

# Monthly Outlook

Aprile 2021

# Dietro ogni nuvola



# Indice

## Dietro ogni nuvola

Pagina 3

La lettera dei CIO

Pagina 5

In evidenza

Pagina 8

Macro & Markets

Pagina 15

Asset Allocation

Pagina 19

Rubriche

# La lettera dei CIO

Dietro ogni nuvola c'è un raggio di sole

Nonostante l'attuale situazione di tensione pandemica in Europa, che potrebbe portare a ulteriori misure di confinamento e lockdown, si sta diffondendo la speranza di una forte ripresa economica. I più recenti indicatori di sentiment in Europa, gli indici PMI, riflettono un quadro quasi euforico, soprattutto per il settore manifatturiero. I dati di marzo appena pubblicati hanno raggiunto un livello che supera già significativamente il picco dell'ultimo ciclo (raggiunto a cavallo tra il 2017 e il 2018). Il settore dei servizi registra ancora qualche ritardo rispetto a quello manifatturiero, ma si tratta di un'evoluzione comprensibile, dato il maggiore impatto delle misure di lockdown su questo comparto. I mercati azionari accolgono positivamente questi scenari. L'indice Euro STOXX 50, per esempio, è salito di oltre il 10% nel primo trimestre. In questo contesto, i titoli europei hanno messo a segno incrementi superiori rispetto a quelli USA che hanno registrato guadagni poco oltre la metà della crescita europea. Le azioni dei mercati emergenti, che l'anno scorso avevano notevolmente recuperato, hanno guadagnato solo poco meno del 2%.

Questa sovraperformance delle azioni europee è particolarmente significativa se si considera che è avvenuta in un contesto di ripresa economica più lenta che negli Stati Uniti o in Asia. Tuttavia, non era inaspettata ed è attribuibile a diversi fattori. In primo luogo, il potenziale di ripresa delle azioni europee era decisamente maggiore in un confronto globale, poiché le azioni del Vecchio Continente non avevano registrato recuperi in linea con quelli messi a segno dagli altri mercati azionari nella seconda metà del 2020. Inoltre, le aspettative di inflazione sono aumentate notevolmente negli Stati Uniti grazie soprattutto ai massicci programmi di stimolo, determinando una forte crescita dei rendimenti dei titoli di stato americani a lungo termine. Tale incremento dei rendimenti pesa sui mercati azionari USA, poiché i loro massimi dell'anno scorso sono stati sostenuti in particolare da una netta crescita delle valutazioni (rapporto prezzo/utigli, P/E ratio), trainata anche da tassi di interesse ai minimi storici. Il forte aumento dei rendimenti sta ora riducendo l'attrattiva delle azioni americane (alcune delle quali sono già sopravvalutate) rispetto ai titoli a reddito fisso. Il rialzo dei rendimenti negli Stati Uniti probabilmente si protrarrà ancora, penalizzando i titoli azionari che registrano valutazioni molto elevate.

Nel considerare questa situazione all'interno del quadro generale, non si dovrebbe però ignorare la ripresa economica sottostante, che sostiene i mercati

Manuela D'Onofrio



Head of Group Investment  
Strategy e CIO Group  
Wealth Management

Philip Gisdakis



Co-CIO of Group Wealth  
Management e CIO  
UniCredit Bank AG  
(HypoVereinsbank) (Germania)

azionari a livello di fondamentali. A nostro avviso, questo è un buon argomento per continuare a preferire l'azionario rispetto ai titoli a reddito fisso.

Il tasso crescente di vaccinazione in Europa è un fattore particolarmente incoraggiante. Prendiamo come riferimento il tasso di vaccinazioni per settimana in rapporto alla popolazione. In Europa si attesta a poco più del 2%, che è sì meno della metà rispetto al Regno Unito o agli Stati Uniti, ma al momento sta accelerando notevolmente. Nel primo trimestre, infatti, solo circa l'1% della popolazione veniva vaccinata in media ogni settimana. Che ciò sia dovuto principalmente ai problemi nella disponibilità dei vaccini è dimostrato dal fatto che i Paesi europei che somministrano anche i vaccini cinesi e russi vaccinano ad un tasso nell'ordine del 5% della popolazione. Il potenziamento delle capacità di produzione in Europa dovrebbe accelerare notevolmente il successo della campagna vaccinale. E la riduzione dell'incidenza del Covid in Gran Bretagna e negli Stati Uniti è un giustificato motivo di speranza per una normalizzazione della situazione.

La ripresa economica dovrebbe essere percepita a tutti i livelli. A medio termine, saranno probabilmente le aziende che hanno le carte in regola per adattarsi a un futuro sostenibile che registreranno buone performance, grazie soprattutto ai programmi di investimento europei. Le strategie ESG, che hanno già registrato solide performance l'anno scorso, rimarranno quindi nel mirino degli investitori anche in futuro.

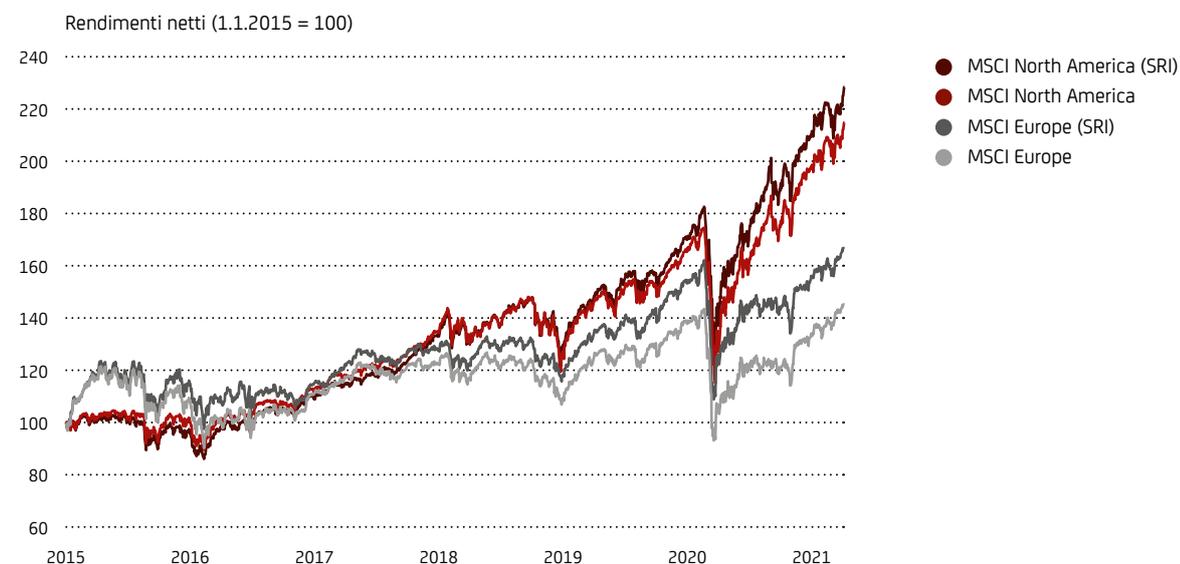
Nel complesso riteniamo pertanto che ci siano buone ragioni per essere ottimisti. Fino a quando non si raggiungerà l'immunità di gregge grazie alla campagna vaccinale bisognerà rimanere prudenti. I rischi per la salute non sono ancora stati scongiurati.

# In evidenza

## Parola d'ordine sostenibilità: ma cosa significa per gli investitori?

La sostenibilità di business e investimenti è sulla bocca di tutti. Non c'è da meravigliarsi, dato che il tema della protezione del clima, era già tra le priorità di molte persone prima della diffusione del Covid-19. La pandemia – una sorta di disastro naturale al rallentatore – ha accentuato l'importanza della sostenibilità. Da un lato, ci ha mostrato l'enorme impatto che i cambiamenti ambientali possono avere sulle nostre vite; dall'altro, le strategie di investimento sostenibile si sono rivelate particolarmente di successo durante questo ultimo periodo. E' necessario, a questo punto, fare un po' di luce e approfondire il significato e gli impatti per gli investitori finali.

### 1. ANDAMENTO INDICI MSCI NORTH AMERICA E EUROPE STANDARD E SRI

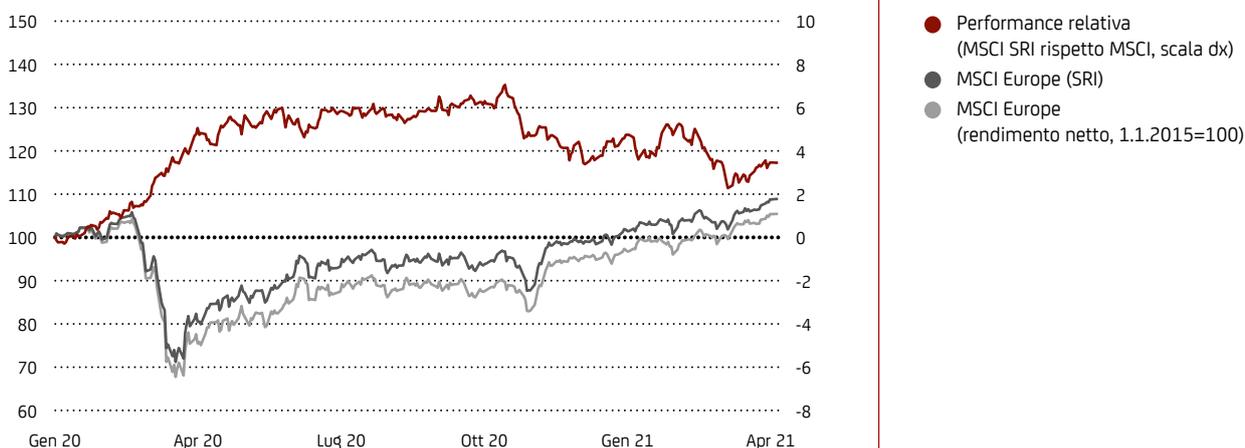


Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Il grafico 1 mostra l'andamento dei prezzi dei mercati azionari europei e nordamericani mettendo a confronto le versioni standard e quelle sostenibili. Si può notare come queste ultime abbiano cumulativamente sovraperformato i rispettivi indici di riferimento standard negli ultimi anni. La differenza tra Europa e Nord America è ancora più marcata. Per questo confronto, abbiamo usato i cosiddetti indici SRI (Socially Responsible Investment) di MSCI.

La sovraperformance di queste strategie sostenibili è risultata evidente anche durante la crisi pandemica, come si può vedere nel grafico 2 che mostra la differenza di andamento delle due varianti dell'indice a livello europeo, insieme alla performance relativa dal 1.1.2020. Questo confronto dimostra come soprattutto nella prima fase della crisi (il forte crollo dei mercati all'inizio della pandemia) la variante sostenibile abbia tenuto meglio, perdendo meno valore. La sovraperformance si è consolidata durante la ripresa, raggiungendo un picco di circa il 7%, per poi scomparire gradualmente in autunno poiché gli indici standard hanno recuperato un po' di terreno.

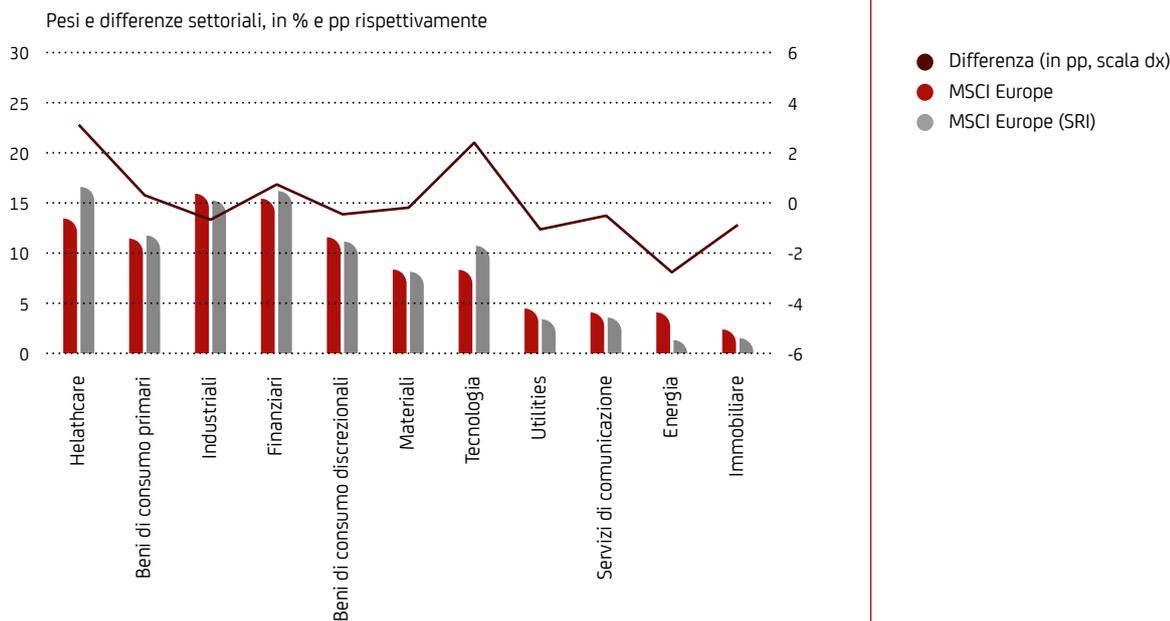
## 2. ANDAMENTO MSCI EUROPE (STANDARD E SRI) E PERFORMANCE RELATIVA



Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Questo andamento può essere ben spiegato dalla distribuzione settoriale dei rispettivi indici. Nel grafico 3, abbiamo confrontato i settori che compongono gli indici standard e SRI e le loro differenze. Il grafico mostra che negli indici SRI il peso dei settori Healthcare e Tecnologico è relativamente alto mentre il settore dell'energia è relativamente basso. I titoli Healthcare e Tecnologici sono stati quelli che hanno segnato le migliori performance durante la crisi pandemica, mentre soprattutto le compagnie petrolifere hanno perso terreno. Questo ha portato alla forte sovraperformance degli indici SRI durante il culmine della crisi. Dall'autunno, tuttavia, la domanda dei titoli petroliferi si è ripresa, determinando un'inversione temporanea della sovraperformance. Infatti, la "inversione" della performance relativa nel grafico 2 in autunno è direttamente collegata al rally del prezzo del petrolio.

### 3. MSCI EUROPE STANDARD E SRI: PESI SETTORIALI



Fonte: Elaborazione UniCredit Wealth Management

Un tale rally di recupero dopo una fase di forte calo dei prezzi non è tuttavia sorprendente e, a nostro avviso, non indica un problema strutturale nelle strategie sostenibili. Al contrario, molti Paesi vogliono rimettere in moto le loro economie con investimenti volti a porre le basi per un futuro sostenibile. Le aziende che si concentreranno sullo sviluppo sostenibile probabilmente ne beneficeranno in modo particolare.

Questa tendenza è accentuata dalle recenti regolamentazioni che richiedono al mondo finanziario di affrontare in maniera sistemica gli investimenti sostenibili. Per gli investitori, tali iniziative determinano una visione più chiara e trasparente delle strategie perseguite dagli istituti finanziari in tema di sostenibilità e sul relativo impatto ambientale. In ultima analisi, ciò consentirà in futuro investimenti più focalizzati e sostenibili.

# Macro & Markets

## Il rialzo dei rendimenti USA mette alla prova le banche centrali

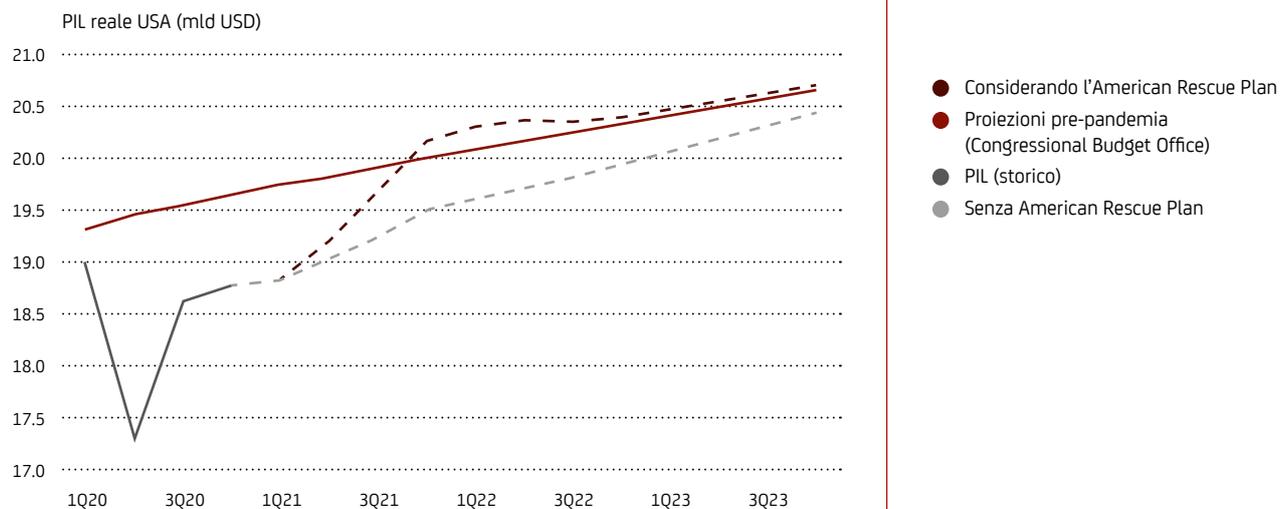
### Rendimenti statunitensi in netto rialzo

La rivalutazione delle prospettive economiche degli Stati Uniti è stato il fattore che ha maggiormente influenzato i mercati finanziari nelle ultime settimane – ed è probabile che continuerà a farlo per qualche tempo. Le revisioni al rialzo delle previsioni del PIL hanno creato condizioni ancora più favorevoli per le azioni, mentre le obbligazioni hanno dovuto piegarsi ai crescenti timori d'inflazione. I rendimenti dei titoli del Tesoro sono aumentati significativamente dall'inizio dell'anno.

La rivalutazione è stata innescata dalla svolta nella politica fiscale degli Stati Uniti. Ai timori di “precipizio fiscale” (il cosiddetto “fiscal cliff”) è rapidamente subentrata l'euforia per la spinta fiscale quando il presidente Joe Biden non solo ha raddoppiato il pacchetto Trump di fine dicembre, ma è anche riuscito, contrariamente alle aspettative, a far approvare il suo American Rescue Plan dal Congresso in tempi rapidi e senza tagli significativi. Con un importo complessivo di quasi 3.000 miliardi di dollari, ovvero il 13,5% del PIL, lo stimolo fiscale di quest'anno è enorme ed equivale a oltre il triplo dell'output gap. Secondo una simulazione del rinomato Brookings Institute, questo stimolo non solo assicurerebbe che l'economia statunitense possa superare già questa primavera il suo livello statico precedente il Covid-19, ma porterebbe il PIL a oltrepassare anche il livello (dinamico) che avrebbe raggiunto alla fine di quest'anno in assenza della pandemia (vedi grafico 4).

Per i dettagli delle proiezioni, si rimanda [qui](#)

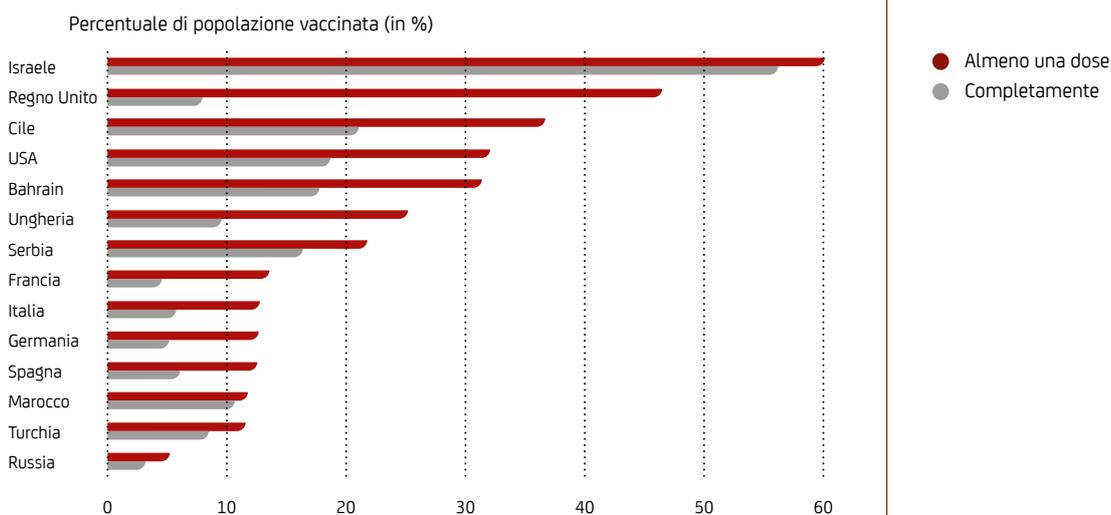
#### 4. IL PACCHETTO FISCALE DI BIDEN – UNA SPINTA PER LA CRESCITA DEGLI STATI UNITI



Fonte: www.brookings.edu, UniCredit Wealth Management

Gli Stati Uniti, inoltre, stanno procedendo a grandi passi nella campagna vaccinale (vedi grafico 5). Questo significa che il Paese – a differenza dell'Europa continentale – potrebbe essere in buona parte risparmiato dalla terza ondata di Covid-19. Le misure di lockdown dovrebbero quindi venire ulteriormente ridotte e il trend al rialzo degli indicatori di mobilità economicamente rilevanti si dovrebbe consolidare.

#### 5. TASSI DI VACCINAZIONE – STATI UNITI MOLTO PIÙ AVANTI DELL'EUROPA CONTINENTALE

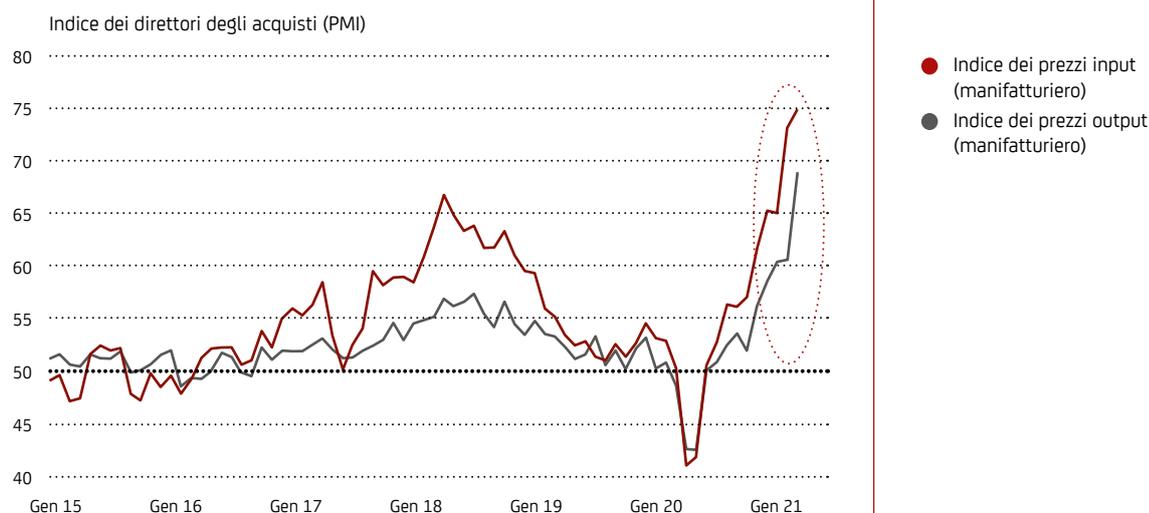


Fonte: ourworldindata.org/covid-vaccinations, UniCredit Wealth Management

Non sorprende, pertanto, che le proiezioni di crescita degli Stati Uniti per quest'anno siano state alzate in misura notevole. Di recente il Fondo Monetario Internazionale, nonché l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico, hanno raddoppiato, rispetto a dicembre, la previsione di crescita per gli Stati Uniti nel 2021, alzandola al 6,5% – cifra verso la quale convergono ora la maggior parte delle stime. Nemmeno la debolezza degli ultimi dati sul commercio al dettaglio, sulla produzione industriale e sulle abitazioni ha potuto intaccare il diffuso ottimismo sulle prospettive. In effetti, questi dati risentono esclusivamente dell'inverno gelido e a breve dovrebbero tornare a salire, come del resto indicano i dati sulla fiducia di marzo e l'ultimo rapporto sul mercato del lavoro.

Il rovescio della medaglia di un output gap che si sta rapidamente chiudendo è l'aumento delle pressioni inflazionistiche. Per i consumatori l'effetto è ancora scarsamente percepibile, al di là del rialzo dei prezzi energetici: quello del Brent è aumentato notevolmente negli ultimi mesi per effetto del crescente ottimismo sulla crescita. A monte, tuttavia, i prezzi sono già in forte aumento, almeno secondo le indagini condotte presso i responsabili degli acquisti (vedi grafico 6).

## 6. STATI UNITI: PRESSIONE SUI PREZZI A MONTE



Fonte: Markit, Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

La crescita delle aspettative di inflazione, sommata a quella dei rendimenti reali (revisioni al rialzo della crescita economica), ha portato a un forte aumento dei rendimenti nominali dei titoli di Stato americani. Nel segmento delle scadenze a 10 anni, i rendimenti sono quasi raddoppiati dalla fine dell'anno scorso all'1,7% abbondante.

Questo ricorda molto il cosiddetto taper tantrum, quando nel maggio 2013 il presidente della Federal Reserve (Fed) Ben Bernanke annunciò di voler ridurre gradualmente la politica di quantitative easing, vale a dire il ritmo degli acquisti di obbligazioni (tapering). In una sorta di panico collettivo (tantrum), gli investitori vendettero in massa titoli di Stato americani e i rendimenti e i tassi swap, rispettivamente, decollarono. La curva dei rendimenti, nel contempo, diventò più ripida (vedi grafico 7).

Nel frattempo, l'OCSE ha alzato la previsione di crescita globale del 2021 di 1,5 punti percentuali al 5,6%. Per contro, la previsione per la zona euro è rimasta quasi invariata (+0,3% al 3,9%). Peraltro questo dato non sembra ancora riflettere l'evoluzione della terza ondata di Covid-19. Per i dettagli si veda il documento dell'OCSE [OECD Economic Outlook Interim Report March 2021](#).

- Indice dei prezzi input (manfatturiero)
- Indice dei prezzi output (manfatturiero)

Alla fine, il taper tantrum si rivelò ingiustificato. I mercati obbligazionari furono in grado di recuperare poco dopo l'inizio del programma di tapering.

## 7. REPLICA DEL TAPER TANTRUM?



Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Questa volta non c'è stato nemmeno bisogno di un annuncio della Fed. Il (prevedibile) enorme stimolo fiscale, unitamente ai robusti dati economici a cavallo dell'anno – nonché ai successi iniziali della campagna vaccinale – sono stati sufficienti per scatenare timori di inflazione e spingere i titoli di Stato in caduta libera.

### La Fed non considera minimamente il tapering

Pur continuando ad osservare attentamente la dinamica dei rendimenti, i membri della Fed considerano esagerati i timori degli investitori, sia riguardo all'inflazione che al tapering, e stanno di fatto cercando di fugarli. Secondo il comunicato stampa pubblicato dopo l'ultima riunione del Comitato del Mercato Aperto (FOMC), "non si sta ancora parlando di discussioni sul tapering". L'aumento dei tassi d'inflazione è solo di natura temporanea. Occorre notare che i membri del Comitato hanno alzato notevolmente la loro previsione d'inflazione per il 2021 insieme alle proiezioni di crescita. Tuttavia, il deflatore core delle spese per consumi personali, escludendo quindi generi alimentari ed energia, ossia la misura d'inflazione preferita dalla Fed, è previsto nuovamente in calo al target del 2% già l'anno prossimo (2021: +2,2%). Non sorprende quindi che la maggioranza del Comitato (11 membri su 18) non stia ancora considerando un aumento dei tassi di interesse entro la fine del periodo di previsione 2023. I membri del FOMC sono dunque molto più "dovish" degli investitori, che stanno prezzando la prima mossa con un anno circa di anticipo.

Alla fine, il messaggio della Fed è riuscito a calmare i mercati obbligazionari almeno per il momento, con i rendimenti dei Treasury a 10 anni in calo di circa 10 punti base da metà marzo – ma resta da vedere se la situazione rimarrà così. Noi siamo scettici e riteniamo che gli investitori metteranno ancora ripetutamente alla prova la determinazione della Fed. E, soprattutto, l'inflazione (o meglio, le aspettative d'inflazione) e i rendimenti continueranno probabilmente a salire (moderatamente) di pari passo con l'accelerazione della crescita.

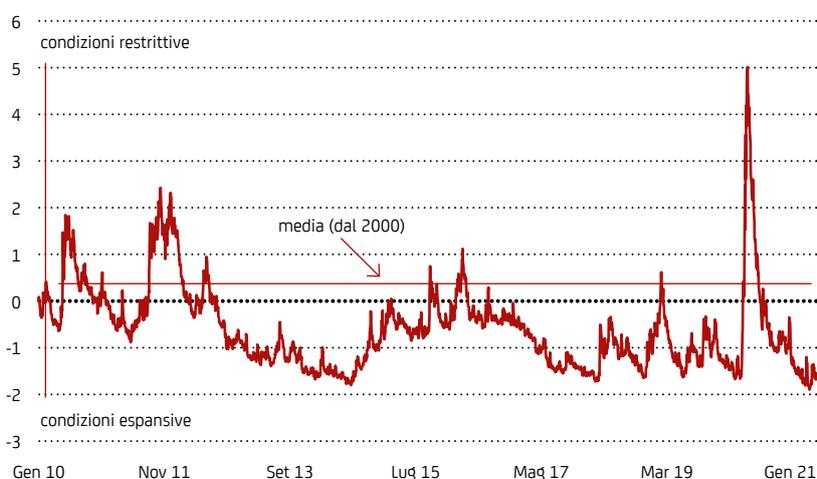
- Tasso swap USD a termine, (10Y10Y, %)
- Curva dei rendimenti USA (10Y-2Y, %)

Non è stato sufficiente nemmeno il cambiamento di strategia della Fed lo scorso autunno, quando la banca centrale ha sostituito il suo obiettivo annuale di un'inflazione al 2% con una media del 2% su diversi anni, segnalando che tollererà uno sfioramento temporaneo di tale obiettivo, a fronte di un periodo precedente con inflazione al di sotto dello stesso.

La Fed ora prevede anche una crescita del PIL del 6,5% nel 2021. A dicembre la stima era "solo" del 4,2%.

Ma anche questo probabilmente non sarà sufficiente per mettere in allarme la Fed, poiché il rialzo dei rendimenti è poco più di un ritorno alla normalità dopo i minimi pandemici – e l'economia statunitense è in grado di farvi fronte senza particolari problemi. Questo vale anche oltre il 2021, poiché ci si può aspettare un ulteriore stimolo fiscale nei prossimi anni, dato che la discussione sul programma di Biden da 2.300 miliardi di dollari per infrastrutture, green deal ed istruzione è già in corso. La crescita dei rendimenti può quindi spingere al rialzo gli indici delle condizioni finanziarie e di stress finanziario – situazione che finora non si è verificata (vedi grafico 8) – ma passerà comunque molto tempo prima che l'ambiente finanziario americano diventi veramente restrittivo.

## 8. LE CONDIZIONI FINANZIARIE USA RESTANO MOLTO FAVOREVOLI



\*Office of Financial Research  
Fonte: [www.financialresearch.gov](http://www.financialresearch.gov), UniCredit Wealth Management

Gli indici delle condizioni finanziarie o di stress finanziario aggregano una varietà di indicatori dei mercati monetari, obbligazionari, azionari e del sistema bancario in un unico numero. Sono anche considerati accurati indicatori anticipatori dello stato dell'economia.

● Indicatore delle condizioni finanziarie USA (OFR\*)

## La BCE lotta contro l'impatto del rialzo dei rendimenti USA

Per la BCE l'aumento dei rendimenti obbligazionari statunitensi costituisce una sfida maggiore che per la Fed. Il messaggio che Francoforte sta lanciando è che contrasterà un'importazione non gradita di rendimenti più alti e curve più ripide. Il problema nella zona euro è che il deterioramento delle condizioni di finanziamento incontra un'economia ancora fragile. Se il primo arriva per trasmissione dagli Stati Uniti (integrazione internazionale del mercato dei capitali), la seconda è di origine interna.

Mentre gli Stati Uniti aumentano sempre più le politiche fiscali, l'Europa continentale sta ricadendo nelle vecchie abitudini. Invece di alzare lo stimolo oltre l'output gap, i Paesi dell'UEM stanno riducendo i loro sforzi rispetto all'anno scorso. Sono le considerazioni e gli avvertimenti su un rischio di trappola del debito, il riferimento alla sospensione fino al 2022 del patto di stabilità e crescita o anche i timori di formazione di bolle sui mercati finanziari e immobiliari, che stanno riportando gli europei a tergiversare sulla politica fiscale. Gli argomenti dei critici non sono convincenti, come il nostro Group Chief Economist, Erik F. Nielsen, ha evidenziato nel suo *Sunday Wrap* del 21 marzo. Le valutazioni possono essere tirate, ma sono ancora lontane dai livelli di bolla o addirittura di crisi – soprattutto perché il boom azionario non è finanziato a leva come era prima

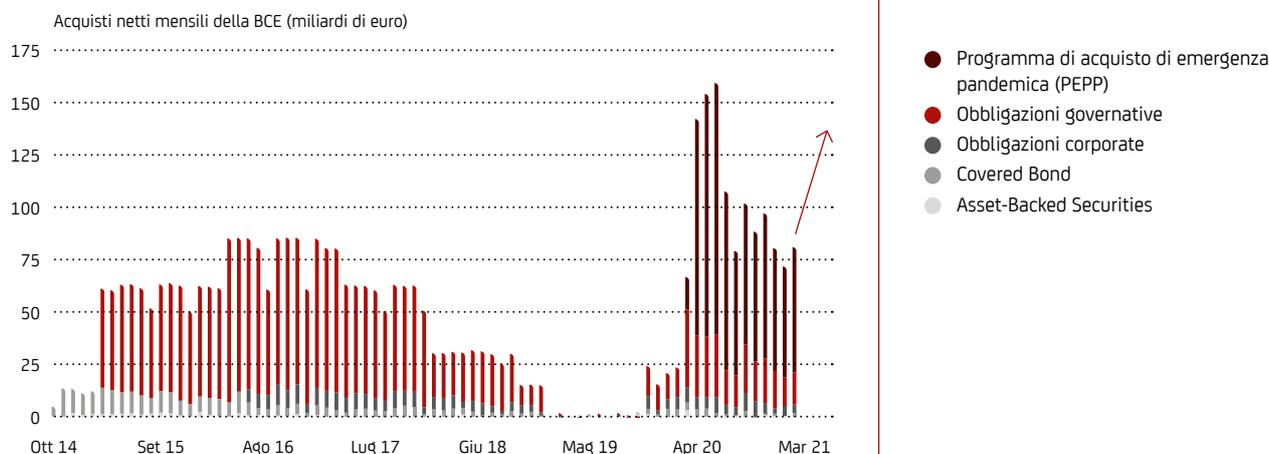
Anche se alla spesa diretta si aggiungono stabilizzatori automatici e garanzie governative, lo stimolo fiscale del 6% del PIL sarà quest'anno decisamente inferiore all'output gap (8,5%). Non si chiude nemmeno considerando nuove iniziative/bilanci integrativi come in Italia (31 miliardi di euro) o Germania (60 miliardi di euro).

della Grande Crisi Finanziaria (2007-2013). E la spesa fiscale si autofinanzia, in definitiva, se è impiegata in investimenti, tanto più che il servizio degli interessi è attualmente prossimo allo zero.

La situazione dell'Europa continentale è ulteriormente aggravata dalla carenza di gestione della crisi del Covid-19, non solo per l'estrema lentezza della campagna vaccinale (vedi grafico 5), ma anche per il continuo tira e molla delle misure di lockdown. L'aver allentato le misure proprio all'inizio della terza ondata non sembra aver dato dimostrazione di strategia e lungimiranza. Le nuove misure dovrebbero a questo punto essere più dure e rimanere in vigore più a lungo. Pertanto, non sorprende che l'attesa ripresa primaverile debba essere rinviata all'estate e che le previsioni del PIL 2021 siano nuovamente da abbassare. Un'evidente differenza rispetto agli Stati Uniti.

Una crescita finora più lenta del previsto, unita a una politica fiscale inadeguata: sembra che ancora una volta sia stata la Banca Centrale Europea ad essere chiamata per prima a gestire la crisi. E la reazione non si è fatta attendere. Dopo l'ultima riunione del Consiglio a metà marzo, la presidente della BCE Christine Lagarde ha annunciato che la banca centrale aumenterà massicciamente gli acquisti di titoli nel quadro del programma di acquisto di emergenza pandemica (PEPP). Il quadro già approvato consente acquisti per circa 1000 miliardi di euro fino a marzo 2022 e, se necessario, può anche essere intensificato. La BCE deve però chiedersi perché abbia dimezzato il volume di acquisti mensili negli ultimi 12 mesi (vedi grafico 9).

## 9. LA BCE AUMENTERÀ SIGNIFICATIVAMENTE GLI ACQUISTI DI OBBLIGAZIONI



Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Si può discutere se il nuovo obiettivo quantitativo (più PEPP) sia un surrogato dell'obiettivo di target di prezzo applicato finora (controllo della curva dei rendimenti per prevenire l'inasprimento delle condizioni finanziarie), o se debba essere visto come un approccio olistico e a più livelli del Consiglio direttivo – ma, di fatto, la misura è ben mirata. Allenta il deterioramento, di importazione, delle condizioni finanziarie. Tuttavia, è un dato di fatto che la gestione della crisi economica è di nuovo concentrata nelle mani della BCE e che l'Europa sta perdendo opportunità di crescita a causa dell'insufficiente ricorso alla politica fiscale.

A metà marzo il Consiglio degli esperti economici ha abbassato la sua previsione di crescita 2021 per la Germania dal 3,7% al 3,1%. Alla luce della terza ondata di Covid-19, i rischi al ribasso superano nettamente quelli al rialzo.

Secondo l'ultimo sondaggio del Politbarometro, oltre la metà della popolazione in Germania è insoddisfatta della gestione della crisi.

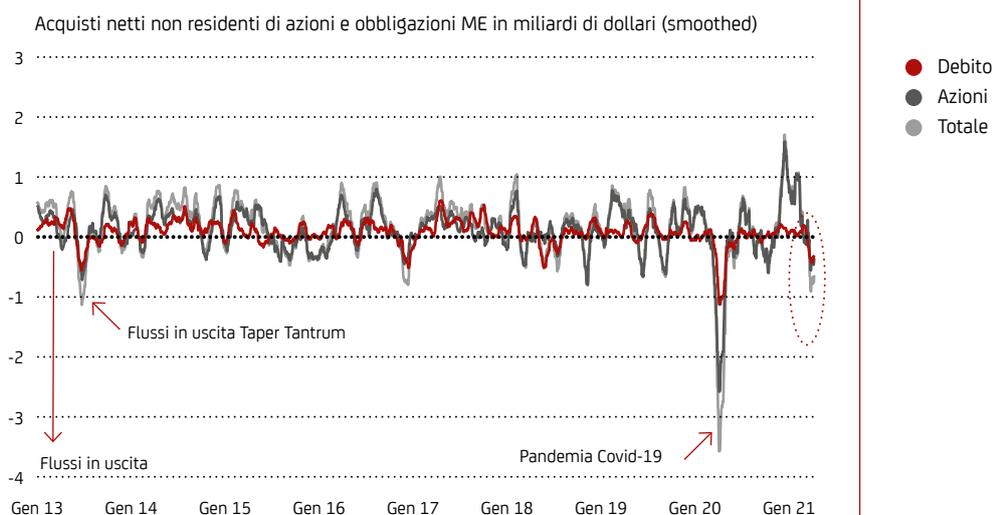
- Programma di acquisto di emergenza pandemica (PEPP)
- Obbligazioni governative
- Obbligazioni corporate
- Covered Bond
- Asset-Backed Securities

Per i dettagli, si prega di vedere il [Sunday Wrap](#) del nostro Group Chief Economist Erik F. Nielsen, del 21.03.2021.

## Sfide ancora più grandi per le banche centrali dei mercati emergenti

Le tensioni sulle banche centrali dei mercati emergenti derivate dal rialzo dei rendimenti americani sono ancora maggiori di quelle della BCE. Gli investitori hanno ritirato un importo netto di capitale da questi Paesi nelle ultime settimane simile a quello che hanno fatto durante il periodo del taper tantrum (vedi grafico 10).

### 10. IL CAPITALE È DI NUOVO IN FUGA DAI MERCATI EMERGENTI



Fonte: Istituto di Finanza Internazionale (IIF), UniCredit Wealth Management

I Paesi più colpiti sono quelli con un alto fabbisogno di finanziamento esterno (enormi disavanzi delle partite correnti), cioè i cosiddetti “Fragile Five”: Brasile, Turchia, Sudafrica, India e Indonesia. Le loro banche centrali si trovano di fronte al dilemma di dover sostenere le economie nazionali in difficoltà, da un lato, e aumentare i tassi di interesse per contrastare i deflussi di capitale, dall'altro. Turchia e Brasile sembrano quelli con i problemi più grossi, al momento. Possiamo solo sperare che le attuali turbolenze non si estendano ad altri Paesi dei mercati emergenti.

# Asset Allocation

Il rafforzamento della crescita globale supporta la nostra preferenza per le azioni

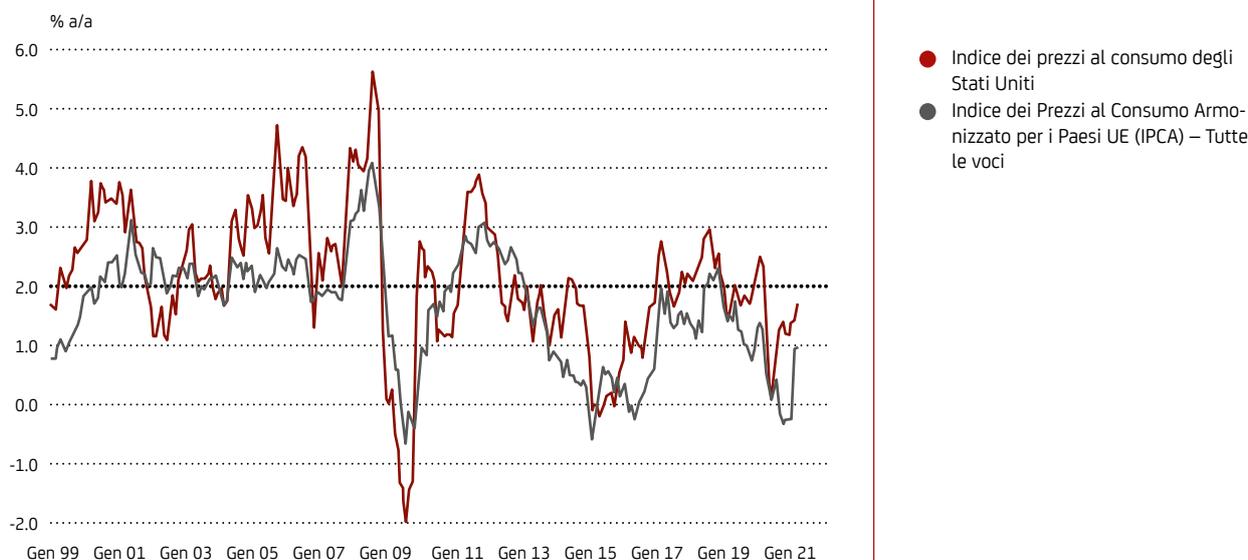
CLASSI D'INVESTIMENTO		UNIVERSO INVESTIBILE	POSIZIONAMENTO		
			SOTTOPESO	NEUTRALE	SOVRAPPESO
PRINCIPALI CLASSI D'INVESTIMENTO		Azioni Globali	○	○	●
		Obbligazioni Globali	○	●	○
		Mercati monetari	●	○	○
		Alternativi	○	●	○
PRINCIPALI ASSET CLASS IN DETTAGLIO	AZIONI	USA	○	●	○
		Europa	○	○	●
		Pacifico (MS) <sup>1</sup>	○	●	○
		Mercati Emergenti	○	○	●
	OBBLIGAZIONI	Titoli di Stato in Euro	●	○	○
		Titoli di Stato non in Euro	○	●	○
		Obbligazioni corporate IG in euro	○	○	●
		Obbligazioni corporate HY	●	○	○
	MATERIE PRIME	Obbligazioni Mercati Emergenti	○	○	●
		Petrolio	○	●	○
		Oro	○	○	●

<sup>1</sup>MS = Mercati Sviluppati (Australia, Giappone, Hong Kong, Nuova Zelanda, Singapore)

Il quadro macro è incentrato sull'ingente stimolo fiscale di Biden che, sommato all'accelerazione della campagna di vaccinazione negli Stati Uniti, stimola sia la crescita del PIL degli Stati Uniti del 2021 che quella globale. Allo stesso tempo, suscita anche timori di rialzo dell'inflazione USA. Ci aspettiamo che l'aumento dell'inflazione negli Stati Uniti sia moderato e per lo più dovuto a un confronto con livelli precedenti molto bassi (effetto base) e ai prezzi dell'energia.

Inoltre, crediamo che la nostra attuale asset allocation sia coerente anche in uno scenario di inflazione in crescita moderata. In effetti, investire in attività come le azioni e, in particolare, sovrappesare aree esposte alla crescita globale e alle materie prime, come i mercati emergenti (EM), e quelle dove è maggiore l'incidenza dei settori ciclici / value, come l'Europa, mantenere un posizionamento sottopesato su titoli di Stato core, riducendone la durata, e aumentare il nostro posizionamento su obbligazioni legate all'inflazione, può rivelarsi utile per far fronte al problema del rialzo dell'inflazione.

## 11. INFLAZIONE DELL'EUROZONA E DEGLI STATI UNITI



Fonte: Refinitiv Datastream, Eurostat, BCE, calcoli LC-MA.

Pertanto, il 23 marzo il Comitato Investimenti di UniCredit Group ha mantenuto invariata l'asset allocation del portafoglio globale, salvo minori modifiche riguardanti il miglioramento dei titoli di Stato non UEM a neutrali da sottopeso, un'azione tattica dato il livello già raggiunto dai rendimenti dei Treasury USA a lungo termine, e una valutazione qualitativa delle obbligazioni Investment Grade in Euro ridotta a positiva da molto positiva, in quanto rimangono sostenute dagli acquisti della BCE, ma il loro più ristretto livello di spread le rende più vulnerabili all'aumento dei tassi.

Rimaniamo positivi sugli asset EM, tenuto conto, sul lato azionario, della loro crescita del PIL più elevata e, sul lato obbligazionario, dei loro maggiori rendimenti. Stanno, tuttavia, perdendo forza relativa, in considerazione di un moderato rallentamento della crescita del PIL cinese dovuto all'inizio di un ciclo di inasprimento del credito, al rialzo dei rendimenti del Tesoro USA e al recente rafforzamento del dollaro.

In considerazione degli ultimi due fattori, stiamo attuando un approccio più difensivo e prudente nei confronti delle obbligazioni EM, riducendone la durata e ipotizzando un focus opportunistico sulle obbligazioni in valuta forte. Stiamo anche diventando sempre più selettivi sui Paesi con squilibri in termini di elevate percentuali di debito pubblico finanziato in USD, e con un basso livello di riserve valutarie, e/o sui Paesi ad alto rischio politico. Ci aspettiamo anche l'inizio di un ciclo rialzista negli EM: le banche centrali di Brasile e Russia si sono già mosse preventivamente, aumentando i tassi ufficiali a marzo, con ulteriori rialzi previsti.

In prospettiva, stimiamo che i rendimenti dei portafogli obbligazionari, al netto delle commissioni, si limiteranno a coprire l'inflazione, con rendimenti reali pari a zero o negativi. Pertanto, suggeriamo di modificare il posizionamento di portafoglio dalle obbligazioni a favore delle azioni. I nostri clienti dovranno allungare il loro orizzonte temporale di investimento e accettare un aumento della volatilità. In ogni caso, l'attuale ambiente di bassi rendimenti nominali rischia seriamente di diventare una situazione sempre penalizzante per i nostri

clienti, che potrebbero registrare ritorni obbligazionari negativi in uno scenario di crescita dei rendimenti.

Le azioni appaiono invece sostenute non solo dallo scenario di tassi bassi, ma anche dall'impegno dei governi a utilizzare la politica fiscale per stimolare la crescita del PIL, beneficiando dell'effetto moltiplicatore. Vale anche la pena considerare che, dopo la recente approvazione dell'American Rescue Plan, Biden ha proposto un ulteriore stimolo fiscale di 2.250 miliardi di dollari, incentrato su infrastrutture ed energia pulita, anche se il pacchetto sarà pluriennale e finanziato da un aumento dell'aliquota dell'imposta sulle società. In Europa, poi, il programma Next Generation EU dovrebbe essere considerato come il punto di partenza della futura politica fiscale comune dell'UE.

## Sintesi delle indicazioni di asset allocation di UniCredit GWM

### Azioni globali: sovrappeso

La combinazione di massicce azioni fiscali e monetarie e le speranze di una ripresa globale guidata dai vaccini sostiene le azioni, nonostante l'elevata incertezza sulla ripresa del Covid-19, soprattutto in Europa.

### Azioni europee: sovrappeso

A breve termine sono penalizzate dalla ripresa del Covid-19, ma le politiche monetarie e fiscali sono molto espansive. Maggiore incidenza di settori value e ciclici rispetto al mercato azionario statunitense e interessanti dividend yield, decisamente superiori ai rendimenti dei titoli di Stato e delle obbligazioni corporate.

### Azioni USA: neutrali

Miglioramento delle prospettive di crescita grazie alla politica fiscale estremamente espansiva di Biden e alle migliori condizioni sanitarie, ma valutazioni meno attraenti rispetto alle aree non americane.

### Azioni Mercati Emergenti: sovrappeso

La ripresa, più evidente in Cina, e le migliori condizioni sul piano sanitario, possono favorire un recupero rispetto ai Mercati Sviluppati (DM). Preferiamo i Paesi asiatici. Si raccomanda la selettività di Paesi e settori.

### Azioni Pacifico: neutrali

Il Giappone è sostenuto dalla ripresa della Cina, dall'alta incidenza dei settori value/ciclici e dalla buona gestione della pandemia.

### Obbligazioni globali: neutrali

Le obbligazioni globali sono supportate dalle misure monetarie espansive delle banche centrali, ma le valutazioni, soprattutto quelle dei titoli di Stato dei Mercati Sviluppati, non sono interessanti.

### Obbligazioni corporate IG in Euro: sovrappeso da forte sovrappeso

Ancora sostenute dagli acquisti della BCE, ma il loro buffer più ristretto di spread le rende più vulnerabili all'aumento dei tassi. Preferiamo il debito subordinato nel settore finanziario, alla luce dell'aumento della riserva di capitale delle banche europee.

### **Obbligazioni corporate HY: sottopeso**

Tra gli asset rischiosi attualmente la nostra preferenza va alle azioni, perché la mancanza di liquidità resta un problema per le obbligazioni ad alto rendimento (High Yield).

### **Titoli di Stato in Euro: sottopeso**

La politica monetaria della BCE è fortemente espansiva ma le valutazioni dei titoli di Stato core al momento non sono interessanti. Preferiamo i titoli di Stato periferici, come i BTP italiani, che sono sostenuti dalla BCE e dal Fondo per la ripresa. Preferiamo durate brevi e stiamo aumentando in modo selettivo il posizionamento su obbligazioni legate all'inflazione. Questo potrà rivelarsi utile per far fronte allo scenario di base di un rialzo temporaneo e moderato dell'inflazione.

### **Titoli di Stato non in Euro: neutrali da sottopeso**

Mossa tattica, visto il livello già raggiunto dai rendimenti del Tesoro USA.

### **Obbligazioni Mercati Emergenti: sovrappeso**

La ricerca di rendimento sostiene opportunità di acquisto selettive, ma ora siamo più difensivi e selettivi alla luce del rialzo dei rendimenti USA a lungo termine e del rafforzamento del dollaro.

### **Mercati monetari: sottopeso**

Non crediamo che siano interessanti e dovrebbero essere utilizzati principalmente come copertura a fronte dell'incertezza.

### **Alternativi: neutrali**

Offrono opportunità di diversificazione dei portafogli.

## **Materie prime**

### **Oro: positivi**

Il prezzo dell'oro rimarrà sostenuto dalla reflazione monetaria delle banche centrali e dal suo ruolo di bene rifugio in un contesto di incertezza.

## **Valute**

### **EUR/USD**

A breve termine, il Dollaro USA è sostenuto dall'aumento dei rendimenti obbligazionari statunitensi e dalla ripresa più rapida degli Stati Uniti grazie al successo della campagna di vaccinazione. Tuttavia, nel lungo termine, la politica monetaria accomodante della Fed e i "deficit gemelli" degli Stati Uniti dovrebbero mantenere debole l'USD.

Una situazione di "deficit gemelli" o "doppio deficit" si verifica quando un Paese ha sia un deficit delle partite correnti che un deficit fiscale.

# Rubriche

I CIO locali dialogano con i clienti

## Risposte dall'Italia

L'aumento del debito pubblico pone dei rischi per i mercati finanziari?



Stiamo vivendo una fase economica di portata storica. La gran parte delle economie sviluppate ha dato il via a imponenti misure di stimolo, paragonabili in alcuni casi a quelle messe in campo dopo la Seconda Guerra Mondiale. Negli Stati Uniti il deficit pubblico nel 2020 ha superato il 15% del PIL e la nuova amministrazione USA oltre all'ultima manovra da 1.900 miliardi di dollari ha già proposto un piano di investimenti infrastrutturali. In Europa, per la prima volta da anni ci si è mossi in territorio fiscale espansivo e si ragiona di forme di debito comune: misure ritenute necessarie per curare le ferite economiche della pandemia.

Il tema più caldo del momento è sicuramente quello relativo al potenziale inflazionistico di tali misure. Ma inizia ad affacciarsi nell'arena del dibattito anche un altro tema delicato.

Il deficit di oggi è ovviamente il debito di domani. E il livello del rapporto debito/PIL sta aumentando in maniera considerevole nei Paesi sviluppati. Storicamente, eccessivi livelli di tale rapporto sono stati associati a rischi di non sostenibilità del debito. Quindi alcuni investitori si chiedono se la cura di oggi sarà la nuova malattia di domani. Pensiamo che queste preoccupazioni siano al momento eccessive, ma delle riflessioni serie vanno fatte per evitare errori del passato. Innanzitutto, non è sempre vero che alti livelli di debito pubblico comportino rischi di non sostenibilità in senso assoluto. Il Giappone è un esempio di un'economia molto sviluppata ed evoluta, che per di più ha dei problemi di potenziale di crescita di lungo periodo e

## I nostri esperti:

Alessandro Caviglia



CIO  
Cordusio Sim (Italy)

convive da decenni con la deflazione, ma per la quale la sostenibilità del debito non è mai stata messa in discussione. Questo è conseguenza del fatto che il Giappone ha capacità di creare moneta. La politica monetaria e la politica fiscale hanno lavorato insieme e dato stabilità al costo di finanziamento del debito. E questo è vero per gli Stati Uniti. Lo stesso principio non si applica integralmente in Europa, ma iniziamo a vedere i primi passi in direzione di strumenti comuni per la gestione del debito.

Inoltre, gli aumenti di debito del 2020 e dei prossimi anni vengono finanziati dagli acquisti delle banche centrali. Quindi quote sempre maggiore di debito vengono detenute "in casa". Gli investitori esteri, che spesso in passato avevano determinato flussi di vendita e aumento dei rendimenti, hanno un ruolo sempre più marginale e questo contribuisce a mantenere sotto controllo il costo del debito.

In buona sostanza, l'unico vero fattore determinante della sostenibilità del debito che stiamo creando è il modo in cui questi soldi verranno spesi. Finanziare solamente consumi nei paesi sviluppati, in un mondo globalizzato dove buona parte dei beni viene prodotta altrove, rischia di creare debito pubblico domestico a fronte di ricchezza privata estera. Investimenti in infrastrutture, tecnologia, sostenibilità ambientale e stabilità sociale porranno le basi per aumenti nel potenziale di crescita a lungo termine e allora i frutti di quegli investimenti compenseranno abbondantemente i costi del debito "buono".

## Risposte dall'Austria

### Cosa suggerisce il contesto attuale a livello di stock picking?



Nel primo trimestre di quest'anno i mercati azionari globali hanno messo a segno un'ottima performance, toccando nuovi massimi storici per la gioia degli investitori. Molti segmenti del mercato obbligazionario, per contro, hanno registrato perdite e continuano a non offrire rendimenti reali interessanti per proteggere il patrimonio dei nostri clienti dalla perdita di potere d'acquisto. Non sorprende, quindi, che la maggior parte delle domande dei clienti si riferisca all'asset class delle azioni, per la quale continuiamo ad avere un giudizio positivo.

Come interpretiamo il contesto attuale e quale approccio adottiamo nella selezione dei titoli? A nostro avviso, le valutazioni attuali dei principali indici azionari sono diventate davvero molto costose. In particolare, nel contesto della pandemia i titoli growth del settore tecnologico sono stati considerati vincenti e sono stati

Oliver Prinz



Co-CIO Bank Austria and  
Schoellerbank (Austria)

comprati a qualsiasi prezzo. Negli ultimi mesi i titoli che erano rimasti indietro in precedenza hanno recuperato, dando un'ulteriore spinta a questi indici.

Nel frattempo, crediamo che essere particolarmente selettivi nella scelta dei titoli sia fondamentale per rendere i nostri portafogli meno sensibili a una potenziale correzione. Pertanto, e più che mai, il nostro obiettivo è quello di selezionare titoli di qualità con bassa valutazione e prospettive di crescita a lungo termine. Nello specifico, in questa fase lo stock picking ha il vantaggio di includere nel portafoglio titoli con valutazioni eque, alcuni dei quali anche appartenenti al settore tecnologico.

Misurato sulla base del NASDAQ Composite Index, il settore tecnologico è valutato a un livello superiore alla media con un rapporto prezzo-utili attorno a 70. Sulla base delle stime per gli utili per i prossimi 12 mesi, tuttavia, questo valore è pari solo a 32 circa e quindi di poco superiore alla media a lungo termine. Questo significa che i partecipanti al mercato si aspettano una forte crescita degli utili dei titoli tecnologici statunitensi nei prossimi 12 mesi e hanno già comprato i titoli oggi nella speranza che salgano fino a raggiungere la valutazione. Le valutazioni attuali sono in molti casi addirittura più alte di quelle della bolla dot.com nei primi anni 2000, ma il contesto oggi è diverso. I tassi d'interesse si aggirano intorno allo zero in tutto il mondo, mentre nel contempo i governi e le banche centrali sostengono l'economia con migliaia di miliardi di dollari.

Pertanto, preferiamo le azioni di società solide che offrono un rapporto rischio/rendimento equilibrato.

Prediligiamo un portafoglio d'investimento equilibrato e diversificato e raccomandiamo di considerare aziende di qualità del maggior numero possibile di settori. Quest'anno, anche se siamo ancora agli inizi, è un ottimo esempio del successo di un portafoglio diversificato. Sarebbe stato sbagliato concentrarsi solo sui settori che hanno fatto bene nel 2020, perché in realtà sono i "bottom performer" dell'anno precedente, ovvero quelli che hanno registrato le performance peggiori, come energia e finanziari, che stanno sovraperformando finora nel 2021.

## Risposte dalla Germania

**Il 10 marzo è entrata in vigore in Europa una nuova regolamentazione per gli investimenti sostenibili. Cosa significa questo per gli investitori e quali saranno i prossimi passi?**



Il Regolamento dell'UE fornirà inizialmente agli investitori un'informazione trasparente su come le istituzioni finanziarie stiano incorporando obiettivi di sostenibilità nelle loro strategie di gestione, nonché sulle modalità in cui tali obiettivi debbano essere gestiti o raggiunti. Le soluzioni di investimento, ad esempio la gestione patrimoniale o i fondi, si dividono in tre categorie. Tutte le soluzioni che non perseguono una strategia di sostenibilità dedicata rientrano nella prima categoria. In conformità con l'articolo pertinente del regolamento, tali prodotti d'investimento sono talvolta indicati anche come prodotti di cui all'Articolo 6. La seconda categoria comprende soluzioni in cui i gestori di portafoglio prendono in considerazione criteri di sostenibilità nella gestione degli attivi. Questi sono anche chiamati prodotti di cui all'Articolo 8 e si distinguono dai cosiddetti prodotti di cui all'Articolo 9 (terza categoria), poichè in questi ultimi gli investimenti sottostanti perseguono ciascuno un obiettivo ambientale dedicato, che deve essere dichiarato. Tali strategie sono talvolta indicate anche come investimenti a impatto.

Oltre a questi obblighi di informativa, i gestori patrimoniali e in fondi devono ora integrare nelle loro decisioni di investimento anche i cosiddetti rischi di sostenibilità, indipendentemente dal fatto che la rispettiva strategia persegua o meno obiettivi sostenibili. Cosa significa questo? L'espressione "rischio di sostenibilità" richiede un approfondimento. La questione della sostenibilità può essere declinata in due direzioni. Prima di tutto, si tratta di minimizzare gli effetti negativi che la società e le aziende hanno sull'ambiente e quindi di operare in modo sostenibile. Esiste anche una definizione di ciò che si intende per sviluppo sostenibile, ossia quella elaborata dalla Commissione Brundtland dell'ONU (dal nome dell'ex primo ministro norvegese Gro Harlem Brundtland): "Lo sviluppo sostenibile è uno sviluppo che soddisfa i bisogni del presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri."

I citati rischi di sostenibilità non riguardano tali effetti negativi, ma si riferiscono piuttosto alla direzione opposta. I cambiamenti ambientali e le nuove leggi e regolamentazioni volte a minimizzare i danni all'ambiente possono anche avere un impatto negativo sulle prospettive economiche delle singole aziende. Questi rischi economici sono chiamati rischi di sostenibilità e devono essere presi in considerazione nella gestione degli investimenti.

Philip Gisdakis



Co-CIO of Group Wealth Management and CIO  
UniCredit Bank AG  
(HypoVereinsbank) (Germany)

Sebbene tali cambiamenti vadano nella direzione di una gestione degli investimenti sempre più sostenibile, il viaggio non è ancora finito. I prossimi passi porteranno a migliorare la reportistica e a fornire maggiori chiarimenti sull'impatto di sostenibilità dei portafogli di investimento, ad esempio tramite una chiara informativa sull'impronta ecologica delle aziende oggetto di investimento o sull'impatto ambientale negativo di tali società. Grazie a un'informativa sempre più accurata, gli investitori potranno quindi assumere decisioni opportune.

# Disclaimer

La presente pubblicazione di UniCredit S.p.A., Cordusio SIM S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG e UniCredit Bank AG (di seguito congiuntamente “Gruppo UniCredit”) è indirizzata ad un pubblico indistinto di investitori e viene fornita gratuitamente a titolo meramente informativo. Essa non costituisce raccomandazione personalizzata 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. UniCredit S.p.A., Cordusio SIM S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG, UniCredit Bank AG e le altre società del Gruppo UniCredit possono avere uno specifico interesse riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari o alle operazioni eventualmente oggetto della pubblicazione, od intrattenere rapporti di natura bancaria con gli emittenti stessi. 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.

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.

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 rispettivamente di UniCredit S.p.A., Cordusio SIM S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG e UniCredit Bank AG se non diversamente indicato, coperti da copyright e dalla normativa in materia di proprietà industriale. Non è concessa alcuna licenza né diritto d’uso e pertanto non è consentito riprodurre i contenuti, in tutto o in parte, su alcun supporto, copiarli, pubblicarli e utilizzarli a scopo commerciale senza preventiva autorizzazione scritta di rispettivamente di UniCredit S.p.A., Cordusio SIM S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG e UniCredit Bank AG salva la possibilità di farne copia per uso esclusivamente personale.