

L'enigma dei rendimenti

The **Week Ahead** – 4 settembre 2026



Stefan Rondorf
Senior Investment Strategist
Global Economics & Strategy

Nelle ultime settimane i rendimenti obbligazionari sono aumentati sensibilmente, ma il significato di questo movimento è tutt'altro che chiaro: a spingere i rendimenti al rialzo sono i timori sulla sostenibilità del debito delle principali economie avanzate, l'atteggiamento esitante delle banche centrali, oppure, più semplicemente, una ripresa ciclica? È improbabile che vi sia un'unica spiegazione ed è evidente che siano in gioco diversi fattori. È proprio questa combinazione di elementi a fare dei mercati obbligazionari e dell'andamento dei rendimenti il grande enigma di fine estate.

Rendimenti ai massimi pluriennali

L'aumento dei rendimenti delle obbligazioni governative è un

fenomeno globale e, soprattutto sulle scadenze più lunghe, sono state superate soglie significative. Ad agosto, il rendimento dei **Treasury USA a 30 anni** ha superato il 5,3%, toccando il livello più alto dal 2007; quello dei **titoli governativi giapponesi a 10 anni** ha raggiunto i massimi dal 1996; il rendimento dei **Bund tedeschi a 10 anni** ha toccato il livello più alto dal 2011, mentre quello dei Bund trentennali si è portato sui massimi degli ultimi 15 anni.

Un altro record è stato segnato negli Stati Uniti. Il **debito pubblico** ha superato per la prima volta la soglia dei 40.000 miliardi di dollari, mentre il deficit di bilancio per l'anno fiscale in corso è ora stimato a circa 2.000 miliardi di dollari, ben al di sopra delle attese di solo qualche mese fa. Allo stesso tempo, il settore pubblico è sempre più in concorrenza con quello

Pubblicazioni

House View Q3 2026:

Assorbire gli shock

La view degli esperti di AllianzGI sul contesto macroeconomico e sui mercati, con le principali idee di investimento in ambito azionario, obbligazionario e multi-asset.

Leggi ora [↗](#)

Rendimenti ai massimi pluriennali: focus su alcune scadenze negli Stati Uniti, in Germania e in Giappone



Fonte: LSEG Datastream, AllianzGI Economics & Strategy, 01.09.2026.
I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

privato per attrarre capitali. Quest'anno **le società con rating investment grade** hanno già emesso obbligazioni per circa 1.500 miliardi di dollari, un aumento di circa un terzo rispetto all'anno precedente. Determinanti sono state le grandi società tecnologiche, che da sole hanno raccolto circa 220 miliardi di dollari per finanziare i propri investimenti legati all'intelligenza artificiale. Il segretario al Tesoro statunitense Bessent ha reagito alle pressioni al rialzo sul segmento a lungo termine della curva dei rendimenti annunciando un aumento delle operazioni di riacquisto di Treasury bond con scadenze comprese tra i 10 e i 30 anni. Si tratta di un intervento a dir poco insolito nel mercato obbligazionario più liquido al mondo. Le probabilità di successo di misure di questo tipo verosimilmente aumenterebbero se il Tesoro le accompagnasse con iniziative volte a contenere il deficit di bilancio.

Kevin Warsh si orienta verso una politica monetaria più rigorosa

In questo clima di tensione è arrivato il tanto atteso primo importante discorso di politica monetaria di **Kevin Warsh**, presidente della Federal Reserve statunitense, in occasione della conferenza annuale dei banchieri centrali tenutasi a Jackson Hole. In una certa misura, Warsh ha attenuato i

timori sulla credibilità della politica monetaria, ribadendo con chiarezza l'impegno della Fed verso l'obiettivo di inflazione del 2% e sottolineando che resterebbe ancora "del lavoro da fare" qualora l'inflazione non dovesse convergere in modo convincente e rapido verso tale livello. La reazione dei mercati è stata immediata. La probabilità di un rialzo dei tassi a settembre incorporata nei mercati monetari è salita da circa il 30% a oltre il 50% e, di conseguenza, i rendimenti dei titoli a breve scadenza hanno registrato un forte aumento. Ciò rende probabili altri due interventi sui tassi entro la fine dell'anno. A questo punto, solo un netto rallentamento dell'inflazione ad agosto potrebbe impedire un aumento dei tassi a settembre.

Un altro fattore alla base del rialzo dei rendimenti

Diversamente dalle turbolenze che hanno interessato i mercati obbligazionari globali, una parte significativa dell'aumento dei rendimenti nell'Eurozona è probabilmente riconducibile alla sorprendente resilienza della crescita economica. Nel secondo trimestre l'**Eurozona** ha registrato una crescita dello 0,4% su base trimestrale, il ritmo di espansione più sostenuto dall'inizio del 2025, grazie alla solidità degli investimenti e della spesa pubblica. In testa alla classifica è ancora la Spagna, con una crescita del 2,7% su base annua, seguita da Paesi Bassi, Italia, Germania e Francia. Nel secondo trimestre la Germania, la maggiore economia dell'area, ha registrato una crescita dello 0,3%, superiore alle previsioni iniziali. L'**Ifo Business Climate Index** ad agosto è salito a 88,8 punti, con un miglioramento del clima di fiducia in tutti i principali settori. Le esportazioni hanno recentemente ripreso slancio e il massiccio riallocaimento di risorse fiscali verso la difesa e le infrastrutture sta iniziando a produrre effetti sull'economia reale, seppure in modo graduale e piuttosto discreto. I mercati azionari confermano questo quadro: il **DAX** e l'**EURO STOXX 50** hanno aggiornato più volte i propri massimi storici nel corso di agosto, nonostante le condizioni stagionalmente sfavorevoli.

Quali implicazioni per l'“enigma dei rendimenti”?

Quello che è chiaro è che sono in gioco diversi fattori, il cui impatto varia a seconda delle aree geografiche e delle scadenze. Questo rafforza l'importanza di un'attenta analisi dei mercati obbligazionari e di una gestione attiva dei rischi. Anche il conflitto iraniano, ancora in corso, potrebbe svolgere un ruolo rilevante. Quanto più gli aumenti dei prezzi di energia, materie prime e beni alimentari si riveleranno elevati e persistenti, tanto più si rafforzeranno le aspettative di ulteriori rialzi dei tassi di interesse e, di conseguenza, di rendimenti obbligazionari più elevati.

Dato il quadro delineato dall'“enigma dei rendimenti”, appare opportuno il seguente **posizionamento tattico del portafoglio**:

- La tendenza di fondo, caratterizzata da utili particolarmente solidi e da un'economia resiliente, continua a sostenere una posizione di **sovrappeso azionario**, ampiamente diversificata a livello geografico e settoriale. Le azioni statunitensi, in particolare, presentano valutazioni elevate. Il mantenimento dei rendimenti obbligazionari su livelli elevati per un periodo prolungato potrebbe rappresentare un fattore di pressione sulle valutazioni.
- Rendimenti più elevati potrebbero inoltre penalizzare i progetti di investimento più speculativi, compresi quelli legati all'**intelligenza artificiale** (AI). Per il momento, tuttavia, l'intelligenza artificiale sembra trovarsi ancora nella cosiddetta fase di installazione, con una dinamica di adozione e di investimento che dovrebbe mantenersi sostenuta nei prossimi mesi. Dopo alcune temporanee fasi di raffreddamento, i titoli legati all'AI appaiono nuovamente più interessanti. Continuano a offrire opportunità significative, ma presentano anche una volatilità superiore rispetto ai tradizionali indici azionari.
- Quanto alle **obbligazioni governative**, dopo Jackson Hole il quadro risulta più chiaro. E' aumentata in modo

significativo la probabilità di due interventi della Fed sui tassi entro la fine dell'anno, con possibili ripercussioni soprattutto sul segmento a breve della curva dei rendimenti statunitense. Nel segmento a lunga scadenza, la percezione della credibilità della Fed dovrebbe emergere come fattore determinante, come pure la capacità del Congresso statunitense di trovare un accordo su misure volte a contenere il deficit, eventualità che pare però poco probabile in vista delle elezioni di novembre. Le operazioni di riacquisto di titoli da parte del Tesoro avranno probabilmente un ruolo solo secondario.

- Nell'Eurozona, un rialzo dei tassi da parte della BCE a settembre appare ormai una possibilità concreta, cui potrebbe seguire un ulteriore intervento nel 2026. I rendimenti dei Bund potrebbero quindi diminuire solo qualora si profilasse una soluzione al conflitto con l'Iran e emergessero segnali di una ripresa duratura delle forniture di energia e materie prime provenienti dalla regione del Golfo.
- **Le obbligazioni societarie** continuano a offrire un premio al rischio contenuto. Gli spread rispetto ai titoli governativi restano prossimi ai minimi storici, nonostante l'elevata attività di emissione, in particolare da parte delle società statunitensi coinvolte nell'espansione dell'intelligenza artificiale. Tale situazione rispecchia ancora la solidità dei bilanci societari, ma lascia poco margine per eventuali sorprese negative. Resta fondamentale una accurata selezione titoli.
- Il **dollaro statunitense** nel breve termine dovrebbe essere sostenuto dalle prospettive, ora più concrete, di un aumento dei tassi da parte della Fed, ma dal punto di vista strutturale continua a risentire degli elevati deficit pubblici e del dibattito sulla sostenibilità del debito. Anche gli interventi non coordinati del Tesoro statunitense sui mercati finanziari rischiano di rivelarsi infruttuosi per il dollaro.

- Il **prezzo del petrolio** resta in balia degli sviluppi geopolitici, soprattutto di quelli legati al conflitto con l'Iran. I prezzi di petrolio e gas esercitano attualmente una forte influenza sui rendimenti obbligazionari e contribuiscono quindi anche all'"enigma dei rendimenti" descritto in precedenza.
- L'**oro** continua a beneficiare di un solido sostegno strutturale, alimentato dalla persistente e robusta domanda delle banche centrali e dal dibattito sulla sostenibilità del debito statunitense. Tuttavia, dopo il tono restrittivo adottato dal presidente della Fed Warsh, nel breve termine è prevedibile una fase di pausa. Inoltre, l'aumento dei rendimenti reali accresce il costo opportunità di detenere un metallo prezioso che non genera interessi.

Tema di investimento: Lasciamo che i robot lavorino per noi

- L'intelligenza artificiale e la robotica si stanno affermando come tecnologie abilitanti di ampia applicazione. Algoritmi intelligenti, robot industriali e sistemi sempre più umanoidi svolgono un numero sempre maggiore di compiti e mansioni nelle fabbriche, nel settore dei servizi, nella mobilità, nella ricerca e nella nostra vita quotidiana.
- Lo sviluppo non procede in modo lineare, ma attraverso "salti tecnologici". I sistemi di intelligenza artificiale diventano sempre più potenti, le applicazioni basate su agenti sono ormai in grado di gestire intere sequenze di attività e l'*Embodied AI* conferisce all'intelligenza artificiale una dimensione fisica e concreta.
- I robot industriali sono ormai una realtà consolidata. Nel 2024 erano operativi oltre 4,66 milioni di robot nelle fabbriche di tutto il mondo. I robot umanoidi potrebbero rappresentare la prossima grande fase di sviluppo, quando la produzione su larga scala e la conseguente riduzione dei costi ne consentiranno una diffusione più ampia.
- Le implicazioni per il mercato del lavoro possono essere molto diverse. L'automazione può non solo sostituire singole mansioni ma anche accrescere la produttività, sostenere la crescita e favorire la nascita di nuove attività professionali. In un contesto di progressiva contrazione della popolazione in età lavorativa, le macchine intelligenti arrivano al momento opportuno.
- Per gli investitori, il punto fondamentale è questo: se la tecnologia aumenta la produttività e gli utili delle imprese, la distribuzione del reddito potrebbe spostarsi sempre più dal lavoro al capitale. Detenere partecipazioni societarie significa trarre beneficio dalle loro tecnologie e, quindi, anche dai robot che operano nelle aziende.
- Il reddito da dividendi può quindi costituire una seconda fonte di reddito, a integrazione del reddito da lavoro e delle pensioni. In breve: lasciamo che i robot lavorino per noi!

Cordialmente,
Stefan Rondorf

Calendario settimana n. 37

Giorno	Paese	Indicatore	Periodo	Consenso	Precedente
Lunedì	EZ	Occupazione Totale Finale	Q2	--	176,6 Mio
	EZ	PIL Rivisto T/T	Q2	--	0,4%
	EZ	PIL Rivisto A/A	Q2	--	1,0%
	DE	Produzione Industriale A/A SA	Lug	--	0,00%
Martedì	CN	Esportazioni A/A	Ago	--	23,9%
	CN	Importazioni A/A	Ago	--	27,5%
	CN	Bilancia Commerciale USD	Ago	--	112,50 Mrd
	DE	Bilancia Commerciale EUR SA	Lug	--	15,4 Mrd
	JN	Partite Correnti NSA JPY	Lug	--	-92,3 Mrd
	JN	Saldo Partite Correnti SA	Lug	--	1.396.900 Mio
	JN	Bilancia Comm. Base Doganale SA	Lug	--	-580.795,00 Mio
	JN	PIL Rev. T/T Annualizzato	Q2	--	1,1%
	JN	PIL Rivisto T/T	Q2	--	0,3%
	JN	PIL Capex Rev. T/T	Q2	--	-1,2%
Mercoledì	CN	IPP A/A	Ago	--	3,5%
	CN	IPC A/A	Ago	--	0,5%
	JN	Reuters Tankan Indice Non-Manuf.	Set	--	28
Giovedì	CN	Offerta di Moneta M2 A/A	Ago	--	7,7%
	EZ	Tasso di Rifi naziamento BCE	Set	--	2,40%
	EZ	Tasso di Deposito BCE	Set	--	2,25%
	DE	IPC Finale A/A	Ago	--	--
	DE	IAPC Finale A/A	Ago	--	--
	US	IPP Macchine Manuf.	Ago	--	199,0
	US	IPP Domanda Finale A/A	Ago	--	4,7%
	US	IPP ExAlim./Energia A/A	Ago	--	4,2%
	US	Vendite Case Esistenti	Ago	--	4,06 Mio
	US	Vendite Case Esistenti % Var.	Ago	--	-1,7%
	US	Richieste Sussidio Iniziali	31 Ago, s.f.	--	--
	US	Sussidi Disoccupazione (cum.)	24 Ago, s.f.	--	--
Venerdì	JN	Prezzi Beni Aziendali A/A	Ago	--	7,2%
	UK	PIL Stimato 3M/3M	Lug	--	0,4%
	UK	PIL Stimato A/A	Lug	--	1,1%
	UK	Servizi A/A	Lug	--	1,6%
	UK	Produzione Industriale A/A	Lug	--	-0,2%
	UK	Produzione Manuf. A/A	Lug	--	0,5%
	UK	Bilancia Commerciale Beni GBP	Lug	--	-23,007 Mrd
	US	IPC di Fondo A/A, NSA	Ago	--	2,5%
	US	IPC A/A, NSA	Ago	--	3,4%
	US	IPC Lavoratori Dipendenti	Ago	--	327,104
	US	U Mich Sentimento Prelim.	Set	--	51,7

Se non diversamente indicato, i dati e le fonti di informazione sono LSEG Datastream.

La diversificazione non garantisce un profitto o una protezione dalle perdite. Indicazioni a mero scopo orientativo che non rappresentano la futura asset allocation.

Le affermazioni contenute nel presente documento potrebbero essere frutto di aspettative e previsioni riconducibili alle visioni e supposizioni attuali di chi lo ha redatto, e riflettere la conoscenza o meno di elementi di rischio o incertezza tali da far differire sostanzialmente i risultati reali da quelli espressi o impliciti nelle suddette affermazioni. Non ci assumiamo l'obbligo di aggiornare alcuna previsione.

L'investimento implica dei rischi. Il valore di un investimento e il reddito che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del rimborso, l'investitore potrebbe non ricevere l'importo originariamente investito. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento, soggette a variare senza preavviso nel tempo, sono quelle della società che lo ha redatto o delle società collegate, al momento della redazione del documento medesimo. I dati contenuti nel presente documento derivano da fonti che si presumono corrette al momento della redazione del documento medesimo. Si applicano con prevalenza le condizioni di un'eventuale offerta o contratto che sia stato o che sarà stipulato o sottoscritto. Il presente documento è una comunicazione di marketing emessa da Allianz Global Investors GmbH, [it.allianzgi.com](https://www.allianzgi.com), una società di gestione a responsabilità limitata di diritto tedesco, con sede legale in Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francoforte sul Meno, iscritta al Registro Commerciale presso la Corte di Francoforte sul Meno col numero HRB 9340, autorizzata dalla BaFin (www.bafin.de). Allianz Global Investors GmbH ha stabilito una succursale in Italia, Allianz Global Investors GmbH, Succursale in Italia, via Durini 1 - 20122 Milano, soggetta alla vigilanza delle competenti Autorità italiane e tedesche in conformità alla normativa comunitaria. La Sintesi dei diritti degli investitori è disponibile in francese, inglese, italiano, tedesco e spagnolo all'indirizzo <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights>. È vietata la duplicazione, pubblicazione o trasmissione dei contenuti del presente documento in qualsiasi forma; salvo consenso esplicito da parte di Allianz Global Investors GmbH.

Documento illustrativo di approfondimento che non costituisce offerta al pubblico di prodotti/servizi finanziari.