

Monthly Outlook

Giugno 2021

# Ritorno alla vita



# Indice

## Ritorno alla vita

Pagina 3 La lettera dei CIO

Pagina 5 In Evidenza

Pagina 9 Macro & Markets

Pagina 17 Asset Allocation

Pagina 26 Rubriche

# La lettera dei CIO

## Ritorno alla vita

La campagna di vaccinazione europea sta progredendo rapidamente e l'economia sta registrando notevoli miglioramenti. Sia i dati ISTAT che la componente delle aspettative dell'indice tedesco Ifo, che è importante per le previsioni, sono già tornati ai loro massimi ciclici del 2017. Anche le aspettative degli utili aziendali continuano a salire. Solo dalla fine di aprile, le stime di consensus sugli utili delle azioni europee e statunitensi per l'anno in corso sono aumentate di oltre il 3%. Anche le revisioni delle stime degli utili per gli anni successivi puntano nettamente verso l'alto.

Nell'UE, circa il 20% della popolazione è ora completamente vaccinata, rispetto a circa il 40% negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Tuttavia, il tasso di vaccinazione settimanale in Europa è adesso significativamente più alto che negli Stati Uniti. Nel Vecchio Continente vengono somministrate dosi di vaccino tra il 5% e il 6% della popolazione alla settimana. Negli Stati Uniti, questa cifra è scesa da un picco di quasi il 7% in aprile, al 2% attuale. Il ritmo della campagna vaccinale, combinato con le misure di lockdown degli ultimi mesi, si riflette anche nel tasso di incidenza, cioè il tasso di nuove infezioni negli ultimi sette giorni per centomila abitanti. Questo è recentemente sceso al di sotto di 50 in Europa, il che ha portato ad un ulteriore allentamento delle restrizioni.

Nelle ultime settimane molti cittadini (noi compresi!) hanno potuto mangiare al ristorante per la prima volta dallo scorso autunno, ossia dalla seconda ondata di coronavirus. Un'esperienza attesa e liberatoria, benefica anche per il morale. I bassi tassi di infezione danno anche speranza per i viaggi e le vacanze di quest'estate. Da un lato, questo è importante per l'industria dei viaggi e per i Paesi le cui economie dipendono fortemente dal turismo. D'altra parte, dà anche un senso di crescente normalizzazione e la prospettiva di potersi lasciare la pandemia alle spalle il più presto possibile.

Tuttavia, c'è ancora molta strada da fare prima di poter pensare di aver archiviato l'esperienza della pandemia. Gran parte della popolazione, anche in Europa, non è stata ancora vaccinata e nel Regno Unito i tassi di infezione stanno aumentando di nuovo, anche se si tratta del Paese europeo con i più alti tassi di vaccinazione. Secondo quanto riportato dai media, questa crescita dei contagi potrebbe avere a che fare con la diffusione di nuove varianti del virus. I rischi non sono quindi trascurabili. Dai Paesi emergenti, sia in America Latina sia in Asia, dove i tassi di vaccinazione sono ancora molto bassi, continuano ad arrivare

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)

notizie allarmanti di nuove ondate di infezioni. Per sconfiggere la pandemia servono quindi evidentemente ancora molti sforzi, anche nel cosiddetto mondo sviluppato.

In questo contesto di mercato i prezzi delle azioni sono ulteriormente saliti, in Europa anche un po' di più che negli Stati Uniti. Lo STOXX Europe 600 è salito del 4,1% dalla fine di aprile, lo S&P 500 (in dollari) solo dell'1,1%. I rendimenti dei titoli di stato europei sono stati piuttosto volatili a maggio. Per esempio, il rendimento dei Bund tedeschi a 10 anni è salito temporaneamente a -0,1%, per poi scendere di nuovo e chiudere il mese praticamente invariato intorno a -0,20%. Un fattore che influenza fortemente i mercati dei tassi d'interesse in Europa è l'inflazione. Il cosiddetto tasso di inflazione generale (headline) nell'UEM è recentemente salito al 2,0% a/a. Il tasso d'inflazione core, che esclude le componenti volatili di energia e cibo, ed è più importante dal punto di vista della politica monetaria, rimane invece ancora al di sotto dell'1%. Al momento questi dati non suggeriscono una credibile impennata dell'inflazione. E le aspettative che emergono dai mercati degli inflation swap mostrano che un eventuale rialzo non sia molto probabile nemmeno nei prossimi anni. Le previsioni dei rispettivi tassi d'inflazione headline per i prossimi anni restano ben al di sotto dell'obiettivo del 2% della BCE per l'area euro.

Di conseguenza, per i mesi estivi i temi determinanti per i mercati dei capitali si confermano la ripresa economica con il relativo aumento di inflazione e rendimenti. Come potrete leggere più avanti nella sezione In evidenza, l'esperienza degli ultimi 40 anni mostra che un contesto di crescita dei rendimenti non è necessariamente problematico per i mercati azionari se tale rialzo si accompagna a una ripresa economica. Ci aspettiamo che questo scenario si confermi nei prossimi mesi. È comunque probabile che il rally di recupero sia già in buona parte alle spalle e quindi ci si debbano aspettare movimenti di mercato perlopiù laterali e periodi di maggiore volatilità nei mesi estivi. Le azioni rimangono attraenti in questo contesto sia per ragioni fondamentali, poiché la ripresa economica implica ulteriori aumenti degli utili aziendali, sia in una prospettiva relativa, in quanto i rendimenti in aumento sono un freno per gli investimenti a reddito fisso.

# In Evidenza

## L'aumento dell'inflazione sta spingendo l'azionario al ribasso?

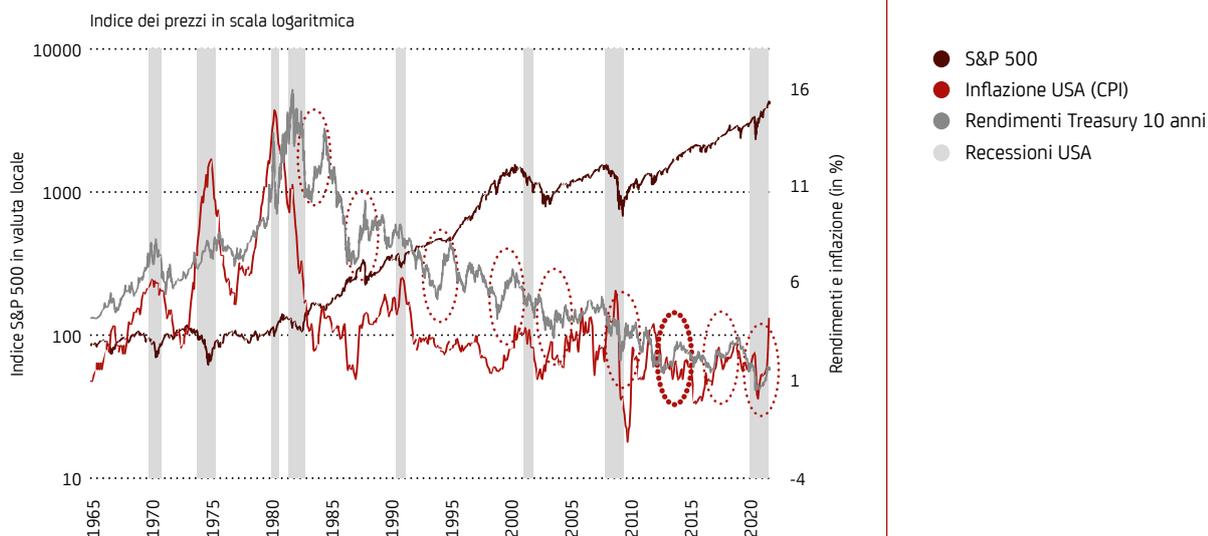
I successi nella lotta contro la pandemia in Europa e negli Stati Uniti hanno dato impulso sia alle prospettive economiche che ai mercati azionari negli ultimi mesi. Parecchi indici azionari importanti sono stati in grado di raggiungere nuovi massimi storici durante questa fase. Questi guadagni sono stati accompagnati da una significativa ripresa degli utili aziendali (attesi). I guadagni delle quotazioni hanno superato la crescita degli utili attesi. Ciò significa che anche le valutazioni, cioè il rapporto prezzo/utili (P/E ratio) hanno dato un contributo significativo all'ottima performance. Peraltro, la crescita del rapporto prezzo/utili è legata al significativo calo dei tassi di interesse registrato durante la pandemia. Le banche centrali miravano infatti a stabilizzare l'economia mediante tagli dei tassi d'interesse e massicci programmi di acquisto di obbligazioni. Con la ripresa economica che guadagna slancio e l'inflazione che sale di conseguenza, i tassi di interesse sono già aumentati, in alcuni casi bruscamente, anche se le banche centrali continuano nei loro programmi di sostegno senza sosta. L'ulteriore aumento dei rendimenti, accompagnato a valutazioni azionarie talvolta piuttosto elevate, provoca in alcuni casi incertezza tra gli investitori, preoccupati che la crescita dei tassi d'interesse e dei rendimenti possa rovinare l'umore sui mercati azionari.

In questa analisi vogliamo concentrarci sul rapporto che intercorre tra crescita dei rendimenti e performance delle azioni. È importante chiarire subito un dato di fatto: nella storia le fasi di mercato con rendimenti in aumento non si sono rivelate necessariamente negative per le azioni. Al contrario, nei dieci periodi che dall'inizio degli anni '80 hanno registrato crescite significative dei rendimenti sul mercato statunitense, anche l'azionario è cresciuto di più, in media, di quanto sia successo nell'intero periodo in esame. Tuttavia, dopo quasi 40 anni di rendimenti in calo, le economie degli Stati Uniti e dell'Europa potrebbero essere all'inizio di una nuova tendenza. È quindi consigliabile adottare una visione differenziata.

Per il nostro approfondimento ci focalizzeremo sul mercato statunitense, poiché fornisce serie temporali di indici azionari, rendimenti obbligazionari e inflazione sufficientemente ampie per argomentare le nostre affermazioni su un arco di tempo più lungo. Inoltre, è proprio negli Stati Uniti che si concentrano al momento le maggiori preoccupazioni per l'attuale livello di rendimenti e inflazione. Il nostro esame considera i dati a partire dal 1965, ed è per questo che usiamo l'indice dei prezzi dello S&P 500 e non il cosiddetto "indice di rendimento totale" (cioè comprensivo dei dividendi), che invece è disponibile solo dalla fine degli

anni '80. Tuttavia, non si può negare che l'osservazione delle performance del mercato azionario su diversi decenni dovrebbe considerare anche i dividendi. Nel seguente grafico 1 abbiamo tracciato l'indice azionario su una scala logaritmica e l'abbiamo confrontato con il rendimento dei Treasuries USA a 10 anni, il rispettivo tasso d'inflazione e le fasi di recessione negli USA.

### 1. USA: INDICE AZIONARIO, RENDIMENTI DEI TREASURY A 10 ANNI E INFLAZIONE



Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management. Nota: le performance e le previsioni passate non sono indicatori affidabili delle performance future. Gli indici non possono essere acquistati e quindi non includono i costi. Quando si investe in titoli, si sostengono dei costi che riducono la performance.

L'arco di tempo mostrato può essere approssimativamente diviso in due periodi: una fase di livelli di rendimento significativamente crescenti, che comprende le due crisi petrolifere ed è culminata nella crisi del sistema bancario statunitense nei primi anni '80, e la fase successiva, che è stata accompagnata da un graduale declino dei livelli dei rendimenti.

Al contrario, la fase fino ai primi anni '80 è stata caratterizzata da elevati tassi d'inflazione (nell'ordine di percentuali a due cifre), che sono stati anch'essi dovuti in parte agli shock petroliferi e in entrambi i casi hanno determinato recessioni per l'economia statunitense. In quel periodo, i mercati azionari nel loro complesso hanno tendenzialmente registrato movimenti laterali.

A partire dalla metà degli anni '80, i mercati azionari statunitensi hanno iniziato a salire, una tendenza che è continuata fino ad oggi, interrotta solo temporaneamente dalle ben note grandi crisi (bolla "dot-com", crisi "subprime" e pandemia da coronavirus). Tuttavia, gli ultimi quattro decenni sono stati segnati anche da un graduale declino del livello dei rendimenti da circa il 15%, a metà degli anni '80, a meno dell'1% l'anno scorso.

Questo declino dei rendimenti nel lungo periodo è stato comunque ripetutamente interrotto da fasi di aumento dei tassi. E sono proprio queste le fasi che è importante analizzare più in dettaglio. Dal 1983 ad oggi abbiamo identificato

Il periodo di alta inflazione si conclude durante il mandato dell'allora presidente della Fed Paul Volcker con massicci aumenti dei tassi di interesse (il tasso fondamentale arrivò fino al 20%), portando così l'inflazione sotto controllo.

dieci fasi di aumento significativo dei rendimenti e le abbiamo contrassegnate con linee tratteggiate (tra il 2016 e il 2018, due di queste fasi sono contrassegnate insieme in un ovale). In tutte le fasi, il livello dei rendimenti dei titoli del Tesoro USA a 10 anni è aumentato di almeno 100 punti base (un punto base equivale a 0,01 punti percentuali) in pochi mesi. Le fasi degli anni '80 hanno portato ad aumenti medi dei rendimenti di circa 350 punti base in una media di dieci mesi. Negli anni '90, gli aumenti medi dei rendimenti sono stati di 250 punti base (in una media di 15 mesi). Dagli anni 2000, le impennate dei rendimenti hanno avuto una media di poco meno di 150 punti base con una durata media di 8 mesi. Il picco di rendimento del 2013 (il cosiddetto "taper tantrum", evidenziato in rosso) merita particolare attenzione. Questo aumento dei rendimenti (tra maggio e settembre 2013 i rendimenti sono aumentati di 135 punti base) è stato innescato dall'annuncio dell'intenzione della Federal Reserve di ridurre gli acquisti di obbligazioni. Le condizioni di allora non sono del tutto dissimili da quelle attuali.

È interessante notare che in questi dieci periodi i mercati azionari hanno registrato nel complesso un buon andamento, con l'S&P 500 salito in media del 10,7% in queste fasi di rialzo dei rendimenti (con una durata media di 10 mesi). Per inciso, si tratta di una crescita decisamente superiore all'8,8% di apprezzamento medio annuale delle quotazioni registrato nell'intero periodo dal 1983 a oggi. E solo in due dei citati dieci periodi l'S&P 500 è sceso. Tra maggio 1983 e giugno 1984, il rendimento dei Treasury a 10 anni è passato dal 10,1% al 13,8%, mentre lo S&P 500 è sceso del 6,2%. E tra ottobre 1993 e novembre 1994, i rendimenti sono passati dal 5,2% all'8,0%, mentre l'indice azionario è sceso del 2,4%. In tutti gli altri periodi, l'indice azionario è salito, a volte nettamente, come è successo anche durante il recente rialzo. Durante il "taper tantrum" nel 2013, lo S&P 500 è comunque salito del 4,6%.

Il rialzo dei mercati azionari abbinato a un notevole aumento dei rendimenti non è quindi nulla di insolito ed è anche economicamente giustificabile, poiché i rendimenti aumentano nelle fasi di ripresa economica. Un tale quadro economico naturalmente determina anche una crescita degli utili aziendali e sostiene quindi anche i mercati azionari.

In Europa ci sono stati anche esempi contrari nel recente passato. Durante la crisi finanziaria e del debito sovrano, i rendimenti dei titoli di stato dei Paesi periferici più colpiti dalla crisi sono aumentati, in alcuni casi in modo massiccio. Quest'andamento è stato accompagnato da una flessione significativa dei mercati azionari. Tuttavia, l'aumento del premio di rischio (il cosiddetto spread) rispetto ai titoli di stato più sicuri dell'area Euro ha determinato l'aumento dei rendimenti. Da questi esempi si può concludere che è fondamentale individuare il motivo alla base del rialzo dei rendimenti. Se è attribuibile ad un miglioramento del contesto economico, allora potrà accompagnarsi a una crescita dei mercati azionari. Al contrario, se la causa è l'aumento del premio al rischio (o il premio di inflazione), allora l'incremento dei rendimenti potrà associarsi a flessioni dell'azionario.

La fase fino all'inizio degli anni '80 mostra che tassi di interesse in forte aumento possono anche essere problematici per le azioni. Questo periodo è stato però caratterizzato dalla cosiddetta stagflazione, ossia inflazione accoppiata a una crescita debole. Nel contesto attuale, tuttavia, né uno scenario come la crisi finanziaria e del debito sovrano né uno di stagflazione a lungo termine sembrano rappresentare un rischio chiave. I rendimenti stanno aumentando perché l'economia globale si sta decisamente riprendendo dallo shock pandemico

Tra agosto 2020 e maggio 2021, i rendimenti dei Treasury USA a 10 anni sono passati dallo 0,5% all'1,7%. Nello stesso periodo, l'indice S&P 500 è salito di quasi il 23%.

e questo porterà in ultima analisi ad una crescita solo moderata dei tassi d'inflazione. Attualmente sembra meno probabile che i prezzi al consumo rimangano sostenibilmente al di sopra dell'obiettivo delle principali banche centrali (per lo più intorno al 2%) nei prossimi anni.

Per gli investitori, le azioni restano quindi l'asset class più interessante, sia per quanto riguarda elementi fondamentali – un'economia in crescita porta all'aumento dei profitti aziendali – sia in termini relativi. L'aumento dei rendimenti è un onere per i mercati obbligazionari. Ciò nonostante, non è improbabile che gran parte del rally di recupero sia già alle spalle e che i mercati stiano ora entrando in una fase volatile di movimento laterale, durante la quale potrebbero esserci delle battute d'arresto. È comunque più probabile che si tratti di opportunità di acquisto, piuttosto che di motivi di vendita.

# Macro & Markets

## Forte accelerazione della crescita in Europa

L'Europa sta recuperando! Se inizialmente è stata la Cina a trascinare l'economia mondiale fuori dalla recessione dovuta al Covid e poi, verso la fine del 2020, gli Stati Uniti hanno registrato la migliore crescita globale grazie a titanici programmi fiscali, ora l'Europa, piegata dalla recessione, sta procedendo con vigore per recuperare il ritardo. Il PIL reale segnerà a breve tassi di crescita a due cifre.

### A un passo dagli Stati Uniti

La ragione dello scatto di crescita registrato dalla UEM verso la fine della primavera è il successo della lotta contro la pandemia. La terza ondata di Covid-19 sembra essere stata interrotta. Le rigide e protratte misure di lockdown, associate all'aumento della temperatura, iniziano a far sentire i loro effetti, i tassi di contagio sono in calo. Parallelamente, aumenta costantemente il numero di persone vaccinate contro il Covid-19 (si veda il grafico 2). Circa il 45% degli europei ha ricevuto la prima dose di vaccino. A maggio, il vantaggio del Regno Unito nelle vaccinazioni rispetto all'Eurozona si è quasi dimezzato.

Il numero di nuovi contagi per milione di persone in Italia e in Germania è addirittura sceso rispetto a quello degli Stati Uniti, sebbene il Paese sia stato risparmiato dalla terza ondata di Covid-19.

### 2. UEM: CONTINUI PROGRESSI NELLA LOTTA AL COVID-19



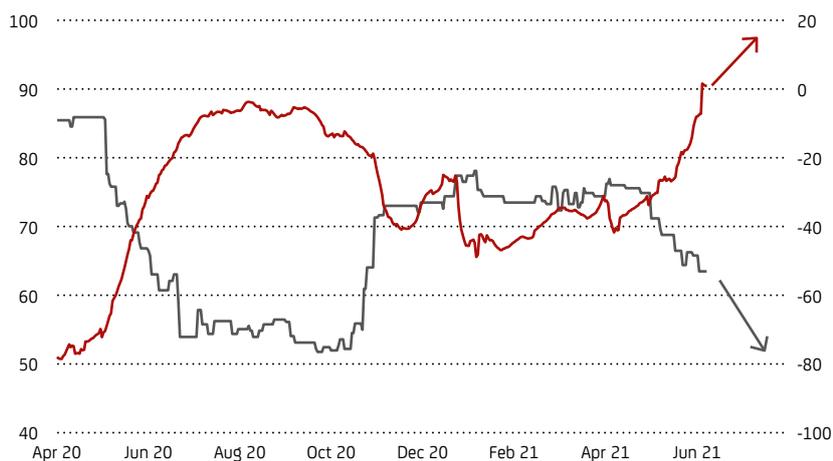
- Persone vaccinate UEM-4\* (una dose, %)
- Nuovi casi giornalieri di Covid UEM-4\* (per 1 milione di persone, smoothed)

\*UEM-4: Germania, Francia, Italia e Spagna

Fonte: [www.ourworldindata.org](http://www.ourworldindata.org), UniCredit Wealth Management

Grazie a questi due trend, sempre più Paesi europei possono allentare le restrizioni e riaprire gradualmente le loro economie. Per la prima volta da ottobre dell'anno scorso, il noto Oxford Stringency Index, che misura l'entità dei lockdown, ha registrato un significativo calo (si veda il grafico 3). Contemporaneamente, gli indicatori di mobilità sono in ripresa. Anche qui, il divario rispetto agli Stati Uniti ha iniziato a ridursi in misura consistente.

### 3. UEM: MISURE DI LOCKDOWN ALLENATE, LA MOBILITÀ TORNA A CRESCERE



Fonte: [www.ourworldindata.org](http://www.ourworldindata.org), UniCredit Wealth Management

In questo contesto non sorprende che la fiducia delle famiglie e delle imprese sia aumentata rapidamente. A maggio l'indice composito dei direttori d'acquisto dell'UEM, uno degli indicatori economici più affidabili, ha raggiunto il suo livello più alto da oltre tre anni. A differenza dei mesi precedenti, questa volta il forte incremento è riconducibile esclusivamente alla componente dei servizi, che erano stati duramente colpiti dalle misure di lockdown. Ora questo è il settore che sta beneficiando maggiormente delle riaperture. Sull'altro fronte, la controparte manifatturiera è aumentata solo marginalmente, arrivando comunque a segnare un nuovo massimo storico.

L'andamento all'interno dell'UEM, del resto, è sempre più equilibrato non solo a livello settoriale, ma anche tra le varie regioni. Francia, Italia e Spagna stanno recuperando sempre più terreno rispetto alla Germania, che finora ha guidato il gruppo. Questi Paesi hanno persino superato la Germania nei seguitissimi indici sulla fiducia delle imprese (si veda il grafico 4). Tutti questi indici nazionali si sono già lasciati alle spalle i loro livelli pre-Covid-19 e puntano con determinazione verso l'alto.

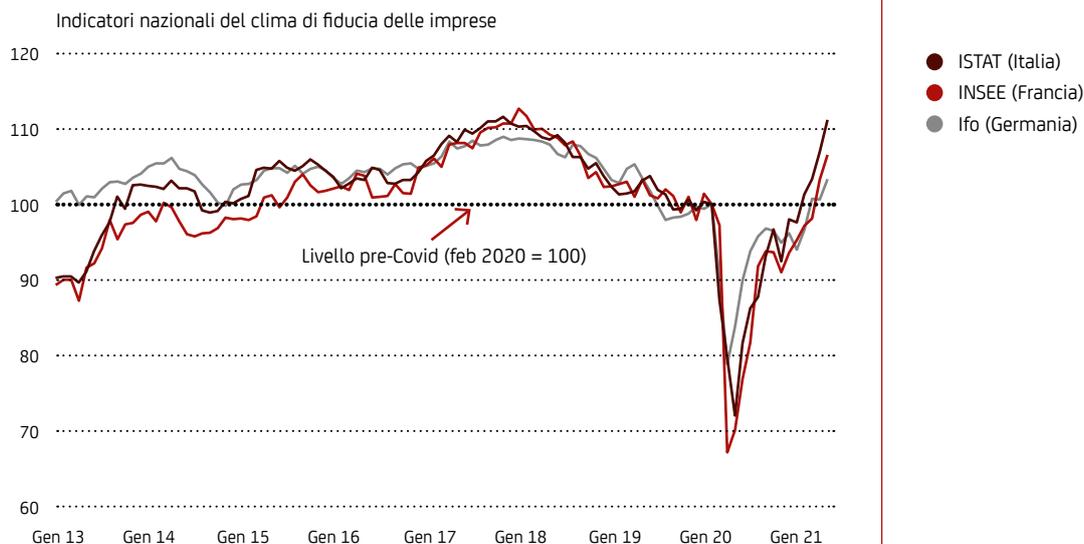
All'inizio di aprile, il Google Mobility Index per il commercio al dettaglio e le attività ricreative nell'area euro era di circa 40 punti percentuali inferiore rispetto al livello pre-Covid-19; negli Stati Uniti, invece, la differenza era del solo 17%. Il divario si è poi ridotto a soli 5 punti e mezzo.

- Google mobility index UEM-4 (retail & recreation)
- Oxford stringency index UEM-4

Il mese scorso l'indice composito dei direttori d'acquisto è aumentato inaspettatamente di 3,1 punti, attestandosi a quota 56,9. Il livello è molto al di sopra della soglia critica di 50, che separa l'espansione economica dalla contrazione.

Gli indici sulla fiducia delle imprese sono stati trainati principalmente dalla componente che riguarda le aspettative. Tuttavia, anche la valutazione della situazione attuale risulta in netto miglioramento.

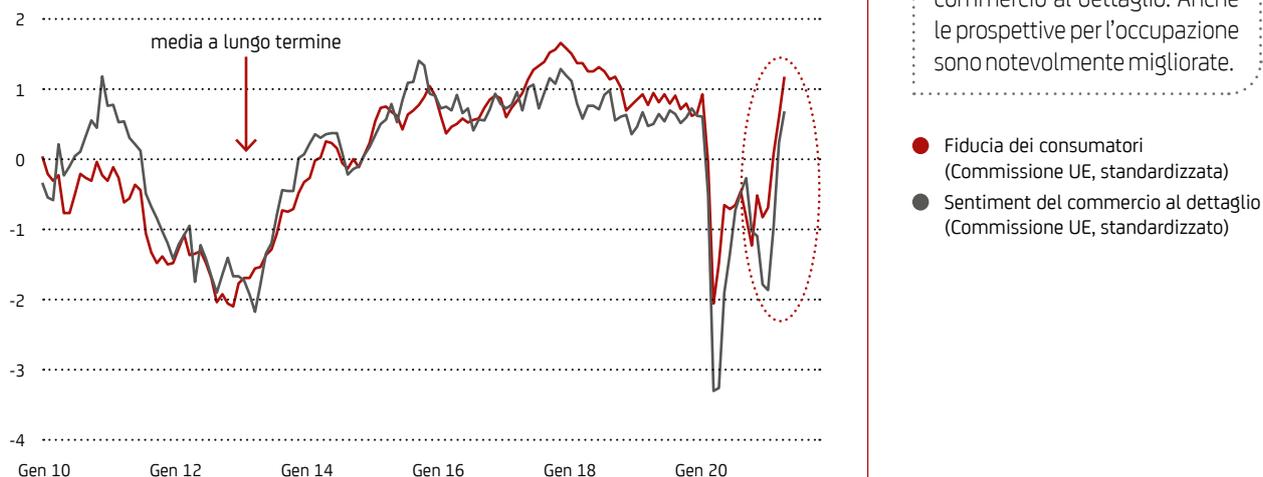
#### 4. I DATI SULLA FIDUCIA DELLE IMPRESE IN FORTE CRESCITA



Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Lo stesso vale anche per la fiducia dei consumatori. Dopo mesi di debolezza e, per un certo periodo, di calo, la fiducia dei consumatori è letteralmente salita alle stelle nelle ultime settimane (si veda il grafico 5). Il precedente livello massimo del ciclo, segnato all'inizio del 2018, è vicinissimo. Secondo un'indagine della Commissione europea, sulla scia della fiducia dei consumatori, anche la fiducia delle imprese del settore retail è notevolmente migliorata.

#### 5. L'AUMENTO DELLA FIDUCIA DEI CONSUMATORI SOSTIENE IL SETTORE RETAIL



Fonte: Refinitiv Datastream, Commissione UE, UniCredit Wealth Management

A maggio l'indice composito di fiducia economica della Commissione europea (ESI) per l'area euro è aumentato di ben quattro punti, attestandosi a quota 114,5, ora non molto lontano dal suo massimo storico (dicembre 2017: 115,2). A trainare le performance sono stati il settore dei servizi e il commercio al dettaglio. Anche le prospettive per l'occupazione sono notevolmente migliorate.

Dato che la maggior parte dei cosiddetti “hard data” riflette solo l’andamento di aprile, a causa del ritardo nella loro pubblicazione, l’ultima impennata della fiducia non è ancora stata rilevata da queste cifre. In ogni caso, i dati di maggio e giugno sulle vendite al dettaglio e sulla produzione, che saranno pubblicati nelle prossime settimane, dovrebbero evidenziare una forte accelerazione.

Questo implica anche che le nostre proiezioni di crescita per il trimestre in corso sono state probabilmente troppo caute. In origine, avevamo ipotizzato che in primavera l’area euro non sarebbe riuscita a recuperare molto più che le perdite del primo trimestre. Ora, tuttavia, sembra che il PIL a livello dell’UEM potrebbe aumentare molto più del 5% annualizzato. Questo significherebbe che, questa primavera, il vantaggio di crescita degli Stati Uniti si ridurrebbe in misura molto più netta rispetto alle previsioni, anche se l’economia statunitense in pieno boom è riuscita a portare il suo ritmo di espansione economica al 10% circa.

### Sarà un’estate calda: l’impennata dei consumi sembra essere già iniziata

Tuttavia, non siamo ancora arrivati alla fine della ripresa nell’area euro. Prevediamo che la crescita reale sarà ancora maggiore quest’estate. La crescita del PIL reale in termini annualizzati non solo dovrebbe diventare a due cifre, ma anche superare quella dell’economia statunitense. Cosa ancora più importante, a differenza di un anno fa, il rimbalzo estivo non dovrebbe rivelarsi un fuoco di paglia, ma durare nel tempo. Molto probabilmente l’economia dell’Eurozona continuerà a crescere sopra la media nei prossimi trimestri, anche se i tassi trimestrali del PIL gradualmente rallenteranno, o meglio si normalizzeranno.

La nostra fiducia è supportata da numerose evidenze. Come si evince dal grafico 3, c’è ancora ampio margine di miglioramento in termini di riapertura e di mobilità per tornare alla normalità. Allo stesso tempo, mentre il numero di vaccinazioni continua ad aumentare, la correlazione di questi indici con il numero di casi di Covid-19 si sta progressivamente indebolendo, ed è probabile che sarà azzerata una volta raggiunta l’immunità di gregge (a meno che non emergano nuove e più pericolose varianti).

Di conseguenza, gli ostacoli maggiori alla produzione nel settore dei servizi stanno gradualmente scomparendo. Per i prossimi mesi, dunque, prevediamo un vero e proprio scatto di crescita nel commercio al dettaglio, nei servizi alla persona, nel tempo libero e intrattenimento, e nelle attività culturali, tutti duramente colpiti dalla pandemia. Vediamo tuttavia un continuo potenziale di rialzo anche per il settore manifatturiero, sebbene nell’ultimo periodo sia stato perlopiù risparmiato dalle restrizioni. Fino a poco tempo fa numerose aziende, soprattutto del settore automobilistico, hanno riscontrato difficoltà a livello della catena di approvvigionamento della componentistica e, in particolare, dei semiconduttori. La carenza di semiconduttori ha peraltro colpito quasi tutto il settore manifatturiero. Anche il settore edilizio deve fare i conti con la scarsità di mezzi. Non sorprende dunque che i tempi di consegna stiano continuando ad allungarsi. Tuttavia, la crescente ripresa dell’economia globale dovrebbe gradualmente migliorare la situazione.

Quale sarà il potenziale di recupero nei prossimi trimestri può essere dedotto solo a livello della domanda, principalmente nei consumi privati. Anche se la fiducia dei consumatori dell’UEM è sostanzialmente tornata ai livelli pre-Covid-19, alla fine dello scorso trimestre la spesa era ancora inferiore del 10%. Questo è da imputare principalmente alla tendenza al risparmio causata dalla paura durante

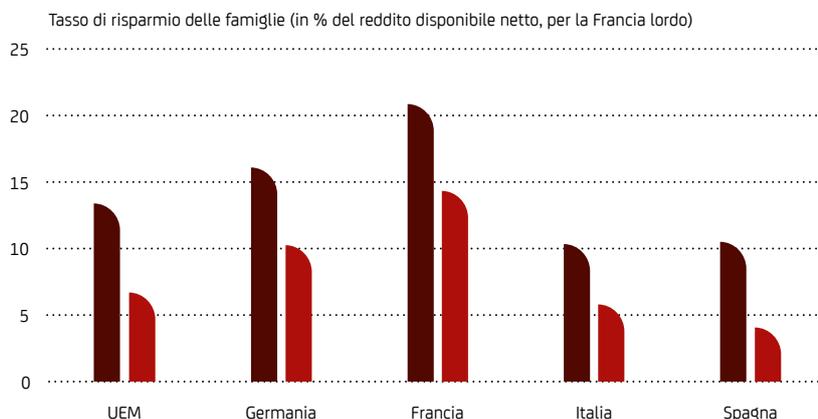
Ad aprile, il parziale inasprimento delle misure di lockdown ha provocato un calo del 3,1% delle vendite al dettaglio in tutta l’UEM rispetto al mese precedente. Le contrazioni sono state particolarmente forti in Francia e Germania.

L’estate scorsa un esteso allentamento delle restrizioni per il Covid-19 ha fatto crescere il PIL dell’UEM del 12,7% t/t (non annualizzato!). Tuttavia, la terza ondata di Covid-19 ha poi causato una pesante battuta d’arresto (Q4/20: -0,7%, Q1/21 -0,3%).

Quindi, anche se è probabile che il numero dei casi di Covid-19 aumenterà di nuovo il prossimo autunno con l’abbassamento delle temperature (quarta ondata), non ci dovrebbero più essere particolari misure di blocco o restrizioni alla mobilità alla luce dell’immunità di gregge. L’attuale situazione in America Latina e in Asia è molto diversa. In queste aree, sono necessarie nuove misure di lockdown a causa dell’assenza di progressi nelle vaccinazioni.

la pandemia. Nell'area euro i tassi di risparmio, ovvero i risparmi in proporzione al reddito (netto) disponibile, sono raddoppiati nell'ultimo anno (si veda il grafico 6) e, se continuiamo a basarci sulla Germania, è probabile che siano aumentati ulteriormente a fine marzo.

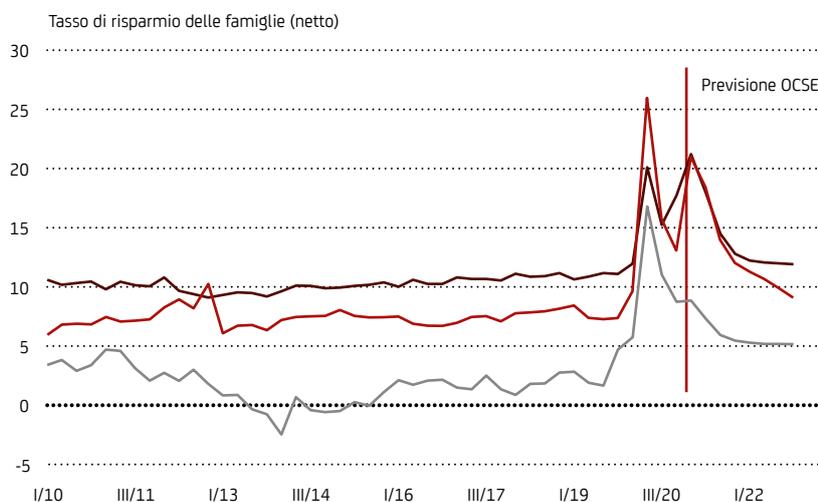
## 6. IL COVID-19 HA FAVORITO I RISPARMI



Fonte: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), UniCredit Wealth Management

Di conseguenza, nel 2020 le famiglie hanno messo da parte circa 150 miliardi di euro in più rispetto all'anno precedente. Si tratta di circa l'1,25% del PIL annuale dell'UEM o del 5% del PIL trimestrale. Naturalmente, è improbabile che i consumi repressi vengano smaltiti in un solo trimestre. Tuttavia, l'andamento dell'estate scorsa alimenta la speranza di una vera e propria impennata dei consumi. Il calo dei tassi di contagio, associato alle riaperture di quel periodo, aveva fatto crollare il tasso di risparmio di circa dieci punti percentuali. Allo stesso tempo i consumi privati erano aumentati del 14% non annualizzato. Pertanto, il forte aumento dei consumi dovrebbe essere garantito anche per questa estate.

## 7. I TASSI DI RISPARMIO POTREBBERO NORMALIZZARSI



Fonte: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), UniCredit Wealth Management

Secondo la Bundesbank, il tasso di risparmio in Germania è aumentato di circa 4 punti percentuali, attestandosi al 20,1% nel primo trimestre 2021.

- 2020
- Media 2010-2019

L'effetto di recupero dei consumi andrà ad aggiungersi alla crescita dell'occupazione e all'aumento dei redditi. Secondo la Commissione europea, queste aspettative delle imprese e delle famiglie sono chiaramente in crescita ([link](#)).

- Germania
- USA
- Giappone

L'OCSE stima che il tasso di risparmio in Germania si sarà pressoché normalizzato entro la fine dell'anno (si vedano il grafico 7 e [questo link](#)).

Oltre che dai consumi, nei prossimi mesi prevediamo che la crescita globale del PIL sarà favorita anche da una vivace attività di investimento, in modo che la crescente domanda possa venire soddisfatta. In ogni caso, al momento non ci sono scorte industriali. Allo stesso tempo, la fiducia tra i produttori di beni strumentali e nel settore edilizio (investimenti in strutture) non potrebbe essere più elevata (si veda il grafico 8).

## 8. LA FIDUCIA NEGLI INVESTIMENTI AI MASSIMI



Fonte: Refinitiv Datastream, Commissione UE, UniCredit Wealth Management

Poiché l'economia dell'area euro, fortemente basata sulle esportazioni, al momento sta beneficiando anche dell'accelerazione della ripresa dell'economia globale, possiamo confermare quanto abbiamo detto nei mesi scorsi: nel secondo semestre l'Europa dovrebbe sostituire gli Stati Uniti come campione di crescita globale.

## L'inflazione salirà, ma i rischi restano gestibili

L'impennata della domanda ha anche risvolti negativi, poiché spinge l'inflazione al di sopra dei livelli normalmente attesi dopo la fine di una recessione globale, quando i prezzi delle materie prime e dell'energia sono in forte aumento. Ora la situazione non è diversa (si veda il grafico 9).

Il sottoindice delle scorte dell'indagine sui direttori di acquisto è recentemente sceso ulteriormente e si sta avvicinando al suo minimo storico del maggio 2009, quando l'economia dell'area euro aveva iniziato a uscire dalla crisi dei mercati finanziari.

## 9. NETTO AUMENTO DEI PREZZI DEL GREGGIO E DEI METALLI INDUSTRIALI



Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

- Metalli industriali (indice dei prezzi)
- Greggio (Brent, USD al barile)

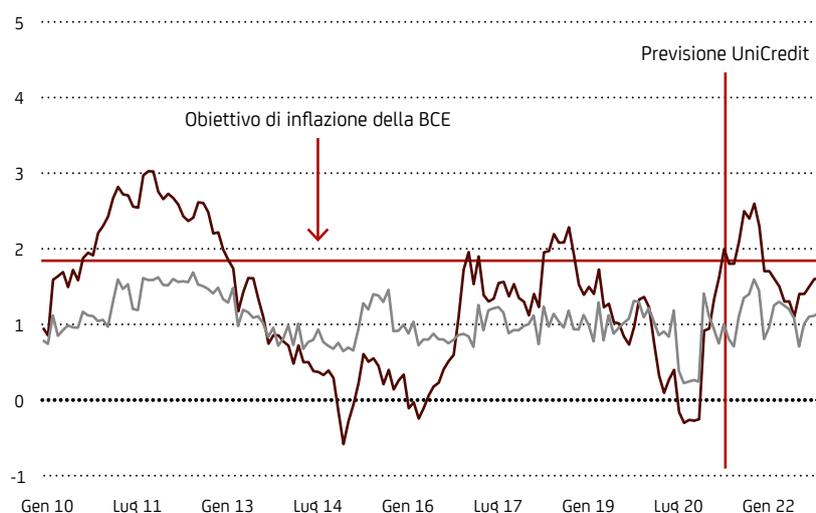
Tuttavia, questa volta anche l'indice core, ovvero il tasso di inflazione che esclude le componenti volatili dell'energia e degli alimentari, dovrebbe aumentare sensibilmente. La ragione è la vera e propria impennata della domanda di servizi (consumi repressi), che sta offrendo alle imprese la possibilità di alzare i prezzi per cercare di sfruttare questo momento dopo la forte scarsità dovuta al Covid-19. Lo stesso vale per il settore manifatturiero. In questo caso, il notevole allungamento dei tempi di consegna e l'aumento dei prezzi di produzione dovrebbero contribuire alla crescita dell'inflazione generale e di base nei prossimi mesi. Secondo i nostri colleghi di UniCredit Research, l'inflazione dei prezzi al consumo dovrebbe superare l'obiettivo della BCE verso fine anno, ma solo temporaneamente (si veda il grafico 12).

Tuttavia, l'aumento dell'inflazione diventa problematico solo se provoca effetti secondari – perché le richieste salariali aumentano e/o le capacità (in termini di capitale e forza lavoro) sono già interamente utilizzate. È improbabile che questo accada in Europa questa volta. Per prima cosa, i consumi repressi dovrebbero essere smaltiti relativamente in fretta, per poi tornare a livelli normali. In secondo luogo, c'è ancora parecchia capacità inutilizzata. Il PIL reale è ancora molto al di sotto del suo livello pre-Covid-19 (rallentamento economico), la disoccupazione o la sottoccupazione (contratti di lavoro per brevi periodi o per poche ore) sono ancora relativamente elevate e gli asset produttivi sono sottoutilizzati. Nel contempo questi ultimi stanno ulteriormente aumentando a causa della crescita dell'attività d'investimento.

L'inflazione di base (core) è considerata, a livello economico, la principale misura dell'inflazione, perché le oscillazioni (stagionali) dei prezzi dei prodotti alimentari e dell'energia sono escluse dal tasso dell'inflazione generale (headline) per evitare falsi segnali di breve durata.

Se l'inflazione cresce a causa dell'eccesso di domanda, gli economisti parlano di inflazione trainata dalla domanda. Al contrario, l'inflazione trainata dai costi è dovuta a un rapido aumento dei salari o dei prezzi dei fattori produttivi.

## 10. UEM: L'INFLAZIONE AUMENTERÀ ANCORA, MA SOLO TEMPORANEAMENTE



Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

- Inflazione generale (headline), % su base annua
- Inflazione core (esclude alimentare, energia e tabacco, % su base annua)

Queste sono giustificazioni sufficienti per l'approccio relativamente rilassato della BCE, che ha intensificato il suo programma di acquisti come copertura contro i rischi al ribasso. Se, il prossimo anno, l'inflazione si avvicinerà di più all'obiettivo della BCE che alla più pericolosa linea dello zero (che comporta rischi di deflazione), non sarà più necessaria una politica monetaria iperespansiva. Questo segnerà l'inizio della riduzione degli acquisti di titoli da parte della BCE. La Banca Centrale Europea, tuttavia, aspetterà ancora prima di alzare i tassi d'interesse di riferimento (non prima del 2023).

Negli Stati Uniti, invece, lo scenario inflazionistico è più inquieto. Al momento non si riscontra più alcuna situazione di debolezza economica. L'economia complessiva è già tornata al suo livello pre-Covid-19. Allo stesso tempo, il mercato del lavoro è in piena espansione. Inoltre, la pressione inflazionistica nelle fasi preliminari è molto più forte che nell'area euro. Non sorprende quindi che la misura preferita dalla Fed per l'inflazione, il deflatore delle spese per i consumi personali, sia già ben al di sopra del suo obiettivo del 2%, al 3,6% per il tasso complessivo e al 3,1% per quello core. La Federal Reserve, peraltro, ha già chiarito nel 2020 che tollererà un temporaneo sfioramento. Per evitare effetti secondari, tuttavia, sarà probabilmente costretta a iniziare il dibattito sul tapering per ridurre i suoi acquisti di titoli già quest'estate, con un annuncio ufficiale in autunno e la graduale riduzione degli acquisti di titoli a partire dalla fine dell'anno. Anche la Fed aspetterà alcuni trimestri prima di arrivare ad alzare i tassi di interesse, ma il suo ciclo di inasprimento inizierà con tutta probabilità molto prima di quello della BCE.

Dopo la delusione di aprile, a maggio sono nuovamente stati creati quasi 500.000 nuovi posti di lavoro.

# Asset Allocation

Crescita verso inflazione

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	○	○	●
		Pacífico (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	○	○	●

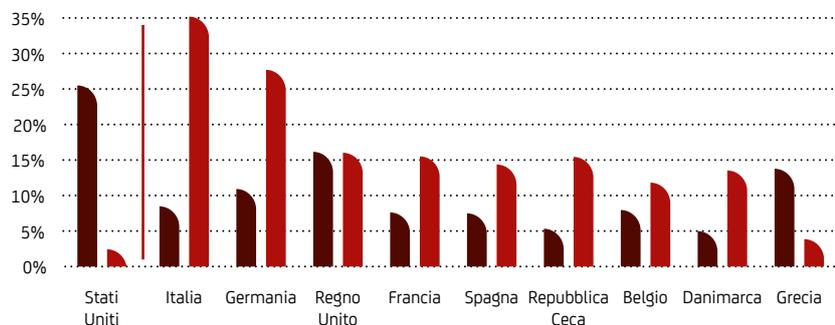
<sup>1</sup>MS = Mercati Sviluppati (Australia, Giappone, Hong Kong, Nuova Zelanda, Singapore)

Le attività rischiose continuano a essere sostenute dalla ripresa globale: la crescita globale del PIL è stimata al 6% per il 2021 e al 4,4% per il 2022 (consenso Bloomberg), grazie alla normalizzazione delle economie, agli stimoli monetari e a politiche fiscali estremamente espansive.

Nel post-pandemia, negli Stati Uniti gli stimoli fiscali totali sono stati ingenti, pari al 25% del PIL (più del doppio rispetto ai Paesi europei) e destinati soprattutto a pagamenti diretti ai cittadini, mentre in Europa le misure fiscali hanno riguardato ricapitalizzazioni, prestiti, garanzie e il mantenimento dei livelli di occupazione.

### 11. MISURE FISCALI DISCREZIONALI IN RISPOSTA ALLA CRISI DEL COVID-19, IN PERCENTUALE DEL PIL

Incluse le misure annunciate fino a marzo 2021. Paesi europei elencati in ordine di totale e inclusi solo se la misura supera il 15% del PIL.

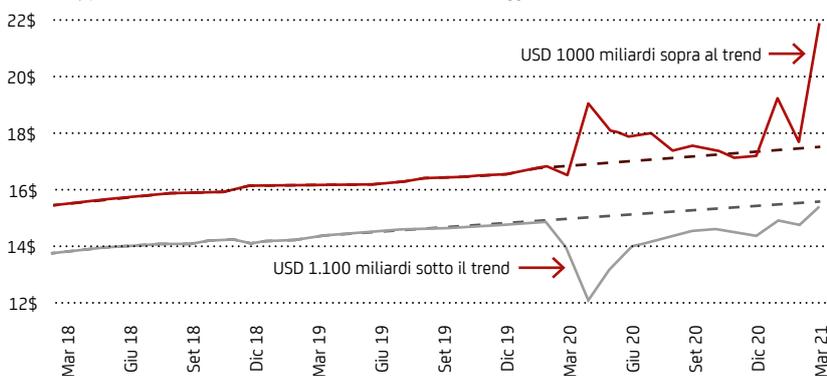


Fonte: Database di monitoraggio fiscale del FMI

Tuttavia, gli stimoli fiscali statunitensi, pari a complessivi 6.000 miliardi di dollari, comportano un rischio di inflazione, poiché sono troppo elevati rispetto all'output gap del Paese. Benché l'attuale inflazione sia guidata da una favorevole base di confronto, dalle restrizioni dell'offerta ed aumento del prezzo delle materie prime, si stima che si sia accumulato negli USA un eccesso (dry powder) di 2,1 trilioni di dollari dal lato della domanda, legato agli assegni governativi di stimolo e alla domanda repressa.

### 12. REDDITO PERSONALE DISPONIBILE E SPESA AL CONSUMO RISPETTO AL TREND PRE-COVID

"Dry powder" = USD 2.100 miliardi, inclusi USD 380 miliardi aggiunti a marzo 2021



Fonte: U.S. Bureau of Economic Analysis, Keybridge. Sulla base dello schema di Jason Furman.

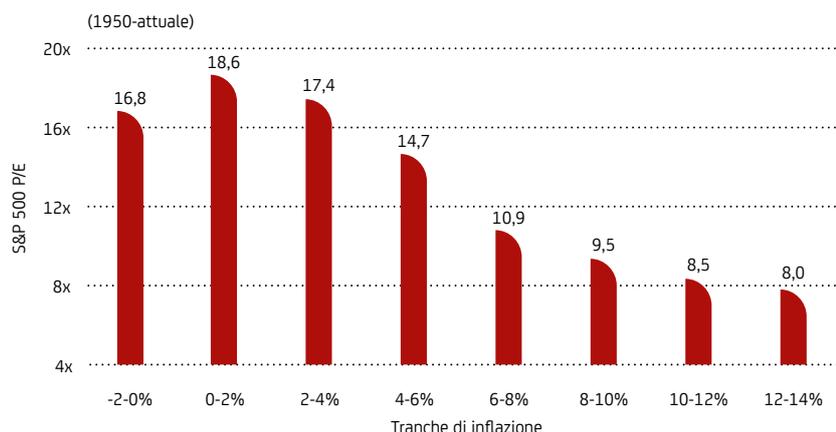
Per queste ragioni un aumento dell'inflazione fino al 4-6%, pur non essendo il nostro scenario di base, è un rischio concreto e merita di essere attentamente monitorato.

In realtà, storicamente il multiplo P/E inizia a ridursi quando il tasso di inflazione supera il 4% (si veda il grafico seguente).

- Spese aggiuntive e mancati introiti
- Ricapitalizzazioni, prestiti e garanzie

- Reddito personale disponibile
- Reddito personale disponibile – Crescita annua del 4,2% (2018-2020)
- Spese dei consumatori
- Spese dei consumatori – Crescita annua del 4,1% (2018-2020)

## 13. MEDIA S&amp;P 500 P/E PER TRANCHE INFLAZIONE CPI A/A

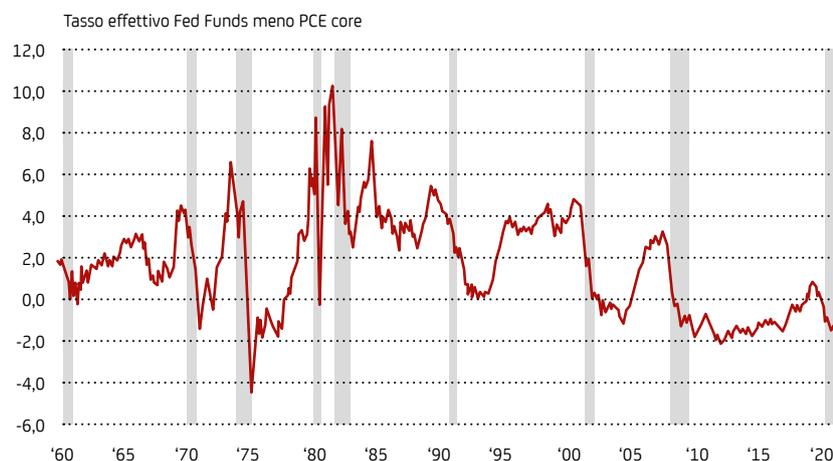


Fonte: Strategas, UniCredit Wealth Management

I timori sul fronte azionario sono legati all'ipotesi che l'aumento dell'inflazione possa comportare politiche monetarie più restrittive e, di conseguenza, tassi di interesse più elevati (a cui vengono attualizzati i flussi di cassa delle aziende) e che le aziende potrebbero non avere un potere di determinazione dei prezzi sufficiente a far fronte all'aumento dei costi di produzione, con relativa pressione sui loro margini.

I tassi reali a breve e lungo termine, tuttavia, restano in territorio negativo, e supportano l'investimento in azioni.

## 14. TASSI REALI DEI FED FUNDS IN TERRITORIO SEMPRE PIÙ NEGATIVO



Fonte: Strategas, UniCredit Wealth Management

Uno scenario di crescita dell'inflazione comporta una maggior volatilità dei mercati azionari e una loro maggiore dipendenza dalla crescita degli utili per azione, sulla scia di una politica monetaria gradualmente più restrittiva.

Sul fronte dei mercati sviluppati prevediamo l'annuncio del tapering, (la riduzione degli acquisti di obbligazioni pubbliche e private) da parte della Fed nel terzo trimestre, mentre la BCE potrebbe essere tentata di rallentare gradualmente il ritmo degli acquisti del piano pandemico (PEPP) nei prossimi mesi.

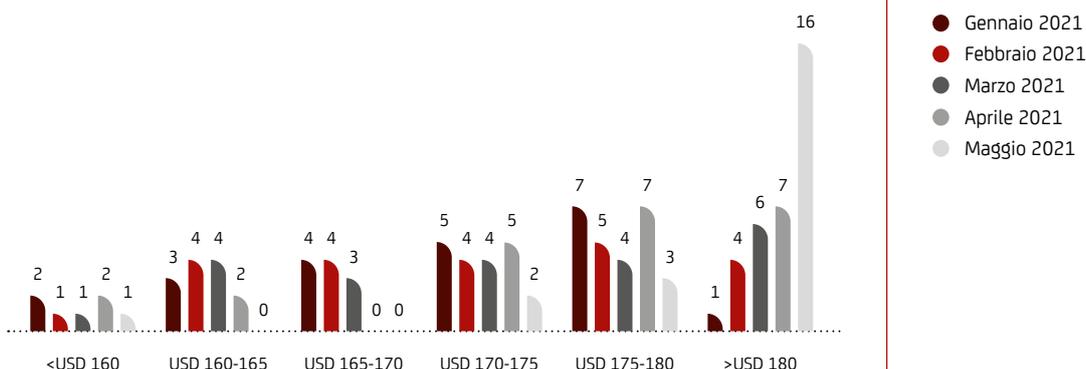
Nei mercati emergenti è già iniziato un ciclo di rialzi dei tassi che dovrebbe estendersi ad altri Paesi. Oltre a Russia, Brasile e Turchia, che hanno già aumentato i tassi ufficiali e che probabilmente continueranno a farlo, anche Sudafrica, Colombia, Cile, Ungheria, Repubblica Ceca e Polonia dovrebbero alzarli entro l'anno, secondo le attese. Per evitare la svalutazione delle loro monete, le banche centrali dei mercati emergenti devono infatti far fronte all'aumento dell'inflazione e giocare d'anticipo rispetto alla Fed. La Cina, inoltre, pur non perseguendo una politica restrittiva dei tassi ufficiali, sta gestendo una prudente contrazione del credito.

In questa prospettiva, la stagione degli utili del primo trimestre 2021 è stata incoraggiante.

La fase finale della reporting season conferma il trend di significativa crescita degli utili grazie all'accelerazione dell'economia e alla favorevole base di comparazione e nonostante aspettative elevate. I risultati hanno continuato a sorprendere positivamente sia negli Stati Uniti che in Europa con la percentuale di società che sta battendo le attese sugli utili che si attesta sui livelli più elevati degli ultimi 10 anni. Nel dettaglio negli Stati Uniti, l'86% delle società ha battuto le attese con una crescita degli utili del 50% e una sorpresa positiva del 24%. I beni di consumo discrezionali, i finanziari e i beni materiali continuano ad essere i principali contributori alla forte crescita degli utili, il settore delle aerolinee si conferma l'unico con crescita negativa, mentre i servizi pubblici restano invariati. Otto settori su 11 registrano una crescita a doppia cifra. Significativo anche l'incremento dei ricavi che si attesta al 10% con una sorpresa positiva del 4% e con 10 settori su 11 che hanno evidenziato una crescita. In Europa, il 70% delle società dello STOXX Europe 600 che hanno già riportato ha battuto le attese con una crescita dell'EPS del 42% e una sorpresa positiva del 22% e con 7 settori su 11 che evidenziano una crescita a doppia cifra. I beni di consumo discrezionali, i finanziari e i tecnologici hanno guidato la crescita mentre i beni di consumo durevoli, i farmaceutici e i servizi pubblici sono stati più deboli. A livello di ricavi il 63% delle società ha battuto le attese con crescita del 5% e una sorpresa positiva del 3%, con 7 settori su 11 che hanno riportato un incremento degli stessi.

Guardando ai prossimi trimestri, dalle stime USA si evince che le aspettative di crescita degli utili per il secondo quarter sono significativamente superiori rispetto al primo, i cui buoni risultati hanno infatti portato alla revisione al rialzo delle aspettative per i prossimi trimestri, ma a una revisione al ribasso per il primo quarter del 2022, a causa di una base di confronto meno favorevole. Complessivamente, per l'esercizio 2021 il consenso degli analisti prevede utili per azione (EPS) dello S&P 500 superiori a 180 dollari.

15. PREVISIONI DEGLI STRATEGIST PER I LIVELLI DI UTILE PER AZIONE – S&P 500

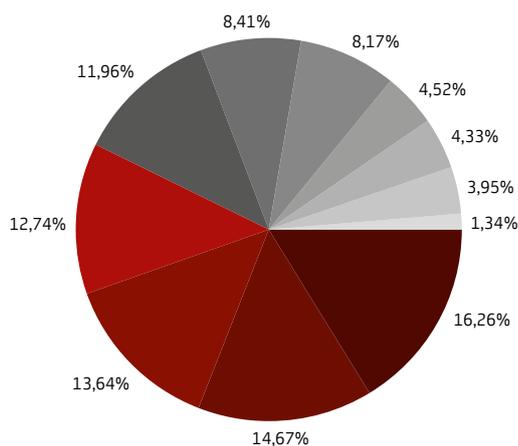


Fonte: Elaborazione UniCredit Wealth Management su dati di consensus di mercato.

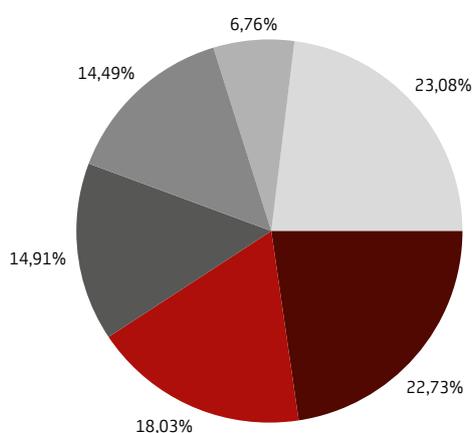
In Europa il miglioramento della crescita degli utili e del quadro macro, come evidenziano indici anticipatori quali il PMI e l'IFO, sta premiando il nostro posizionamento di sovrappeso. I mercati azionari europei beneficiano del peso elevato dei settori ciclici e value. Inoltre, nella Green Economy, che trarrà beneficio dalle prime erogazioni di fondi nell'ambito del programma Next Generation EU, l'Europa sta guadagnando posizioni di leadership a livello mondiale.

## 16. INDICE MSCI EUROPE (EUR)

Pesi per settore



Pesi per Paese



Fonte: MSCI, UniCredit Wealth Management

- Finanziari
- Industriali
- Sanità
- Beni di consumo di base
- Beni di consumo discrezionali
- Materiali
- Tecnologia
- Servizi pubblici
- Energia
- Servizi di comunicazione
- Immobili

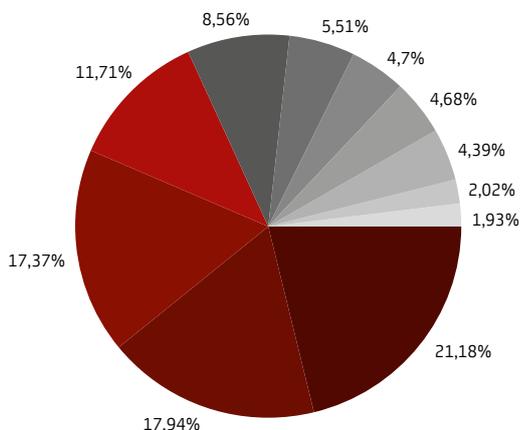
- Regno Unito
- Francia
- Germania
- Svizzera
- Paesi Bassi
- Altri

Manteniamo il nostro sovrappeso sulle azioni dei Mercati Emergenti, supportato dalla crescita globale e dalla fase di risalita del ciclo delle materie prime. Rispetto alle azioni europee, tuttavia, quelle dei mercati emergenti hanno risentito del rialzo dei tassi di interesse e, a livello micro, del peso maggiore del settore tecnologico. Inoltre, il basso livello di vaccinazione in molti mercati emergenti, in particolare asiatici, e la situazione di emergenza dovuta al Covid in Brasile e India, delineano un quadro pandemico peggiore rispetto a quello europeo.

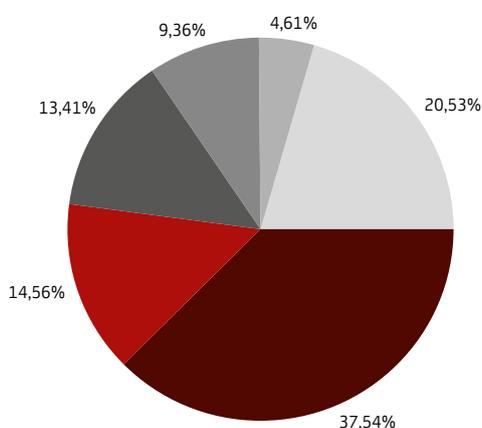
Infine, ma non meno importante, prevediamo che il confronto tra Stati Uniti e Cina resterà teso anche durante l'amministrazione Biden, sebbene ricondotto nel contesto di un approccio multilaterale.

## 17. INDICE MSCI MERCATI EMERGENTI (USD)

Pesi per settori



Pesi per Paese



Fonte: MSCI, UniCredit Wealth Management

- Tecnologia
- Finanziari
- Beni di consumo discrezionali
- Servizi di comunicazione
- Materiali
- Beni di consumo di base
- Energia
- Sanità
- Industriali
- Immobili
- Servizi pubblici

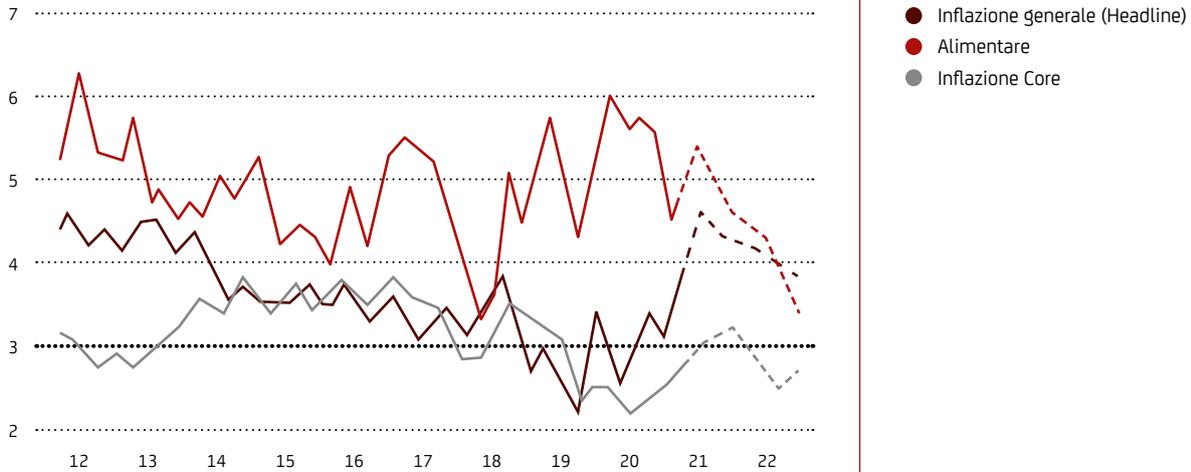
- Cina
- Taiwan
- Corea del Sud
- India
- Brasile
- Altri

Confermiamo la nostra posizione prudente sulle obbligazioni globali, poiché i rendimenti dei portafogli obbligazionari, al netto delle commissioni, basteranno solo a coprire l'inflazione, con rendimenti reali pari a zero o negativi, inducendo a privilegiare le azioni.

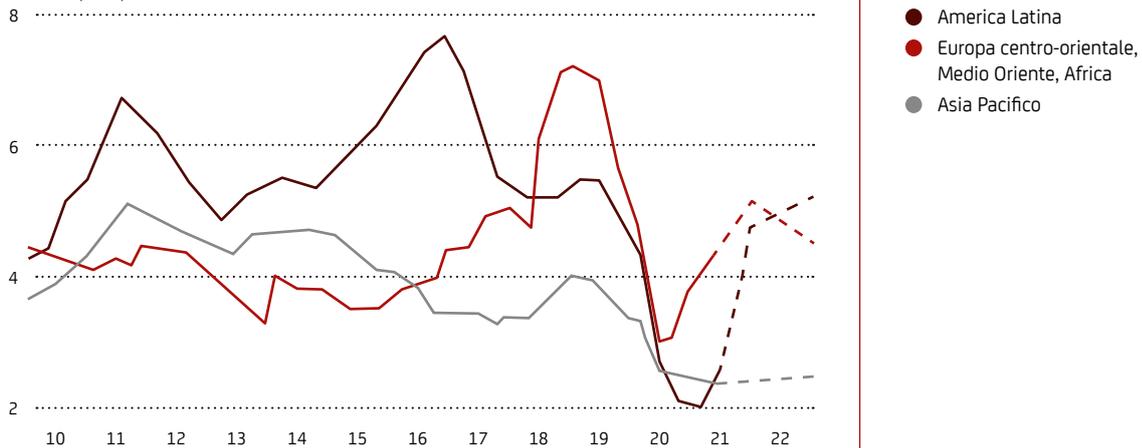
Manteniamo il sottopeso sui titoli di Stato core dell'UEM, con un rigoroso controllo della duration e una predilezione per titoli di Stato periferici. Continuiamo a focalizzarci sulle obbligazioni indicizzate all'inflazione, poiché prevediamo una ripresa dell'inflazione nei prossimi mesi. Sul fronte dei crediti, restiamo sovrappesati sulle obbligazioni corporate Investment Grade in euro, alla luce del sostegno della BCE, ma siamo più consapevoli del buffer minore in termini di spread e dell'eventualità di un rallentamento degli acquisti del PEPP. Per quanto riguarda le obbligazioni dei mercati emergenti, l'aspettativa di un ulteriore aumento dei rendimenti dei Treasury USA, la crescita dell'inflazione e l'avvio del ciclo di rialzo dei tassi nei Paesi Emergenti ci rendono più difensivi, portandoci a ridurre sia il rischio tasso che il rischio di duration, e più selettivi, evitando i Paesi con squilibri fiscali e ad alto rischio politico.

## 18. MERCATI EMERGENTI: INFLAZIONE E POLITICHE MONETARIE

L'aumento dell'inflazione nei Mercati Emergenti si protrarrà nel secondo semestre



Nei Mercati Emergenti la normalizzazione delle politiche monetarie dovrebbe accelerare nei prossimi mesi (tassi principali in %)



Fonte: Uffici nazionali di Statistica, Macro Bond, previsioni BNP Paribas (linee tratteggiate), UniCredit Wealth Management

### Sintesi delle posizioni di asset allocation UniCredit GWM

#### Azioni globali: sovrappeso

La combinazione tra l'intensa azione fiscale e monetaria e il consolidamento della ripresa globale sostiene i mercati azionari, nonostante le incertezze dovute alla pandemia.

#### Azioni europee: sovrappeso

Le politiche monetarie e fiscali sono molto espansive. Il momentum a livello macro sta accelerando, come suggerito anche dagli indici anticipatori. Maggiore peso dei settori value e ciclici rispetto al mercato azionario statunitense e rendimenti da dividendi interessanti, ben al di sopra di quelli dei titoli di Stato e delle obbligazioni corporate.

**Azioni USA: neutrali**

Miglioramento delle prospettive di crescita grazie alla politica fiscale molto espansiva di Biden e al miglioramento delle condizioni sanitarie, ma valutazione meno interessante rispetto alle aree non USA.

**Azioni dei mercati emergenti: sovrappeso**

Sul fronte growth, preferiamo la Cina e, più in generale, i paesi asiatici, dove il tasso di crescita è più elevato. Si raccomanda fortemente di selezionare Paesi e settori tra gli EM. Preoccupa la recrudescenza del Covid in Brasile e in India.

**Azioni area Pacifico: neutrali**

Il Giappone è sostenuto dalla ripresa globale e dal peso elevato dei settori value/ciclici, ma la situazione pandemica è in peggioramento a causa dei bassi livelli di vaccinazione.

**Obbligazioni globali: neutrali**

Le obbligazioni globali sono sostenute dall'azione monetaria espansiva delle banche centrali, ma la valutazione, soprattutto dei titoli di Stato dei mercati sviluppati, non è appetibile.

**Obbligazioni corporate Investment Grade in euro: sovrappeso**

Ancora sostenute dagli acquisti della BCE, ma con un buffer minore a livello di spread che le rende più vulnerabili al rialzo dei tassi. Preferiamo il debito subordinato nel settore finanziario, alla luce dell'aumento della riserva di capitale delle banche europee.

**Obbligazioni corporate High Yield: sottopeso**

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

**Titoli di Stato UEM: 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, sostenuti dalla BCE e dal Recovery Fund. Prediligere una duration breve e aumentare selettivamente il posizionamento su obbligazioni indicizzate all'inflazione può rivelarsi utile per affrontare lo scenario di rialzo dell'inflazione.

**Titoli di Stato non UEM: neutrali**

Una mossa tattica a breve termine, dato l'elevato livello già raggiunto dai rendimenti dei Treasury USA.

**Obbligazioni dei Mercati emergenti: sovrappeso**

La ricerca di rendimento favorisce opportunità di acquisto selettive, ma siamo ora più difensivi e selettivi, date le aspettative di aumento dei rendimenti a lungo termine dei Treasury USA.

**Mercati monetari: sottopeso**

Non sono interessanti, da utilizzare soprattutto come parcheggio di liquidità a fronte dell'incertezza.

**Alternativi: neutrali**

Offrono opportunità di decorrelazione dei portafogli.

## Materie prime

### Oro: positivo

Il prezzo dell'oro è sostenuto dalle politiche monetarie accomodanti delle banche centrali e, in prospettiva, dal suo ruolo di copertura dall'inflazione.

## Valute

### EUR / USD

Il dollaro si è recentemente indebolito nei confronti dell'euro per effetto delle prospettive di ripresa economica nell'Eurozona in seguito all'accelerazione delle campagne di vaccinazione. A lungo termine, la valuta statunitense dovrebbe rimanere debole a causa dei cosiddetti "deficit gemelli", commerciale e fiscale, degli Stati Uniti.

# Rubriche

I CIO locali dialogano con i clienti

## Risposte dall'Italia

Quali gli impatti del recente annuncio del G7 sulla tassazione globale per le multinazionali?



Il 5 giugno, nel corso del meeting del G7 tenutosi nel Regno Unito (“Build Back Better”, “Ricostruire meglio”), i ministri delle finanze di USA, Canada, Giappone, Regno Unito, Germania, Francia e Italia hanno raggiunto un accordo per stabilire regole coordinate a livello globale per la tassazione delle società. Mentre molti dettagli devono essere ancora discussi e definiti, sono stati resi noti alcuni pilastri.

Il primo pilastro stabilisce che le multinazionali più grandi, nello specifico quelle con almeno il 10% di margine di profitto, vedranno il 20% dei profitti oltre tale soglia riallocati a quei Paesi dove effettivamente le società operano. Quegli Stati potranno quindi applicare le proprie aliquote fiscali. Come conseguenza il solo principio della sede legale non sarà più valido ai fini della tassazione. Il secondo pilastro stabilisce che verrà definita un'aliquota minima per la tassazione delle società a livello Paese pari al 15%, creando quindi un sistema di competizione fiscale più omogeneo.

Questi punti sono particolarmente importanti perché indeboliscono il principio puramente formale del domicilio fiscale applicato alle società. Tale principio è molto “tradizionale” e sempre meno in linea con l'attuale ambiente economico e finanziario dove l'economia “remota” e digitale si sta diffondendo sempre di più. Con il sistema attuale si sono create grandi distorsioni e alcune multinazionali pagano in base a un'aliquota fiscale più bassa di molte piccole e medie imprese.

## I nostri esperti:

Alessandro Caviglia



CIO  
Cordusio Sim (Italia)

Oltre ai commenti ufficiali molto positivi dei rappresentanti del G7 (alcuni hanno affermato si tratti di un “accordo storico”), ci sono stati anche commenti meno entusiasti. Alcuni ritengono che il 15% di aliquota minima non sia poi un risultato così incredibile, dato che è allineato all'aliquota di alcune legislazioni fiscali di Paesi già considerati “paradisi fiscali”, mentre un'aliquota del 21% sarebbe stata molto più efficace (in effetti pare che questa fosse la proposta iniziale, ridotta nel corso dei negoziati per raggiungere un accordo più unanime). Altri sono preoccupati dal fatto che si debba ancora pervenire a un consenso internazionale molto più ampio, quindi, per esempio, il prossimo passo dovrebbe essere l'approvazione da parte del G20. Inoltre, dovranno essere modificate le legislazioni nazionali e, ad esempio, negli USA l'approvazione in entrambi i rami del Congresso non può essere data per scontata.

In ogni caso, vorremmo sottolineare alcuni aspetti positivi che portano beneficio all'intero ambiente macro e microeconomico.

Primo punto, gli USA sono stati tra gli sponsor principali del progetto: un altro segnale forte del ritorno al multilateralismo e alla cooperazione internazionale. E questo nonostante il fatto che molte delle società “ben note sospette” siano le mega-società tecnologiche USA. Secondo punto, il nuovo secolo ha visto un drammatico aumento nella concentrazione della ricchezza nei Paesi in associazione con l'aumento degli estremismi politici, e di sicuro la competizione fiscale su basi non omogenee ha contribuito alle disparità. Un approccio più bilanciato tra creazione della ricchezza e sua distribuzione segnala la volontà forte di seminare per un percorso di crescita di lungo periodo più sostenibile.

Infine, gli stimoli fiscali sono stati per la prima volta nella storia recente sincroni a livello globale e hanno prodotto una reazione importante e senza precedenti per curare le ferite della pandemia. Ovviamente questo si è accompagnato a un aumento dei deficit di bilancio pubblico e di debito degli Stati. Il rischio è che nei prossimi anni, nella stessa maniera sincrona, le principali economie mondiali possano trovarsi obbligate ad effettuare un “tapering” fiscale (rimozione graduale delle misure di espansione fiscale, qualcosa che conosciamo bene sul versante di politica monetaria...). Questo potrebbe avere implicazioni recessive globali e il fatto che già adesso i governi stiano cercando di muoversi in maniera coordinata per trovare le risorse necessarie per finanziare i progetti di spesa e di investimento di lungo termine, riduce il rischio di questo scenario.

In conclusione, la strada è lunga e complessa, ci sono ancora molti passi da fare, ma il primo è sempre il più importante e sembra sia nella giusta direzione!

## Risposte dall'Austria

### Cina: il gigante emergente



Dall'inizio dell'anno, la performance delle azioni cinesi è stata inferiore rispetto a quella delle azioni europee e americane, motivo per cui i clienti mi fanno molte domande sulle prospettive future di Cina e Asia.

Sebbene quest'anno i Paesi industrializzati, in particolare gli Stati Uniti, superino la Cina in termini di crescita economica, il rallentamento del gigante asiatico non è una delusione, ma solo l'attesa normalizzazione seguita alla rapida ripresa dell'anno scorso. L'economia cinese si era già ripresa dal crollo registrato all'inizio dello scorso anno in primavera. Tuttavia, sotto la guida della Cina, nel prossimo decennio il continente asiatico avrà un ruolo economicamente molto più importante rispetto a quello attuale, e questo probabilmente si tradurrà in tassi di crescita costantemente elevati. L'accordo commerciale raggiunto nella Regione l'anno scorso sarà certamente di supporto. Con il RCEP (Regional Comprehensive Economic Partnership), in Asia è di recente nato il più grande organismo commerciale del mondo, senza la partecipazione di Stati Uniti e UE. La zona di libero scambio comprende 15 Stati membri, tra cui la Cina, e quindi oltre 2,2 miliardi di persone, il 30% della popolazione mondiale, che rappresentano il 30% della produzione economica mondiale e il 28% del commercio globale. A prima vista, l'accordo potrebbe non sembrare una grande novità per gli Stati membri. A differenza della maggior parte degli altri accordi commerciali, le barriere tra i partner sono già state ampiamente eliminate. Ad eccezione di Giappone e Cina, e Giappone e Corea del Sud, esistono già diversi accordi commerciali tra tutti i 15 Stati membri. Anche se finora le barriere agli scambi reciproci sono state esigue, i singoli accordi in vigore hanno sempre rappresentato un problema per le esportazioni. Ogni accordo commerciale prevedeva norme burocratiche diverse per ottenere il rispettivo accesso al mercato. L'accordo RCEP riduce in modo sostanziale questo onere e crea i presupposti per un'interdipendenza economica ancora maggiore tra singoli Paesi.

Un'altra argomentazione a favore della Cina e dei mercati emergenti asiatici è sicuramente il graduale aumento del peso negli indici globali di index provider quali MSCI e FTSE. Il motore economico cinese rappresenta già circa un quinto della produzione globale, mentre gli investitori esteri attualmente detengono solo una piccola quota delle azioni (circa il 4%) nei mercati della Cina continentale, a causa di anni di politiche di investimento restrittive. Di conseguenza, è prevedibile che gli investitori puntino sempre più spesso su questa

Oliver Prinz



Co-CIO Bank Austria and  
Schoellerbank (Austria)

classe di investimento e che il mercato azionario cinese acquisisca importanza nel medio termine.

Manteniamo un outlook positivo sui mercati emergenti asiatici, privilegiando strumenti che consentono una buona diversificazione. I mercati emergenti sono diventati una parte importante del portafoglio per molti investitori e continueranno ad acquisire importanza, aumentando il loro peso negli indici globali.

## Risposte dalla Germania

**Recentemente abbiamo sentito molto parlare di bitcoin. Quanto sono interessanti per gli investitori?**



In aprile, i Bitcoin, che rappresentano al momento le criptovalute sicuramente più famose, hanno raggiunto valori superiori ai 60.000 dollari, per poi scendere di nuovo sotto i 35.000 dollari. In generale, quando parliamo di criptovalute ci dobbiamo ricordare che si tratta di strumenti molto volatili e quindi molto rischiosi per gli investitori.

Un rischio elevato significa che gli investitori devono anche aspettarsi un premio elevato per gli investimenti corrispondenti. E a questo punto le cose si complicano. A differenza, ad esempio, delle azioni, delle obbligazioni o anche dell'oro, i Bitcoin non hanno un valore intrinseco, né offrono agli investitori flussi di cassa come i dividendi nel caso delle azioni o gli interessi nel caso delle obbligazioni. Tuttavia, con fluttuazioni di prezzo come quelle viste in passato, Bitcoin & Co. dovrebbero offrire premi di rischio che superano quelli delle azioni. Sembra estremamente incerto che questo possa essere garantito in modo sostenibile. Affinché ciò accada, la domanda di queste criptovalute dovrebbe crescere continuamente e garantire aumenti di prezzo che superano il rendimento totale delle azioni (cioè gli aumenti di prezzo più i dividendi) su base sostenibile a causa dell'alto premio di rischio. Tuttavia, la performance delle azioni in media supera persino la crescita economica nominale. Appare molto discutibile che la domanda di criptovalute possa generare tali tassi di crescita su base continuativa. Questo profilo di rischio sembra quindi essere di scarso interesse per gli investitori con un orizzonte di lungo termine.

Ma anche gli investitori a breve termine dovrebbero essere consapevoli dei rischi. Più del 40% di tutti i Bitcoin, per esempio, sono detenuti da meno dello 0,01% dei conti Bitcoin esistenti. Le attività di questi grandi conti – spesso indicati come “balene” – hanno una notevole influenza sull'andamento dei prezzi a breve termine. Inoltre, i regolatori di tutto il mondo



si sono recentemente concentrati sul mercato delle criptovalute, anche a causa di attività illegali come il riciclaggio di denaro e simili. E anche un altro fattore è importante: gli investitori dovrebbero considerare l'impatto climatico in termini di sostenibilità di questi strumenti. La generazione di nuovi Bitcoin, cioè il solo mining (la ricerca), consuma più energia che l'intera Svezia. Lo stesso discorso vale anche per l'enorme domanda di componenti IT come le schede grafiche, che sono essenziali per le operazioni di calcolo sempre più complesse coinvolte nel mining.

Questa visione critica di Bitcoin non significa, tuttavia, che tutti gli investimenti basati sulla tecnologia blockchain alla base delle criptovalute debbano essere giudicati con simile diffidenza. Al contrario, la tecnologia blockchain ha un grande potenziale di innovazione e probabilmente causerà e accompagnerà cambiamenti dirompenti in molti settori, tra cui quello finanziario. Tuttavia, per essere in grado di prendere decisioni di investimento appropriate, è necessario un grande know-how sull'argomento.

Una blockchain è un tipo di archiviazione dei dati in cui i blocchi di dati si costruiscono l'uno sull'altro e sono crittograficamente protetti. Questo significa che non è più possibile che avvengano manipolazioni inosservate. L'archiviazione decentralizzata dei dati elimina la necessità di un ufficio amministrativo centrale, come è attualmente richiesto per i titoli, per esempio. Il principio della blockchain può essere applicato in molti modi e non è limitato alle criptovalute. Allo stesso modo, il processo può essere utilizzato per la documentazione contrattuale, per la cartolarizzazione generale dei diritti di proprietà, nella logistica e per molti altri scopi.

# 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.