



**BANCA
GENERALI**
PRIVATE

MERCATI AZIONARI 2

MERCATI OBBLIGAZIONARI, CURRENCY E COMMODITY 6

VARIABILI MACROECONOMICHE 8

SOTTO I RIFLETTORI
IL GRANDE RITORNO DEL DEBITO 10

INVESTMENT WEEKLY

29 SETTEMBRE 2026

Macro Research

I mercati azionari globali hanno archiviato una settimana positiva: l'MSCI ACWI ha guadagnato lo +0,9%, invertendo il calo del -0,5% della settimana precedente. Il rimbalzo dei semiconduttori, gli appuntamenti diplomatici e il ritiro del petrolio dai massimi settimanali hanno guidato il cambio di direzione.

Negli **Stati Uniti**, a guidare i listini è stato il Nasdaq Composite (+2,1%), sostenuto dalla forza di tecnologia e semiconduttori, mentre l'S&P 500 (+1,2%) ha chiuso anch'esso in territorio positivo. Più contenuto l'avanzamento del Dow Jones (+0,3%), frenato dalla rotazione degli investitori verso i titoli growth. La settimana è stata tuttavia caratterizzata da forte volatilità: il rendimento del Treasury decennale ha toccato livelli non visti da decenni e l'OCSE ha contestualmente rivisto al rialzo le previsioni di inflazione per tutti i Paesi del G20 (eccetto Cina e Arabia Saudita). Il Brent ha toccato i 106,6 USD/barile a metà settimana, deprimendo le quotazioni azionarie giovedì. Il recupero è arrivato venerdì, quando il greggio è sceso verso i 104 USD, alleggerendo la pressione sui bond e sostenendo i listini. Per quanto riguarda le single stocks: Advanced Micro Devices è balzata del +10% lunedì, superando i 1.000 miliardi di dollari di capitalizzazione, mentre Intel ha guadagnato +13% nella stessa seduta. Meta Platforms è salita del +13% nella settimana, dopo che il suo agente AI Muse è diventato il prodotto più scaricato sull'App Store USA.

In **Europa** l'azionario ha chiuso la settimana in territorio positivo. L'MSCI Europe ha guadagnato lo +0,6%. Tra gli indici nazionali, il FTSE MIB (+0,6%), è stato favorito dalla forza del comparto finanziario in un contesto "higher-for-longer". Più contenuta la performance del DAX (+0,4%), penalizzato dalla debolezza dei titoli industriali tedeschi ad alta intensità energetica. Il FSE 100 ha chiuso a +0,3% e il CAC a +0,2%. L'Ibex chiude a +1,0%, tra i migliori indici della settimana. Tra i settori, industriali e alimentare hanno ricevuto il maggior numero di upgrade dagli analisti, mentre energia e real estate hanno subito i più numerosi downgrade. Per quanto riguarda le single stocks: UBS è salita del +3,5% venerdì su indiscrezioni di una possibile fusione con una banca estera.

Negli **altri mercati** il Nikkei 225 ha sovraperformato con un rialzo del +2,1%, sostenuto dall'indebolimento dello yen. Il settore bancario ha guidato i guadagni: il Topix Banks Index ha segnato la migliore seduta in cinque mesi venerdì, con Mitsubishi UFJ Financial Group in rialzo del +3,9%. L'MSCI Emerging Markets ha guadagnato l'+1,3%, mentre l'Hang Seng ha chiuso in calo dello -1,0%, penalizzato dalle persistenti incertezze sul ciclo economico cinese.

Indici azionari	Div.*	Valore	2025	1 anno	Ytd	Ytd €	1 sett.
MSCI ACWI ESG Leaders	USD	2.971	20,7%	17,3%	11,5%	14,8%	0,9%
MSCI ACWI	USD	1.148	20,6%	17,9%	13,2%	16,6%	0,9%
S&P 500 ESG Leaders Index	USD	692	16,1%	19,3%	13,9%	17,3%	1,0%
S&P 500 INDEX	USD	7.743	16,4%	17,2%	13,1%	16,5%	1,2%
NASDAQ COMPOSITE	USD	27.069	20,4%	20,9%	16,5%	20,0%	2,1%
S&P/TSX COMPOSITE	CAD	35.801	28,2%	20,4%	12,9%	12,8%	0,0%
S&P/ASX 200 INDEX	AUD	8.665	6,8%	-1,2%	-0,6%	7,9%	-0,8%
NIKKEI 225	JPY	66.364	26,2%	45,0%	31,8%	35,3%	2,1%
MSCI Europe ESG Index	EUR	131	10,5%	16,6%	9,5%	9,5%	0,9%
MSCI EUROPE	EUR	214	16,3%	16,1%	8,1%	8,1%	0,6%
DAX INDEX	EUR	25.409	23,0%	8,0%	3,7%	3,7%	0,4%
CAC 40 INDEX	EUR	8.078	10,4%	3,6%	-0,9%	-0,9%	0,2%
FTSE MIB INDEX	EUR	51.867	31,5%	22,8%	15,4%	15,4%	0,6%
IBEX 35 INDEX	EUR	19.700	49,3%	30,0%	13,8%	13,8%	1,0%
FTSE 100 INDEX	GBP	10.695	21,5%	16,1%	7,7%	9,2%	0,3%
MSCI EM ESG LEADERS	USD	2.004	32,0%	13,1%	10,5%	13,8%	0,5%
MSCI EMERGING MARKET	USD	1.732	30,6%	28,9%	23,4%	27,1%	1,3%
MSCI AC Asia Ex-JP ESG Leaders	USD	2.349	30,9%	12,3%	10,6%	13,9%	0,7%
MSCI AC ASIA x JAPAN	USD	1.150	29,7%	30,8%	25,9%	29,7%	1,6%
SHANGHAI COMPOSITE	CNY	3.888	18,4%	0,9%	-2,0%	5,2%	-0,6%
HANG SENG INDEX	HKD	24.510	27,8%	-7,5%	-4,4%	-2,2%	-1,0%
S&P BSE SENSEX INDEX	INR	73.896	9,1%	-9,0%	-13,3%	-16,1%	-0,5%
MSCI EM LATIN AMERICA	USD	3.045	46,2%	20,8%	12,4%	15,8%	-1,1%
BRAZIL IBOVESPA INDEX	BRL	183.477	34,0%	26,3%	13,9%	24,0%	-0,9%
S&P/BMV IPC	MXN	64.992	29,9%	4,9%	1,1%	5,9%	2,6%
MSCI BRIC	USD	298	19,5%	-13,0%	-10,9%	-8,2%	-0,9%
MSCI EM. MK EUROPE	USD	218	49,3%	33,9%	23,3%	27,0%	-0,3%
FTSE/JSE AFRICA TOP 40	ZAR	103.152	43,2%	4,5%	-4,5%	0,0%	-2,0%

* divisa in cui viene calcolato il rendimento dell'indice - Dati aggiornati al 25/09/2026

Negli **Stati Uniti** la settimana è stata caratterizzata da una marcata rotazione settoriale, innescata dal violento rialzo dei rendimenti. L'Information Technology ha guidato l'S&P 500 con un +3,1%, trainato dall'accelerazione nel segmento semiconduttori. I Communication Services hanno seguito a +2,1%, sostenuti da Meta. L'Health Care ha registrato +1,7%, confermando il suo ruolo difensivo-selettivo. Sul fronte opposto, Utilities (-3,2%) ed Energy (-3,0%) hanno subito le perdite più pesanti: le prime penalizzate dall'ambiente di tassi elevati, le seconde dalla discesa del greggio verso \$104/bbl venerdì. I Financials hanno ceduto -1,6%, riflettendo preoccupazioni sul costo del funding, mentre il Real Estate ha perso -1,4%.

Anche in **Europa** l'IT ha primeggiato con +3,4%, in scia al rally tecnologico globale. Gli Industriali hanno guadagnato +1,4%, supportati da aspettative di domanda resiliente. Energy (+0,8%) e Materials (+0,4%) hanno mostrato performance modeste. Sul fronte negativo, Real Estate (-1,2%) e Communication Services (-1,0%) hanno risentito del contesto di rendimenti in rialzo, con i Financials sostanzialmente invariati (-0,2%) nonostante la pressione sui margini.

Tra i **temi di investimento**, Global Robotics ha dominato (+4,1%), seguito da AI & Big Data (+3,7%) e Cybersecurity (+3,5%). Healthcare Innovation +2,8% e New Biotech +1,6% hanno mostrato momentum. In controtendenza, Clean Energy (-1,0%) e Fintech (-0,9%), penalizzati dai tassi reali in rialzo. Il Growth globale ha sovraperformato il Value: +2,0% vs +1,3%.

Europa	Div.*	Valore	2025	1 anno	Ytd	Ytd €	1 sett.
MSCI Europe Communication	EUR	58	3,6%	-7,5%	-1,7%	-1,7%	-1,0%
MSCI Europe Consumer Disc	EUR	175	-0,1%	-12,2%	-18,0%	-18,0%	-0,1%
MSCI Europe Consumer St	EUR	266	3,7%	2,8%	-1,7%	-1,7%	0,6%
MSCI Europe Energy	EUR	221	6,6%	44,8%	42,3%	42,3%	0,8%
MSCI Europe Financials	EUR	138	41,0%	26,0%	13,0%	13,0%	-0,2%
MSCI Europe Health Care	EUR	274	5,3%	10,4%	-2,6%	-2,6%	0,3%
MSCI Europe Industrials	EUR	533	22,6%	11,2%	7,5%	7,5%	1,4%
MSCI Europe Info Tech	EUR	304	9,3%	43,5%	36,6%	36,6%	3,4%
MSCI Europe Materials	EUR	399	9,4%	23,7%	13,7%	13,7%	0,4%
MSCI Europe Real Estate	EUR	561	0,4%	-3,5%	-6,6%	-6,6%	-1,2%
MSCI Europe Utilities Sector	EUR	193	29,4%	22,0%	8,8%	8,8%	-0,7%

USA	Div.*	Valore	2025	1 anno	Ytd	Ytd €	1 sett.
S&P 500 COMM SVC	USD	476	32,4%	11,9%	5,3%	8,5%	2,1%
S&P 500 CONS DISCRET IDX	USD	1.833	5,3%	-3,1%	-5,0%	-2,1%	-0,5%
S&P 500 CONS STAPLES IDX	USD	917	1,3%	5,6%	6,0%	9,2%	0,2%
S&P 500 ENERGY INDEX	USD	951	5,0%	36,5%	38,4%	42,6%	-3,0%
S&P 500 FINANCIALS INDEX	USD	913	13,3%	2,5%	0,2%	3,2%	-1,6%
S&P 500 HEALTH CARE IDX	USD	1.992	12,5%	27,3%	10,3%	13,6%	1,7%
S&P 500 INDUSTRIALS IDX	USD	1.443	17,7%	12,7%	9,9%	13,2%	0,7%
S&P 500 INFO TECH INDEX	USD	7.295	23,3%	32,0%	28,3%	32,2%	3,1%
S&P 500 MATERIALS INDEX	USD	631	8,4%	12,8%	9,8%	13,2%	0,3%
S&P 500 REAL ESTATE IDX	USD	266	-0,3%	2,1%	4,5%	7,6%	-1,4%
S&P 500 UTILITIES INDEX	USD	402	12,7%	-7,5%	-7,4%	-4,6%	-3,2%

STRATEGIE	Div.*	Valore	2025	1 anno	Ytd	Ytd €	1 sett.
MSCI World VALUE	EUR	4.995	4,3%	22,6%	18,4%	18,4%	1,3%
MSCI World GROWTH	EUR	7.567	6,2%	16,2%	12,2%	12,2%	2,0%
MSCI World SMALL CAP	EUR	746	4,0%	19,6%	15,8%	15,8%	0,5%

TEMI

GLOBAL FINTECH	EUR	56	-12,3%	-6,3%	-1,3%	-1,3%	-0,9%
GLOBAL DIGITALIZATION	EUR	10	-6,6%	4,2%	10,1%	10,1%	0,9%
GLOBAL ROBOTICS	EUR	29	10,4%	27,8%	19,5%	19,5%	4,1%
CYBER SECURITY	EUR	42	-3,5%	53,8%	60,1%	60,1%	3,5%
ARTIFICIAL INT. & BIG DATA	EUR	221	15,2%	47,8%	41,8%	41,8%	3,7%
GLOBAL ESG COMPANIES	EUR	2.966	5,2%	20,1%	15,6%	15,6%	1,6%
CLEAN ENERGY	EUR	9	28,5%	16,0%	6,5%	6,5%	-1,0%
SUSTAINABLE FOOD	EUR	3	-13,4%	4,4%	4,4%	4,4%	-0,5%
E. COMMERCE	EUR	17	-0,8%	5,7%	5,6%	5,6%	0,6%
HEALTHCARE INNOVATION	EUR	11	4,4%	40,6%	23,8%	23,8%	2,8%
NEW BIOTECH FRONT.	EUR	65	17,9%	53,9%	27,8%	27,8%	1,6%

* divisa in cui viene calcolato il rendimento dell'indice - Dati aggiornati al 25/09/2026

Settimana positiva per i principali listini azionari. Nel dettaglio, l'indice italiano FTSE Mib ha chiuso in rialzo del +0.62%, sottoperformando l'indice europeo Stoxx Europe 50 che ha chiuso in verde del +0.83%. In calo il comparto utilities, bene l'Energy e l'Healthcare.

In Europa, **EXOR** ha pubblicato i risultati del 1H26, evidenziando una riduzione del NAV del 3.9% a €32bn, pari a €157.9 per azione. Nel corso del primo semestre 2026, Exor ha proseguito nel processo di semplificazione del portafoglio, generando circa €1.0 mld di incassi da cessioni e dal dividendo straordinario ricevuto da **IVECO**. Nel 1H26, Exor ha inoltre continuato a investire in Philips portando la quota al 18.7% (1% acquisito nel corso del 1H26) e attraverso Lingotto, allocando circa €0.3bn in strategie sia sui mercati pubblici sia nei mercati privati. La società ha mantenuto una solida struttura patrimoniale, con un rapporto Loan-to-Value (LTV) del 4.7%, ampiamente al di sotto del target massimo del 15% con un indebitamento netto di circa €1.5bn a fine giugno. Infine, è stato annunciato l'intenzione di avviare un programma di riacquisto di azioni proprie fino a €500mn, che verrà eseguito sul mercato fino alla pubblicazione dei prossimi risultati finanziari prevista per marzo 2027.

POSTE ITALIANE ha comunicato i risultati al termine del periodo di riapertura dell'OPAS su TIM: durante il periodo 21-25 settembre sono state portate in adesione 409.96mn di azioni **TIM**, pari al 19.2% del capitale. Considerando le adesioni raccolte nel periodo iniziale, la quota già detenuta da Poste e le nuove adesioni in riapertura, Poste arriverà a detenere complessivamente 1.833bn di azioni TIM, pari all'85.82% del capitale. La quota raggiunta nel capitale di TIM consente a Poste di ottenere una quota di ampio controllo e di avviare le attività di integrazione tra le due società. La partecipazione si ferma sotto la soglia del 90% che avrebbe consentito l'attivazione della procedura di delisting tramite squeeze-out, ma l'obiettivo rimane quello della completa integrazione anche per avere pieno beneficio delle sinergie.

PIRELLI ha annunciato l'approvazione da parte del CdA di un piano di investimenti negli Stati Uniti da circa €1bn (\$1.2bn) nel periodo 2027-2033, finalizzato all'espansione dello stabilimento di Rome (Georgia). Il progetto porterà la capacità produttiva del sito a 6mn di pneumatici auto annui entro il 2033 e prevede la creazione di circa 1.000 nuovi posti di lavoro. La società ha confermato che l'iniziativa non avrà impatti sui target 2026 e che il rapporto CapEx/Vendite nel periodo 2027-2033 resterà sostanzialmente in linea con i livelli storici. L'investimento è coerente con le opportunità di crescita offerte dal mercato High Value statunitense: a regime, la capacità aggiuntiva di 5.5mn di pneumatici potrebbe tradursi, ai prezzi attuali, in circa €660mn di ricavi e €120/130mn di EBIT incrementali.

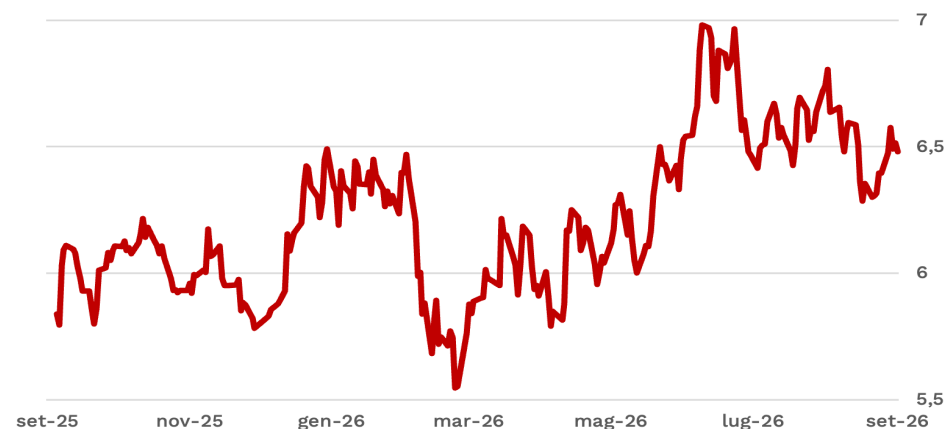
EXOR

Fonte: BG Macro Research. Dati aggiornati al 25 settembre 2026



PIRELLI

Fonte: BG Macro Research. Dati aggiornati al 25 settembre 2026



FINCANTIERI ha annunciato che la controllata VARD ha firmato un nuovo contratto con Dong Fang Offshore per la progettazione e costruzione di una Commissioning Service Operation Vessel. Il valore dell'ordine è pari a circa €66-75mn, con consegna prevista nel 3Q28. Notizia positiva anche se con impatto limitato sulle stime dato il valore contenuto dell'ordine. Il messaggio resta coerente con il recupero commerciale di VARD visto negli ultimi mesi: dopo il forte rimbalzo dell'order intake Offshore nel 2Q26, il nuovo contratto conferma la domanda per navi specializzate ad alto contenuto tecnologico. Inoltre, Orizzonte Sistemi Navali, JV tra Fincantieri 51% e **LEONARDO** 49%, ha firmato un contratto da circa €3.7bn, di cui c.€1.3bn in opzione, per lo sviluppo e la produzione di due cacciatorpedinieri di nuova generazione per la Marina Militare. Nelle prossime settimane saranno chiusi i contratti di subfornitura con Fincantieri e Leonardo, rispettivamente per circa €1.8bn e €1.7bn. La notizia è decisamente positiva per Fincantieri, perché con questo contratto il target di c.€5bn di ordini Defence indicato appare ormai sostanzialmente coperto.

Per quanto riguarda l'universo mid-small cap, **CY4GATE** ha annunciato di aver acquisito, negli ultimi due mesi, nuovi contratti per complessivi €4mn con clienti istituzionali nell'ambito della decision intelligence, i cui ricavi saranno interamente di competenza del 2026. Notizia positiva, che aumenta la visibilità sul FY26, esercizio per il quale la società ha recentemente rivisto al rialzo la guidance sui ricavi, ora attesi nel range €115-120mn.

MAIRE TECNIMONT attraverso la controllata Tecnimont USA ha firmato il contratto FEED (Front-End-Engineering Design) per il complesso LNG in Louisiana. Notizia positiva, anche se il contratto FEED dovrebbe avere una rilevanza economica limitata. Il principale potenziale upside è rappresentato dalla successiva assegnazione dell'EPC, considerata la rilevante dimensione del progetto, sebbene subordinata al completamento dell'iter autorizzativo.

LEONARDO

Fonte: BG Macro Research. Dati aggiornati al 25 settembre 2026



MAIRE TECNIMONT

Fonte: BG Macro Research. Dati aggiornati al 25 settembre 2026



Negli **Stati Uniti** la settimana si è caratterizzata per un'intensa pressione al rialzo sui rendimenti dei Treasury americani, alimentata dalla convergenza di tre fattori strutturali: il petrolio sopra quota 100 dollari, dati macroeconomici più solidi del previsto e un tono marcatamente restrittivo da parte di numerosi esponenti della Federal Reserve. Il greggio, attestandosi a livelli che storicamente amplificano le aspettative inflazionistiche, ha riacceso i timori su una persistenza dell'inflazione. In questo contesto, il mercato obbligazionario ha registrato un movimento di rara intensità: il rendimento del Treasury decennale è salito di circa 20 punti base in sole due sedute, un'accelerazione osservata in precedenza solo in occasione di eventi di forte impatto come il Liberation Day, ma questa volta in assenza di un singolo catalizzatore dominante. Contestualmente, il rendimento del Treasury trentennale ha superato il 5,4%, portandosi oltre il livello del 5,3% che aveva indotto Bessent a intervenire pubblicamente sul tema dei tassi. A fine settimana, il Treasury a 2 anni si è attestato al 4,85% (+11 pb), mentre il decennale ha chiuso al 5,16% (+16 pb).

In **Europa** i mercati hanno subito pressioni significative, trasmesse in parte dal rialzo dei Treasury e amplificate da dinamiche interne. Il capo economista della BCE Lane ha avvertito che una seconda ondata di rincari energetici, sia sul petrolio sia sul gas, determinerà un'inflazione più elevata e persistente nell'area euro rispetto alle proiezioni iniziali, complicando il già delicato equilibrio tra lotta all'inflazione e sostegno alla crescita. Sul mercato dei tassi, le probabilità implicite swap per un rialzo BCE a ottobre si sono attestate intorno al 32%. In Francia, lo spread OAT-Bund ha superato i 105 pb, ai massimi da 14 anni, riflettendo le preoccupazioni sul deficit di bilancio e l'incertezza politica. Il BTP decennale ha seguito la traiettoria globale di rialzo dei tassi, chiudendo al 4,51% venerdì, con un incremento settimanale di circa 8 punti base. Il Bund decennale ha chiuso a 3,60% (+8 pb); lo spread BTP-Bund è quindi rimasto invariato intorno ai 91 punti base.

Sul **mercato valutario** l'EUR/USD ha ceduto lo 0,8%, a 1,139, penalizzato dal differenziale di rendimento a favore del dollaro.

Tra le **commodity** il WTI ha perso il 7,9%, chiudendo a 92,41 \$/bbl, frenando le pressioni inflazionistiche a fine settimana. L'oro ha arretrato del 2,1% a 4.285 \$/oz, riflettendo il rialzo dei rendimenti reali.

Indici Total Return	Div.*	Valore	Duration	2025	1 anno	Ytd	1 sett.
REDDITO FISSO							
CASH INDEX	EUR	154	0,0	2,3%	2,1%	1,6%	0,0%
GOVERNATIVI ITALIA	EUR	686	6,1	3,2%	-1,9%	-3,2%	-0,3%
GOVERNATIVI GERMANIA	EUR	368	7,0	-1,6%	-2,7%	-2,5%	-0,4%
GOVERNATIVI EUROZONA	EUR	220	6,8	0,6%	-2,4%	-3,1%	-0,5%
CORPORATE EURO	EUR	238	4,3	3,0%	-1,0%	-1,4%	-0,4%
HIGH YIELD EURO	EUR	244	2,8	4,8%	1,5%	0,8%	-0,4%
FINANZIARI CO.CO. EUR	EUR	201	3,9	8,7%	2,6%	1,3%	-0,8%
GREEN BOND EURO	EUR	111	6,1	1,0%	-1,9%	-2,5%	-0,5%
BLG MSCI CORP SRI EURO	EUR	168	4,5	3,0%	-0,9%	-1,4%	-0,3%
GOVERNATIVI USA	USD	417	5,7	6,3%	-1,2%	-2,3%	-0,7%
CORPORATE USA	USD	331	7,5	8,0%	-2,7%	-3,5%	-1,4%
HIGH YIELD USA	USD	396	3,2	8,8%	2,2%	0,6%	-0,9%
GREEN BOND USA	USD	134	4,9	7,4%	0,0%	-1,2%	-0,7%
BLG MSCI CORP SRI USA	USD	214	6,4	7,7%	-1,3%	-2,5%	-1,0%
EMERGENTI HARD CURR.	USD	1.015	n.a.	13,5%	2,7%	-0,3%	-1,4%
EMERGENTI LOCAL CURR.	USD	157	5,8	22,1%	6,4%	2,0%	-1,0%
GOVERNATIVI USA	EUR	417	5,7	-5,5%	1,2%	0,8%	0,2%
CORPORATE USA	EUR	331	7,5	-3,8%	-0,3%	-0,4%	-0,6%
HIGH YIELD USA	EUR	396	3,2	-3,0%	4,6%	3,7%	-0,1%
GREEN BOND USA	EUR	134	4,9	-5,3%	2,5%	1,8%	-0,1%
BLG MSCI CORP SRI USA	EUR	214	6,4	-5,1%	1,0%	0,5%	-0,5%
EMERGENTI HARD CURR.	EUR	1.015	n.a.	1,6%	5,1%	2,9%	-0,6%
EMERGENTI LOCAL CURR.	EUR	157	5,8	10,2%	8,8%	5,1%	-0,2%
DIVISE							
EUR/USD (var. % USD vs EUR)		1,139		-11,9%	2,4%	3,1%	0,8%
DOLLAR INDEX (USD vs DM)		100,97		-9,4%	2,5%	2,7%	0,7%
EUR/JPY (var. % JPY vs EUR)		0,56		-11,5%	-2,5%	2,7%	0,6%
EUR/CHF (var. % CHF vs EUR)		1,06		0,9%	-1,2%	-1,3%	0,1%
EUR/GBP (var. % GBP vs EUR)		1,16		-5,1%	1,7%	1,4%	-0,3%
EUR/CNY (var. % CNY vs EUR)		0,13		-7,9%	8,6%	7,2%	0,5%
USD vs paniere EME		45,91		-8,1%	0,3%	1,5%	0,6%
COMMODITY							
GOLD	USD	4.285		64,6%	14,3%	-0,8%	-2,1%
PETROLIO (WTI)	USD	92,41		-19,9%	42,2%	60,9%	-7,9%
METALLI INDUSTRIALI	USD	468,90		21,4%	29,0%	13,9%	0,5%

divisa in cui viene calcolato il rendimento totale - Dati aggiornati al 25/09/2026
 *** Dollar Index (57,6% eur - 13,6% jpy - 11,9% gbp - 9,1% cad - 4,2% SEK - 3,6% chf)

MERCATI OBBLIGAZIONARI, CURRENCY E COMMODITY

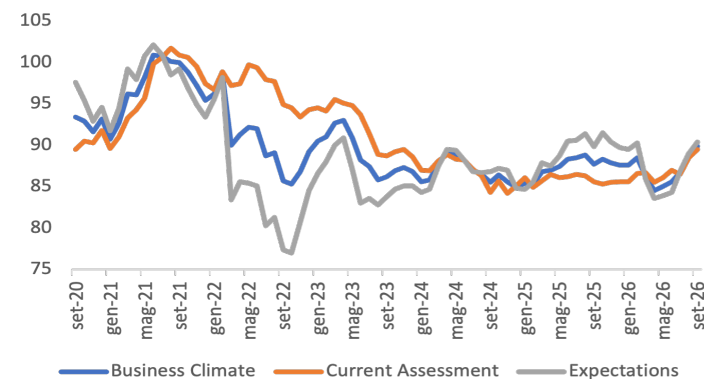
Dati al 25/09/2026	1Yr	2Yr	3Yr	4Yr	5Yr	6Yr	7Yr	8Yr	9Yr	10Yr	15Yr	20Yr	30Yr	RATING S&P
EMISSIONI IN EURO														
GERMANIA	2,99	3,28	3,34	3,37	3,41	3,42	3,49	3,53	3,56	3,60	3,82	3,90	3,91	AAA
OLANDA		3,26	3,32	3,39	3,44	3,50	3,55	3,60	3,64	3,68			3,89	AAA
IRLANDA	2,90	3,18	3,27	3,33	3,41	3,50	3,52	3,59	3,65	3,70	3,88	3,95	3,99	AA+
AUSTRIA	2,86	3,21	3,35	3,42	3,49	3,59	3,61	3,67	3,74	3,80	3,99	4,10	4,12	AA+
FINLANDIA	3,11	3,26	3,39	3,46	3,57	3,65	3,70	3,79	3,86	3,92	4,14		4,25	AA+
PORTOGALLO	3,14	3,32	3,38	3,51	3,60	3,66	3,78	3,84	3,89	3,98	4,21	4,37	4,41	A+
BELGIO	3,16	3,35	3,53	3,66	3,77	3,84	3,93	4,08	4,17	4,26	4,55	4,79	4,91	AA-
SPAGNA	3,10	3,34	3,45	3,52	3,62	3,73	3,83	3,92	3,99	4,08	4,32		4,56	A+
FRANCIA	3,21	3,57	3,73	3,91	4,10	4,21	4,34	4,47	4,59	4,69	5,02	5,12	5,27	A+
GRECIA	3,03	3,42	3,50	3,69	3,83	3,93	4,04	4,16	4,29	4,39	4,48	4,62	4,87	BBB
ITALIA	3,17	3,52	3,69	3,84	3,97	4,10	4,21	4,32	4,43	4,51	4,82	4,94	5,09	BBB+
EMISSIONI IN VALUTA LOCALE														
SVIZZERA	0,15	0,38	0,51	0,57	0,59	0,61	0,62	0,63	0,66	0,66	0,74	0,75	0,64	AAA
GIAPPONE	1,65	1,93	2,14	2,38	2,41	2,70	2,81	3,01	3,08	3,08	4,47	3,91	4,16	A+
CINA														A+
SVEZIA		2,79		2,95	3,04		3,09	3,16		3,28	3,34			AAA
DANIMARCA		2,87	3,08	3,16		3,22		3,31		3,43			3,55	AAA
CANADA	2,98	3,33	3,49	3,58	3,63		3,74			3,92		4,13	4,22	AAA
NORVEGIA		4,84	4,84	4,77	4,71	4,67	4,63	4,63	4,61	4,62				AAA
AUSTRALIA	4,86	5,02	5,01	5,01	5,04	5,10	5,16	5,24	5,31	5,37	5,54	5,68	5,74	AAA
GRAN BRETAGNA	4,53	4,84	4,87	4,82	4,92	5,08	5,16	5,25		5,37	5,65	5,82	5,86	AA
NUOVA ZELANDA		3,93	4,23	4,42	4,58		4,82			5,10	5,43	5,63		AAA
POLONIA	4,10	4,93	5,40	5,73	6,00	6,00	6,13	6,25	6,33	6,38				A
INDIA				6,79	6,82		7,05		7,09	7,12	7,28		7,61	BBB
UNGHERIA			5,72		5,84					5,76	5,79	5,84		BBB-
MESSICO	7,51	8,00	8,50	8,72	9,01			9,22		9,54	9,75	9,93	10,00	BBB+
SUDAFRICA		7,49			8,40	8,59	8,68			9,02	9,35	9,43	9,26	BB+
BRASILE	13,66	13,85	14,03	14,07	14,10		14,10			14,08				BB
TURCHIA	39,16	40,24	39,69	38,09	38,91			36,05		35,41				BB-
EMISSIONI IN USD														
STATI UNITI	4,45	4,85	4,93		4,99		5,07			5,16		5,55	5,49	AA+
MESSICO			5,47	5,71	5,97	6,26	6,49	6,66	6,71	6,95	7,23	7,38	7,55	BBB+
BRASILE	5,00	5,30		5,86	6,09					6,62	6,87	7,50	7,75	BB
TURCHIA	6,04	6,77	6,84	7,07	7,26	7,46	7,54	7,61		7,81	8,11	8,27		BB-

Ultima settimana **DAL 21 AL 25 SETTEMBRE**

CINA		Attuale	Precedente	Segnale	
	20/09	La PBoC ha mantenuto invariati i tassi di riferimento per il sedicesimo mese consecutivo, in linea con le attese di mercato. La decisione riflette un approccio prudente in un contesto di crescita ancora disomogenea, con le autorità impegnate a bilanciare il sostegno all'economia e la stabilità del cambio. L'attenzione si concentra quindi su misure più mirate, come il supporto al credito e la ricapitalizzazione del sistema bancario.	3,0%-3,5%	3,0%-3,5%	↔
GERMANIA					
	24/09	L'indice IFO è salito a settembre, superando il consensus (89,0) e il dato precedente. Il miglioramento ha interessato sia la situazione corrente (89,5) sia le aspettative (90,4), segnalando una fiducia più solida tra le imprese. Pur in un contesto economico ancora debole, il dato suggerisce una graduale stabilizzazione del quadro operativo.	89,9	88,8	↑
USA					
	24/09	Le Initial Jobless Claims sono scese al di sotto del consensus (200.000) e in calo di 1.000 unità rispetto alla settimana precedente (rivista a 198.000). Si tratta del livello più basso da luglio e uno dei più contenuti dal 1969, a conferma di un mercato del lavoro americano ancora solido. Il dato rafforza l'immagine di un labor market resiliente, in un momento in cui i mercati restano attenti a ogni segnale di deterioramento occupazionale.	197k	198k	↓
	25/09	Il Sentiment dell'Università del Michigan per settembre si è attestato leggermente al di sopra della stima preliminare e del consensus (47,5), ma in calo rispetto ad agosto. Il sottoindice sulle condizioni correnti è rimasto invariato a 50,9, mentre quello sulle aspettative è salito a 46,3 dalla preliminare di 45,8. Le aspettative di inflazione a un anno si sono confermate al 4,6%. Il sentiment è attribuibile principalmente alla risalita dei prezzi dei carburanti e alle tensioni commerciali, che pesano sulle prospettive di spesa delle famiglie.	48,1	47,8	↑

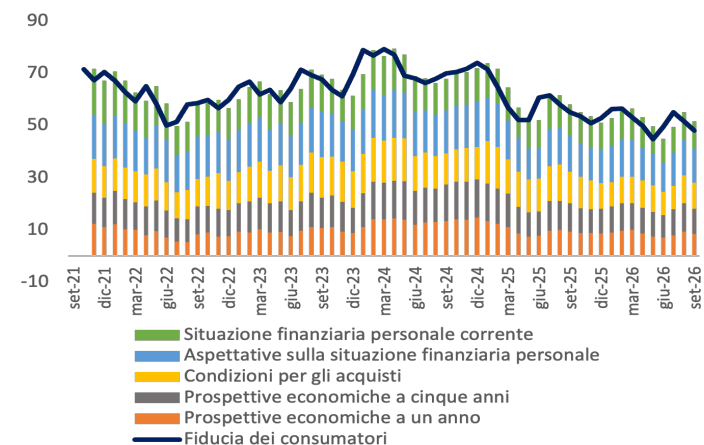
Germania: Indici IFO

Fonte: Macro Research



USA: Contributi all'indice U. of Michigan

Fonte: Macro Research



Settimana in corso **DAL 28 SETTEMBRE AL 2 OTTOBRE**

				Attuale	Consensus	Precedente
CINA						
	30/09	03:30	PMI Composito		-	49,5
USA						
	30/09	14:30	PCE		3,7%	3,7%
	01/10	16:00	ISM Manifatturiero		54,9	54,6
	02/10	14:30	Employment Report		90k	162k
EUROPA						
	02/10	11:00	CPI		3,7%	3,2%

CINA

Il **PMI** manifatturiero è atteso in lieve ripresa sopra la soglia di espansione a 50,1, dopo tre mesi di contrazione. Il Non-Manifatturiero è atteso a 49,2, sotto la soglia di espansione, riflettendo la debolezza dei consumi interni: la divergenza tra il canale export-manifatturiero e la domanda interna resta il tema centrale, con la PBOC ha annunciato misure di supporto al credito per il settore servizi, ma l'impatto atteso è graduale. Invece il sondaggio RatingDog, che copre prevalentemente PMI e medie imprese, dimostra una dinamica più robusta: il manifatturiero è atteso in aumento a 51,7, dal precedente dato di 51,5, mentre i servizi sono attesi in lieve calo a 51,3 da 51,4.

USA

Il **PCE** headline a/a è atteso stabile a 3,7%, ma con un'accelerazione mensile a 0,3% da 0,2%. Analogamente il core m/m è visto a 0,3%, in rialzo rispetto allo 0,2% precedente, mentre il dato core annuale è atteso stabile al 3,3%, segnalando pressioni inflazionistiche persistenti. La pubblicazione include anche le revisioni annuali al PIL e al reddito personale, che potrebbero modificare retroattivamente il profilo inflazionistico. L'attenzione degli investitori sarà rivolta al dato in vista della riunione FOMC di ottobre, per la quale il mercato sconta una probabilità di rialzo dei tassi pari a circa il 70%.

L'**ISM manifatturiero** è atteso in ulteriore espansione a 54,9, consolidando il ciclo positivo in atto da otto mesi consecutivi. Il dato di agosto aveva già rappresentato il secondo livello più alto dal 2022. I nuovi ordini sono visti in accelerazione a 54,2, segnale di domanda sostenuta. La componente Prices Paid è attesa in rialzo a 72,5, confermando che le pressioni sui costi di input stanno diventando il tema dominante del ciclo manifatturiero corrente.

Nell'**Employment Report** di settembre, i Nonfarm Payrolls sono attesi in rallentamento rispetto al +162k di agosto; il consensus a +90k riflette un'economia ancora in espansione ma con assunzioni in moderazione. Il tasso di disoccupazione è visto stabile al minimo di un anno a 4,1%. Un dato debole potrebbe sfidare il tono hawkish della Fed, mentre un'ulteriore sorpresa al rialzo consoliderebbe le aspettative di rialzo in ottobre.

EUROPA

Il **CPI** è atteso in accelerazione sul tendenziale annuo, con un balzo a 3,7% rispetto al 3,2% agosto, trainato principalmente dalla componente energetica. Il conflitto in Medio Oriente ha innescato una seconda ondata di rincari su petrolio e gas, che secondo il capo economista BCE Lane porterà a un'inflazione più elevata e persistente del previsto. Il core, pur in lieve rialzo a 2,5% (da 2,4%), rimane relativamente contenuto e gli effetti di secondo round sono finora assenti. La presidente Lagarde ha dichiarato che il rialzo dei rendimenti obbligazionari frenerà la crescita e limiterà il pass-through energetico sull'inflazione, mantenendo la BCE su un percorso di tightening graduale.

Il nuovo report **Global Debt Monitor** a cura dell'**Institute of International Finance (IIF)** restituisce l'immagine di **un mondo sempre più dipendente dal debito**. Nella prima metà del 2026 lo stock globale ha superato i **365 mila miliardi di dollari**, con un aumento di oltre **10 mila miliardi** rispetto a fine 2025. Gran parte della crescita proviene dai Paesi emergenti, in particolare dalla Cina, mentre nei Paesi sviluppati continuano ad accumularsi deficit elevati e costi di finanziamento crescenti.

A prima vista, il rapporto debito/PIL globale sembra sotto controllo. Oggi si colloca intorno al **310%**, circa 25 punti percentuali sotto i massimi del 2021. Secondo l'IIF, però, si tratta in larga misura di **un'illusione statistica**. L'inflazione degli ultimi anni ha gonfiato il PIL nominale, migliorando apparentemente gli indicatori di sostenibilità senza che vi sia stato un reale processo di riduzione del debito o di consolidamento fiscale. Dietro numeri apparentemente migliori **continuano infatti a nascondersi debiti più elevati** e, soprattutto, oneri finanziari in rapido aumento.

Il vero cambiamento riguarda la **natura dei disavanzi pubblici**. Storicamente i deficit rappresentavano uno strumento anticiclico, utilizzato durante recessioni o fasi di emergenza. Oggi, invece, **sono diventati strutturali** e persistono anche in presenza di mercati del lavoro solidi e crescita economica positiva. L'IIF evidenzia come il deficit sia ormai diventato il **"new normal"**, sia nei Paesi emergenti sia nelle economie avanzate. Stati Uniti, Francia, Regno Unito e Giappone si trovano ad affrontare squilibri fiscali e costi per interessi che ricordano problemi tradizionalmente associati ai Paesi emergenti più fragili. La conseguenza è che la spesa per interessi sta assumendo dimensioni senza precedenti. Nei Paesi del G7 i costi medi di finanziamento sono tornati sui livelli più elevati dal 2008 e la spesa annuale per interessi è aumentata di circa **l'85%**. Le economie avanzate pagano ormai oltre **3.300 miliardi** di dollari all'anno di interessi sul debito negoziabile, una cifra superiore agli investimenti globali destinati all'intelligenza artificiale, alla difesa o alla transizione energetica.

Per contenere l'aumento della spesa, molti governi stanno facendo crescente affidamento su **emissioni a breve scadenza**, meno costose nell'immediato ma più esposte al rischio di rifinanziamento. È il classico caso del "gatto che si morde la coda": il debito continua a crescere, le scadenze si accorciano e una quota sempre maggiore dello stock deve essere rifinanziata a **tassi più elevati**.

Nei prossimi anni i mercati sviluppati dovranno gestire oltre **12 mila miliardi** di dollari di rimborsi di obbligazioni e prestiti ogni anno, mentre gli emergenti dovranno affrontare scadenze superiori a **3.500 miliardi**. In questo contesto torna centrale il ruolo del mercato nel disciplinare i governi.

DEBITO GLOBALE: NOMINALE E IN % SU PIL

Fonte: Macro Research



A rendere più complesso il quadro contribuisce quello che l'IIF definisce il superciclo **"HEAD" (Healthcare, Energy, AI e Defense)**. Sanità, sicurezza energetica, tecnologia e difesa richiederanno circa **25 mila miliardi** di dollari di spesa nel solo 2026. Si tratta di investimenti spinti da esigenze strutturali, quindi poco sensibili all'andamento dei tassi. Una quota crescente di tali investimenti sarà finanziata dai mercati e andrà ad alimentare ulteriore domanda di capitale. Tra tutte le voci di spesa, le più problematiche nel lungo periodo sono **sanità e pensioni**.

Negli Stati Uniti il dibattito si concentra inoltre sulla sostenibilità fiscale, sul ruolo del dollaro e sull'enorme fabbisogno di finanziamento legato all'intelligenza artificiale. Per ora la domanda globale di asset americani resta robusta e non emergono segnali evidenti di **"crowding out"** tra emissioni governative e corporate. Tuttavia, l'espansione del debito societario legato all'AI e la crescente diffusione del private credit rappresentano temi da monitorare, soprattutto se dovessero esercitare ulteriori pressioni sui **rendimenti di lungo termine**.

Il messaggio finale del report è chiaro: **il problema non è soltanto l'ammontare del debito, ma la sua traiettoria**. In un contesto caratterizzato da deficit strutturali, costi di finanziamento più elevati, fabbisogni di investimento legati al superciclo HEAD e pressioni demografiche sempre più intense, il mondo sembra avviato verso un futuro ancora più **"debt-intensive"**.

Finché crescita nominale e domanda degli investitori continueranno a sostenere il sistema, **le tensioni resteranno gestibili**. Ma più a lungo verranno rinviate le correzioni strutturali, maggiore sarà il rischio che il mercato torni a imporre disciplina attraverso **rendimenti più elevati e condizioni finanziarie più restrittive**.

Il presente documento, realizzato da Banca Generali S.p.A., ha scopo esclusivamente informativo e non costituisce in alcun modo materiale promozionale, raccomandazione di investimento, ricerca o sollecitazione al pubblico risparmio, né può in alcun modo sostituire la documentazione precontrattuale e contrattuale relativa ai servizi e ai prodotti citati nello stesso; il documento è redatto in particolare senza riferimento a obiettivi d'investimento specifici o futuri, alla situazione finanziaria o fiscale, al profilo di rischio, a esperienze e conoscenze e/o alle esigenze di uno specifico destinatario. Alcune informazioni riportate nel documento potrebbero basarsi su fonti esterne. Banca Generali S.p.A. non fornisce alcuna garanzia (espressa o tacita) né assume alcuna responsabilità con riguardo alla correttezza, completezza o attendibilità di tali informazioni, o assume alcun obbligo per danni, perdite o costi risultanti da qualunque errore o omissione contenuti nel documento. I rendimenti eventualmente indicati nel documento non sono indicativi di quelli ottenibili in futuro. Un eventuale cambiamento delle ipotesi di base assunte per descrivere il rendimento illustrato comporta una modifica del risultato dell'esempio proposto. Le informazioni contenute nel documento si basano sulle attuali condizioni di mercato, che potrebbero essere soggette a significativi cambiamenti nel breve periodo. Pertanto, i cambiamenti e gli eventi verificatisi successivamente alla data del documento potrebbero incidere sulla validità delle conclusioni contenute nello stesso. Banca Generali S.p.A. non si assume alcun obbligo di aggiornare e/o rivedere il documento o le informazioni e i dati su cui esso si basa. Per conoscere nel dettaglio le caratteristiche, i rischi e i costi degli strumenti finanziari indicati nel documento, si raccomanda di leggere attentamente, prima della sottoscrizione, la documentazione d'offerta a disposizione sul sito internet della società emittente. Banca Generali S.p.A. è esonerata da ogni responsabilità relativa all'improprio utilizzo delle informazioni qui contenute.