



Guardare oltre



Monthly Outlook

Febbraio 2023

Indice

SOMMARIO	3
LA LETTERA DEI CIO	4
IN EVIDENZA	6
MACRO & MARKETS	10



Sommario

Guardare oltre



AGGIORNAMENTO DI MERCATO

Il 2023 è iniziato molto bene, con guadagni sia nel comparto azionario europeo sia statunitense.

Da diversi mesi gli indicatori anticipatori evidenziano un chiaro indebolimento dell'attività economica negli Stati Uniti, sia del settore manifatturiero sia dei servizi, mentre il mercato del lavoro statunitense ha di recente sorpreso con una crescita dell'occupazione significativamente più sostenuta a gennaio. Nel medio termine il trend dell'occupazione è in calo e questo indica che la stretta monetaria della Federal Reserve sta producendo un effetto frenante sull'economia. Nonostante i significativi incrementi a livello occupazionale, l'andamento dei salari non ha registrato una particolare accelerazione a gennaio.

Secondo i dati preliminari sull'andamento del prodotto interno lordo (PIL) nell'Eurozona, nel quarto trimestre l'economia ha rallentato, ma è riuscita a evitare una contrazione. Per il primo trimestre 2023 prevediamo un ulteriore indebolimento dell'economia dell'Eurozona poiché è probabile che le ripercussioni della crisi energetica continueranno a pesare ancora per qualche tempo. Il recente miglioramento degli indicatori anticipatori ci porta a prevedere una netta ripresa a partire dal secondo trimestre in avanti. L'abbandono della politica Zero Covid e la ripresa in atto in Cina dovrebbero sostenere lo slancio economico nell'Eurozona nel 2023.



INFLAZIONE E POLITICA MONETARIA

Nella sua ultima riunione a inizio febbraio la Fed ha alzato il tasso di interesse di riferimento di 25 punti base portandolo nell'intervallo obiettivo compreso tra il 4,50% e il 4,75% e riducendo così il ritmo degli aumenti dei tassi di interesse rispetto a dicembre. Tale mossa più contenuta a livello di tassi segnala un avvicinamento alla fine del ciclo di rialzi nel prossimo futuro. Dopo la recente pubblicazione di dati molto più solidi sul mercato del lavoro, riteniamo che la Fed deciderà altri due rialzi di 25 punti base, a marzo e poi a maggio.

Anche la Banca Centrale Europea (BCE) ha aumentato i tassi di interesse di riferimento di altri 50 punti base all'inizio di febbraio, portando il tasso sui depositi al 2,50%, e ha mantenuto la prospettiva di un ulteriore aumento di entità simile a marzo. Lagarde si è espressa in modo meno aggressivo rispetto a dicembre, soprattutto perché i rischi di inflazione sono stati riequilibrati dal drastico calo dei prezzi dell'energia.



MERCATI FINANZIARI

A gennaio, sia gli indici azionari europei che quelli nordamericani (MSCI in EUR e USD) sono saliti del 6,5% circa. Anche i mercati obbligazionari sono migliorati: a gennaio i rendimenti a 10 anni dei titoli di Stato tedeschi sono scesi al 2,29% (-28 punti base) e quelli dei titoli di Stato statunitensi al 3,51% (-37 punti base), dando agli investitori obbligazionari un guadagno in termini di prezzo oltre ai rendimenti attuali più elevati derivanti dallo scorso anno.

L'andamento dei parametri di politica monetaria delle principali banche centrali occidentali rappresenterà quest'anno un importante fattore di rischio per i mercati globali. I mercati obbligazionari statunitensi, ad esempio, stanno già scontando un primo taglio dei tassi da parte della Fed quest'estate e un tasso di riferimento al 4,5% a gennaio 2024. Il mercato scommette, quindi, sul fatto che gli aumenti dei tassi di interesse della prima metà del 2023 saranno annullati già nel secondo semestre.

In Europa, in particolare, il contesto economico si sta dimostrando molto più solido di quanto si temesse solo pochi mesi fa. In combinazione a valutazioni relativamente favorevoli, il quadro d'investimento appare piuttosto interessante in un orizzonte temporale a medio termine. Gli utili delle società europee sono aumentati di quasi il 20% nell'ultimo anno, mentre i prezzi delle azioni sono diminuiti di oltre il 10%, il che ha ridotto significativamente il rapporto prezzo/utigli.

La lettera dei CIO

Guardare oltre

Il 2023 è iniziato molto bene. A gennaio, sia gli indici azionari europei che quelli nordamericani (sulla base dei relativi indici MSCI rispettivamente in euro e in dollari USA) sono saliti del 6,5% circa. Anche i mercati obbligazionari sono migliorati: a gennaio i rendimenti a 10 anni dei titoli di Stato tedeschi sono scesi di 28 punti base (pb) al 2,29% e quelli dei titoli di Stato statunitensi di ben 37 pb al 3,51%, dando agli investitori obbligazionari un guadagno in termini di prezzo oltre ai rendimenti attuali più elevati derivanti dallo scorso anno. Questa soddisfacente performance per gli investitori è scaturita sia dalle notizie che segnalano una resilienza della situazione economica globale che dai dati sull'inflazione, che indicano un rallentamento del ritmo dei rialzi dei prezzi.

In particolare, i dati mostrano che gli impianti di stoccaggio di gas in Europa sono ancora a discreti livelli di riempimento, e questo fa pensare che il rischio di una carenza di gas nell'inverno 2023/24 possa essere significativamente diminuito. Questa situazione rafforza la fiducia delle imprese e degli investitori in Europa su un'imminente riduzione delle remore incorporate a fronte del rischio di una carenza di gas. In aggiunta, la fine della politica Zero Covid in Cina dovrebbe spingere l'economia cinese e, quindi, rafforzare anche la domanda di beni per l'esportazione dall'Europa. Gli ultimissimi dati mensili sull'inflazione indicano, poi, un rallentamento del ritmo di rialzo dei prezzi, che da un lato è frutto della distensione registrata sui mercati dell'energia, ma dall'altro è anche conseguenza della politica monetaria significativamente più restrittiva. Da ultimo, il mercato del lavoro statunitense si sta dimostrando sorprendentemente robusto nonostante i consistenti rialzi dei tassi di interesse. Se da un lato questo è un segnale positivo, perché l'economia statunitense si mantiene su basi molto solide, dall'altro la Federal Reserve (Fed) probabilmente sfrutterà questa situazione come opportunità per non porre fine prematuramente alla sua stretta politica monetaria.

Questa considerazione deriva anche dal fatto che l'andamento dei parametri di politica monetaria delle principali banche centrali occidentali rappresenterà quest'anno un importante fattore di rischio per i mercati globali. I mercati obbligazionari statunitensi, ad esempio, stanno già scontando un primo taglio dei tassi da parte della Fed quest'estate e un tasso di riferimento al 4,5% a gennaio 2024, il livello a cui si trovavano all'inizio dell'anno in corso. Il mercato scommette, quindi, sul fatto che gli aumenti dei tassi di interesse della prima metà del 2023 saranno annullati già nel secondo semestre.

Su questa base si possono delineare alcuni scenari di rischio. Se le pressioni inflazionistiche si rivelassero più persistenti del previsto, la Fed potrebbe alzare i tassi di interesse più di quanto atteso finora (l'aspettativa attuale è di un picco del ciclo di rialzo dei tassi attorno al 5,25%) oppure lasciarli al livello più alto più a lungo di quanto si preveda al momento. Entrambi gli andamenti potrebbero esercitare pressione sui mercati obbligazionari in USD e, in un secondo momento, sui mercati azionari statunitensi. Anche un'evoluzione in senso opposto, invece, vale a dire un significativo raffreddamento dello slancio economico negli Stati Uniti, che indurrebbe la Fed a riprendere rapidamente ad abbassare i tassi di interesse, potrebbe penalizzare i mercati azionari. Il percorso attualmente scontato dai mercati, ovvero un andamento economico solido con contestuale raffreddamento delle dinamiche inflazionistiche negli Stati Uniti, sembra abbastanza plausibile nel contesto dell'attuale panorama di dati, ma esistono anche rischi di uno sviluppo meno favorevole. Una recessione negli Stati Uniti (ipotizzabile nello scenario di rischio) dovrebbe essere piuttosto limitata sia in termini di durata che di entità.

Manuela d'Onofrio



Head of Group Investment Strategy

Philip Gisdakis



CIO UniCredit Bank AG
(HypoVereinsbank) (Germania)

In Europa è probabile che la Banca Centrale Europea (BCE) completi l'attuale ciclo di rialzi dei tassi di interesse nel corso del primo semestre di quest'anno. Tuttavia, è probabile che l'entità e il numero di mosse sui tassi di interesse ancora in arrivo saranno in qualche misura superiori rispetto a quelli della Fed. Le aspettative implicite del mercato collocano il picco dei rialzi dei tassi per il tasso di interesse di riferimento della BCE al 3,5% (tasso sui depositi), sulla base del livello attuale del tasso di interesse al 2,5%. Ma anche in questo caso è probabile che l'andamento dipenda in larga misura dall'inflazione e dai dati economici.

In Europa, in particolare, il contesto economico - come esemplificato sopra dai rischi di approvvigionamento energetico - si sta dimostrando molto più solido di quanto si temesse solo pochi mesi fa. In combinazione a valutazioni relativamente favorevoli, il quadro d'investimento appare piuttosto interessante in un orizzonte temporale a medio termine. Per inciso, gli utili delle società europee sono aumentati di quasi il 20% nell'ultimo anno, mentre i prezzi delle azioni sono diminuiti di oltre il 10%, il che ha ridotto significativamente il rapporto prezzo/utili (rapporto P/E). A tratti i rapporti P/E in Europa sono stati su livelli tipici delle recessioni. Queste valutazioni P/E relativamente basse non escludono, però, rischi di volatilità nel breve termine.

La "policrisi" dell'anno scorso (ossia la concomitanza di più crisi, quali pandemia, guerra Russia-Ucraina e crisi energetica) ha evidenziato con chiarezza che l'Europa deve impegnarsi in importanti sforzi di trasformazione. La pandemia, ad esempio, ci ha mostrato le carenze del nostro sistema sanitario e nella fornitura di farmaci essenziali, che non vengono più prodotti in Europa in quantità sufficienti. La guerra induce a rivolgere particolare attenzione alla situazione della sicurezza e dell'industria della difesa in Europa. E la crisi energetica evidenzia ancora una volta l'importanza di produrre energia rinnovabile, non solo in termini di cambiamento climatico, ma anche per garantire un certo livello di autonomia energetica. Infine, le tensioni tra Stati Uniti e Cina ci ricordano le dipendenze commerciali che anche la nostra economia interna ha nei confronti della Cina.

Tutti questi aspetti segnalano pressioni in termini di evoluzione del business che stanno pesando in particolare sull'economia europea. Alcuni modelli di business che hanno dato buoni risultati imprenditoriali negli ultimi decenni potrebbero non funzionare altrettanto bene in futuro. Ma non dovremmo lasciarci intimidire dai compiti complessi e di ampia portata che ci attendono, perché l'attività imprenditoriale ha sempre ruotato attorno alla ricerca di soluzioni alle sfide. E il successo delle imprese europee nel commercio mondiale sottolinea la loro competitività sulla scena internazionale. Alla luce di queste sfide, è possibile anche trovare interessanti opportunità per investitori con brillanti strategie d'investimento.

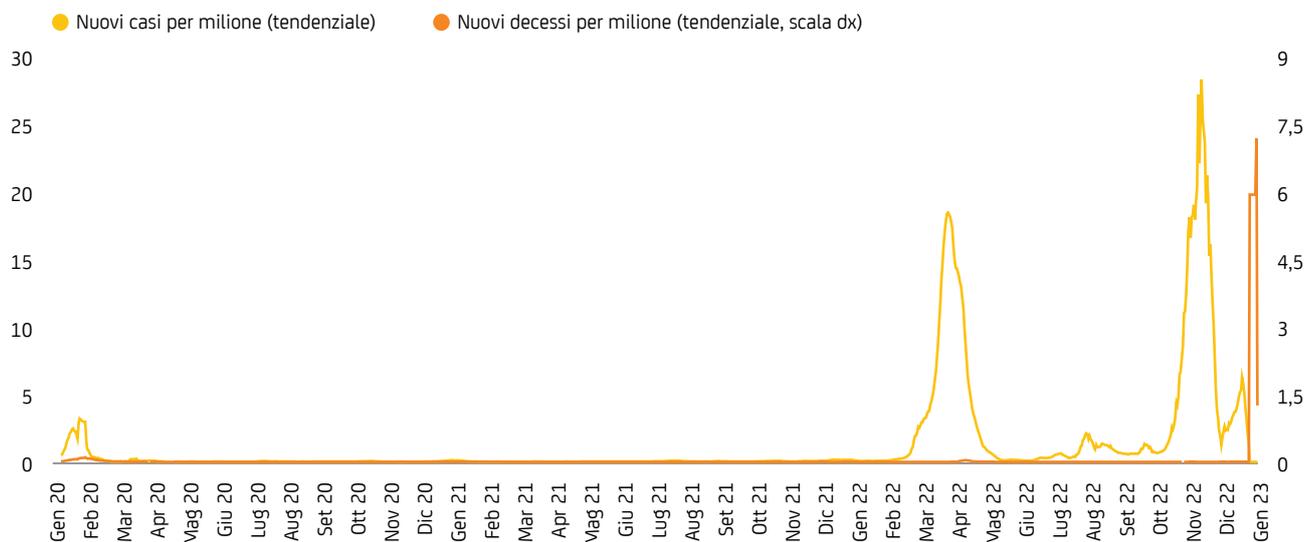
In evidenza

L'abbandono della politica Zero Covid da parte della Cina: un segnale promettente per l'economia e i mercati finanziari

A dicembre il governo cinese, sotto la guida di Xi Jinping, ha fatto un sorprendente dietrofront: la rigorosa strategia Zero Covid di Xi, fatta di test di massa, quarantene rigidamente regolamentate, chiusure su larga scala e meticoloso tracciamento dei contatti, è stata in buona parte abbandonata. Dopo quasi tre anni di chiusura la Cina ha, inoltre, riaperto le frontiere ai viaggi internazionali. L'improvvisa fine della strategia Zero Covid ha portato a un massiccio aumento dei contagi in Cina (si veda il Grafico 1) e potrebbe provocare oltre un milione di morti durante l'inverno, secondo stime non ufficiali elaborate da alcuni esperti, anche se il numero ufficiale dei decessi è rimasto pressoché invariato. Secondo i dati ufficiali cinesi, le cifre dei contagi avrebbero raggiunto il picco alla fine di dicembre, il numero di nuovi casi è in diminuzione e il periodo delle festività del Capodanno cinese a gennaio non ha causato una seconda ondata di focolai. L'Organizzazione Mondiale della Sanità (OMS) ha, tuttavia, accusato la Cina di nascondere le dimensioni reali dell'epidemia.

¹Dopo oltre tre anni, lo scorso 25 dicembre la Commissione Sanitaria Nazionale cinese ha cessato la pubblicazione dei dati giornalieri relativi al Covid, senza fornire spiegazioni. Da allora la responsabilità dei dati relativi ai casi di contagio è del Centro per il Controllo e la Prevenzione delle Malattie. Tale decisione sembra collegata a una decisa riduzione di dati statistici sull'andamento dei contagi. I media hanno pubblicato una stima diffusa da un responsabile dell'ente, secondo il quale quasi 250 milioni di persone potrebbero aver contratto il virus in tre settimane a dicembre, mentre le statistiche ufficiali per questo periodo indicano solo 62.000 contagi nell'intero Paese.

1. MASSICCIO AUMENTO DEI DECESSI CORRELATI AL COVID A CAVALLO DELL'ANNO IN CINA



Fonte: Our World in Data, UniCredit Group Investment Strategy
Periodo di osservazione: 22.01.2020-22.01.2023

LA RIGOROSA STRATEGIA ZERO COVID HA PRODOTTO CONSEGUENZE RILEVANTI SULL'ECONOMIA CINESE

L'abbandono della politica Zero Covid potrebbe essere stato accelerato non solo dalle proteste spontanee scoppiate in tutta la Cina a dicembre, ma anche dal pesante impatto che tale strategia ha prodotto sull'economia del paese. Dopo aver annunciato ufficialmente un aumento della crescita economica di oltre l'8% nel 2021 grazie ai benefici della ripresa economica globale, la

²Beijing ha anche modificato la definizione dei casi da conteggiare come decessi legati al Covid-19.

³Secondo alcuni media americani, immagini catturate dai satelliti confermerebbero le valutazioni secondo cui a gennaio crematori e pompe funebri di alcune tra le città principali abbiano lavorato a ritmi intensificati.

crescita del 3% del prodotto interno lordo (PIL) cinese l'anno scorso è stata la più contenuta dagli anni '70 (ad eccezione del 2020, l'anno del COVID). Tuttavia, la crescita del PIL nel quarto trimestre è stata superiore alle aspettative del consenso (Bloomberg: 2,7%) con un incremento del 2,9% su base annua, pur in calo rispetto al 3,9% del terzo trimestre. Nel secondo trimestre era stata pari allo 0,4%. L'impatto economico dell'ultima ondata di Covid (con il 90% della popolazione vaccinata) appare quindi molto più ridotto rispetto a quello della chiusura totale precedente. L'obiettivo di crescita del governo cinese del 5,5% per il 2022 è stato, però, decisamente mancato.

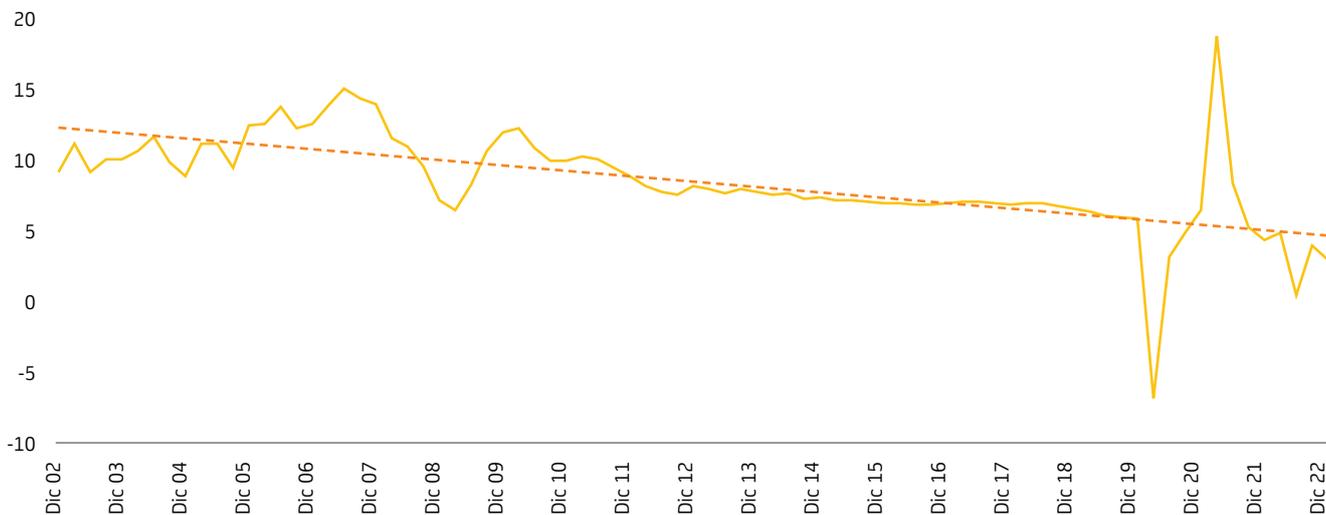
La crescita economica cinese è in rallentamento da oltre un decennio (si veda il Grafico 2), ma si prevede che tornerà al 5% nel 2023. A causa degli andamenti demografici appare, tuttavia, improbabile che nel medio-lungo termine la Cina possa replicare tassi di crescita a due cifre come in passato: l'anno scorso, ad esempio, la popolazione è diminuita per la prima volta dal 1961. Alla fine del 2022, secondo l'Ufficio Nazionale di Statistica, il numero di persone che vivevano nel Paese che per il momento è ancora **il più popoloso del mondo dovrebbe essere pari a 1,4 miliardi circa, 850.000 in meno rispetto a un anno prima**⁴. Le Nazioni Unite si aspettano che questa tendenza continui e prevedono che la popolazione cinese scenderà sotto gli 800 milioni entro la fine del secolo.

⁴La Cina potrebbe cedere presto questo primato all'India. Sebbene negli ultimi anni Beijing abbia allentato la strategia di contenimento della natalità e posto fine alla "politica del figlio unico", non si è assistito a un boom di nascite.

2. CRESCITA ECONOMICA CINESE IN CALO DA UN DECENNIO

● Crescita trimestrale del PIL (anno su anno) ● Andamento medio 2003-2022

Crescita del PIL trimestrale cinese (in %, anno su anno)



Fonte: Our World in Data, UniCredit Group Investment Strategy

Periodo di osservazione: 31.12.2002-31.12.2022

Accanto all'andamento demografico, un ruolo decisivo per la crescita economica cinese è svolto dal processo di trasformazione in atto da un'economia orientata all'esportazione a un'economia orientata ai servizi e alla tecnologia. In passato, la crescita economica della Cina si basava principalmente sul forte aumento delle esportazioni di beni di consumo e sugli elevati investimenti nell'industria, nelle infrastrutture e nel settore immobiliare. La Cina faceva, inoltre, affidamento sulla possibilità di utilizzare in fabbrica in modo più produttivo l'eccedenza di lavoratori giovani (perlopiù poco qualificati) delle aree rurali (il cosiddetto "dividendo demografico"). È innegabile che molte imprese cinesi siano ancora integrate come parti subordinate nelle catene di valore transnazionali di grandi imprese occidentali. Tuttavia, il settore dei servizi riveste un ruolo sempre più importante: secondo la Banca Mondiale, nel 2015 ha per la prima volta contribuito al PIL cinese per oltre il 50%.

L'UE DOVREBBE BENEFICIARE DELL'IMMINENTE RIPRESA CICLICA DELL'ECONOMIA CINESE

L'ondata di contagi che ha colpito la Cina alla fine del 2022 potrebbe risultare meno gravosa per la seconda economia mondiale rispetto ai timori iniziali. Sembra infatti che stia già perdendo forza, pur essendo difficile valutare esattamente come si svilupperà. La recente ripresa degli indici dei responsabili acquisti in Cina, soprattutto nel settore dei servizi (**che a gennaio sono balzati di 14,6 punti a quota 54,0**⁵, riportandosi in territorio di espansione), fa pensare che l'ondata di contagi potrebbe effettivamente aver raggiunto il picco. A seguito delle aperture, numerosi segnali indicano che le interruzioni nella logistica dei trasporti internazionali continueranno a ridursi

⁵Un valore superiore a 50 segnala una crescita.

(si veda il Grafico 3), che i viaggi, soprattutto di lavoro, verso la Cina continentale potrebbero aumentare in modo significativo e che le vendite al dettaglio potrebbero risalire, man mano che la popolazione cinese inizierà a spendere i risparmi in eccesso, secondo Bloomberg pari a oltre 836 miliardi di dollari statunitensi. Con il sostegno del governo, questo andamento dovrebbe risultare positivo anche per il mercato immobiliare, dato che la migrazione dalle aree rurali verso i centri urbani sta di fatto proseguendo. Inoltre, per sostenere l'economia, e in particolare la domanda interna, la banca centrale cinese continuerà a mantenere bassi i tassi di interesse o potrebbe addirittura abbassarli a fronte di tassi di inflazione che in Cina sono contenuti, mentre le sue omologhe in Europa e negli Stati Uniti continuano a inasprire la politica monetaria. Non è chiaro in che misura questo stimolo monetario stia producendo l'effetto desiderato, poiché la spinta al credito, misurata in termini di domande di nuovi prestiti, si è di recente indebolita.

3. LE TENSIONI NELLE CATENE DI APPROVVIGIONAMENTO GLOBALI DOVREBBERO CONTINUARE A RIDURSI DOPO LE APERTURE DELLA CINA

Indice Fed di pressione sulle supply chain globali (GSCPI – Global Supply Chain Pressure Index, deviazione standard)



Nota: L'indice GSCPI è normalizzato in modo tale che zero indichi che l'indice si trova al suo valore medio, con valori positivi che indicano di quante deviazioni standard l'indice è superiore a questo valore medio (i valori negativi indicano il contrario).

Fonte: Our World in Data, UniCredit Group Investment Strategy

Periodo di osservazione: 31.12.2012-31.12.2022

Per l'economia UE le mosse di apertura in Cina, o le loro conseguenze, sono di due tipi, ma nel complesso positive: dopo che il calo dei prezzi dell'energia ha prodotto **sorprese positive in una serie di indicatori anticipatori**⁶, la ripresa economica della Cina porta con sé il rischio che i prezzi dell'energia, soprattutto del **gas naturale e del petrolio**⁷, possano tornare ad aumentare. Nel corso dell'anno, tuttavia, l'UE dovrebbe beneficiare della ripresa dell'attività economica cinese e la distensione delle catene di approvvigionamento dovrebbe favorire tendenze disinflazionistiche dei beni. I dati sul PIL migliori del previsto per il quarto trimestre (0,1% di crescita trimestrale) confermano le recenti indicazioni di minori rischi al ribasso per le prospettive economiche dell'Eurozona. Le analisi di Goldman Sachs Research indicano, ad esempio, che l'inversione di tendenza della Cina riguardo al Covid (in uno scenario di base che ipotizza effetti medi sui prezzi delle materie prime e sulle catene di approvvigionamento) potrebbe spingere la crescita dell'Eurozona di 0,2 punti percentuali nel 2023, con un impatto sull'inflazione di soli 5 punti base (pb).

⁶Gli indicatori del sentiment, quali IFO, ZEW e Sentix, sono in aumento, pur partendo da livelli estremamente bassi.

⁷Il crescente bisogno di energia della Cina si sta ripercuotendo su un mercato globale del gas naturale liquefatto già teso, ma gli esperti notano segnali che la Cina e il resto dell'Asia stanno sostituendo in misura sempre maggiore il gas con il carbone e il petrolio, il che potrebbe limitare tale effetto. Inoltre, da inizio febbraio sono in vigore in Europa nuove sanzioni contro l'importazione di prodotti petroliferi russi, quali benzina e diesel.

I MERCATI FINANZIARI SCANTANO UN POTENZIALE DI RIPRESA

Nel frattempo, i mercati finanziari sembrano ignorare le tensioni a breve termine causate dal brusco abbandono della politica Zero Covid da parte della leadership cinese. Le azioni europee e quelle dei mercati emergenti, in particolare, hanno registrato un significativo rialzo nelle ultime settimane (si vedano i corrispondenti indici MSCI nel Grafico 4). Gli investitori dovrebbero pertanto seguire con estrema attenzione i prossimi sviluppi. Sebbene non si possano escludere battute d'arresto a breve termine, eventuali sorprese positive che emergeranno dalla reporting season del quarto trimestre potrebbero, ad esempio, sostenere la recente ripresa del mercato.

4. LA REVOCA DELLE RESTRIZIONI PER IL COVID IN CINA ALIMENTA LE SPERANZE DI RIPRESA DEI MERCATI

● Europa (in EUR) ● Nord America (in USD) ● Mercati emergenti (in USD)

Indici MSCI, 1 gennaio 2020 = 100



Nota: 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. I rendimenti passati, le simulazioni e le previsioni non sono un indicatore affidabile delle prestazioni future. I rendimenti possono aumentare o diminuire anche a causa delle fluttuazioni valutarie.

Fonte: Our World in Data, UniCredit Group Investment Strategy

Periodo di osservazione: 31.01.2018-31.01.2023

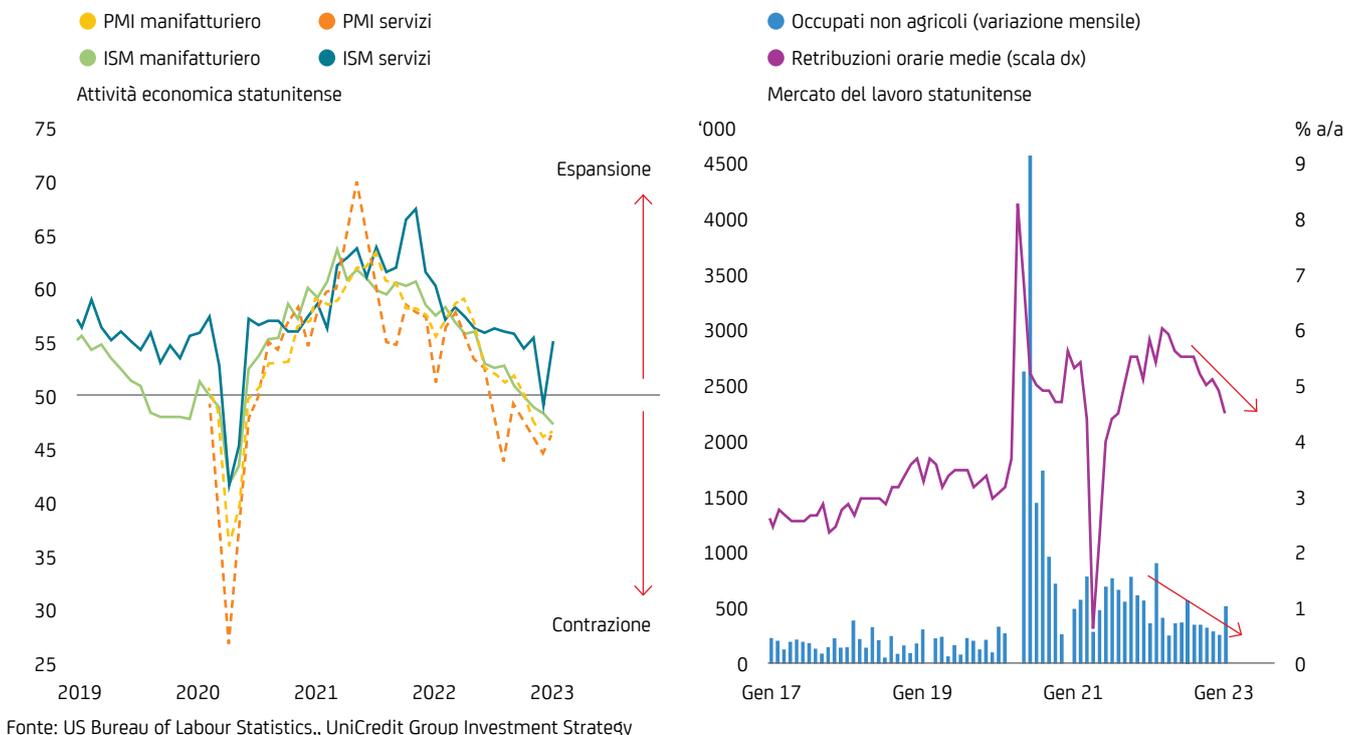
Macro & Markets

La crescita continua a raffreddarsi, ma le banche centrali restano in modalità restrittiva

L'ECONOMIA STATUNITENSE SI STA ULTERIORMENTE INDEBOLENDO, LA FED RALLENTA IL RITMO DI RIALZO DEI TASSI

Da diversi mesi gli indicatori anticipatori segnalano un chiaro indebolimento dell'attività economica negli Stati Uniti. A gennaio, ad esempio, gli indici dei responsabili acquisti (PMI) sia del settore manifatturiero che dei servizi sono scesi al di sotto della soglia dei 50 punti, segnalando l'ingresso in una fase di contrazione economica (si veda il Grafico 5). Anche i PMI ISM indicano un continuo rallentamento, nonostante il forte calo nei settori dei servizi sia stato di recente nuovamente corretto al rialzo. Il trend di indebolimento prosegue tuttavia anche in questi settori, sebbene, in base a questo sondaggio, i servizi mostrino ancora una tenuta migliore rispetto alle componenti industriali dell'economia.

5. L'ECONOMIA STATUNITENSE CONTINUA A MOSTRARE SEGNI DI RAFFREDDAMENTO, IL MERCATO DEL LAVORO RIMANE SOLIDO



Il mercato del lavoro statunitense ha di recente sorpreso con una crescita dell'occupazione significativamente più sostenuta a gennaio (+517.000 nuovi posti di lavoro rispetto ai +188.000 previsti), determinata probabilmente in parte da effetti statistici negli aggiustamenti stagionali. Ma anche al netto di questi fattori il mercato del lavoro statunitense resta piuttosto teso. Nel medio termine il trend dell'occupazione è in calo e questo indica che la stretta monetaria della Federal Reserve (Fed) sta producendo un effetto frenante sull'economia. Ma non si intravedono segnali evidenti di fine della ripresa. Sicuramente è positivo che l'andamento dei salari, nonostante i significativi incrementi a livello occupazionale, non abbia registrato una particolare accelerazione a gennaio, ma abbia in

realtà segnato una leggera diminuzione rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Tuttavia, la crescita mensile dei salari di oltre il 4% rispetto all'anno precedente resta troppo elevata.

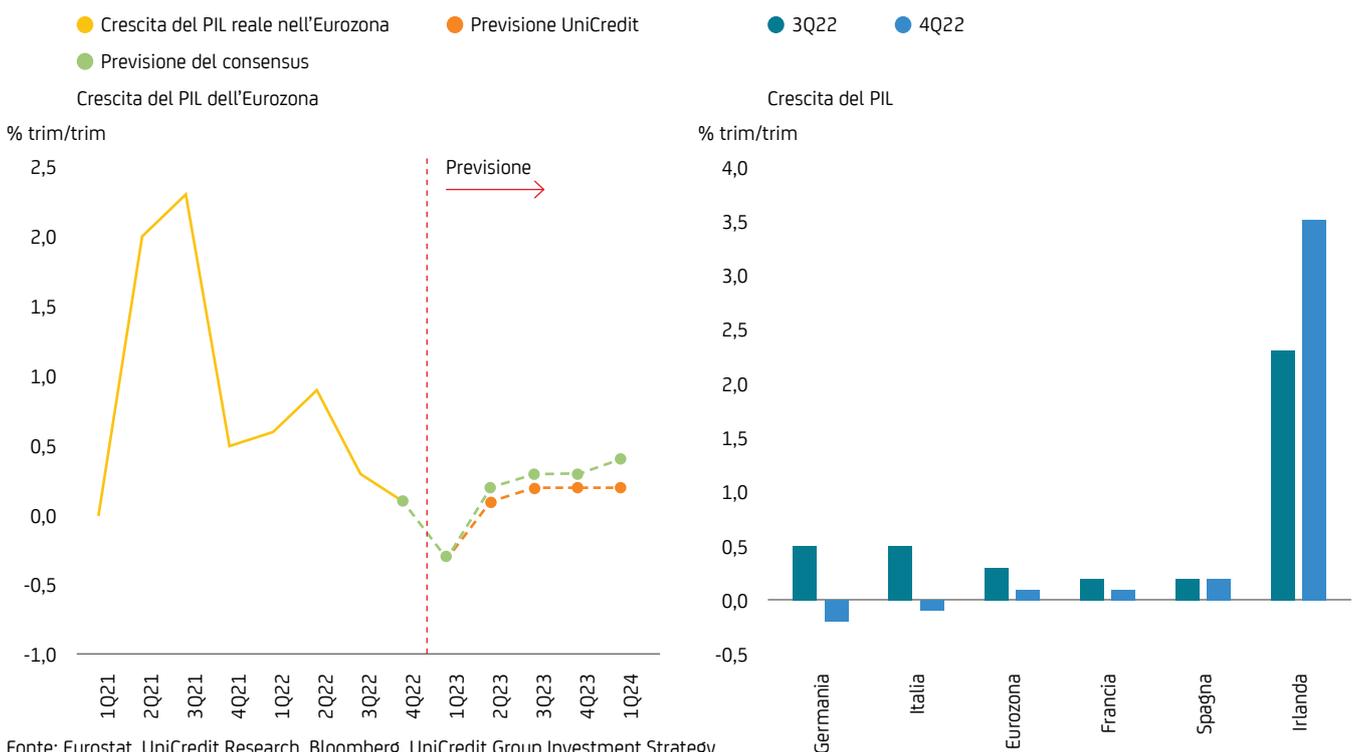
Nella sua ultima riunione a inizio febbraio la Fed ha alzato il tasso di interesse di riferimento di 25 punti base (pb) portandolo nell'intervallo obiettivo compreso tra il 4,50% e il 4,75% e riducendo così il ritmo degli aumenti dei tassi di interesse rispetto a dicembre (quando l'aumento era stato di 50 punti base). Sebbene il rialzo costituisca un ulteriore inasprimento nell'intervallo restrittivo, la mossa più contenuta a livello di tassi segnala un avvicinamento alla fine del ciclo di rialzi nel prossimo futuro. Inoltre, il messaggio del presidente della Fed Jerome Powell è parso molto meno aggressivo rispetto a dicembre. Di conseguenza, la Fed prevede che ci saranno probabilmente alcuni ulteriori rialzi di 25 punti base nelle prossime riunioni. Ma potrebbero essere in numero inferiore, se i tassi di inflazione diminuiranno molto più rapidamente di quanto previsto in precedenza. Inoltre, il fatto che Powell si sia astenuto dal contraddire con decisione le aspettative del mercato di tagli anticipati dei tassi entro la fine dell'anno ha dato un forte impulso ai mercati finanziari. Dopo la recente pubblicazione di dati molto più solidi sul mercato del lavoro, riteniamo che la Fed deciderà altri due rialzi di 25 punti base, a marzo e poi a maggio.

NESSUNA RECESSIONE NELL'EUROZONA, IL CALO INVERNALE DELL'ECONOMIA DOVREBBE ESSERE DI BREVE DURATA

Secondo i dati preliminari sull'andamento del prodotto interno lordo (PIL) nell'Eurozona, nel quarto trimestre l'economia ha rallentato, ma è riuscita a evitare una contrazione. È possibile che i dati disponibili sui PIL nazionali vengano rivisti, ma allo stato attuale molti segnali indicano che probabilmente non ci sarà una recessione tecnica nell'Eurozona. Nello specifico, il PIL dell'area dell'euro è cresciuto dello 0,1% su base trimestrale nel quarto trimestre dopo un aumento dello 0,3% nel terzo trimestre (si veda il Grafico 6). In tale contesto il calo della produzione in Germania e in Italia è stato compensato da un aumento in Francia, in Spagna e, ancora una volta, in **Irlanda**⁸. Il motivo principale della debolezza del quarto trimestre è stato il calo della domanda interna, in particolare dei consumi privati, che hanno accusato pesantemente le conseguenze della crisi energetica, ovvero inflazione elevata e impatti negativi sul potere d'acquisto. Per il primo trimestre di quest'anno prevediamo che l'andamento economico nell'Eurozona si indebolisca ulteriormente, registrando una flessione (-0,2% rispetto al trimestre precedente), poiché è probabile che le ripercussioni della crisi energetica continueranno a pesare ancora per qualche tempo. Tuttavia, a causa del recente miglioramento degli indicatori anticipatori (ad esempio, i PMI), prevediamo una netta ripresa a partire dal secondo trimestre in avanti. La ripresa incipiente in atto in Cina dovrebbe sostenere lo slancio economico nell'Eurozona nel 2023 (si veda anche la sezione "In evidenza" dedicata alla Cina).

⁸Il PIL irlandese è fortemente influenzato dagli investimenti esteri delle multinazionali, in quanto le imprese cercano di trarre vantaggio dal regime di bassa tassazione del paese. Questa situazione può determinare distorsioni nel calcolo della crescita economica nell'area dell'euro.

6. ECONOMIA DELL'EUROZONA FERMA NEL QUARTO TRIMESTRE 2022 E PREVISTA IN LIEVE CONTRAZIONE NEL PRIMO TRIMESTRE 2023



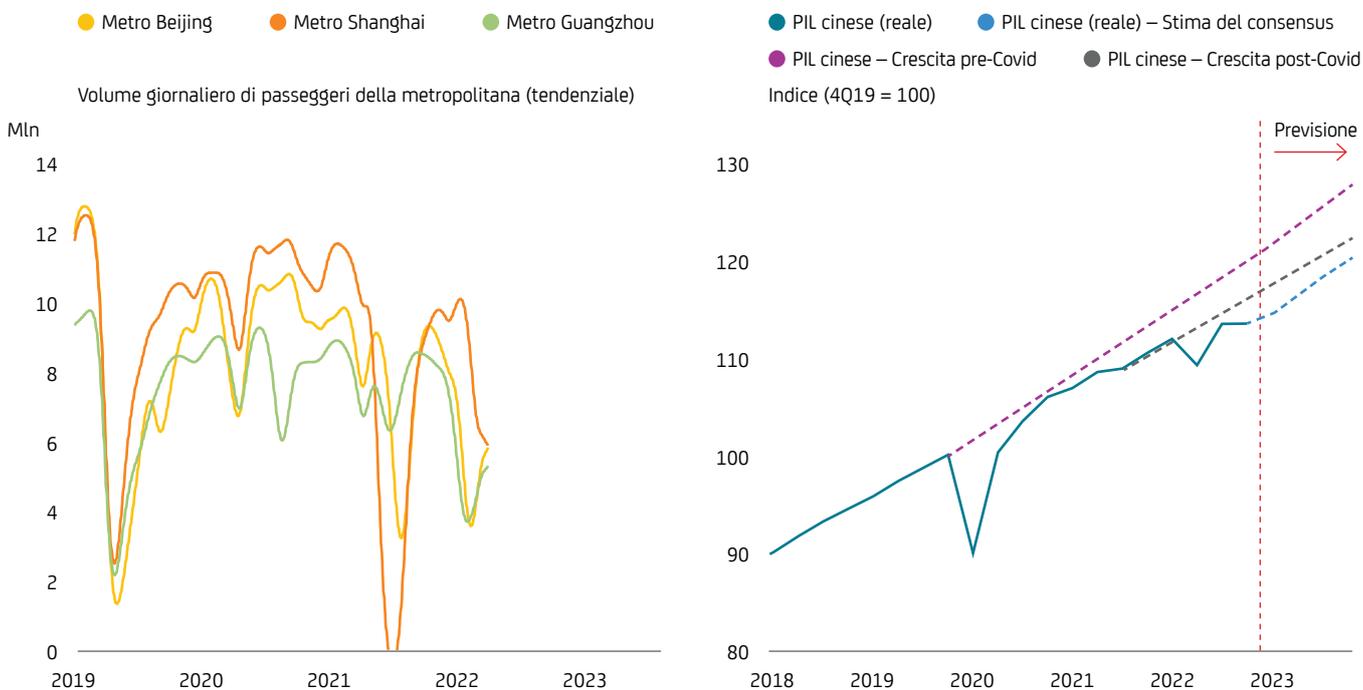
Anche la Banca Centrale Europea (BCE) ha aumentato i tassi di interesse di riferimento di altri 50 punti base all'inizio di febbraio e ha mantenuto la prospettiva di un ulteriore aumento di entità simile a marzo. Con questo ultimo rialzo il tasso d'interesse sui depositi è ora al 2,50%. Alla conferenza stampa della BCE, la presidente Christine Lagarde ha dichiarato che saranno necessari altri aumenti significativi dei tassi di interesse al fine di ridurre l'inflazione in modo sostenibile, ma ha anche sottolineato che dopo un rialzo a marzo l'orientamento della politica monetaria dovrà essere nuovamente rivalutato sulla base dei dati disponibili in quel momento. Pertanto, ci aspettiamo che gli incrementi dei tassi di interesse saranno limitati a 25 punti base nel secondo trimestre. Lagarde si è espressa in modo meno aggressivo rispetto a dicembre, soprattutto perché i rischi di inflazione sono stati riequilibrati dal drastico calo dei prezzi dell'energia. In altre parole, i cali più significativi dei prezzi dell'energia hanno ridotto le prospettive di un'inflazione elevata prolungata. Questa valutazione è stata accolta positivamente dai mercati finanziari e, analogamente alle dichiarazioni della Fed, ha portato a significativi rialzi sui mercati azionari e obbligazionari.

LA RIAPERTURA DELLA CINA SOSTERRÀ L'ECONOMIA NEL PRIMO SEMESTRE 2023

L'improvviso abbandono della politica Zero Covid e le relative misure di apertura a tutto campo in Cina daranno un forte sostegno alla ripresa economica nella prima metà del 2023 (si vedano anche i nostri commenti nella sezione «In evidenza»). Un'indicazione in tale senso è giunta, tra l'altro, dagli indicatori di mobilità, che hanno registrato una leggera ripresa a gennaio (si veda il Grafico 7). Il rallentamento della mobilità, osservato di recente, è probabilmente dovuto soprattutto al **Capodanno cinese**⁹ (dal 22 gennaio al 7 febbraio). Prevediamo che la mobilità continui a riprendersi nei prossimi mesi e contribuisca a stimolare ulteriormente i consumi privati. Sul fronte fiscale, è probabile che saranno varate ulteriori misure di stimolo alla crescita, che dovrebbero spingere gli investimenti pubblici e anticipare la stabilizzazione degli investimenti residenziali. Per il secondo semestre prevediamo che la crescita del PIL si avvierà verso un nuovo percorso di crescita, sostenuta dai consistenti risparmi in eccedenza e dalla ripresa dell'occupazione e dei redditi. Dovrebbe trattarsi però di livelli inferiori al percorso di crescita precedente alla pandemia. A livello generale, il consenso (secondo Bloomberg) prevede una crescita annua del PIL in Cina del 5% nel 2023 e nel 2024.

⁹Il Capodanno cinese segna il passaggio da un anno lunare all'altro e cade sempre il primo giorno del primo mese del calendario cinese. La data esatta varia di anno in anno tra metà gennaio e metà febbraio. Le vacanze sono di solito accompagnate da un'intensa attività di viaggio, visto che i cinesi tradizionalmente tornano nelle loro zone di origine. Di conseguenza, la mobilità nelle grandi città diminuisce.

7. LA MOBILITÀ CINESE SI RIPRENDE, L'ECONOMIA SI AVVIA VERSO UN NUOVO PERCORSO DI CRESCITA



Fonte: National Bureau of Statistics of China, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

ANDAMENTO DEI PRINCIPALI INDICATORI FINANZIARI

Da	31.01.22	31.01.18	31.01.19	31.01.20	31.01.21	31.01.22	31.01.18	01.01.23
A	31.01.23	31.01.19	31.01.20	31.01.21	31.01.22	31.01.23	31.01.23	31.01.23
Indici azionari (andamento, in %)								
MSCI Globale (in USD)	-7,0	-6,0	18,4	14,6	17,0	-7,0	40,5	7,1
MSCI Mercati Emergenti (in USD)	-11,7	-13,9	4,2	27,1	-6,9	-11,7	-4,9	7,9
MSCI USA (in USD)	-9,0	-2,3	21,9	17,9	20,9	-9,0	57,4	6,6
MSCI Europa (in EUR)	0,5	-5,9	18,0	-3,4	22,7	0,5	33,4	6,8
MSCI AC Asia Pacifico (in USD)	-6,3	-12,5	8,9	26,0	-7,4	-6,3	4,0	7,9
STOXX Europe 600 (in EUR)	-0,3	-6,1	18,6	-2,1	21,6	-0,3	33,5	6,8
DAX 40 (Germania, in EUR)	-2,2	-15,3	16,2	2,1	15,2	-2,2	14,6	8,7
MSCI Italia (in EUR)	3,8	-12,3	20,1	-10,2	27,7	3,8	28,2	11,3
ATX (Austria, in EUR)	-8,6	-14,6	6,9	-4,8	37,6	-8,6	10,2	8,2
SMI (Svizzera, in CHF)	-5,1	-0,6	22,5	2,0	18,8	-5,1	40,1	5,2
S&P 500 (USA, in USD)	-8,2	-2,3	21,7	15,2	23,3	-8,2	57,8	6,3
Nikkei (Giappone, in JPY)	3,5	-8,2	14,1	22,7	-0,8	3,5	29,6	4,7
CSI 300 (Cina, in Yuan)	-6,8	-23,5	27,9	36,5	-13,2	-6,8	8,6	7,4
Indici Obbligazionari (andamento, in %)								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	-12,2	3,3	12,6	7,1	-3,2	-12,2	5,7	3,3
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA, in USD)	-8,9	2,7	9,2	4,5	-3,1	-8,9	3,4	2,6
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	-9,2	0,6	14,8	6,1	-2,8	-9,2	8,1	3,9
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	-17,1	6,8	6,4	1,3	-4,4	-17,1	-9,3	3,0
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-15,6	2,4	8,2	2,0	-3,9	-15,6	-8,4	2,4
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-11,1	0,1	6,4	1,5	-2,3	-11,1	-6,3	2,1
Rendimenti Obbligazionari (espressi in punti base = 0,01%)								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	175	-8	-112	-46	69	175	80	-30
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA, in USD)	228	11	-107	-86	90	228	141	-31
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	226	54	-136	-76	89	226	159	-44
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	227	-53	-58	-11	52	227	162	-32
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	241	-13	-80	-19	51	241	181	-29
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	294	32	-94	-13	61	294	284	-38
Spread sulle Obbligazioni governative (credit spread, espresso in punti base)								
Obbligazioni Societarie USA (BofAML US Corporate Master)	15	47	-29	-4	8	15	34	-13
Obbligazioni Societarie USA (BofAML US High Yield)	67	108	-34	-16	-16	67	97	-49
Obbligazioni Governative area Euro (BofAML Euro Corporate AAA-A)	34	46	-32	0	15	34	62	-8
Obbligazioni Governative area Euro (BofAML Euro High Yield)	74	193	-114	7	24	74	184	-53
Tassi di interesse del mercato monetario (espressi in punti base)								
Libor (USD, 3 mesi)	450	96	-99	-156	11	450	304	5
Euribor (EUR, 3 mesi)	306	2	-9	-15	0	306	284	38
Tasso di Cambio con Euro (in %)								
Dollaro USA (EUR-USD)	-2,9	-7,8	-3,8	10,0	-8,1	-2,9	-12,8	1,6
Sterlina Inglese (EUR-GBP)	5,9	-0,4	-3,9	5,0	-5,9	5,9	0,2	-0,7
Franco Svizzero (EUR-SFR)	-3,6	-1,9	-6,3	1,0	-3,6	-3,6	-13,4	1,9
Yen Giapponese (EUR-JPY)	9,7	-8,0	-3,6	5,9	1,4	9,7	4,7	0,4
Materie Prime (in %)								
Commodity Index (GSCI, in USD)	7,3	-2,1	19,0	13,3	-3,6	7,3	36,9	6,0
Metalli Industriali (GSCI, in USD)	-4,1	-14,8	-10,3	27,3	33,3	-4,1	25,6	8,7
Oro (in USD per oncia fine)	7,3	-1,4	20,0	17,4	-3,3	7,3	43,9	6,2
Petrolio (Brent, in USD al barile)	-6,9	-9,3	-6,5	-4,8	63,3	-6,9	24,0	0,2

Nota: i valori passati e le previsioni non sono un indicatore affidabile delle performance future. Gli indici non possono essere acquistati e quindi i rendimenti non includono i costi degli strumenti. Quando si investe in titoli, vengono sostenuti costi che riducono la performance. Il rendimento degli investimenti in valute estere può anche aumentare o diminuire a causa delle fluttuazioni valutarie. Fonte: Refinitiv Datastream. Dati al 31.01.2023.

Disclaimer

La presente pubblicazione di UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG e UniCredit Bank AG (di seguito congiuntamente "Gruppo UniCredit") è indirizzata ad un pubblico indistinto e viene fornita gratuitamente a titolo meramente informativo. Essa non costituisce raccomandazione personalizzata all'investimento 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. Il Gruppo UniCredit e le altre società del Gruppo UniCredit possono avere uno specifico interesse riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari indicati all'interno della pubblicazione. Si prega di fare riferimento a <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer>. 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 di UniCredit 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 delle società del Gruppo UniCredit salva la possibilità di farne copia per uso esclusivamente personale.



UniCredit Spa
Client Solutions



Indirizzo
Piazza Gae Aulenti, 3
20124 Milano



Online
unicreditgroup.eu/clientsolutions