

Monthly Outlook
Luglio/Agosto 2021

Review, recharge and restart

Indice

Review, recharge and restart

Pagina 3

La lettera dei CIO

Pagina 5

Macro & Markets

Pagina 14

In evidenza & Asset Allocation

Pagina 27

Rubriche

La lettera dei CIO

Review, recharge and restart

Il primo semestre dell'anno è ora alle spalle e ci offre una buona occasione per analizzarne l'andamento. Molte speranze che avevamo accarezzato dopo il terribile 2020 si sono avverate negli ultimi mesi. Non vogliamo sembrare troppo euforici e sappiamo che restano molte incertezze, problemi e ferite ancora da guarire. Ma diamo prima uno sguardo agli sviluppi positivi.

La soluzione medica della pandemia a cui tutti aneliamo, nella forma di vaccini disponibili in abbondanza, è sempre più vicina, anche se – grossa nota dolente – in questa prima fase riguarda sostanzialmente le nazioni industrializzate. Mentre a inizio anno nell'Europa continentale prevaleva la delusione per l'avvio a rilento della campagna vaccinale, ora si procede a ritmo sostenuto. Attualmente vengono somministrate dosi di vaccino pari al 5-7% della popolazione alla settimana. A fine giugno era completamente vaccinato circa il 40% della popolazione dell'UE.

Grazie al successo della combinazione di vaccinazioni, tamponi e distanziamento sociale, i tassi di incidenza sono diminuiti in misura significativa in molti Paesi dell'Europa e del Nord America. Le restrizioni sono state ridotte e l'economia ne sta beneficiando. Mentre il prodotto interno lordo dell'Eurozona è leggermente diminuito nel primo quarter, in primavera l'economia ha registrato una consistente ripresa e dovrebbe crescere con forza nel trimestre in corso. I mercati dei capitali hanno festeggiato questo andamento mettendo a segno un forte rialzo. Nel primo semestre 2021 i principali indici azionari in Europa e negli Stati Uniti hanno guadagnato il 15% circa. Per un lungo periodo le azioni europee hanno fatto meglio di quelle statunitensi, una situazione che non si verificava da tempo. Tuttavia, con la ripresa dell'economia anche l'inflazione è risalita, spinta da effetti di recupero e di base, ma anche a causa di strozzature riguardanti l'offerta. I banchieri centrali ritengono, però, che questi effetti spingeranno solo temporaneamente al rialzo l'inflazione, che gradualmente tornerà alla normalità. Anche se condividiamo questa convinzione, la conferma deve ancora arrivare.

Come già accennato, del resto, ci sono ancora alcune nubi all'orizzonte. La domanda principale è: come si svilupperà la pandemia? E in che misura i vaccini approvati sono efficaci contro le varianti del virus? La disponibilità dei cittadini a vaccinarsi è sufficientemente elevata da portare quanto prima all'immunità di gregge? Potrebbero emergere varianti ancora più aggressive e tali da mettere in pericolo i successi fin qui ottenuti? Non conosciamo le risposte a queste domande, ma siamo convinti che i tre fattori citati sopra – vaccinazioni, tamponi e, ove

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)

necessario, distanziamento – siano il metodo giusto per tenere sotto controllo la pandemia. E, anche nel caso di uno scenario meno favorevole, sappiamo che le risorse e le misure a nostra disposizione saranno sufficienti per far fronte a ulteriori sfide. Sono già in corso i lavori per modificare i vaccini e siamo convinti che la scienza offrirà la risposta alle sfide che si presenteranno.

Nei mercati azionari la maggior parte del rally post-pandemia è probabilmente già alle spalle, ma questo non vuol dire che la ripresa sia finita. Normalizzazione significa anche che i problemi e le sfide che esistevano prima della pandemia, e che in questa fase sono stati messi in secondo piano, torneranno sui radar degli investitori. Il cambiamento climatico è uno dei più importanti. Ma anche su questo fronte siamo convinti che le risposte ai problemi e ai rischi ad esso associati rappresentino più che altro un'opportunità per l'economia europea. Come avvenuto per la pandemia, scienza, innovazione e, soprattutto, investimenti mirati costituiranno una parte importante della soluzione. E innovazione e investimenti significano più crescita e prospettive anche per dipendenti e aziende.

Per questo motivo, preferiamo le azioni ai titoli a reddito fisso e, tra le prime, ci concentriamo in particolare su quelle europee. Il nostro approccio, che a livello di fondamentali è orientato alla selezione di singoli titoli, con particolare enfasi sulla qualità e sulla stabilità delle aziende, ha dimostrato il suo valore durante la crisi. In una prima fase ci siamo concentrati su settori difensivi, in particolare Healthcare e IT. Nella ripresa stanno venendo alla ribalta i settori ciclici, che possono beneficiare maggiormente della crescita. Siamo inoltre particolarmente soddisfatti della performance delle nostre strategie di investimento sostenibile. Hanno nuovamente dimostrato che considerare i cosiddetti criteri ESG (ambientali, sociali e di governance) non compromette le prospettive di successo degli investimenti, ma al contrario può anche aumentarle. Le aziende europee hanno svolto un ruolo chiave nello sviluppo dei vaccini. Questo sottolinea la competitività e la forza di innovazione dell'economia di questa regione. Ecco perché non guardiamo con paura alle sfide future.

Macro & Markets

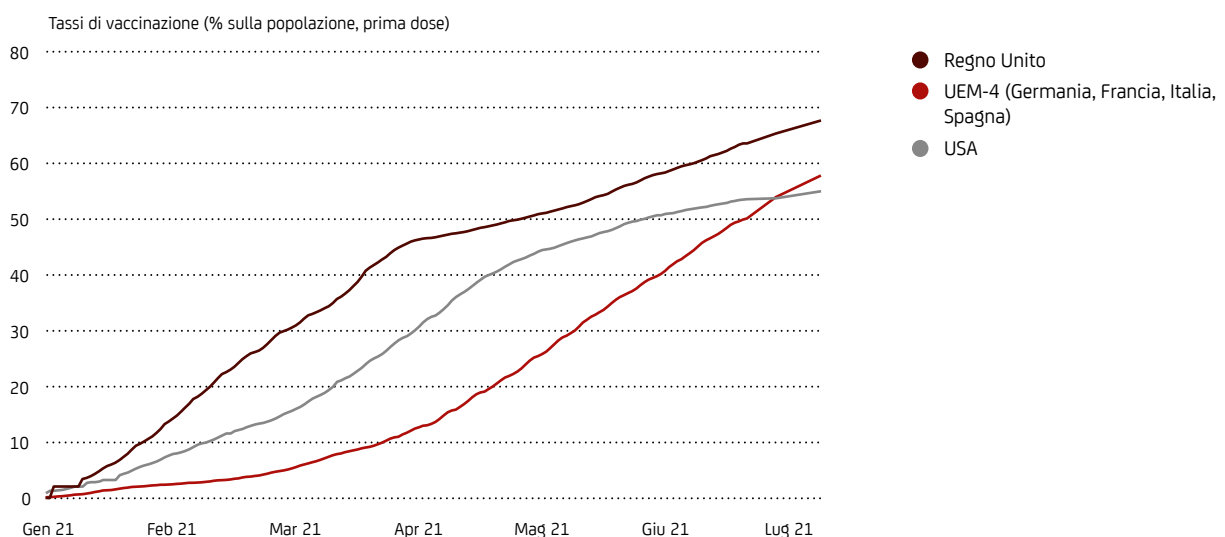
Verso un ritorno alla normalità

Il successo delle vaccinazioni fa ben sperare

Il Covid ha tenuto in scacco il mondo per un anno e mezzo. Ogni ondata del virus non solo ha fatto soffrire milioni di persone, ma ha anche mandato in crisi le economie, perché fino a poco tempo fa il numero dei contagi poteva essere arginato solo con rigidi lockdown e restrizioni alla mobilità. A ogni punto di minimo, tuttavia, i motori dell'economia si sono riavviati. La domanda repressa, sommata a massicci stimoli di politica monetaria e fiscale, ha alimentato un rapido processo di ripresa, prima che l'allentamento delle restrizioni e le temperature più fredde facessero risalire i numeri dei contagi.

Se nella prima ondata le attività economiche si sono fermate in modo pressoché generalizzato, successivamente a essere colpito è stato solo il settore dei servizi.

1. IL RITMO VELOCE DELLE VACCINAZIONI IN EUROPA



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

Questo andamento altalenante è stato più marcato in Europa, che ha già dovuto far fronte a tre ondate di Covid e a una doppia recessione (double dip). Tuttavia, sembra che almeno questa altalena economica stia volgendo al termine, poiché la correlazione, inizialmente stretta, tra contagi, lockdown e crescita economica è sensibilmente diminuita e dovrebbe interrompersi definitivamente in autunno, soprattutto grazie al rapido progresso delle vaccinazioni. In termini di prime dosi di vaccini, l'Eurozona ha di recente superato gli Stati Uniti (cfr. Grafico 1). Se si analizza il ritmo delle ultime settimane, l'immunità di gregge potrebbe essere raggiunta prima dell'inverno, con circa l'80% della popolazione completamente vaccinata.

Ma questo non è ancora sufficiente per poter dare il "liberi tutti". In effetti, la strada per l'immunità di gregge rimane accidentata. La rapida diffusione della variante Delta, che si è rivelata estremamente contagiosa, evidenzia il rischio di una risalita dei contagi. Nel contempo la disponibilità a vaccinarsi potrebbe ridursi. Persino l'immunità di gregge non significherà la fine del Covid (anche se porrà termine alla pandemia). Analogamente all'influenza stagionale, è probabile che avremo ondate di Covid ricorrenti, specialmente durante i mesi invernali, e la quarta è già prevedibile.

Tuttavia, grazie alle vaccinazioni (richiami) dovrebbe essere possibile tenere sotto controllo i numeri dei contagi, che, soprattutto, non dovrebbero più mettere in pericolo i nostri sistemi sanitari e, a cascata, rendere necessari nuovi lockdown ad ampio raggio. L'andamento nel Regno Unito fa ben sperare. Oltremania i tassi di contagio sono di nuovo in forte crescita, ma il numero delle ospedalizzazioni e dei decessi sta aumentando di poco, anche se, pur con un buon 50% di persone completamente vaccinate, l'immunità di gregge non è stata ancora raggiunta. La fine della pandemia in Europa e nel Nord America si sta quindi avvicinando, purché non emergano mutazioni resistenti agli attuali vaccini. Si tratta, ad ogni modo, solo di un rischio e non è il nostro scenario di base.

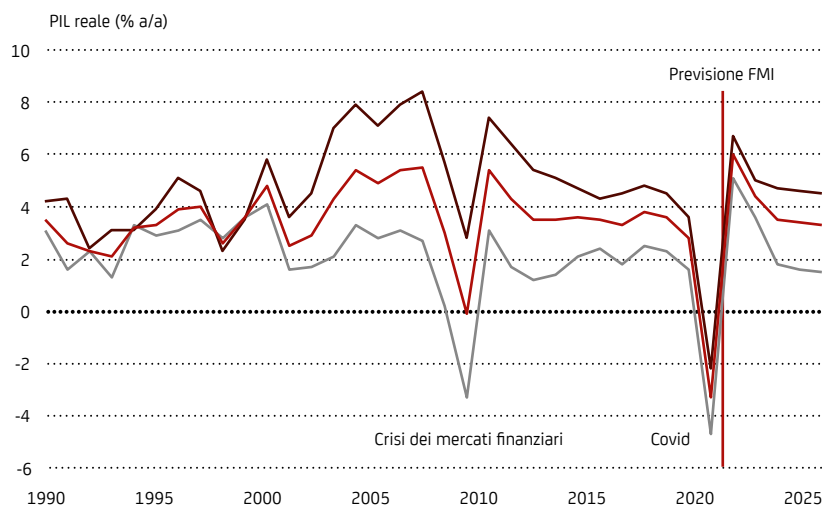
Anche sul piano economico la prospettiva dell'immunità di gregge entro l'inverno è una notizia positiva. Probabilmente la ripresa dell'economia globale avviata nel primo semestre dell'anno non soltanto accelererà ma, soprattutto, diventerà più regolare. È improbabile invece che si verifichi nuovamente una battuta d'arresto come l'anno scorso, quando l'impennata della crescita estiva si interruppe bruscamente in autunno. Il PIL reale a livello mondiale continuerà a crescere a un tasso superiore alla media nei prossimi anni, anche se i tassi dovrebbero gradualmente appiattirsi e riportarsi sul loro percorso potenziale (normalizzazione, cfr. Grafico 2). Ma procediamo un passo alla volta!

Tuttavia, quanto più una mutazione virale è contagiosa, tanto più alta diventa la percentuale di persone vaccinate necessaria per raggiungere l'immunità di gregge.

In Asia e in America Latina servirà più tempo per arrivare all'immunità di gregge. In queste regioni la campagna di vaccinazione procede molto a rilento. Inoltre, a causa delle mutazioni e dei fattori stagionali (nell'emisfero meridionale è inverno), il numero di contagi è nel frattempo risalito in misura consistente.

Ci aspettiamo che l'inflazione mostri un andamento analogo a quella della crescita.

2. LA CRESCITA GLOBALE SI RIPORTERÀ SUL PERCORSO TENDENZIALE NEL MEDIO TERMINE



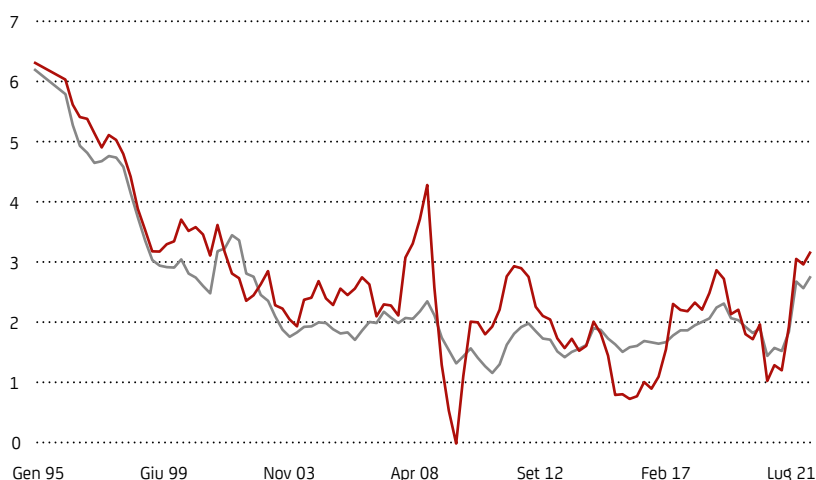
Fonte: Refinitiv Datastream, FMI, UniCredit Wealth Management

Crescita globale: risalita nel primo semestre 2021...

Dopo un avvio accidentato, l'economia globale si è ripresa in misura consistente nel primo semestre, anche se i contagi a livello mondiale hanno raggiunto il picco solo ad aprile. Con un incremento annualizzato del 4,5%, nei primi sei mesi il PIL globale è probabilmente cresciuto di oltre un punto percentuale al di sopra della media di lungo periodo, significativamente più di quanto inizialmente previsto. Tuttavia, anche l'inflazione ha sorpreso al rialzo. La crescita della domanda, unita al forte aumento dei prezzi delle materie prime e dei costi di trasporto, nonché a strozzature nell'offerta di importanti beni intermedi (ad es. semiconduttori), ha spinto rapidamente al rialzo l'inflazione globale, che ha raggiunto il livello più alto da svariati decenni (cfr. Grafico 3). Lo stesso vale anche per l'inflazione di base (core), ovvero al netto delle componenti volatili di energia e prodotti alimentari.

I dati ufficiali non sono ancora disponibili. Le cifre sulla crescita del PIL del secondo trimestre non saranno pubblicate prima della fine di luglio. Tuttavia, i dati economici puntuali consentono prime proiezioni (nowcast).

3. L'INFLAZIONE DI BASE SALE AL LIVELLO PIÙ ALTO DA QUASI 20 ANNI

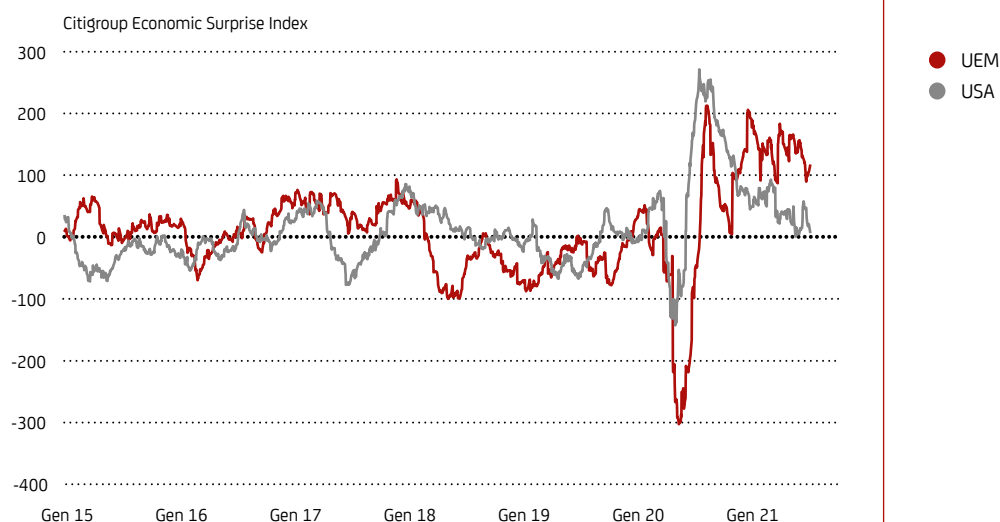


Fonte: Refinitiv Datastream, OCSE, UniCredit Wealth Management

Nel primo semestre la ripresa economica è stata però molto disomogenea tra le regioni, principalmente per effetto della portata differente degli stimoli di politica economica e dei ritmi diversi di vaccinazione. I programmi fiscali per migliaia di miliardi di dollari (alcuni dei quali annunciati da poco) hanno fatto volare l'economia statunitense in primavera, con una crescita annualizzata di poco inferiore al 10%. Gli Stati Uniti hanno così superato la Cina come campione di crescita globale, malgrado il potenziale di crescita di quest'ultima sia molto più elevato (5,5% contro 1,75%). Il ritiro degli stimoli di politica fiscale e creditizia ha infatti portato l'economia cinese a crescere al di sotto del potenziale, anche se temporaneamente. Anche l'assenza della terza ondata di Covid e l'iniziale rapido avanzamento delle vaccinazioni hanno contribuito alla performance superiore degli Stati Uniti nel primo semestre 2021.

Per contro, a causa della pandemia l'UEM è scivolata in una doppia recessione a cavallo dell'anno, per poi riuscire a riprendere slancio solo nel corso della primavera, ma questa volta con decisione. La nostra iniziale previsione di una crescita annualizzata del +5% nel secondo trimestre potrebbe presto rivelarsi troppo prudente. I dati economici continuano a sorprendere al rialzo (cfr. Grafico 4).

4. L'UEM CONTINUA A SORPRENDERE IN POSITIVO



Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Recentemente Asia e America Latina sono stati gli anelli più deboli dell'economia globale. Crescita dei contagi e nuovi lockdown, lentezza delle vaccinazioni, restrizioni di viaggio, nonché il limitato potenziale delle contromisure di politica economica – alcune valute più deboli hanno già costretto le rispettive banche centrali ad alzare i tassi di interesse di riferimento – hanno riportato le loro economie nella morsa del virus. Nel secondo trimestre 2021 la crescita economica dei mercati emergenti è probabilmente rimasta stagnante, e persino notevolmente diminuita se si esclude la Cina.

... seguita da un'accelerazione nel secondo semestre

In un orizzonte di breve termine, la debole crescita nei mercati emergenti potrebbe protrarsi. Tuttavia, ci sono segnali che indicano una prossima ripresa.

Nei primi tre mesi del suo mandato il presidente degli Stati Uniti Biden ha lanciato programmi fiscali per un importo di 6.000 miliardi di dollari (Rescue Plan, Jobs Plan e Families Plan), che si aggiungono ai 900 miliardi di dollari varati lo scorso dicembre da Trump. Sebbene gli interventi siano spalmati su diversi anni, hanno comunque già notevoli effetti sia in termini di stimolo che a livello di annuncio.

India, Argentina, Perù, Colombia, Malaysia e Singapore sono i Paesi che sono stati colpiti più duramente. Il PIL reale dovrebbe essere diminuito del 5%-25% annualizzato nel secondo trimestre 2021.

Le loro economie dovrebbero rafforzarsi gradualmente nel corso del secondo semestre 2021 (effetti di base e di recupero). La regione sta inoltre beneficiando della crescita della domanda di materie prime, beni intermedi e tecnologici nei Paesi industrializzati.

Ci aspettiamo, comunque, che la spinta più forte si registrerà in Europa. L'Unione Europea ha iniziato il secondo semestre con notevole slancio. Tassi di vaccinazione in crescita, un ulteriore allentamento delle restrizioni e l'aumento degli indici di mobilità ci portano a prevedere un'accelerazione della crescita reale nel trimestre in corso. Difficilmente la fiducia dei consumatori e delle imprese potrebbe essere maggiore. Gli indicatori non solo hanno superato i loro livelli pre-Covid, ma di recente hanno anche raggiunto nuovi massimi ciclici (cfr. Grafici 5).

5. FIDUCIA ALLE STELLE IN EUROPA

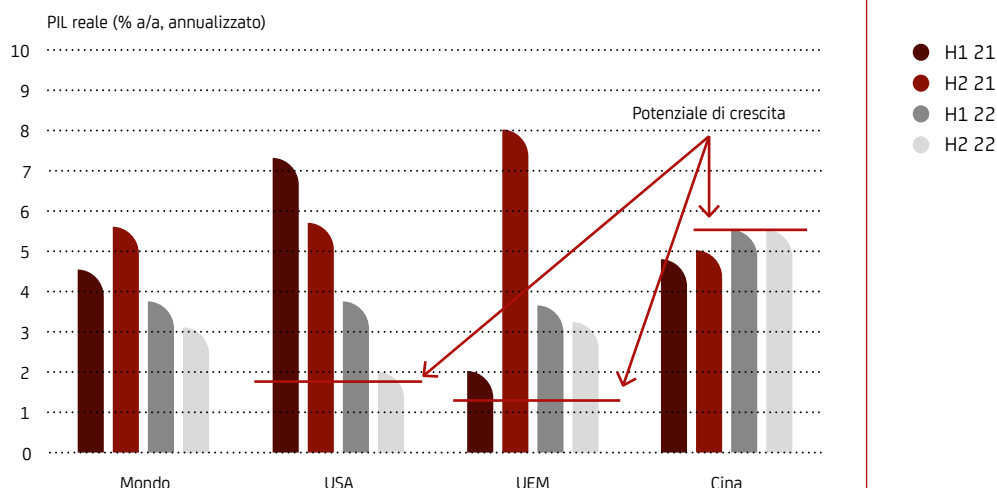


Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

I consumi privati diventeranno la locomotiva dell'economia. La prospettiva dell'immunità di gregge e la riapertura dei settori dei servizi e del commercio al dettaglio, così duramente colpiti dal Covid, dovrebbero consentire alla domanda repressa dei consumatori di liberarsi nel corso dell'estate. Se il tasso di risparmio si normalizzerà nella seconda metà dell'anno, come previsto dall'OCSE, solo per questo si genereranno consumi privati aggiuntivi pari al 5% del PIL trimestrale. Alla forte domanda dei consumatori si affiancherà un aumento degli investimenti e dell'attività di esportazione. Questo è, quanto meno, il messaggio che arriva dai corrispondenti indicatori anticipatori, ad es. quelli sulla fiducia o i dati dei nuovi ordini.

Non c'è da stupirsi, quindi, che nelle ultime settimane le aspettative di crescita per l'Eurozona siano state riviste al rialzo. Diversi analisti ora prevedono una crescita annualizzata a due cifre per il PIL del terzo trimestre. E poiché è probabile che lo slancio sottostante aumenti o, come minimo, resti elevato, oltre gli effetti di base, il PIL dell'UEM dovrebbe poter crescere complessivamente dell'8% circa nella seconda metà dell'anno. L'Eurozona assumerà, quindi, la leadership della crescita globale (cfr. Grafico 6) e dovrebbe superare gli Stati Uniti anche l'anno prossimo. Di conseguenza, i relativi divari rispetto alle previsioni pre-Covid dovrebbero chiudersi più rapidamente di quanto previsto in precedenza.

6. L'EUROZONA SUPERERÀ GLI STATI UNITI



Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Una graduale normalizzazione nel prossimo anno

Naturalmente le dinamiche di crescita sono sempre trainate da effetti di base. Quanto più si sprofonda in una crisi, tanto maggiore potrà essere la ripresa per uscirne. Inoltre, il rallentamento del ritmo di espansione negli Stati Uniti non si può certo considerare una delusione. In primo luogo la crescita del PIL dovrebbe rimanere al di sopra del potenziale fino alla fine del prossimo anno. La forza sottostante dell'economia statunitense è indubbia. Lo conferma l'intero spettro degli indicatori economici: dagli indici anticipatori e sulla fiducia agli indici coincidenti, quali produzione e vendite al dettaglio, fino ai dati ritardati (lagging indicators) relativi al mercato del lavoro. Tutti puntano chiaramente verso l'alto, al di là di battute d'arresto legate alle tempistiche ("troppo in alto, troppo presto"), e hanno perlopiù superato i rispettivi livelli pre-Covid o addirittura segnato nuovi massimi ciclici.

All'inizio della primavera il tasso di risparmio in Germania era pari al 20%. Secondo l'OCSE, dovrebbe scendere a poco più del 12% entro la fine del 2021. La media a lungo termine è di poco inferiore all'11%.

Il livello pre-pandemico statico del PIL potrebbe essere raggiunto già a cavallo dell'anno, mentre il percorso potenziale pre-pandemico (dinamico) dovrebbe essere raggiunto entro la fine del 2022.

Tuttavia, questa valutazione si applica solo se la crisi è conseguente a uno shock esterno, ad esempio un disastro naturale o una pandemia. Se, invece, una recessione è il risultato di rigidità strutturali accumulate, l'esperienza mostra che la ripresa che segue la recessione non solo è più debole ma anche più prolungata.

In secondo luogo, il rallentamento dell'economia statunitense è semplicemente un segnale di inizio di una salutare normalizzazione dopo il forte processo di recupero che l'ha preceduta, in quanto gli effetti di base stanno venendo meno e l'impatto degli impulsi di politica economica è in graduale diminuzione. Inoltre, l'economia statunitense è in anticipo rispetto a quella europea. Dall'altra parte dell'Atlantico il divario del PIL è già stato colmato in primavera e il percorso di crescita tendenziale sottostante del PIL statunitense dovrebbe essere nuovamente raggiunto verso la fine dell'anno. Quanto si sta verificando ora negli Stati Uniti (e in Cina è già avvenuto), ovvero il graduale ritorno al potenziale, si verificherà probabilmente con uno sfasamento temporale anche in Europa e nei mercati emergenti. Dopo due anni di forti oscillazioni, il 2022 dovrebbe segnare l'inizio della normalizzazione in termini economici.

Quali sono, tuttavia, i rischi per le nostre previsioni economiche globali abbastanza ottimistiche? Nel breve termine a offuscare il quadro potrebbero essere eventuali mutazioni del virus. Con ogni vaccinazione, però, i rischi al ribasso diminuiranno. Le pressioni potrebbero derivare anche dal protrarsi di strozzature a livello dell'offerta per prodotti primari come i semiconduttori. Se, d'altra parte, la domanda repressa dei consumatori si scaricherà con rapidità e violenza superiori alle attese, lo scatto di crescita durante l'estate potrebbe essere ancora più forte.

Politica monetaria e fiscale: da venti favorevoli a venti contrari?

E oltre il breve termine? Alla luce del rapido aumento dell'inflazione e del debito pubblico, esiste la minaccia di un forte vento contrario monetario e fiscale a partire dal prossimo anno, che potrebbe rallentare o addirittura arrestare la ripresa economica globale? La nostra risposta è no, non ci aspettiamo che ciò accada. Per il 2022 non si può che prevedere l'avvio della normalizzazione della politica economica.

Perché no? Per prima cosa, il rapido aumento dell'inflazione dovrebbe rivelarsi transitorio e gli aumenti dei prezzi dovrebbero gradualmente allinearsi o restare inferiori agli obiettivi delle banche centrali, dopo che la domanda repressa sarà stata smaltita, il rialzo dei costi delle materie prime e dei trasporti sarà uscito dal calcolo dei tassi su base annua e le strozzature sul fronte dell'offerta saranno state eliminate. Non ci sono nemmeno segnali di una spirale salari-prezzi. Le banche centrali possono quindi osservare le attuali pressioni sui prezzi senza particolari timori, tanto più che le aspettative di inflazione a medio termine degli operatori di mercato sembrano saldamente ancorate (cfr. Grafico 7).

Le banche centrali devono comunque mettere a punto ora la loro strategia di uscita, poiché la necessità di una politica monetaria ultra-espansiva verrà gradualmente meno a partire dal prossimo anno. Come spesso accade, dovrebbe essere la Fed a dare il la, iniziando a ridurre gli acquisti di titoli (tapering) a cavallo dell'anno. È probabile che anche la BCE riduca il suo programma di acquisti per la pandemia, anche se non prima del prossimo anno.

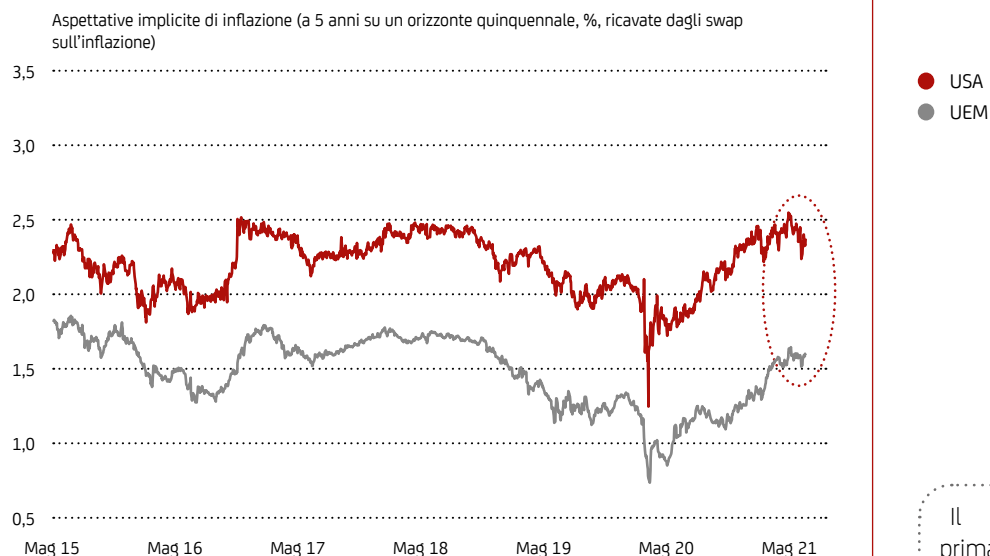
A giugno sono stati creati 850.000 nuovi posti di lavoro. Si tratta dell'aumento mensile più forte dall'agosto dello scorso anno.

La produzione industriale e di auto della Germania, entrambe piuttosto deboli fino a poco tempo fa (rispettivamente -0,3% e -7,2% m/m), risentono ancora della carenza di semiconduttori e di altri beni intermedi.

I nostri colleghi di UniCredit Research prevedono che l'inflazione dei prezzi al consumo a livello UEM raggiunga un picco del 2,75% verso la fine dell'anno, per poi ridiscendere nel 2022 al di sotto del nuovo obiettivo del 2% della BCE. Negli Stati Uniti, invece, lo Zenit sembra essere già stato raggiunto (anche se ad un elevato livello del 5%). Verso la fine del 2022, l'inflazione dovrebbe avvicinarsi di nuovo al target del 2%.

Il tapering della BCE dovrebbe essere inizialmente meno pronunciato di quello della Fed. Del resto, servirà ancora tempo prima che tutti i Paesi abbiano colmato i divari dovuti al Covid. Anche la prevista discesa dell'inflazione al di sotto dell'obiettivo del 2% della BCE depone a favore di un tapering complessivamente prudente.

7. ASPETTATIVE DI INFLAZIONE DEGLI INVESTITORI BEN ANCORATE



Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Il tapering non dovrebbe avere un impatto duraturo sul contesto finanziario, ovvero rendimenti, curve e spread, perché già largamente prezzato. Lo stesso dicasi anche per la prima fase del ciclo di rialzo dei tassi, che non dovrebbe iniziare prima della metà del 2023. In ogni caso, l'ultimo ciclo della Fed non ha in realtà fatto salire l'indicatore delle condizioni finanziarie statunitensi (cfr. Grafico 8). Ci vorranno quindi anni prima che la politica monetaria (USA) diventi restrittiva in maniera sostenibile.

Il taper tantrum della primavera 2013 è stato una reazione di panico collettivo (tantrum) che ha fatto seguito all'annuncio della Fed dell'intenzione di ridurre i suoi acquisti di titoli. I rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni registrarono un forte rialzo. Allo stesso tempo, la curva dei rendimenti diventò più ripida. I mercati obbligazionari riuscirono comunque a recuperare ancora prima dell'avvio del programma di tapering.

8. LA STRADA PER UNA POLITICA MONETARIA STATUNITENSE DAVVERO RESTRITTIVA È ANCORA LUNGA



Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Lo stesso per quanto riguarda la politica fiscale. Gli imponenti pacchetti fiscali hanno evitato una recessione da Covid ancora più pesante e hanno stimolato una ripresa rapida, anche se molto volatile. Se gli stimoli saranno ridimensionati, ne conseguirà ovviamente un freno alla crescita (fiscal drag). Se il ridimensionamento fosse accelerato e aggressivo (aumenti delle imposte e/o tagli alla spesa), la ripresa potrebbe addirittura interrompersi. Un esempio in questo senso è la politica di austerità in funzione del debito applicata nel biennio 2010/11 nell'Eurozona. Ma questa situazione stavolta non dovrebbe ripresentarsi per i seguenti motivi:

1. La maggior parte dei programmi fiscali è dilazionata nel tempo, con alcune spese anche nell'arco di oltre dieci anni. Questo vale soprattutto per gli Stati Uniti, ma anche per i programmi UE (Recovery Fund, piano finanziario pluriennale) e, in parte, per i pacchetti di aiuti nazionali.
2. Il ridimensionamento delle politiche fiscali sarà quindi probabilmente contenuto e non è prevedibile uno spostamento diretto verso una politica veramente restrittiva. Il Covid ha sottolineato la necessità di una risposta di politica monetaria e fiscale coordinata e rapida. L'Europa, in particolare la Germania, è stata pesantemente criticata per il suo dogmatico orientamento all'austerità anche in precedenza. Nel frattempo è subentrato un cambio di rotta. L'introduzione di una politica fiscale comune e l'atteso orientamento verso gli investimenti pubblici fanno ben sperare. Il Patto di stabilità e crescita dovrebbe essere gestito con maggiore flessibilità.
3. La necessità di un consolidamento del bilancio dovrebbe essere dettata non tanto dal livello del debito quanto in funzione degli oneri per interessi. Questi ultimi rimarranno estremamente bassi nei prossimi anni. Gli investimenti pubblici possono attualmente venire finanziati (quasi) a costo zero. I rapporti debito/ servizio del debito possono persino diminuire grazie agli stimoli alla crescita.
4. In termini macroeconomici, è probabile che un tapering fiscale (e anche monetario) contenuto venga compensato da una crescita sottostante più forte. Inoltre, è possibile che grazie alla recente assegnazione di fondi pubblici a digitalizzazione, tecnologie future, infrastrutture e cambiamento climatico, la crescita potenziale andrà aumentando lungo il percorso.
5. Non bisogna sopravvalutare i moltiplicatori fiscali. Così come i massicci trasferimenti di denaro nel 2020/21 non sono stati interamente efficaci ai fini della crescita, poiché in parte sono stati accumulati come risparmi, anche l'effetto frenante del tapering fiscale sul processo di riduzione dei risparmi potrebbe risultare minore.

Ci sono quindi motivi sufficienti per affermare che la situazione economica nel suo complesso dovrebbe essere sufficientemente solida nei prossimi anni per far fronte a una moderata riduzione degli stimoli fiscali e monetari senza significative ripercussioni. Di conseguenza, la ripresa proseguirà anche quando i tassi di crescita si normalizzeranno. Questa è una buona notizia dopo quasi due anni di crisi e di enormi oscillazioni della crescita economica.

Nel 2010/11, poco dopo che l'economia globale era uscita dalla crisi dei mercati finanziari, l'Europa strinse notevolmente le redini fiscali. A fine 2011 l'Eurozona tornò in recessione (crisi del debito sovrano). La dogmatica politica di austerità contribuì anche all'insolita debolezza della fase di ripresa nel 2012-18.

Una politica fiscale strutturale è pertanto considerata anticiclica. Storicamente, la spinta fiscale è stata quindi correlata negativamente alla crescita sottostante.

Se il fiscal drag è inferiore ai moltiplicatori illustrati nei manuali, la crescita sottostante è proporzionalmente più alta. Solo la crescita economica complessiva si può misurare.

In evidenza & Asset Allocation

Analisi del primo semestre e prospettive

In questa sezione unificata “In evidenza & Asset Allocation” riepilogheremo in dettaglio l'andamento delle varie classi di investimento con un'anteprima delle prospettive future e una breve sintesi della nostra posizione attuale per tutte le asset class.

Mercati azionari: Forti

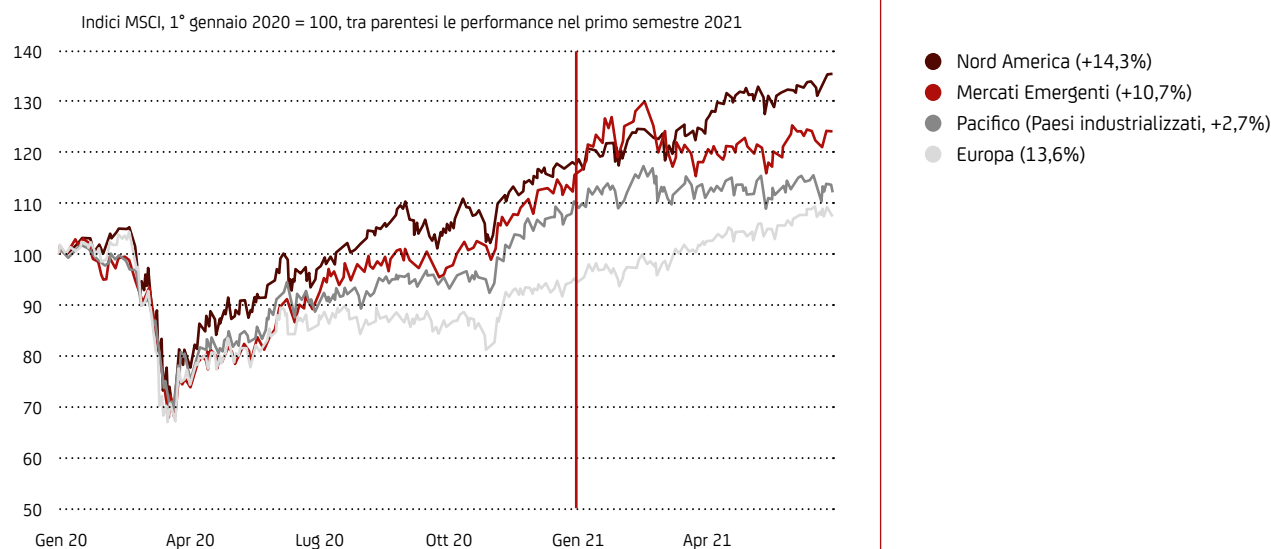
Analisi: Un ottimo primo semestre 2021

Nella seconda metà del 2020 i mercati azionari europei hanno registrato guadagni più contenuti rispetto al resto del mondo. Il primo semestre 2021, invece, è stato caratterizzato da un rally sostenuto in Europa (si veda il Grafico 9). Per qualche tempo il Vecchio Continente ha addirittura superato gli Stati Uniti, anche se alla fine del secondo trimestre i mercati sull'altra sponda dell'Atlantico si sono ripresi con forza, arrivando a sovraperformare di misura gli indici europei. Al 30 giugno le azioni nordamericane segnavano una crescita semestrale cumulativa pari al 14,3%, seguite da vicino da quelle europee con il 13,6% (indici MSCI). I mercati emergenti sono rimasti nettamente indietro, frenati soprattutto dalla debolezza delle azioni cinesi (solo +1,2% nel primo semestre). A livello di regioni, la performance più debole è stata quella dell'area del Pacifico con +2,7%.

Nel primo semestre 2021 la ripresa è stata dunque alimentata soprattutto dai mercati azionari dei Paesi industrializzati occidentali, mentre i mercati emergenti insieme all'Asia Pacifico hanno segnato il passo dopo il brillante 2020. Da un lato, questo andamento si spiega con il fatto che la Cina è molto più avanti in termini di normalizzazione post-Covid (“first-in, first out”) e i problemi strutturali che già influenzavano i mercati prima della pandemia stanno pertanto avendo un impatto maggiore. Tra di essi, per esempio, l'elevato indebitamento delle imprese e delle amministrazioni locali, ma anche il confronto sempre più teso con l'Occidente. D'altro canto, la situazione dei contagi Covid si è aggravata in India, oltre che in altri Paesi, rendendo necessario un duro lockdown con pesanti ripercussioni su economia e mercati. Il rialzo dei prezzi delle materie prime sta peraltro influenzando i mercati emergenti in misura diversa. Da un lato, i produttori di materie prime beneficiano del boom, mentre dall'altro Paesi come la Cina hanno dovuto gestire aumenti di prezzo dei prodotti di base, che non sempre hanno potuto essere trasferiti ai clienti.

L'indice MSCI per l'area Pacifico fa riferimento soltanto ai Paesi industrializzati della Regione.

9. I MERCATI AZIONARI AI TEMPI DEL COVID

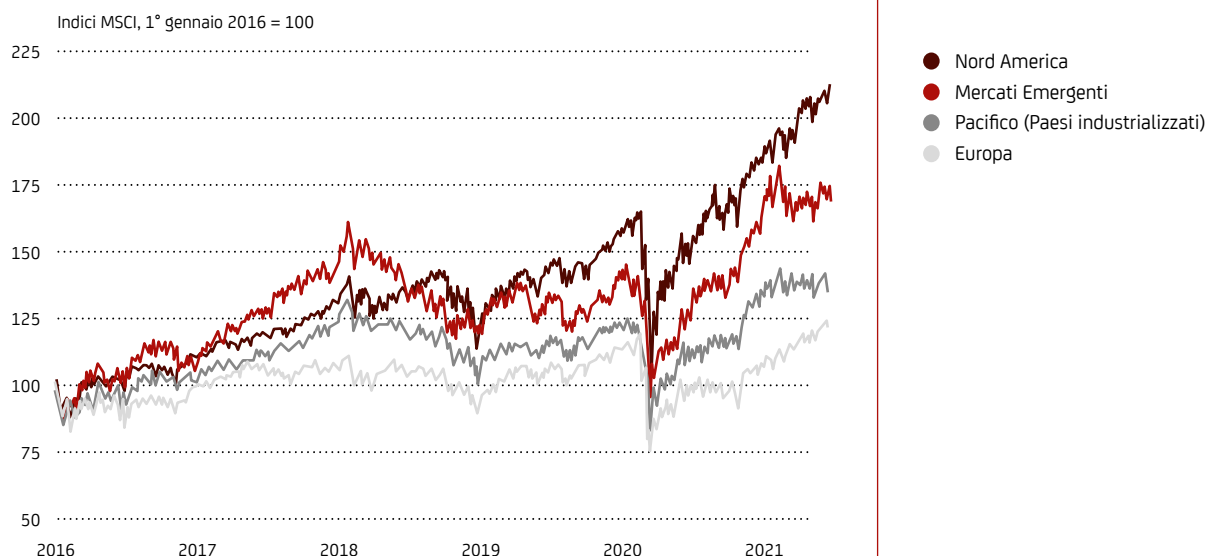


Nota: Performance passate e previsioni non sono un indicatore affidabile dell'andamento futuro. Gli indici non possono essere acquistati e quindi non includono alcun costo. Quando si investe in titoli, si sostengono costi che ne riducono la performance.

Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management. Dati al 30 giugno 2021.

Anche se le azioni europee hanno chiuso il primo semestre 2021 pressoché alla pari con il Nord America, facendo quindi meglio dei Mercati emergenti e dell'area del Pacifico, il Vecchio Continente continua a rimanere indietro rispetto alle altre regioni in una prospettiva a lungo termine – in qualche caso, in misura significativa (si veda il Grafico 10). Per esempio, se si considerano gli indici MSCI, le azioni europee si sono mosse poco più che lateralmente tra il 2016 e il 2020. Il rally è iniziato solo nell'autunno del 2020 ed è durato fino a metà 2021, portando gli indici azionari a nuovi massimi. Per contro, nello stesso periodo le corrispondenti azioni nordamericane sono raddoppiate di valore. L'indice dei mercati emergenti è leggermente indietro rispetto al suo omologo nordamericano. Tuttavia, il divario tra Europa e regione Pacifico (Paesi industrializzati) si è ridotto nel primo semestre del 2021.

10. MERCATI AZIONARI IN UN CONFRONTO A LUNGO TERMINE



Nota: Performance passate e previsioni non sono un indicatore affidabile dell'andamento futuro. Gli indici non possono essere acquistati e quindi non includono alcun costo. Quando si investe in titoli, si sostengono costi che ne riducono la performance.

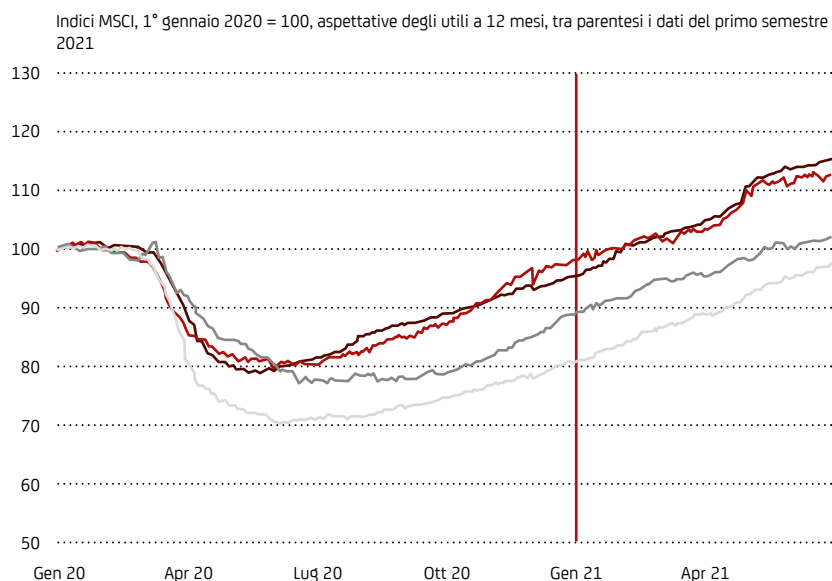
Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management. Dati al 30 giugno 2021.

Prospettive: la ripresa economica globale supporta i mercati azionari

I mercati azionari ricalcano tendenzialmente l'andamento delle aspettative degli utili. Questa tendenza si rileva molto chiaramente nel relativo andamento durante la crisi del Covid. In Europa, nel primo semestre del 2020 le aspettative di utile sono crollate in misura molto più marcata rispetto, ad esempio, al Nord America o ai mercati emergenti (si veda il Grafico 11). Nella regione del Pacifico, d'altra parte, le correzioni negative all'apice della crisi sono state di entità simile a quelle del Nord America, ma la ripresa successiva è stata a lungo molto più modesta. Nell'anno in corso le aspettative degli utili in Europa e nel Nord America, +20,8% per entrambe le regioni, sono aumentate in misura molto più decisa rispetto, ad esempio, ai Mercati Emergenti (primo semestre: +14,6%) o alla regione Pacifico (+14,2%).

Nell'analisi dei mercati dei capitali a tal fine si utilizzano spesso le stime continue (rolling forecast) degli utili a 12 mesi, che si basano sulla media delle previsioni di molti analisti del comparto azionario (stime di consensus)

11. LE ASPETTATIVE DEGLI UTILI DETERMINANO LA PERFORMANCE DEL MERCATO AZIONARIO



Nota: Performance passate e previsioni non sono un indicatore affidabile dell'andamento futuro. Gli indici non possono essere acquistati e quindi non includono alcun costo. Quando si investe in titoli, si sostengono costi che ne riducono la performance.

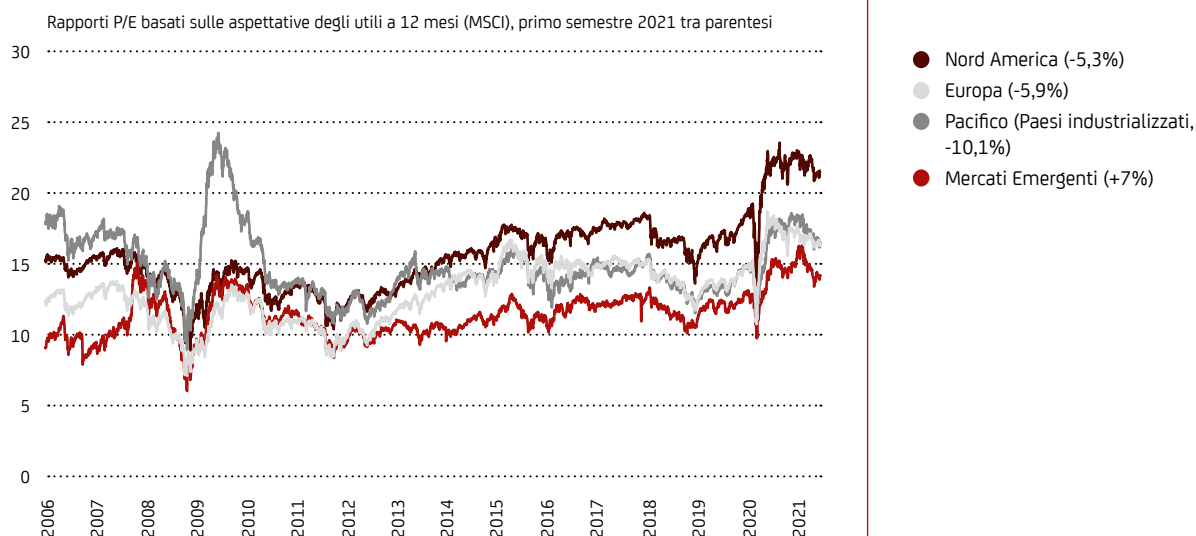
Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management. Dati al 30 giugno 2021.

A questo proposito si rileva un'altra correlazione interessante. Nel 2020 la performance delle azioni ha superato in tutte le regioni la ripresa delle aspettative degli utili. Ne consegue che le valutazioni, ovvero il rapporto prezzo/utili (P/E), erano più elevate alla fine dell'anno scorso rispetto all'inizio del 2020. Questo trend si è invertito nel primo semestre del 2021. Gli indici azionari sono saliti in misura inferiore rispetto alle aspettative degli utili. Di conseguenza, le valutazioni sono diminuite (si veda il Grafico 12).

Un semplice calcolo esemplificativo dimostra la relazione. Il rapporto prezzo/utili si calcola dividendo il prezzo di un titolo azionario per l'utile per azione (previsto). Il rapporto prezzo/utili indica quindi il multiplo dell'utile annuo (previsto) che un investitore paga per un'azione. Se, per esempio, il prezzo dell'azione sale del 15% ma l'utile previsto aumenta del 20%, il rapporto P/E diminuisce nella misura di $(1+0,15)/(1+0,20) = 0,958$. Al contrario, un rapporto P/E costante significa che il prezzo delle azioni si muove in linea con gli utili (previsti).

Alla fine dell'anno il rapporto prezzo/utili dell'MSCI Europe era 17,1, rispetto al 14,7 di un anno prima. I dati corrispondenti dell'indice nordamericano erano rispettivamente 22,6 e 18,6.

12. IL RAPPORTO PREZZO/UTILI (P/E) È ORA TORNATO A SCENDERE



Nota: Performance passate e previsioni non sono un indicatore affidabile dell'andamento futuro. Gli indici non possono essere acquistati e quindi non includono alcun costo. Quando si investe in titoli, si sostengono costi che ne riducono la performance.

Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management. Dati al 30 giugno 2021.

Ma questo significa che nella prima fase della ripresa post-Covid i mercati sono saliti più delle aspettative degli utili, mentre attualmente questo trend si sta invertendo. In altre parole, i mercati hanno già prezzato parte della ripresa. Un andamento di questo genere non è insolito, specialmente considerando la forma a V della ripresa.

Il nostro posizionamento

In uno scenario di ripresa economica globale – sostenuta dallo stimolo monetario e fiscale sommato al crescente successo delle vaccinazioni – i mercati azionari restano complessivamente ben supportati per l'anno in corso. Tuttavia, la maggior parte del rally post-Covid è probabilmente già alle spalle. Inoltre, i timori per le varianti del virus, che rischiano di ritardare la ripresa economica, continueranno probabilmente a pesare sull'umore del mercato. Nei prossimi mesi estivi si potrebbe dunque ragionevolmente ipotizzare una fase volatile di movimento laterale per le azioni. Nel complesso, però, le opportunità superano nettamente il potenziale di rischio – in parte grazie ai bassi tassi di interesse. Da un lato, il contesto attuale consente alle imprese di finanziarsi a condizioni molto favorevoli, mentre dall'altro i rendimenti bassi e addirittura negativi non offrono grandi alternative alle azioni. Manteniamo quindi un posizionamento superiore alla media in azioni, ovvero scommettiamo su un forte sviluppo del mercato azionario. In uno scenario di questo tipo i titoli ciclici, quali chimici e industriali, saranno probabilmente sempre più oggetto di attenzione da parte degli investitori.

A livello regionale, preferiamo l'Europa agli Stati Uniti. L'Europa si trova in una situazione epidemiologica discreta, ha industrie che saranno probabilmente richieste nella fase di ripresa dell'economia globale e presenta valutazioni mediamente più favorevoli. Anche i mercati emergenti rimangono interessanti.

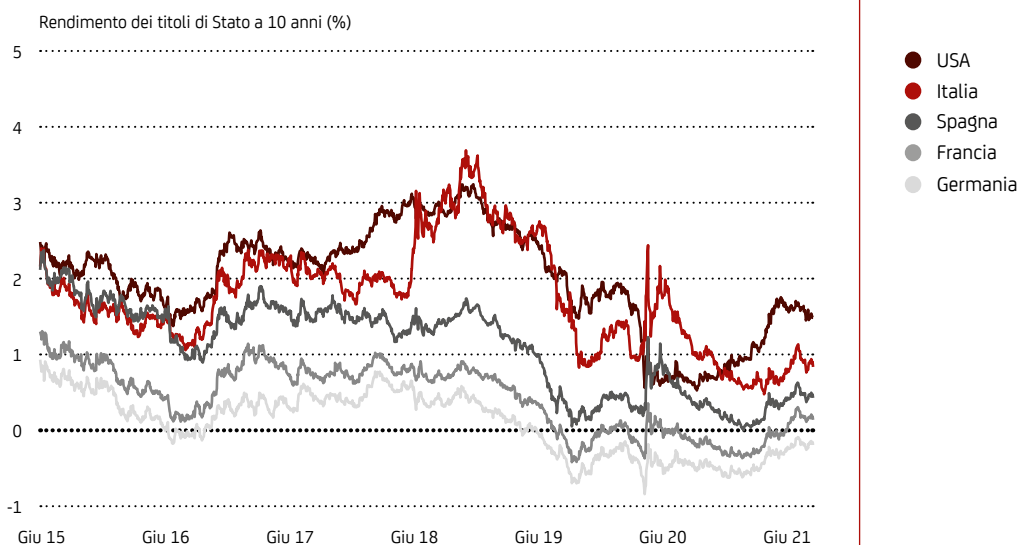
Mercati obbligazionari: Deboli

Analisi: La volatilità dei rendimenti tiene in allerta gli investitori

I rendimenti dei titoli di Stato con scadenze lunghe sono aumentati in misura significativa, soprattutto nel primo trimestre. Particolarmente interessati da questo andamento sono stati i Treasury statunitensi. Il rendimento a 10 anni è salito nel frattempo all'1,75%, con un brusco rialzo rispetto a un livello di rendimento inferiore all'1% alla fine dell'anno scorso. Nel secondo trimestre i rendimenti delle scadenze più lunghe nell'area del dollaro sono poi nuovamente diminuiti in misura consistente. Nell'Eurozona, invece, sono saliti mediamente in misura meno marcata. Inoltre, l'andamento nell'arco dei due trimestri è stato relativamente più uniforme.

Oltre alle aspettative di rialzo dell'inflazione, un fattore di rilievo sui mercati obbligazionari sono state le valutazioni riguardo alle mosse future di politica monetaria delle banche centrali. Negli Stati Uniti le previsioni dei governatori delle banche che compongono il sistema della Fed, che ora si aspettano i primi rialzi dei tassi di interesse già nel 2023, hanno creato una certa agitazione, che ha lasciato il segno sui segmenti a breve e media scadenza della curva del dollaro. I rendimenti corrispondenti sono saliti significativamente e non sono ridiscesi nemmeno nella fase di calo dei tassi di interesse a lungo termine.

13. RENDIMENTI DI UNA SIGNIFICATIVA SELEZIONE DI TITOLI DI STATO DECENNALI

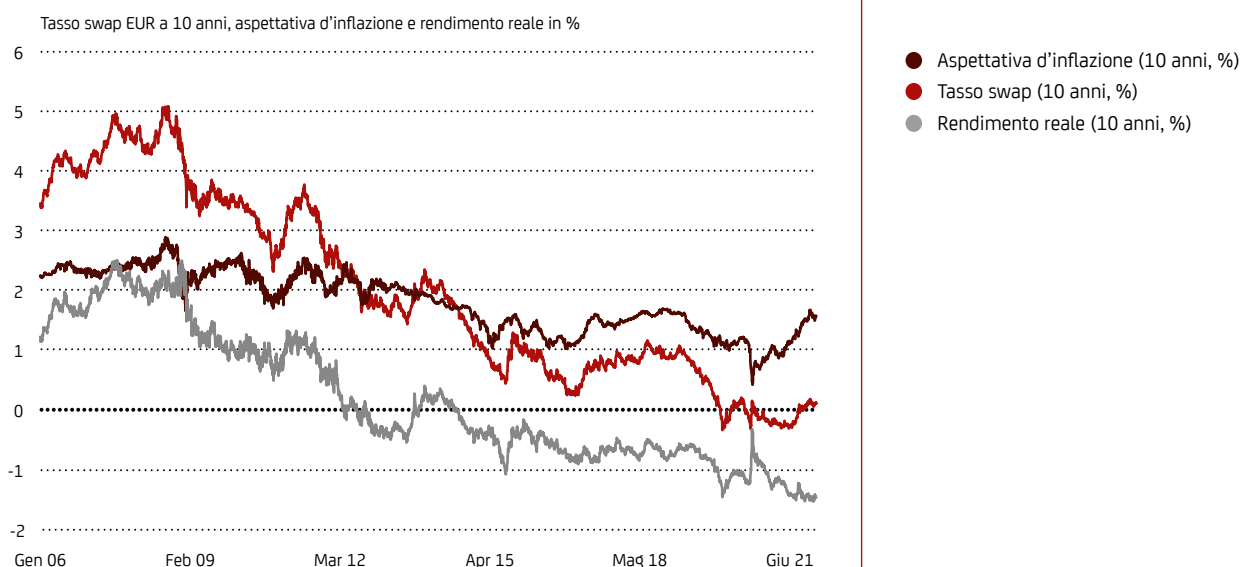


Nota: Performance passate e previsioni non sono un indicatore affidabile dell'andamento futuro. I bond sintetici non possono essere acquistati e quindi non includono alcun costo. Quando si investe in titoli, si sostengono costi che ne riducono la performance. Al fine di riflettere l'andamento dei titoli di Stato in un intervallo di scadenze fisse, si calcolano i cosiddetti bond sintetici. In ciascun caso, il titolo di Stato reale (reale) più "idoneo" al momento in questione viene preso come riferimento per l'opportunità di rendimento del bond sintetico. La tabella seguente mostra l'andamento atteso per il rendimento a scadenza alle seguenti condizioni: pagamento degli interessi e rimborsi in base a termini e condizioni, e obbligazione mantenuta fino alla scadenza. In questo senso, si tratta di un'opportunità di rendimento. Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management. Dati al 30 giugno 2021.

L'andamento dei mercati obbligazionari può essere ben illustrato avvalendosi del rendimento reale, ovvero il tasso di interesse a lungo termine rettificato per l'inflazione. A questo scopo, nel Grafico 14 abbiamo usato il tasso swap in euro a 10 anni, mettendolo a confronto con l'aspettativa di inflazione implicita (per i prossimi 10 anni). Quest'ultima può essere ricavata dai cosiddetti swap sull'inflazione. In questo modo, ci assicuriamo che sia il tasso di interesse che la misura dell'inflazione siano riferiti allo stesso periodo, evitando disallineamenti temporali. La differenza tra le due misure è calcolata come il rendimento reale a 10 anni, ovvero il rendimento rettificato per l'inflazione che un investitore otterrebbe investendo all'attuale tasso swap a 10 anni – ipotizzando un andamento dell'inflazione nei prossimi 10 anni perfettamente in linea con quanto previsto negli swap sull'inflazione.

Questo rendimento reale è abbondantemente in territorio negativo sia per l'Eurozona (si veda il Grafico 14) che per gli Stati Uniti. Gli investitori dovrebbero quindi accontentarsi di un rendimento rettificato per l'inflazione ampiamente negativo, qualora investissero alle condizioni attuali in titoli a reddito fisso sicuri, tenendoli fino a scadenza, e l'inflazione si attestasse a un livello medio dell'1,6%. Questo, peraltro, significa che gli swap sull'inflazione stanno prezzando un andamento dei tassi d'interesse piuttosto moderato, con un'inflazione assestata ampiamente al di sotto del 2% tra uno o due anni dopo l'attuale fase di inflazione elevata.

14. IL RENDIMENTO REALE NELLA ZONA EURO



Nota: Performance passate e previsioni non sono un indicatore affidabile dell'andamento futuro. I bond sintetici non possono essere acquistati e quindi non includono alcun costo. Quando si investe in titoli, si sostengono costi che ne riducono la performance. Per le obbligazioni sintetiche, si veda la nota del grafico precedente.

Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management. Dati al 30 giugno 2021.

Prospettive: Il dibattito sulla riduzione degli acquisti di obbligazioni occuperà la scena in autunno

La BCE continuerà la sua politica monetaria estremamente espansiva nei prossimi mesi, mantenendo bassi i rendimenti, per molti “beni rifugio” anche in territorio negativo. Già in autunno, tuttavia, sia la Fed che la BCE dovranno prendere decisioni in merito al futuro dei rispettivi programmi di acquisto di titoli. Il programma PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) della BCE è attualmente previsto fino a marzo 2022. Tuttavia, determinante per la BCE non sarà solo il volume assoluto degli acquisti. In aggiunta al PEPP resterà operativo anche l'attuale programma di acquisti (Asset Purchase Programme o APP), avviato nel 2015. Mentre nell'ambito del PEPP la BCE compra attualmente obbligazioni per circa 80 miliardi di euro al mese, nel caso dell'APP l'importo degli acquisti è di circa 20 miliardi di euro. Oltre al maggior volume di acquisti nel quadro del PEPP, che potrebbe anche essere trasferito, almeno in parte, all'APP i due programmi sono diversi anche in termini di flessibilità. Mentre nell'ambito del PEPP la BCE è pressoché libera di decidere la quantità di titoli di Stato che intende comprare dai rispettivi Stati membri, nel caso dell'APP le proporzioni sono fisse. Proprio la flessibilità del PEPP ha impedito che le condizioni dei tassi d'interesse nei singoli Paesi membri divergessero durante la pandemia. Nei primi mesi del Covid, per esempio, il differenziale dei tassi d'interesse tra Italia e Spagna da un lato e Germania dall'altro si era ampliato bruscamente, poiché i due Paesi periferici erano stati colpiti molto più duramente dalla pandemia, con conseguenze economiche pertanto nettamente più pesanti.

Il nostro posizionamento

Tassi d'interesse e rendimenti (sia nominali che reali), che restano nettamente negativi, ci spingono a mantenere la nostra posizione di sottopeso sui titoli di Stato europei a rating elevato. Nel contesto attuale i titoli di Paesi periferici come Italia e Spagna sono più interessanti rispetto, per esempio, ai Bund. Tuttavia, al momento è improbabile che questi titoli possano dare un significativo contributo positivo alla performance. Non vediamo particolari motivi per posizionarci in modo più aggressivo sui Treasury statunitensi, poiché esiste un rischio prezzo se i rendimenti saliranno.

Le obbligazioni corporate europee con buoni rating creditizi offrono vantaggi di rendimento rispetto ai titoli di Stato (ma comportano anche rischi maggiori). Inoltre, la domanda della BCE rimane forte, dato che continuerà ad acquistare obbligazioni corporate nell'ambito dell'APP. Le esposizioni in obbligazioni corporate europee con rating elevati (“investment grade”) rimangono interessanti. Ci aspettiamo come minimo un andamento stabile dei premi di rischio (“spread”) e tenderemo a privilegiare scadenze più brevi (da uno a cinque anni). Vediamo un potenziale di rendimento anche nelle obbligazioni corporate statunitensi High Quality. Rimaniamo generalmente prudenti sul segmento high yield.

Nella ricerca di rendimento si cominciano a delineare anche opportunità di acquisto tra le obbligazioni dei mercati emergenti. Tuttavia, il rialzo dei rendimenti USA a lungo termine e il dollaro USA momentaneamente più forte ci hanno reso più difensivi e selettivi.

Valute e materie prime:**EUR-USD e oro hanno un moderato potenziale di rialzo****Analisi: Dollaro statunitense in significativo indebolimento**

Mentre nelle prime fasi della crisi il dollaro USA era estremamente richiesto dagli investitori come “bene rifugio” ed è stato in grado di mettere a segno consistenti guadagni, in seguito i mercati valutari hanno preso la direzione opposta. Il biglietto verde ha perso parecchio terreno, con il risultato che l'EUR-USD ha continuato ad apprezzarsi fino al 2021, arrivando alcune volte alla soglia di 1,22. Da allora il tasso di cambio oscilla in un intervallo tra 1,18 e 1,22 senza che sia emerso un nuovo trend. Alla fine del primo semestre l'EUR-USD era scambiato al limite inferiore di questo trading range, ma ha sicuramente il potenziale per riportarsi al limite superiore entro la fine dell'anno. Con un ciclo economico che appare pressoché simile negli Stati Uniti e in Europa (il vantaggio degli Stati Uniti in primavera dovrebbe invertirsi durante l'estate) e rendimenti reali altrettanto negativi in entrambe le aree valutarie, ci sono pochi segnali in grado di suggerire un trend valutario definito in un orizzonte temporale di breve periodo.

Dopo i massimi dello scorso anno, il prezzo dell'oro è entrato in una fase volatile di movimento laterale nel primo semestre del 2021. Nel caso del metallo giallo il fattore trainante è stato il rendimento reale del dollaro. Con il rialzo dei rendimenti reali (diventati meno negativi), il prezzo dell'oro è sceso a tratti sotto i 1.700 dollari per oncia, per poi riuscire a riprendersi e chiudere il secondo trimestre a 1.770 dollari. A tratti la quotazione dell'oro è addirittura risalita nella fascia dei 1.900 dollari.

Prospettive e posizionamento: La crescente propensione al rischio sostiene l'EUR-USD, l'oro resta supportato dai bassi rendimenti reali

La propensione al rischio degli investitori attivi a livello globale rimarrà un fattore determinante per i mercati valutari nel secondo semestre del 2021. Nel frattempo, la risalita dei casi di Covid a livello locale o regionale (a causa delle nuove varianti del virus) potrebbe rendere necessarie nuove chiusure, diventando così un importante elemento trainante dei cambi, perlomeno temporaneamente. In generale, tuttavia, l'accelerazione della ripresa economica globale dovrebbe tendenzialmente ridurre il bisogno di beni rifugio come il dollaro. Questa situazione favorirà l'euro, insieme ad alcuni vantaggi strutturali (migliori saldi fiscali e delle partite correnti). In un contesto di questo tipo, appare opportuno un leggero sottopeso sul biglietto verde. Consigliamo la copertura valutaria delle esposizioni sul reddito fisso statunitense – anche se a scapito della performance.

A nostro avviso, il prezzo dell'oro rimane ben supportato. La ripresa economica attesa determinerà anche una risalita dell'inflazione, anche se dovrebbe trattarsi nel complesso di un rialzo contenuto. Tuttavia, considerato che la politica monetaria resta espansiva, è probabile un ampliamento del divario tra i tassi d'interesse nominali e il tasso d'inflazione, e i rendimenti reali potrebbero di conseguenza scivolare ancor più in territorio negativo. Nel frattempo, i minori costi opportunità associati al possesso di oro sostengono il prezzo del metallo prezioso. L'oro potrà inoltre continuare a sviluppare le sue caratteristiche di copertura contro le future battute d'arresto del mercato. Anche se i rendimenti reali non scivoleranno ulteriormente in territorio negativo, il prezzo dell'oro è decisamente ben supportato dal livello attuale. Raccomandiamo quindi una posizione in oro come componente del portafoglio.

Asset Allocation

			POSIZIONAMENTO		
CLASSI D'INVESTIMENTO	UNIVERSO INVESTIBILE	▲*	SOTTOPESO	NEUTRALE	SOVRAPPESO
PRINCIPALI CLASSI D'INVESTIMENTO	Azioni Globali		○	○	●
	Obbligazioni Globali	▼	●	○	○
	Mercati monetari	▲	○	●	○
	Alternativi		○	●	○
PRINCIPALI ASSET CLASS IN DETTAGLIO	USA		○	●	○
	Europa		○	○	○
	Pacifico (MS) ¹		○	●	○
	Mercati Emergenti		○	○	●
	Titoli di Stato in Euro		●	○	○
	Titoli di Stato non in Euro		○	●	○
	Obbligazioni corporate IG in euro		○	○	●
	Obbligazioni corporate HY ²		●	○	○
	Obbligazioni Mercati Emergenti		○	○	●
	Petrolio		○	●	○
	Oro		○	○	●

*Variazione rispetto al 23 marzo 2021

¹MS = Mercati Sviluppati (Australia, Giappone, Hong Kong, Nuova Zelanda, Singapore)²Obbligazioni corporate HY europee

Azioni

Azioni globali: sovrappeso

L'intensa azione fiscale e monetaria e il consolidamento della ripresa globale sostengono i mercati azionari, nonostante il perdurare delle incertezze dovute alla pandemia (mutazioni del virus incluse).

Azioni europee: sovrappeso

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

Azioni USA: neutrali

Economia statunitense in forte crescita grazie alla politica fiscale molto espansiva di Biden e alla campagna di vaccinazione di successo, ma valutazione meno interessante rispetto alle aree non USA.

Azioni dei mercati emergenti: sovrappeso

Preferiamo la Cina e, più in generale, i Paesi asiatici, dove il tasso di crescita è più elevato. Tra i mercati emergenti si raccomanda fortemente di selezionare Paesi e settori. Preoccupano i bassi tassi di vaccinazione.

Azioni area Pacifico: neutrali

Le azioni giapponesi sono sostenute dalla ripresa globale e dal peso elevato dei settori value/ciclici, ma preoccupa la situazione pandemica a causa dei bassi tassi di vaccinazione.

Obbligazioni

Obbligazioni globali: sottopeso (da neutrale)

Vulnerabili al rialzo dell'inflazione e all'aspettativa di aumento dei rendimenti dei titoli di Stato.

Obbligazioni corporate Investment Grade in euro: sovrappeso (ridotto)

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 del mercato resta un problema per le obbligazioni ad alto rendimento (High Yield).

Titoli di Stato UEM: (maggiore) sottopeso

Accentuiamo il sottopeso dei titoli di Stato core in euro, alla luce della loro elevata duration (7,9). Preferiamo i titoli di stato periferici, come quelli italiani e spagnoli, sostenuti dall'azione della 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 base di un rialzo transitorio dell'inflazione.

Titoli di Stato non UEM: neutrali

Nonostante le politiche monetarie ancora accomodanti, ci aspettiamo un aumento dei rendimenti dei Treasury USA entro la fine dell'anno.

Obbligazioni dei mercati emergenti: sovrappeso

La ricerca di rendimento supporta il nostro posizionamento positivo, ma siamo ora più difensivi e selettivi date le aspettative di aumento dei rendimenti dei Treasury USA e il temporaneo apprezzamento del dollaro.

Mercati monetari: neutrali (da sottopeso)

Da utilizzare soprattutto come parcheggio di liquidità a fronte dell'incertezza.

Alternativi: neutrali

Offrono opportunità di decorrelazione dei portafogli.

Materie prime – Oro: positivi

Il prezzo dell'oro è sostenuto dalle politiche monetarie accomodanti delle banche centrali e dai bassi tassi d'interesse.

Valute: EUR / USD

Il dollaro si è recentemente rafforzato per effetto delle previsioni più restrittive ricavate dal "dot plot" del FOMC e del suo ruolo di bene rifugio. A lungo termine, la valuta statunitense dovrebbe rimanere debole a causa dei cosiddetti deficit gemelli, commerciale e fiscale, degli Stati Uniti.

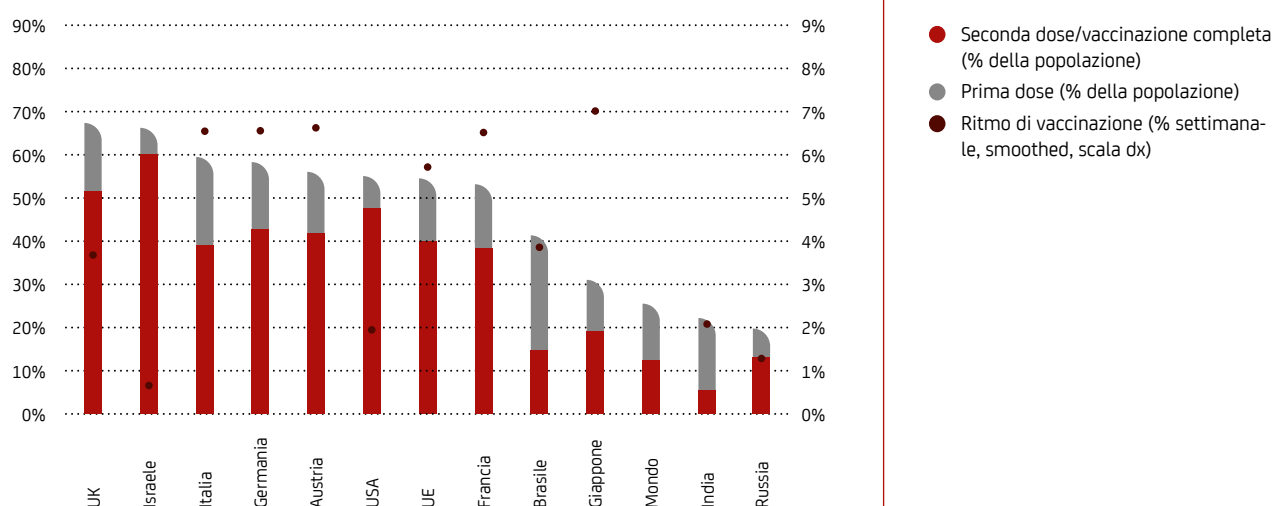
Principali scenari di rischio

Attualmente vediamo due rischi principali per il nostro scenario di base:

1. Un rischio deflazionistico correlato al peggioramento della pandemia a causa della diffusione di nuove varianti

Dal grafico 15 relativo ai tassi di vaccinazione su scala globale è chiaro che i Paesi più a rischio per la diffusione della variante Delta siano i Mercati emergenti e il Giappone (dove il Governo ha dichiarato lo stato di emergenza nell'area di Tokyo e le Olimpiadi si svolgeranno senza spettatori), mentre in Europa la stagione turistica di Paesi quali Spagna e Portogallo è ora a rischio (la Francia ha sconsigliato i cittadini dal trascorrervi le vacanze), così come la riapertura delle scuole.

15. VACCINAZIONI COVID PER PAESE



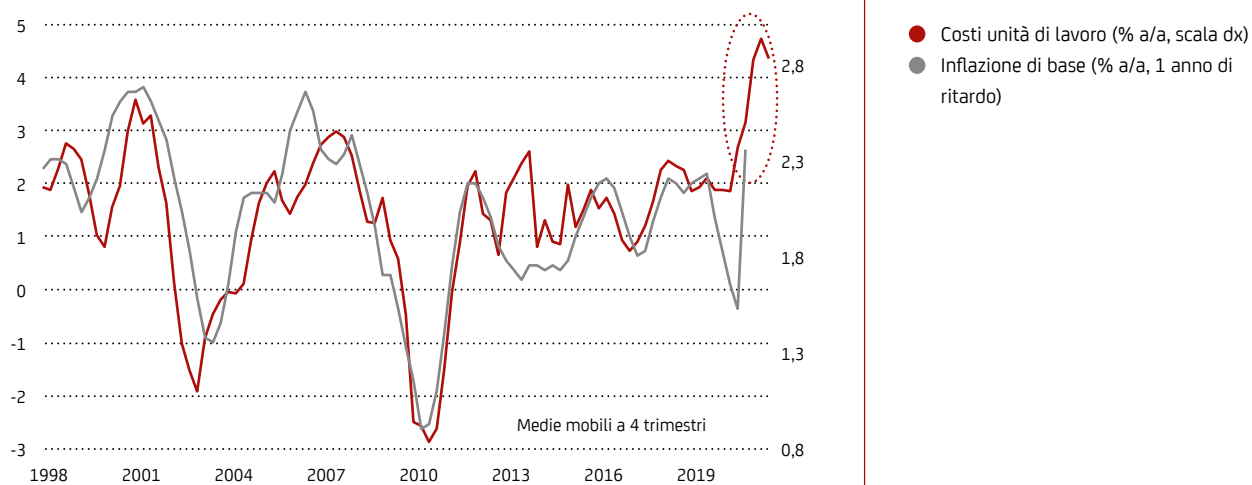
Fonte: www.ourworldindata.org, UniCredit Wealth Management

2. Un rischio inflazionistico dovuto a un rialzo dell'inflazione di lunga durata

Mentre prevediamo uno sfioramento ("overshooting") dell'inflazione nei prossimi mesi a causa della riapertura delle economie (soprattutto dei servizi) e delle perduranti restrizioni dell'offerta, riteniamo che le dinamiche sottostanti (salari) resteranno sotto controllo, determinando un percorso di inflazione a lungo termine prossimo (nel caso della Fed) o inferiore (per la BCE) all'obiettivo delle principali banche centrali.

Più in dettaglio, la Fed ritiene che il rialzo dell'inflazione sarà transitorio e che le pressioni salariali, che guidano l'inflazione strutturale a lungo termine, si normalizzeranno, una volta che i sussidi di disoccupazione scadranno a settembre, e resteranno sotto controllo. Ricordiamo che attualmente molte aziende statunitensi faticano a reperire manodopera disponibile, considerando che i salari offerti sono spesso pari o inferiori ai sussidi governativi di disoccupazione.

16. LE PRESSIONI SALARIALI GUIDANO L'INFLAZIONE STRUTTURALE A LUNGO TERMINE



Fonte: Refinitiv Datastream, UniCredit Wealth Management

Tuttavia lo stimolo fiscale statunitense complessivo comporta un rischio di inflazione, poiché è troppo elevato rispetto all'output gap del Paese. In aggiunta all'attuale inflazione derivante da vincoli dell'offerta e dal rialzo dei prezzi delle materie prime, si stima che negli Stati Uniti si sia accumulato un eccesso (dry powder) di 2.100 miliardi di dollari dal lato della domanda, legato agli assegni governativi di stimolo e alla domanda repressa.

Per questi motivi un aumento dell'inflazione di più lunga durata, pur non essendo il nostro scenario di base, è un rischio concreto e merita di essere attentamente monitorato.

Rubriche

I CIO locali dialogano con i clienti

Risposte dall'Italia

Che ruolo hanno le banche centrali nella transizione verso un'economia sostenibile?



I comportamenti dei consumatori e dei produttori giocano un ruolo chiave nella transizione verso un'economia più sostenibile, rispettosa dell'ambiente, delle comunità e delle necessità delle generazioni future. Anche la politica dispone di strumenti potenti per incentivare tali comportamenti, in termini di sgravi o penalizzazioni fiscali.

E ovviamente, anche le banche centrali daranno il loro contributo. Il ruolo delle autorità monetarie all'interno delle nostre economie è cresciuto in maniera costante negli anni recenti, a causa delle politiche di "quantitative easing" che hanno seguito le varie crisi che si sono manifestate. Nel 2011, il rapporto tra l'attivo della banca centrale e il PIL era al 15% per la Fed e al 20% per la BCE: oggi sono rispettivamente al 40% e al 70%.

Su questo specifico argomento vorrei soffermarmi su un recente comunicato stampa della Banca Centrale Europea, datato 8 luglio. Ci sono vari punti importanti che combinati definiscono una roadmap per il periodo 2021-2024.

La BCE integrerà gli aspetti di rischio derivanti dal cambiamento climatico nei processi decisionali di politica monetaria. Il cambiamento climatico ha impatti sui principali indicatori economici: produzione, occupazione, produttività. Tutti questi indicatori sono strettamente collegati all'inflazione, e dato che gli interventi di Francoforte sono guidati dall'obiettivo della stabilità dei prezzi, anche i rischi ambientali devono essere presi in considerazione. I dipartimenti di ricerca della BCE svilupperanno i propri modelli

I nostri esperti:

Alessandro Caviglia



CIO
Cordusio Sim (Italia)

macroeconomici con la finalità di comprendere come il cambiamento climatico interferisca con la trasmissione della politica monetaria.

Inoltre, i grandi cambiamenti nei futuri processi di produzione dell'energia impattano già oggi sulla performance e sul rischio potenziale degli attivi detenuti dalla Banca Centrale Europea (ad esempio le obbligazioni emesse da società dei settori delle utilities, dell'estrazione mineraria e del settore energetico). E quindi come ogni gestore di portafoglio obbligazionario professionista, la banca centrale dovrà integrare i fattori ESG nei propri criteri di ammissibilità agli investimenti. E le stesse considerazioni si applicano alla gestione delle garanzie quando la banca centrale fornisce liquidità al mercato o alle istituzioni: più "virtuoso" l'attivo posto a garanzia del credito, minore lo sconto che verrà applicato dalla BCE.

La banca centrale, nell'ambito della sua attività di supervisione del sistema finanziario, inoltre fornirà linee guida alle istituzioni finanziarie al fine di avere un insieme di parametri omogeneo e comparabile per la valutazione dei rischi, l'informativa e i materiali di comunicazione in ambito di sostenibilità ambientale.

Ci aspettiamo anche che molte altre banche centrali si muovano presto nella stessa direzione.

Con questo ampio spettro di iniziative in campo nei prossimi anni, pensiamo possano esserci effetti collaterali positivi anche nell'industria dell'asset management. Dato che le banche centrali sono probabilmente l'attore principale del mercato, le attività di emissioni obbligazionarie saranno fortemente condizionate da questi criteri di ammissibilità. Oggi l'approccio agli investimenti ESG trova nel mondo delle azioni il luogo ideale in termini di gamma di opportunità: gli investitori possono accedere a un ampio universo investibile con contenuto azionario che vede sia soluzioni che hanno profili generici ESG e SRI ma anche prodotti che si focalizzano su specifici settori industriali o temi con un profilo e un impatto di sostenibilità molto elevato.

L'azione delle banche centrali porterà sicuramente a un arricchimento dell'universo investibile obbligazionario sostenibile, soprattutto in quei segmenti che hanno un profilo ESG intrinsecamente basso. È il caso, ad esempio, del debito dei Paesi Emergenti e degli High Yield Globali, a causa della loro attuale composizione geografica e settoriale che implica esposizioni rilevanti a società o emittenti governativi con un rischio di sostenibilità medio-alto. E come insegna la teoria di portafoglio, maggiore la gamma di opportunità, migliori i risultati per i clienti, gli investitori... e per il futuro del pianeta!

Risposte dall'Austria

I timori per l'inflazione non determinano uno scenario negativo

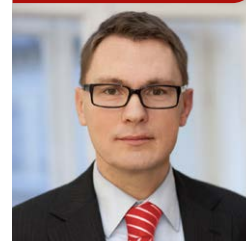


I tassi d'interesse, che già l'anno scorso avevano iniziato a muoversi al rialzo, sono aumentati in misura più marcata nel primo trimestre 2021, per poi tornare a rallentare nel secondo trimestre. Dall'inizio di quest'anno i titoli di Stato statunitensi a 10 anni e quelli tedeschi di analoga durata sono saliti rispettivamente di circa 50 e 30 punti base. Chi investe in obbligazioni al valore nominale ha, quindi, subito delle perdite.

Questo trend sembra destinato a proseguire nel medio termine, supportato dalla recente accelerazione dell'inflazione. La Federal Reserve negli Stati Uniti non è peraltro ancora preoccupata per i livelli raggiunti e noi riteniamo possibili ulteriori aumenti dei tassi a lungo termine. Questi movimenti dei tassi d'interesse si spiegano con le aspettative di rialzo dell'inflazione, soprattutto nel breve e medio termine. A prescindere dai timori che stanno emergendo, i movimenti attuali dei tassi non costituiscono al momento motivo di preoccupazione, mentre contribuiscono alla normalizzazione della situazione.

Emerge, quindi, un messaggio importante: non è il momento di uscire dal mercato azionario ora. Anche se l'anno scorso sono stati lanciati alcuni warning, ci sono ancora diversi validi motivi per puntare a una strategia di qualità negli investimenti azionari. La rotazione settoriale, ad esempio, al momento suggerisce di dare preferenza ai titoli di qualità. Il nostro approccio imperniato sulla selezione di aziende con robusti vantaggi competitivi e potere di stabilire i prezzi si dimostra vantaggioso, in particolare in un contesto di crescita dell'inflazione. Le valutazioni del mercato azionario sono, inoltre, interessanti rispetto ad altre alternative di investimento, e il sentiment, a volte decisamente rialzista, è diventato di recente sempre più prudente. Un andamento che, a nostro avviso, rappresenta un segnale positivo. Sebbene sembri emergere qualche bolla speculativa in segmenti minori, quali le criptovalute o nel caso dei cosiddetti "meme stock", unitamente ad interventi concertati attraverso i social media, riteniamo che si tratti solamente di effetti secondari con un impatto limitato o nullo sui mercati finanziari nel loro complesso. D'altro canto, lo spauracchio del "tapering" viene citato di frequente e vengono lanciati diversi warning riguardo al deterioramento della liquidità delle banche centrali, o anche al rialzo dei tassi di interesse – ma non si può certo parlare di un'euforia pericolosa.

Oliver Prinz



Co-CIO Bank Austria and
Schoellerbank (Austria)

I meme stock sono titoli azionari che catalizzano l'attenzione di gruppi di investitori organizzati sui social network. L'attività virale di tali investitori può portare a forti fluttuazioni delle loro quotazioni in un breve lasso di tempo.

La regione asiatica è rimasta indietro rispetto alle aspettative quest'anno. Eppure, a nostro parere, questa regione ha ancora un enorme potenziale. I Paesi asiatici, ad esempio, erano tornati a crescere più in fretta rispetto all'Europa o agli Stati Uniti. Un altro elemento che caratterizza questa regione sono i minori volumi di debito pubblico e di aiuti finanziari dalle banche centrali che dovranno essere rimborsati, a differenza del mondo occidentale.

Muoversi nei mercati azionari diventerà, però, più difficile e sarà necessario prendere decisioni tattiche con la massima circospezione. La strategia basata unicamente sul buy-and-hold sta perdendo attrattività e la scelta privilegiata rimarrà quella dell'asset allocation attiva.

Risposte dalla Germania

La BCE ha recentemente completato la sua prima revisione strategica e ha pubblicato la sua nuova strategia di politica monetaria. Ha anche rivisto la cosiddetta "forward guidance" nella sua ultima riunione. Cosa implicano questi interventi per gli investitori?



Come Isabel Schnabel, membro del Comitato Esecutivo della BCE, ha recentemente illustrato in un suo discorso, l'economia europea è cambiata in modo sostanziale da quando è stata istituita la BCE. I cambiamenti riflettono tre principali tendenze macroeconomiche: digitalizzazione, globalizzazione e cambiamento demografico. A seguito delle due crisi più gravi dalla Seconda guerra mondiale, ossia la crisi finanziaria e l'attuale pandemia, la sfida per la politica monetaria è cambiata, passando dall'essere una lotta contro l'inflazione eccessiva all'esigenza di un'azione preventiva contro tassi di inflazione troppo bassi o addirittura contro la deflazione. La strategia di politica monetaria della BCE non ha finora rappresentato adeguatamente questa sfida. A ciò si aggiunge il problema che molte banche centrali avevano ormai raggiunto l'estremità inferiore del possibile spettro d'azione con i loro strumenti tradizionali, ad esempio fissando il tasso di interesse della politica monetaria.

Come spiega la professoressa Schnabel, fattori strutturali come l'invecchiamento della popolazione e il rallentamento della crescita della produttività hanno portato a un aumento dei risparmi e a una diminuzione della domanda di investimenti. Questo ha fatto sì che il cosiddetto tasso d'interesse reale d'equilibrio (una variabile economica astratta e non direttamente misurabile) sia sceso sempre di più, entrando in Europa addirittura in territorio negativo. Questa diminuzione

Philip Gisdakis



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

del tasso d'interesse reale d'equilibrio non è avvenuta solo in Europa, ma è un fenomeno globale. Nel contempo l'inflazione ha continuato a diminuire. Tale evoluzione pone una grande sfida alle banche centrali dei paesi industrializzati, che hanno dovuto mettere a punto nuove strategie per affrontare questo scenario. In particolare, la nuova definizione di "stabilità dei prezzi", che analizzeremo più avanti nel testo, è stata al centro dell'attenzione pubblica. Inoltre, la BCE ha anche commentato il suo orientamento alla sostenibilità, che è analizzato sempre in questo documento nella rubrica "Risposte dall'Italia".

Innanzitutto, la BCE ha dichiarato che inserirà l'andamento dei prezzi degli immobili di proprietà tra i parametri per misurare l'inflazione, rispondendo così alle critiche provenienti dai Paesi che registrano forti rincari dei prezzi degli immobili. Secondo le stime degli economisti di UniCredit, questo potrebbe aumentare il tasso di inflazione annuale di 0,1-0,2 punti percentuali.

La BCE ha inoltre chiarito il suo obiettivo di inflazione, perché la vecchia formulazione "sotto ma vicino al 2%" lasciava spazio a essere interpretata come un tetto massimo e non come un obiettivo, un obiettivo asimmetrico insomma. La nuova formulazione di un target simmetrico del 2% chiarisce che in un orizzonte temporale di medio termine non si auspica né un superamento, né una discesa sotto tale obiettivo.

Per rendere ancora più tangibile il funzionamento di questo livello target d'inflazione nelle decisioni di politica monetaria, nella recente conferenza stampa la presidente della BCE Christine Lagarde è entrata nel dettaglio della nuova "forward guidance" dell'istituto di Francoforte. Ha spiegato che i tassi d'interesse non aumenteranno finché la BCE non osserverà il raggiungimento del target del 2% molto in anticipo rispetto alla fine del suo orizzonte di proiezione (l'attuale periodo di proiezione va fino al 2023 e sarà esteso di un altro anno verso la fine del 2021) e il permanere di tale livello di inflazione per il resto del periodo di proiezione, e riterrà che l'inflazione raggiungerà il 2% anche dal momento del rialzo dei tassi. Questo potrebbe anche significare una fase temporanea in cui l'inflazione si collochi moderatamente sopra l'obiettivo.

Questa formulazione complicata mira a prendere in considerazione, per esempio, il caso in cui l'inflazione prevista dalla BCE superi solo temporaneamente la soglia del 2% in futuro. In questo modo, la Banca Centrale Europea vuole evitare di alzare prematuramente i tassi d'interesse. È importante notare che la BCE non governa l'inflazione realizzata (cioè misurata), ma piuttosto l'inflazione prevista a medio termine. In conferenza

stampa, Christine Lagarde ha spiegato che l'espressione "molto in anticipo rispetto alla fine del suo orizzonte di proiezione" corrisponde all'eventualità che l'obiettivo del 2% venga raggiunto intorno alla metà del rispettivo periodo di proiezione, per poi permanere su tale livello per il resto del periodo di proiezione. Tuttavia, le ultime dichiarazioni della BCE non forniscono informazioni circa l'intensità dello stimolo monetario che la BCE ritiene necessario per portare l'inflazione all'obiettivo. La prossima riunione di settembre presumibilmente fornirà maggiore visibilità in merito, con probabili riferimenti al futuro dei programmi di acquisto di obbligazioni.

Lagarde ha anche sottolineato ancora una volta che la nuova "forward guidance" non consiste nel mantenere i tassi di interesse permanentemente bassi, ma nel raggiungere l'obiettivo del 2% di inflazione il più rapidamente possibile.

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.