodotti della Banca. Il Cliente si dichiara, inoltre, edotto che in operazioni aventi ad oggetto prodotti e strumenti finanziari vi è un rischio connaturato nella natura degli stessi e negli andamenti dei mercati non eliminabili dal servizio di consulenza erogato dalla Banca. Le obbligazioni assunte da quest'ultima nella prestazione del servizio di consulenza, sono obbligazioni di mezzi e non di risultato; essa non garantisce alcuno specifico risultato legato ai consigli ed alle raccomandazioni fornite e non assume alcuna responsabilità in ordine all'esito delle operazioni consigliate o ai risultati dalle stesse prodotte. Nessuna responsabilità, pertanto, potrà insorgere a carico della Banca per eventuali perdite, minori guadagni o danni che il Cliente dovesse subire in ragione dell'esecuzione delle operazioni effettuate sulla base delle indicazioni fornite dalla Banca. La Banca non può essere ritenuta responsabile per ritardi nella prestazione del servizio dovuti a cause ad essa non imputabili o, in ogni caso ad altri inconvenienti (a titolo esemplificativo e non esaustivo ad interruzioni, sospensioni, guasti, malfunzionamento o non funzionamento degli impianti, controversie sindacali, forza maggiore, scioperi ecc).

La Banca non avrà l'obbligo di verificare se, per effetto dell'esecuzione delle raccomandazioni fornite ai sensi del servizio di consulenza, siano acquisite dal Cliente (o raggiunte in seguito) partecipazioni societarie in relazione alle quali vi siano obblighi di comunicazione ad Organi di Vigilanza di qualsiasi natura, né ove gli obblighi di comunicazione per il Cliente sorgano per effetto di successiva variazione in aumento o in diminuzione delle partecipazioni per le quali sia stata effettuata la comunicazione di cui sopra. La Banca, nel fornire raccomandazioni sui prodotti di sopra indicati, potrebbe trovarsi in una situazione di conflitto d'interessi con il cliente. Per ulteriori dettagli si fa rinvio all'elenco dei conflitti di interesse riportati nel presente documento, in aggiunta all'allegato "documento informativo sui conflitti di interesse e sulla strategia di esecuzione e trasmissione degli ordini" già consegnatole.