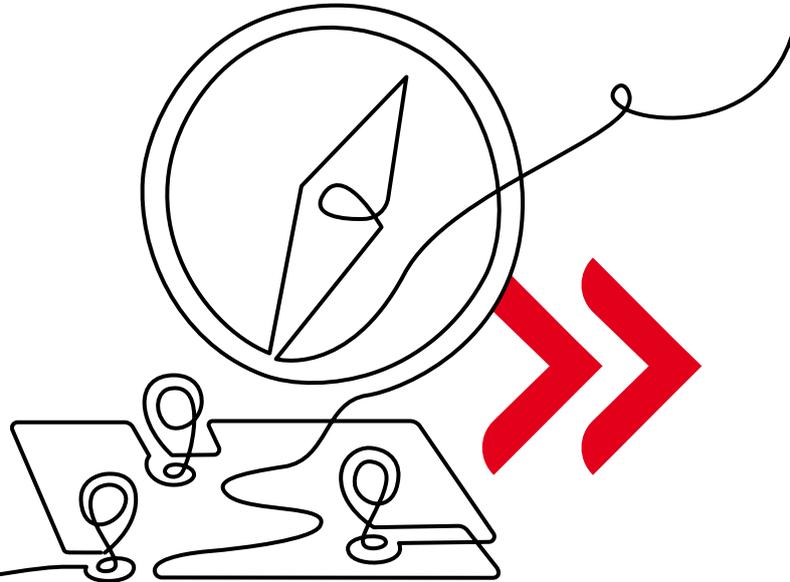


# The Compass Checkpoint

22 maggio 2025



## Il limbo dei negoziati

L'economia globale è nel limbo. I dazi "reciproci" annunciati dall'amministrazione Trump il 2 aprile sono stati sospesi fino all'8 luglio. Nel frattempo, gli Stati Uniti stanno negoziando nuovi accordi con tutti i loro principali partner commerciali. Subito dopo il congelamento dei dazi il 10 aprile, Peter Navarro, il principale consigliere commerciale di Trump, ha dichiarato che l'amministrazione aveva fissato l'obiettivo di "negoziare 90 accordi in 90 giorni".

Washington ha annunciato il primo di tali accordi con il Regno Unito. Da ciò si possono trarre due lezioni. La prima è che l'amministrazione Trump è disposta a ridurre i dazi, ma solo fino ad un certo punto. Pertanto, non ci sarà un ritorno allo "status quo" e una tariffa del 10% sulla maggior parte delle merci che entreranno negli Stati Uniti sarà probabilmente la minima applicata, rispetto alla precedente tariffa media di circa il 2,5%.

La seconda lezione è che accordi commerciali così complessi non possono essere negoziati in poche settimane. L'intesa con Londra non è ancora definitiva. Ci sono ancora dei dettagli da risolvere. Le negoziazioni con le grandi economie, come la Cina o l'UE, richiederanno ancora più tempo.

Questo non è sorprendente. I negoziati commerciali con un Paese possono richiedere mesi o addirittura anni, date le loro complessità tecniche. E l'amministrazione Trump non è concentrata solo sul taglio delle tariffe estere, ma anche sulla rimozione di tutte le possibili barriere commerciali, come le leggi, i regolamenti e le politiche straniere che considera come ostacolo alla concorrenza. Pertanto, gran parte dell'incertezza che le aziende, i consumatori e gli investitori stanno vivendo non scomparirà dopo l'8 luglio (e, nel caso della Cina, dopo il 10 agosto). L'unica certezza è che il mondo si sta muovendo verso un regime di tariffe persistentemente più elevate.

Le banche centrali stanno cercando di navigare in queste acque inesplorate, con crescenti rischi di divergenza di politica monetaria tra la Fed e le altre banche centrali. Nella sua ultima riunione, la BCE ha tagliato i tassi di interesse ed è pronta a tagliare altre due volte nel 2025. Le altre principali banche centrali si trovano in una fase di allentamento simile a quella della BCE. La Fed, invece, nonostante le pressioni da parte dell'amministrazione Trump, non ha tagliato i tassi di interesse nell'ultima riunione e ha detto che sta guadagnando tempo per valutare i possibili rischi stagflazionistici causati dalle politiche protezionistiche di Trump. È probabile che questo limbo dei negoziati eroderà ulteriormente la fiducia nel dollaro e manterrà elevata la volatilità del mercato.

**Manuela D'Onofrio**  
Presidente,  
The Investment Institute

**Fabio Petti**  
Co-presidente,  
The Investment Institute

**Edoardo Campanella**  
Direttore e caporedattore,  
The Investment Institute

## IL PUNTO DI VISTA DEI CIO 2

- Allocazione di portafoglio

## STORIE MACRO 3

- La BCE continuerà a tagliare, per la Fed un "difficile gioco di equilibri"
- Diversione commerciale delle merci cinesi dagli Stati Uniti all'UE
- Motivi per cui la disoccupazione degli Stati Uniti potrebbe non aumentare di molto

**Focus 1:** Braccio di ferro tra Stati Uniti e Cina per sottoporre a stress test le catene globali del valore

## STORIE DI MERCATO 8

Cosa sta succedendo nel mercato?

- Azioni
- Reddito fisso
- Materie prime
- Cambi

**Focus 2:** USD e Treasury: rischi di disaffezione?

## TABELLE DI PREVISIONE 17



# Il punto di vista dei CIO

Alessandro Caviglia (Italia), Philip Gisdakis (Germania), Oliver Prinz (Austria)

Sono successe molte cose dall'annuncio dei dazi "reciproci" da parte dell'amministrazione Trump all'inizio di aprile. Gli asset rischiosi, soprattutto le azioni, hanno subito un forte sell-off in diversi mercati mondiali, e sono stati colpiti in particolare i mercati statunitensi. Allo stesso tempo, i rendimenti degli UST sono cresciuti e il dollaro si è indebolito, suggerendo una potenziale erosione del tradizionale status di rifugio sicuro sia dei titoli di Stato statunitensi che del dollaro.

Nonostante questo contesto, la sovraperformance relativa delle azioni europee rispetto alle omologhe statunitensi, osservata nelle prime settimane dell'anno, è rimasta intatta. Le condizioni economiche dell'Europa hanno mostrato una buona tenuta, date le turbolenze innescate dalla politica commerciale statunitense. Per contro, le aspettative di crescita del PIL degli Stati Uniti sono state riviste significativamente al ribasso.

A causa del perdurare dell'incertezza, non sono consigliate forti posizioni direzionali nell'allocazione azionaria. Il nostro focus rimane sulla selezione di aziende, temi e settori di qualità. I mercati azionari europei, con la loro quota più elevata di settori value e difensivi, offrono agli investitori un certo grado di stabilità del portafoglio. In combinazione con la relativa resilienza dell'economia europea, abbiamo rivisto il nostro posizionamento sulle azioni Europa (da sottopeso) e sulle azioni del Pacifico (da sovrappeso) a neutrale.

Mentre l'economia europea risentirà anche delle tensioni commerciali e dell'aumento dei dazi da parte degli Stati Uniti, le iniziative di investimento annunciate dal nuovo governo tedesco dovrebbero contribuire a sostenere la domanda della regione. Allo stesso tempo, l'indebolimento del dollaro, esacerbato dall'apparente volontà di Trump di sostenere le esportazioni attraverso un biglietto verde più debole, solleva preoccupazioni più ampie e legate al ruolo del dollaro come bene rifugio sicuro a lungo termine. Questi sviluppi potrebbero essere visti come i primi segnali di una tendenza secolare alla de-dollarizzazione.

Di conseguenza, siamo a favore di una posizione più cauta nei confronti del dollaro. Nel reddito fisso, ciò significa rivalutare l'esposizione al dollaro statunitense e il rischio di duration degli UST, con una volatilità che dovrebbe rimanere elevata. I periodi di forza temporanea del dollaro possono essere utilizzati per ridurre l'esposizione. Continuiamo a preferire la nostra strategia di "Quality Carry" nel reddito fisso: sovrappesare il debito corporate investment grade denominato in euro e il debito corporate dei mercati emergenti e sottopesare le obbligazioni high yield globali.

## ALLOCAZIONE DELLE ATTIVITÀ

LA NOSTRA VISIONE DI INVESTIMENTO SULLE ASSET CLASS

|  | SOTTOPESO | NEUTRALE | SOVRAPPESO |
|--|-----------|----------|------------|
| <b>Azioni globali</b>                                  |           | ●        |            |
| Azioni USA   |           | ●        |            |
| Azioni Europa  |           | ●        |            |
| Azioni del Pacifico (mercati sviluppati <sup>1</sup> ) |           | ●        |            |
| Azioni mercati emergenti                               |           | ●        |            |
| <b>Obbligazioni globali</b>                            |           |          | ●          |
| Titoli di Stato in euro                                |           | ●        |            |
| Titoli di Stato non in euro                            |           | ●        |            |
| Obbligazioni corporate investment grade in euro        |           |          | ●          |
| Obbligazioni corporate high yield                      | ●         |          |            |
| Obbligazioni mercati emergenti (valuta forte)          |           |          | ●          |
| Obbligazioni mercati emergenti (valuta locale)         |           |          | ●          |
| <b> Mercati monetari</b>                               | ●         |          |            |
| <b>Alternativi</b>                                     |           | ●        |            |
| <b>Materie prime</b>                                   |           | ●        |            |
| Petrolio   |           | ●        |            |
| Oro  |           | ●        |            |

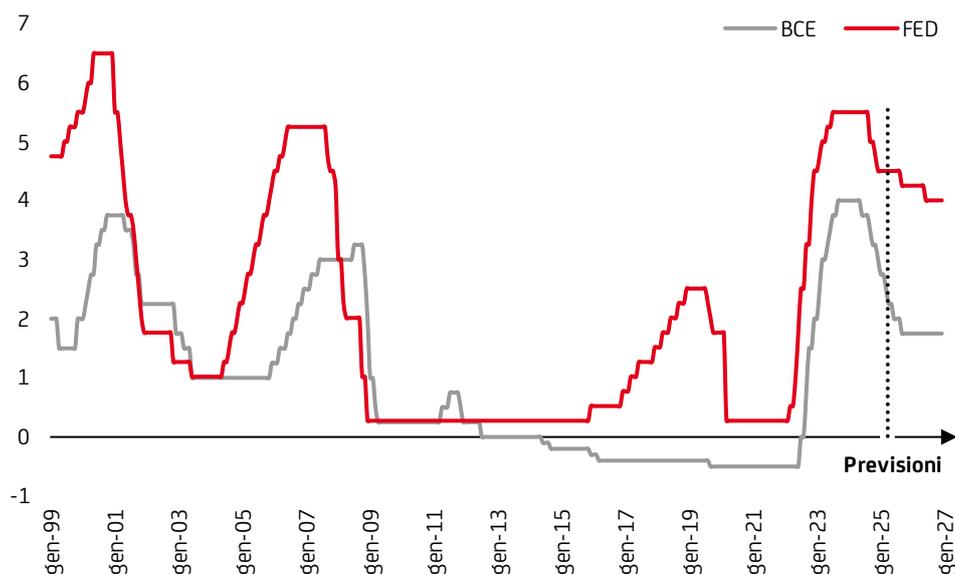
1. Mercati sviluppati: Australia, Giappone, Hong Kong, Nuova Zelanda, Singapore



## La BCE continuerà a tagliare, per la Fed un “difficile gioco di equilibri”

Il compito della BCE sembra meno impegnativo di quello della Fed. A Francoforte la retorica si è fatta più accomodante, poiché la guerra commerciale aumenta i rischi al ribasso per le prospettive di crescita dell'eurozona, aumentando, nello stesso tempo, le pressioni disinflazionistiche, almeno nel breve-medio termine. La crescita economica debole, l'apprezzamento dell'euro, il calo dei prezzi dell'energia e il rischio di una significativa deviazione dei flussi commerciali cinesi dagli Stati Uniti rafforzeranno probabilmente la fiducia della BCE in merito a un ritorno tempestivo e sostenibile dell'inflazione all'obiettivo del 2%. Ciò implica che probabilmente a giugno la BCE taglierà i tassi di interesse, riducendo ulteriormente il tasso sui depositi, che sarà probabilmente portato al 2%. Con questo, i tagli cumulativi dei tassi per questo ciclo ammonteranno a 200 pb. Confermiamo la nostra previsione che il tasso sui depositi raggiungerà il minimo dell'1,75% entro settembre e arriverà al limite inferiore dell'intervallo che la BCE stima come neutrale.

**GRAFICO 1.1: LA POLITICA MONETRARIA DELLA FED RIMARRA' RESTRITTIVA**  
TASSI DI INTERESSE, IN %



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Il 7 maggio la Fed ha mantenuto i tassi di interesse nell'intervallo del 4,25%-4,50%. Il Presidente della Fed Powell ha ribadito che la politica monetaria è ben posizionata e che è opportuno che la banca centrale attenda una maggiore chiarezza (sulla politica del Governo e sui dati economici) prima di decidere se aggiustare o meno i tassi di interesse. La Fed si trova in una posizione molto delicata, poiché è probabile che i dazi faranno crescere l'inflazione e indeboliranno la crescita economica, mettendo in tensione il suo duplice obiettivo di inflazione al 2% e di piena occupazione. In una situazione del genere, la Fed dovrebbe decidere la politica monetaria in base a quanto l'economia è lontana da ciascun obiettivo. A nostro avviso, l'asticella per l'adeguamento dei tassi di politica monetaria prima di settembre è molto alta, poiché la pausa di 90 giorni sui dazi "reciproci" si estenderà fino all'8 luglio. Restiamo dell'idea che nel nostro scenario di base, in cui non è prevista una recessione, la Fed probabilmente si concentrerà sul suo obiettivo di stabilità dei prezzi. Prevediamo un solo taglio dei tassi per quest'anno, nel 4T25, e un taglio a metà del 2026.



## Diversione commerciale delle merci cinesi dagli Stati Uniti all'UE

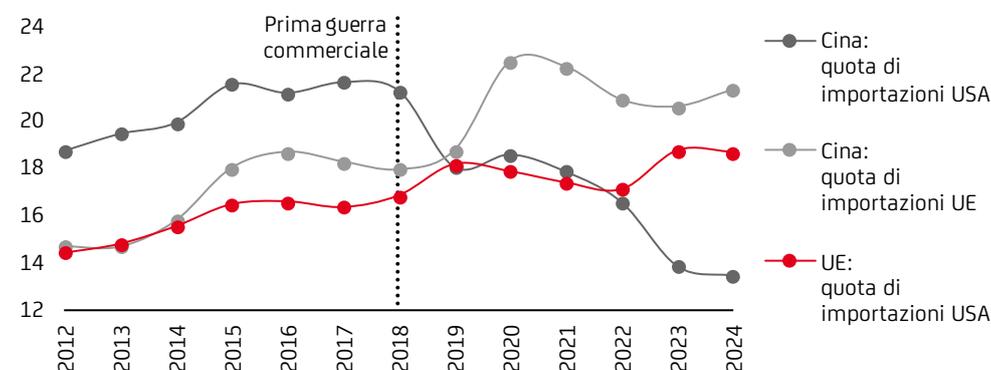
Dopo l'ultimo taglio dal 145% al 30%, i dazi statunitensi sulle importazioni di merci cinesi rimangono ancora sostanzialmente superiori a quelli sulle importazioni dal resto del mondo, che attualmente sono del 10%. Sebbene le incertezze sull'esito di ulteriori negoziati commerciali continuino ad essere elevate, riteniamo che permarranno notevoli differenze tra i dazi statunitensi sulle merci provenienti dalla Cina e su quelle provenienti dagli altri Paesi. È probabile che questo divario innescherà degli effetti di diversione degli scambi sotto due diverse forme:

- 1. Dirottamento delle esportazioni cinesi dagli Stati Uniti verso le altre regioni, compresa l'UE.** In caso contrario, le sovraccapacità industriali in Cina aumenterebbero, e questa è una preoccupazione di lunga data dei responsabili politici cinesi, soprattutto a fronte della debolezza della domanda interna. Sarebbe quindi opportuno un riorientamento strategico delle esportazioni verso l'UE, dal momento che le economie europee particolarmente mature sono relativamente simili a quella degli Stati Uniti in termini di domanda, scelte dei consumatori, ecc. Si noti che nel 2024 la Cina ha esportato negli Stati Uniti merci per un valore di quasi 440 miliardi di dollari, rispetto agli oltre 550 miliardi di dollari nell'UE. Un ulteriore afflusso di merci cinesi sul mercato europeo potrebbe mettere a dura prova i produttori locali di quei settori che sono in concorrenza con i produttori cinesi. Ne sono un esempio i settori dei macchinari e dei beni di consumo di lusso, che potrebbero essere costretti a tagliare i prezzi per mantenere le quote di mercato. Per mitigare tali effetti negativi, i responsabili politici dell'UE hanno preso in considerazione l'attuazione di dazi antidumping per proteggere le loro industrie. Tuttavia, ciò aumenterebbe anche il rischio di contromisure da parte della Cina sotto forma di ulteriori ostacoli alle esportazioni da parte dell'UE.
- 2. Aumento delle esportazioni verso gli Stati Uniti da parte degli esportatori dell'UE,** in particolare nei settori come quelli dei macchinari e dei prodotti chimici, poiché i dazi statunitensi più elevati rendono i beni cinesi sostanzialmente più costosi. Tuttavia, i produttori europei competono (in parte) con altri Paesi come il Giappone e la Corea del Sud.

In questa fase, è difficile dire quanto saranno ampi questi due effetti di "diversione", date le incertezze sulle politiche commerciali di Stati Uniti, UE e Cina. A partire da Trump 1.0, il parziale reindirizzamento delle esportazioni cinesi dagli Stati Uniti verso l'UE ha superato l'aumento delle quote di mercato dell'UE negli Stati Uniti (cfr. grafico 1.2). Nel 2018, circa il 21% di tutte le importazioni di merci statunitensi proveniva dalla Cina, rispetto a meno del 14% dello scorso anno. Allo stesso tempo, la quota della Cina nelle importazioni dell'UE è aumentata dal 18% al 21-22%. Naturalmente, l'aumento della quota di mercato della Cina nell'UE non riflette solo le tariffe, ma anche altri fattori, come l'ascesa della Cina in qualità di principale produttore di automobili e di beni di tecnologia green (pannelli solari, batterie, ecc.).

**GRAFICO 1.2: DIVERSIONE DEGLI SCAMBI DA TRUMP 1.0**

QUOTA DELLE IMPORTAZIONI, IN %



Fonte: FMI, The Investment Institute by UniCredit

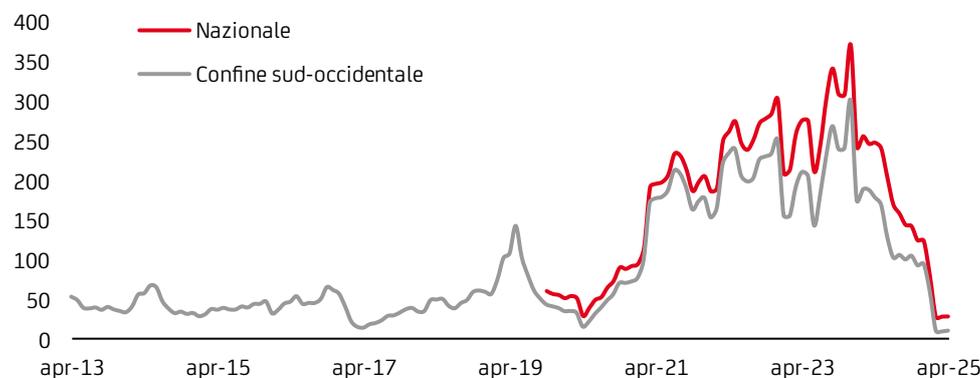


## Motivi per cui la disoccupazione degli Stati Uniti potrebbe non aumentare di molto

Il mercato del lavoro statunitense, nonostante gli annunci sui dazi, è rimasto finora solido. Sebbene la domanda di lavoro abbia continuato a diminuire lungo il trend pre-dazi (con un calo graduale delle offerte di lavoro), è ora in equilibrio con l'offerta di lavoro (come dimostra il tasso di disoccupazione che ad aprile è rimasto ancora basso al 4,2%). In questa sezione, discuteremo in che modo i principali sviluppi in materia di immigrazione e tariffe potrebbero influire sul tasso di disoccupazione.

Il Census Bureau stima che fino alla metà del 2024 la popolazione era aumentata di 3,3 milioni (1,0%), il tasso più alto dagli anni '1990, con l'immigrazione che rappresenta l'84% di tale aumento. Indicatori più recenti, tra cui i dati del Dipartimento per la sicurezza interna sugli incontri tra migranti e agenti della dogana e della pattuglia di frontiera al confine, suggeriscono che l'immigrazione è rallentata significativamente nella seconda metà dello scorso anno, poiché l'amministrazione Biden ha inasprito la politica sull'immigrazione. Il calo dell'immigrazione ha subito un'accelerazione nei primi tre mesi della seconda amministrazione di Trump (si veda il grafico 1.3). Effettivamente, l'amministrazione Trump si è impegnata a contenere l'immigrazione, per lo più quella illegale, e ad effettuare la più grande deportazione di migranti privi di documenti effettuata da parte di qualsiasi Presidente degli Stati Uniti (più di un milione di persone!). Tuttavia, sembra probabile che l'immigrazione continuerà ad essere materialmente inferiore sotto il Presidente Trump rispetto a quella degli ultimi anni con i Presidenti precedenti. Ciò rallenterà la crescita dell'offerta di lavoro ed eserciterà una pressione al ribasso sul tasso di disoccupazione.

**GRAFICO 1.3: IL CALO DELL'IMMIGRAZIONE HA ACCELERATO SOTTO TRUMP**  
CONTEGGIO DI MIGRANTI AL CONFINE, PER MESE, MIGLIAIA DI PERSONE



Fonte: US Customs and Border Protection, The Investment Institute by UniCredit

L'impatto di tariffe più elevate sul tasso di disoccupazione è, in teoria, ambiguo. Da un lato, il forte aumento dell'incertezza economica (dovuto principalmente all'incertezza della politica commerciale statunitense) porterà le imprese a ritardare le assunzioni e l'aumento dell'inflazione indotto dai dazi peserà sulla domanda dei consumatori, riducendo la domanda di lavoro ed esercitando una pressione al rialzo sul tasso di disoccupazione. Dall'altro lato, i dazi potrebbero pesare sulla produttività del lavoro (produzione oraria), sia a breve termine (attraverso l'interruzione della catena di approvvigionamento) sia a lungo termine (attraverso la riduzione della specializzazione, le economie di scala e il trasferimento delle tecnologie incorporato nei flussi commerciali e ad essi associato). Ciò potrebbe richiedere un maggiore input di lavoro per mantenere lo stesso livello di produzione, spingendo verso il basso il tasso di disoccupazione.

Nel complesso, ci aspettiamo che il mercato del lavoro si allenterà e che il tasso di disoccupazione aumenterà, ma non di molto. Ciò limiterà la misura in cui la Fed potrà tagliare i tassi di interesse, con l'inflazione che probabilmente aumenterà significativamente nel corso del prossimo anno a causa dei dazi. Quest'anno prevediamo un solo taglio dei tassi di 25 pb (nel 4T25).



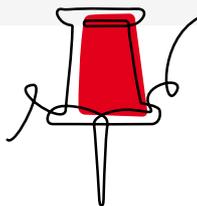
# Braccio di ferro tra Stati Uniti e Cina per sottoporre a stress test le catene globali del valore

Autore: Andreas Rees

Negli ultimi due o tre decenni, l'organizzazione degli impianti di produzione ha subito una massiccia trasformazione. Grazie alla riduzione dei costi di comunicazione e trasporto, molte aziende hanno diviso in più fasi le loro catene di approvvigionamento a livello internazionale. Le attività produttive sono state frammentate e disperse in una moltitudine di Paesi. In genere, le attività ad alta intensità di lavoro sono state trasferite nei mercati emergenti con livelli salariali più bassi, mentre le attività che richiedevano molto capitale e conoscenze sono rimaste in patria o esternalizzate in altri Paesi industrializzati. Di conseguenza, molte delle merci non sono state completamente prodotte solo all'interno dei confini di un Paese e poi spedite in un altro. Invece, ad esempio, le importazioni statunitensi etichettate come "Made in China" includevano anche le attività di produzione sotto forma di input da altri Paesi. Nel corso degli anni, tali catene globali del valore (GVC) sono diventate una pietra miliare del commercio internazionale e hanno rappresentato circa il 50% dei beni e servizi scambiati a livello mondiale.

Quindi, l'attenzione, per non dire l'ossessione, del Presidente degli Stati Uniti Trump sugli squilibri commerciali bilaterali è altamente anacronistica. Guardare solo i dati sulle esportazioni e le importazioni degli Stati Uniti non basta perché non tiene conto della complessità del commercio globale. Basti pensare alla produzione di un iPhone per capire che è coinvolta una vasta rete di fornitori e assemblatori di più Paesi. La GVC inizia con l'ideazione e la progettazione negli Stati Uniti. I componenti high-tech provengono da Giappone, Corea del Sud, Germania, Stati Uniti e alcuni altri Paesi. Per molto tempo, l'iPhone è stato poi assemblato principalmente in Cina da aziende taiwanesi. L'India in particolare, ma anche il Vietnam, sono recentemente diventati un hub significativo per l'assemblaggio di iPhone destinati al mercato statunitense.

L'aumento dei dazi statunitensi e l'incertezza sulle future politiche commerciali degli Stati Uniti rischiano di mettere i bastoni tra le ruote ai processi di produzione internazionali in più fasi. Gli effetti a catena negativi potrebbero derivare in particolare dalle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina e da una tariffa statunitense ancora elevata del 30% sulle merci cinesi per 90 giorni, dopo la riduzione dal 145%. Ciò potrebbe anche compromettere la produzione e le attività commerciali di altri Paesi e regioni, come l'UE, il Giappone, l'Asia emergente, ecc. Il cosiddetto tasso di partecipazione alle GVC misura questi effetti negativi e valuta i potenziali danni che le tariffe e le altre restrizioni commerciali causano alle esportazioni di un Paese (cfr. anche il riquadro sulla terminologia delle GVC). Nel concreto, il tasso di partecipazione alla GVC mostra in che misura un Paese fa parte di un processo di produzione e commercio internazionale a più stadi, in termini di quota delle esportazioni totali di un Paese verso il resto del mondo.



## TERMINOLOGIA GVC

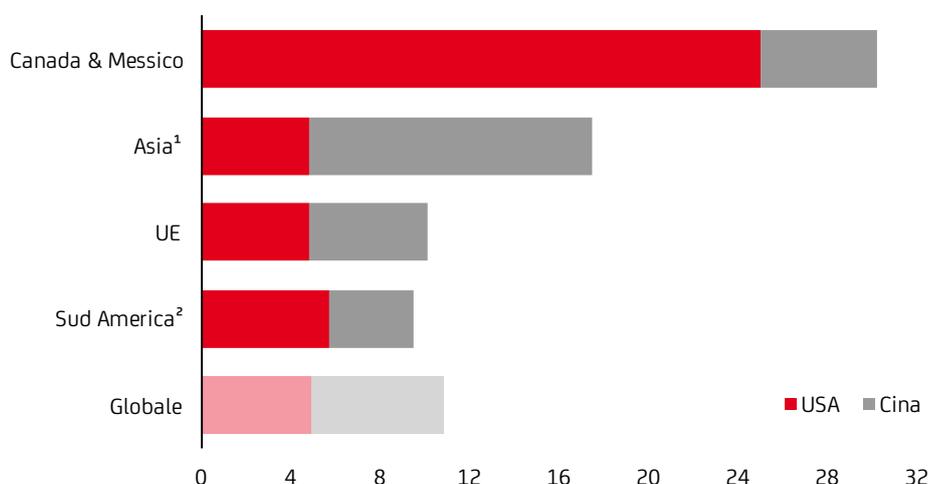
Le GVC sono costituite da due pilastri: la cosiddetta integrazione a monte e l'integrazione a valle. L'integrazione a monte rappresenta il contenuto importato delle esportazioni di un Paese. Ad esempio, misura il valore aggiunto che viene importato dall'UE sotto forma di input intermedi da altri Paesi, come gli Stati Uniti e la Cina, e che quindi viene utilizzato per generare esportazioni dall'UE. L'integrazione a valle rappresenta le esportazioni dell'UE che vengono utilizzate da altri Paesi, come ad esempio gli Stati Uniti (o la Cina), in termini di beni intermedi nella produzione delle esportazioni statunitensi (cinesi). Il tasso di partecipazione alle GVC è pari alla somma di queste due componenti ed è misurato come percentuale delle esportazioni lorde dell'UE verso il resto del mondo. Quanto più questa quota è elevata, tanto più le attività di esportazione dell'UE sono esposte alle tensioni delle catene globali del valore.



Qui di seguito spieghiamo come abbiamo calcolato i tassi di partecipazione alle GVC, che si riferiscono ai processi di produzione delle multinazionali di alcune importanti regioni come l'UE, e a cui contribuiscono anche gli Stati Uniti e la Cina. In altre parole, ci stiamo ponendo una domanda semplice ma importante: quanto è esposta l'UE alle tensioni nelle sue catene di approvvigionamento globali a causa della guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina?

Secondo i nostri calcoli basati sui dati della Conferenza delle Nazioni Unite sul commercio e lo sviluppo (UNCTAD) ci sono state delle differenze significative tra le principali regioni. Con una quota di circa il 10% ciascuno, il Sud America e l'UE sono considerevolmente meno vulnerabili dei Paesi asiatici (cfr. grafico 1.4). In altre parole, circa un decimo delle esportazioni totali dell'UE faceva parte di una catena di approvvigionamento transfrontaliera alla quale hanno contribuito anche gli Stati Uniti e la Cina. Ovviamente, l'enorme mercato interno dell'UE ha dato i suoi frutti, poiché la stragrande maggioranza delle catene di approvvigionamento transfrontaliere dei Paesi dell'UE si trovava all'interno dell'UE stessa. Tuttavia, bisogna tenere presente che un tasso di partecipazione alle GVC del 10% in termini di esportazioni totali significa ancora che circa il 4% del PIL dell'UE potrebbe essere a rischio. Non sorprende che, con un tasso di partecipazione alle GVC del 17%, i Paesi asiatici saranno più esposti agli shock, soprattutto dalla Cina. Ancora più vulnerabili sarebbero anche il Canada e il Messico (30%) nel caso di aumenti dei dazi statunitensi sulle loro esportazioni, data la loro forte interconnessione con gli Stati Uniti.

**GRAFICO 1.4: TASSO DI PARTECIPAZIONE AL GVC DEI PAESI E DELLE REGIONI CON GLI STATI UNITI E LA CINA**  
IN % DELLE ESPORTAZIONI LORDE TOTALI DI PAESI/REGIONI (2022; ULTIMI DATI DISPONIBILI)



Fonte: Banca dati UNCTAD-EORA GVC, The Investment Institute by UniCredit

1. Il Sud America comprende: Argentina, Bolivia, Brasile, Cile, Colombia, Perù e Uruguay.

2. L'Asia comprende: Bangladesh, Cambogia, India, Indonesia, Giappone, Malesia, Pakistan, Filippine, Singapore, Corea del Sud, Taiwan, Thailandia e Vietnam.





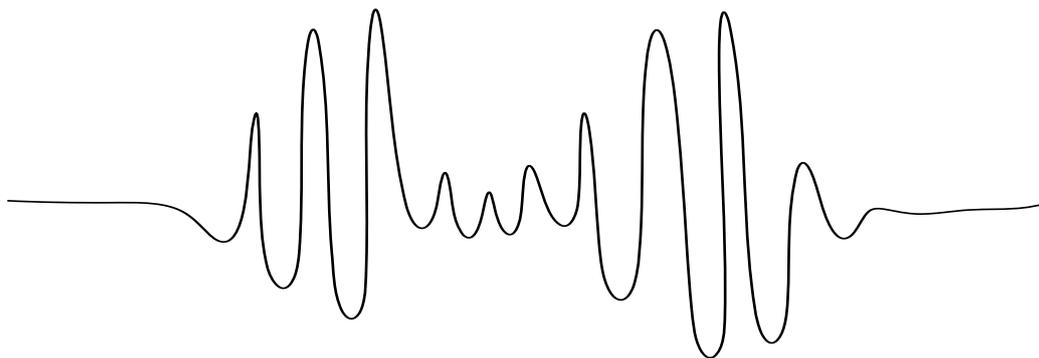
# Storie di Mercato

**Autori: Francesco Maria Di Bella, Tobias Keller, Stefan Kolek, Roberto Mialich, Jonathan Schroer, Christian Stocker, Michael Teig**

## Cosa sta succedendo nel mercato?

### IL “RUMORE”

Dopo che gli annunci inaspettati di Trump sui dazi hanno scatenato un forte sell-off, riflettendo il disagio degli investitori circa la guerra commerciale globale e le pressioni derivanti da attese di una potenziale recessione, in particolare negli Stati Uniti, i mercati hanno continuato a oscillare per via delle minacce tariffarie e sull'indipendenza della Fed, per poi invertire la rotta quando sono emersi segnali di un maggiore raffreddamento. I recenti guadagni degli indici azionari, in particolare del DAX, riflettono il sollievo degli investitori per il raffreddamento delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina e il rinnovato ottimismo riguardo alla svolta fiscale della Germania. In questo quadro, gli investitori stanno ancora cercando di delineare la loro strategia. Sebbene i mercati rimangano sensibili ai segnali di politica monetaria e ai cambiamenti climatici, ci sono segnali di una maggiore stabilità.



### IL SEGNALE

Mentre le misure assunte da Trump si sono scontrate con la disciplina del mercato (obbligazionario), la necessità di una politica stabile e di una direzione chiara non è mai stata così urgente. L'impennata dei rendimenti a lungo termine ha costretto a inversioni di rotta importanti – in particolare la proroga dei dazi e una riaffermazione della posizione del Presidente della Fed Jerome Powell – mettendo in luce i limiti del potere esecutivo statunitense. Sebbene la fiducia sia già stata compromessa e sembri probabile un'ulteriore debolezza del dollaro statunitense, le mosse più recenti di Trump offrono un po' di rassicurazione. Ciononostante, in un contesto ancora caratterizzato dall'incertezza e con i mercati che restano vulnerabili a ulteriori shock, continuiamo ad essere dell'idea che cambiamenti estremi nel sentiment dovrebbero essere valutati attentamente, orientando le scelte verso asset di alta qualità.



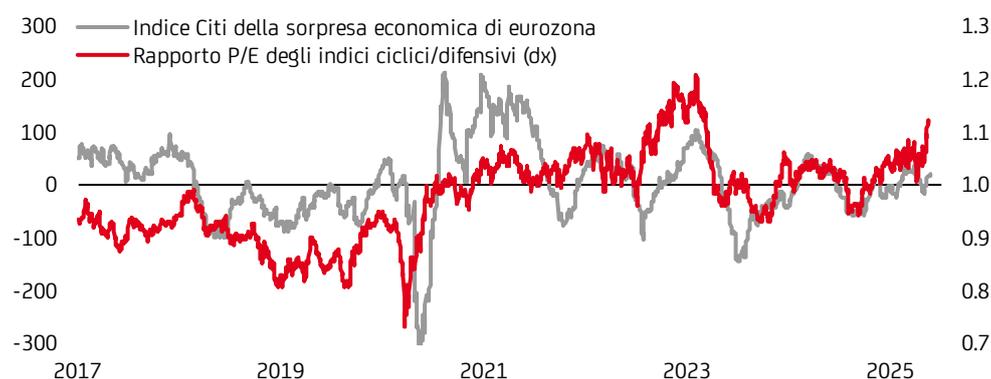
# Azioni

## I mercati azionari tornano ai livelli visti poco prima del "Giorno della Liberazione"

I mercati azionari globali si sono recentemente stabilizzati grazie all'allentamento delle tensioni tariffarie in corso. Tuttavia, questa stabilizzazione è ancora su un terreno instabile, poiché dipende, in larga misura, dall'evoluzione dei negoziati commerciali e tariffari tra gli Stati Uniti e i loro partner commerciali. L'amministrazione Trump ha continuato a mitigare alcune politiche tariffarie molto aggressive, alimentando le speranze che una risoluzione delle controversie in corso possa essere vicina. A seguito del recente accordo USA-Cina per ridurre i dazi per 90 giorni, in particolare, c'è cauto ottimismo circa i potenziali progressi che si compiranno nella disputa tariffaria tra Stati Uniti e Cina nelle prossime settimane e mesi. Ciò, insieme alla pubblicazione di utili in generale solidi nel primo trimestre, ha aiutato i mercati azionari globali a risalire ai livelli visti poco prima degli annunci tariffari di Trump il 2 aprile. Tuttavia, in un contesto di predominanza dell'incertezza, è improbabile che i mercati azionari troveranno la spinta per instaurare nuovi e solidi trend rialzisti nel breve termine. Anche se ci aspettiamo che la volatilità continuerà fino all'estate, abbiamo alzato i nostri obiettivi di fine anno per il 2025 per l'indice S&P 500 a 6.100 punti e per l'indice Euro STOXX di 50 a 5.600 punti (per ulteriori obiettivi dell'indice, si veda la tabella di previsione delle attività rischiose a pagina 18).

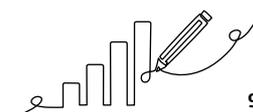
La recente tregua tariffaria tra Stati Uniti e Cina segnala un tentativo di allentamento delle tensioni commerciali. Tuttavia, i dazi da entrambe le parti rimangono ben al di sopra dei livelli precedenti al 2 aprile, lasciando le due maggiori economie del mondo – che insieme rappresentano circa la metà del PIL globale – a operare in condizioni commerciali materialmente più restrittive. Sebbene ulteriori negoziati potranno progredire gradualmente, una riduzione completa dei dazi sembra improbabile nel breve termine, con accordi complessi ancora in vista. Nel frattempo, potrebbe essere già stato fatto un danno sufficiente, riaccendendo così i timori di una recessione visto l'indebolimento dei dati e aumentando le preoccupazioni circa le prospettive dei mercati azionari. In questo contesto, il recente rally delle azioni, e in particolare quelle dei settori **ciclici europei** rispetto a quelle dei **difensivi** (si veda il grafico 2.1), non sembra compatibile con rischi al ribasso sulla crescita economica. Anche se non ci aspettiamo una recessione, le valutazioni dei settori ciclici restano elevate rispetto a quelle dei loro omologhi difensivi. Ciò comporterà il rischio di un'ulteriore volatilità del mercato se continueranno a manifestarsi i segnali di un rallentamento più ampio dell'economia globale. Dal punto di vista del rischio/rendimento, attualmente preferiamo i difensivi ai ciclici.

**GRAFICO 2.1: I CICLICI EUROPEI SEMBRANO COSTOSI**  
RAPPORTO P/E A 12 MESI DELL'EUROZONA VERSO INDICI CICLICI/DIFENSIVI E DELLA SORPRESA ECONOMICA



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

**Stime sugli utili** sono state sotto pressione dopo gli annunci di Trump sui dazi del 2 aprile (si veda il grafico 2.2). Le stime sugli utili a dodici mesi per lo STOXX Europe 600 sono diminuite di circa il 3% e per lo S&P 500 del 2%. Più di recente, tuttavia, hanno iniziato a emergere i primi segnali di stabilizzazione in seguito all'allentamento delle tensioni tariffarie. Ci aspettiamo che la maggior parte degli effetti negativi sugli utili societari derivanti dall'incertezza sui dazi statunitensi si concretizzerà già nel 2025. Alla luce delle nostre

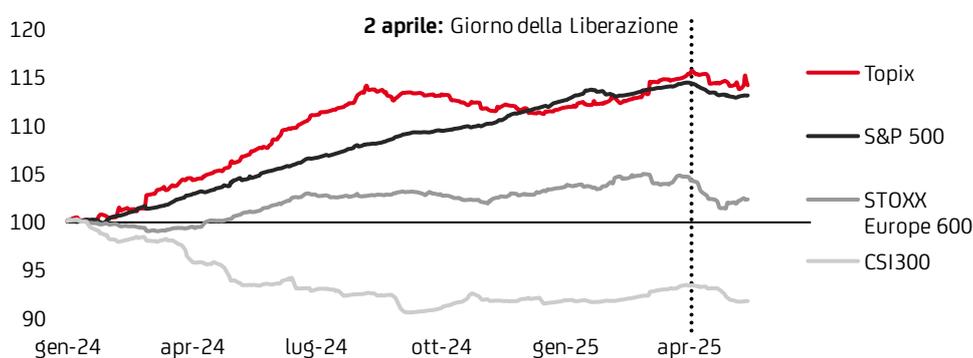


previsioni economiche, la crescita degli utili dovrebbe rimbalzare nel 2026. Le nostre stime parlano di un aumento del 10% circa.

In passato, le stime di consenso sugli utili hanno iniziato a recuperare da sei a nove mesi prima che si raggiungesse un punto di minimo. Ciò implicherebbe un minimo ciclico delle stime sugli utili nel 3T25. Con una nuova tendenza al rialzo delle stime sugli utili che dovrebbe emergere nel 3T25, il contesto del mercato azionario dovrebbe continuare a stabilizzarsi, creando nuove opportunità. Da un punto di vista relativo, l'Europa beneficerà degli stimoli strutturali trainati dai maggiori investimenti infrastrutturali e dalle più alte spese per la difesa (ad esempio, le gare d'appalto devono essere indette a livello europeo). È probabile che questi benefici diventeranno più evidenti nel 2026, fornendo così un sostegno significativo agli utili delle imprese europee.

**GRAFICO 2.2: LE STIME SUGLI UTILI PER AZIONE SONO STATE SOTTO PRESSIONE DAL "GIORNO DELLA LIBERAZIONE"**

STIME SUGLI UTILI DI 12 MESI DI FATTURATO, 2024=100



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

**Anche le azioni cinesi** sono state sottoposte a ulteriori pressioni dopo gli annunci dei dazi di Trump, con stime sugli utili al ribasso a causa della continua incertezza sulla politica commerciale. I mercati di Shanghai e Shenzhen, ad esempio, hanno rispecchiato questa tensione (si veda il grafico 2.2). Tuttavia, il recente accordo di sospensione dei dazi di 90 giorni tra Stati Uniti e Cina ha fornito un sollievo (temporaneo) al rallentamento dell'economia cinese e ha sostenuto il sentiment del mercato. Inoltre, le misure di stimolo mirate al sostegno dell'economia e varate dalle autorità cinesi hanno portato a una stabilizzazione del sentiment. Pechino ha recentemente approvato la legge per rilanciare il settore privato nel tentativo di rafforzare il ruolo vitale delle imprese private nella modernizzazione economica e di garantire un accesso equo al mercato. Questa iniziativa legislativa si inserisce in una strategia più ampia volta a promuovere l'innovazione e la crescita industriale. Inoltre, la Cina ha introdotto misure fiscali mirate per stimolare la domanda interna e sostenere le imprese. Queste iniziative, insieme a un approccio più collaborativo tra il governo e gli imprenditori, suggeriscono che le azioni cinesi si stabilizzeranno in futuro, e questa stabilizzazione dipenderà anche dall'evoluzione delle relazioni commerciali e dalle riforme economiche della Cina. Sebbene l'ultimo accordo commerciale sia stato un passo in avanti, i progressi sostanziali nella risoluzione delle questioni commerciali saranno probabilmente gradualmente.

**Le azioni giapponesi** sono rimaste relativamente resilienti di fronte alle tensioni commerciali globali, con il Topix sostenuto da una domanda interna stabile e da prospettive stabili per gli utili societari. Mentre le incertezze esterne legate alle relazioni commerciali tra Stati Uniti e Cina hanno pesato sul sentiment degli investitori, la limitata esposizione diretta del Giappone ai dazi ha contribuito ad attutirne l'impatto. In particolare, il Giappone è stato uno dei primi Paesi a impegnarsi nei colloqui commerciali con l'amministrazione statunitense. I due Paesi hanno concordato di intensificare le discussioni sui dazi, con l'obiettivo di raggiungere un accordo reciprocamente vantaggioso entro giugno. La continuazione delle riforme della governance societaria e la forte attività di riacquisto di azioni proprie hanno ulteriormente sostenuto la fiducia del mercato. In futuro, è probabile che temi strutturali come l'automazione, la digitalizzazione e gli investimenti nel green sosterranno la performance, mentre uno yen più forte potrebbe rappresentare una sfida per gli esportatori, riducendo potenzialmente la loro competitività all'estero. Ciononostante, le prospettive economiche del Giappone restano strettamente legate alle dinamiche della crescita globale e ai segnali di politica monetaria della Banca del Giappone (BoJ).



# Reddito fisso

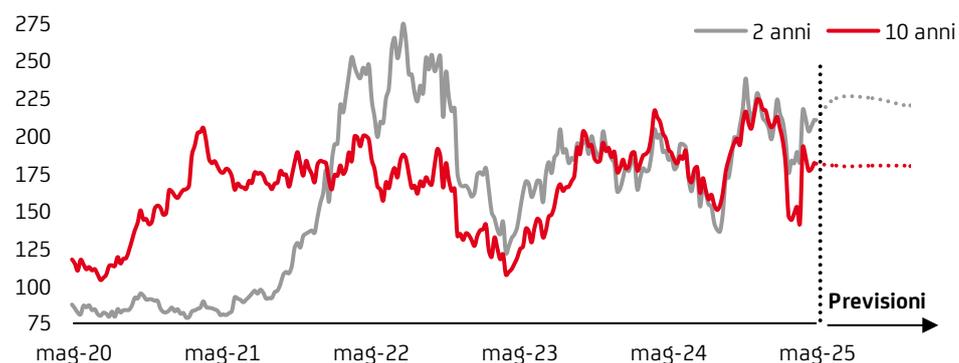
## Titoli di Stato

Gli sviluppi relativi alla guerra commerciale sono rimasti i fattori chiave della performance nei mercati del reddito fisso. Dopo la performance positiva e piuttosto stabile della seconda metà di aprile, i titoli di Stato sono stati sotto pressione, dopo che gli Stati Uniti e la Cina hanno abbassato i dazi. I mercati hanno moderatamente ridotto le loro aspettative riguardo ai futuri tagli dei tassi, con i tassi a termine OIS che attualmente indicano 50 pb di tagli dei tassi sia da parte della Fed che della BCE entro la fine dell'anno. Nonostante le recenti vendite, l'indice UST Bloomberg a 7-10 anni è salito del 3% quest'anno, mentre il corrispondente indice Bund è in territorio leggermente negativo. I titoli di Stato italiani hanno sovraperformato i Bund, con lo spread BTP-Bund a 10 anni che si è ridotto di circa 20 pb, portandolo a quasi 100 pb, nell'ultimo mese. L'appetito per i titoli italiani è aumentato dopo l'aggiornamento del rating da parte di S&P ad aprile, e grazie ad un miglioramento generale della propensione al rischio e della percezione di un basso rischio idiosincratco.

I rendimenti dei Bund e UST a 10 anni sono saliti rispettivamente al 4,5% e al 2,65% nell'ultimo mese, nella parte alta dei loro intervalli di trading. A nostro avviso, i livelli attuali riflettono meglio le prospettive economiche negli Stati Uniti e nell'eurozona. In particolare, non crediamo che l'economia statunitense subirà un significativo rallentamento a causa dei dazi, e i recenti dati sembrano corroborare questa visione. Allo stesso modo, sebbene sia giustificata una certa cautela sulla politica fiscale di Trump, data la sua proposta di tagliare le tasse, la possibilità di una spesa incontrollata da parte della sua amministrazione sembra remota, a nostro avviso, limitando una possibile fonte di pressione al rialzo in futuro. D'altro canto, nonostante l'atteso impatto negativo dei dazi sull'economia dell'eurozona, il "bazooka" fiscale proposto dal cancelliere tedesco Merz, insieme a un atteggiamento più positivo nei confronti della spesa pubblica, probabilmente favorirà la crescita ed è destinato ad aumentare strutturalmente l'offerta di titoli di Stato in futuro. Pertanto, anche se la volatilità rimarrà probabilmente elevata in futuro, non ci aspettiamo di vedere movimenti significativi nei rendimenti degli UST e dei Bund a lunga scadenza.

Lo spread transatlantico a 10 anni si attesta attualmente a 180 pb, in linea con la media di quest'anno. Prevediamo che rimarrà su questo livello nei prossimi trimestri. UST e Bund sono stati recentemente scarsamente correlati, riflettendo il verificarsi di eventi idiosincratci (e spesso contrastanti). Anche se è improbabile che divergeranno, i governi degli Stati Uniti e della Germania potrebbero rimanere meno correlati di quanto non fossero in passato.

**GRAFICO 2.3: CI ASPETTIAMO SPREAD UST-BUND STABILI NEI PROSSIMI TRIMESTRI**  
SPREAD TRANSATLANTICI (PB)



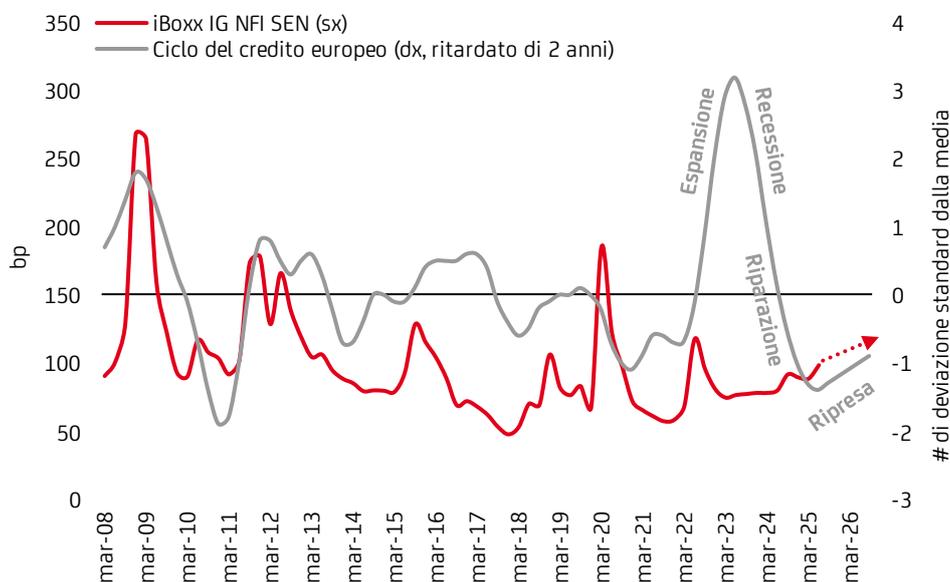
Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

## Credito corporate

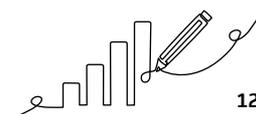
Il credito corporate si è ripreso dopo il brusco sell-off indotto dall'annuncio dei dazi da parte del Presidente degli Stati Uniti all'inizio di aprile. I premi per il rischio di credito sono vicini ai livelli osservati prima del 1° aprile. A livello settoriale, tuttavia, si può osservare un certo grado di differenziazione degli investitori. I settori più esposti alle tensioni commerciali – risorse di base, beni di consumo, beni personali e per la casa e tecnologia – hanno sottoperformato, mentre i settori più focalizzati sull'economia domestica – banche, telecomunicazioni e servizi di pubblica utilità – hanno sovraperformato. Resta da vedere se e come il conflitto commerciale con gli Stati Uniti verrà risolto. Tuttavia, la stagione degli utili del primo trimestre è stata finora contrastante, confermando il forte deterioramento dei parametri del credito. Ciò si riflette anche in un aumento del volume dei “fallen angels” a 6,1 miliardi di euro dall'inizio dell'anno, che ha superato (di poco) quello delle “rising stars” (5,9 miliardi di euro). I rispettivi volumi sono stati trainati, nel caso dei “fallen angels”, da emittenti dei settori della persona e della casa, di automobili e ricambi e di prodotti chimici; nel caso delle “rising stars”, da aggiornamenti di emittenti provenienti dai settori dei servizi di pubblica utilità e della tecnologia. Inoltre, come mostra il grafico 2.4, il ciclo del credito resterà probabilmente nella sua fase di ripresa, caratterizzata da un graduale aumento della leva finanziaria degli emittenti. Sebbene le obbligazioni societarie si attengano a politiche finanziarie conservative, ovvero per la conservazione della liquidità, è probabile che le tensioni geoeconomiche peseranno sui parametri del credito e prevediamo ancora un moderato margine di ampliamento degli spread nei prossimi mesi, nel caso dei senior investment grade di 10-15 pb, e nel caso dei non finanziari high yield di circa 100 pb entro la fine dell'anno. Il carry rimane interessante e offre un cuscinetto per la performance del rendimento totale. La nostra preferenza rimane più per il credito investment grade che per il credito high yield.

### GRAFICO 2.4: LA FASE DI RIPRESA DEL CICLO DEL CREDITO INDICA CHE GLI SPREAD SI ALLARGHERANNO LEGGERMENTE

CICLO DEL CREDITO EUROPEO VS SPREAD IBOXX IG NFI SEN



Fonte: S&P Global, The Investment Institute by UniCredit



# Materie prime

## Petrolio greggio

L'OPEC+ ha colto di sorpresa i mercati accelerando la riduzione dei tagli volontari alla produzione, in quello che sembra essere un tentativo di imporre una disciplina ai produttori non conformi, come l'Iraq e il Kazakistan. Il gruppo prevede di ripristinare l'offerta di 960 kb/g nel 2T25, di cui 411 kb/g a giugno, una mossa che si aggiunge alle crescenti preoccupazioni per un potenziale eccesso di offerta. L'Arabia Saudita, sebbene alle prese con la pressione fiscale dovuta al suo prezzo di breakeven relativamente alto, sembra pronta a sopportare perdite a breve termine per proteggere la quota di mercato ed evitare attriti con Washington. In assenza di un'importante ripresa della crescita globale, che rimane strettamente legata alla traiettoria della politica commerciale statunitense, una ripresa significativa del prezzo del petrolio sembra improbabile, nonostante il recente aumento dei prezzi del petrolio a seguito dell'allentamento delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina. Manteniamo le nostre previsioni sul prezzo del petrolio per il 2025 a 65-70 USD/bbl, con rischi ancora orientati al ribasso.

## Gas naturale

I prezzi del gas naturale TTF olandese sono in ripresa da quando hanno raggiunto i minimi dell'anno alla fine di aprile. I prezzi attuali, pari a circa 35 euro/MWh, sono aumentati di circa il 10% rispetto a questi minimi. Ci sono stati due fattori principali dietro la ripresa dei prezzi. In primo luogo, le aziende europee hanno approfittato dei bassi livelli di prezzo per ricostituire le scorte esaurite dopo il freddo inverno. In secondo luogo, l'annuncio di una distensione delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina ha portato a un sentimento più rialzista per il quadro macroeconomico asiatico e ha spinto l'Asia a intensificare la domanda. Prevediamo che questa ripresa dei prezzi a breve termine continuerà, poiché la necessità di rifornirsi in Europa nei prossimi mesi rimane alta. Ci aspettiamo livelli medi di prezzo di 40-45 euro/MWh per il 2025 e riteniamo che il livello basso dei prezzi in precedenza rifletta aspettative molto negative circa la crescita dell'economia globale e non abbia tenuto sufficientemente conto della continua necessità di ricostituire le scorte di gas europee prima del prossimo inverno.

## Oro

L'oro continua a mantenersi sopra i 3.000 USD/oz, sostenuto dal livello ancora elevato di incertezza relativa alle politiche commerciali di Trump. Nel corso del 2024, l'oro è salito di circa il 27% e il metallo prezioso ha già eguagliato questa performance nei primi cinque mesi di quest'anno. Tuttavia, l'accordo recentemente annunciato tra Stati Uniti e Cina per ridurre le tariffe per 90 giorni ha portato a un calo dei prezzi dell'oro e a un'oscillazione degli stessi nell'intervallo di 3.200-3.300 USD/oz. Nonostante gli ultimi sviluppi, ci aspettiamo che l'incertezza geopolitica resterà elevata, il che continuerà a sostenere l'oro come bene rifugio, anche se sono probabili ulteriori battute di arresto (tecniche). Inoltre, altri fattori come gli acquisti in corso da parte delle banche centrali e la crescita della domanda al dettaglio di ETF garantiti dall'oro dovrebbero sostenere il metallo prezioso nel medio termine. Di conseguenza, ci aspettiamo che l'oro salirà gradualmente quest'anno fino a raggiungere un intervallo di 3.400-3.500 USD/oz entro la fine del 2025 e 3.500-3.600 USD/oz entro la fine del 2026, con rischi al rialzo.

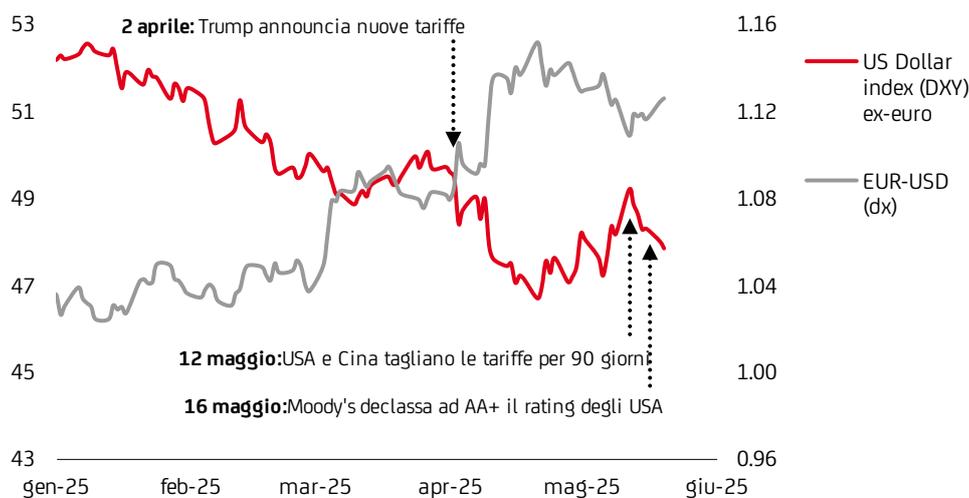


## Cambi

### Il quadro a medio-lungo termine rimane ribassista per il biglietto verde

L'annuncio di nuovi dazi da parte del presidente Trump il 2 aprile ha accelerato la discesa del dollaro statunitense. I segnali di allentamento delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina hanno temporaneamente trascinato l'EUR/USD al di sotto della soglia chiave di 1,12 dopo il picco raggiunto a inizio anno e superiore all'1,15 del 21 aprile, ma i guadagni del dollaro sono stati corretti dopo che Moody's ha tagliato il rating del credito degli Stati Uniti ad AA+ da AAA, allineandosi alle altre principali agenzie di rating. Questo può essere visto nel grafico sottostante, in cui l'EUR-USD è tracciato rispetto all'indice del dollaro USA (DXY) escludendo l'euro dal paniere originale. Gli annunci politici del Presidente Trump hanno probabilmente creato un problema strutturale di credibilità per la valuta statunitense. È improbabile che il ritorno a dichiarazioni politiche più solide da parte dell'amministrazione statunitense, l'assenza di una recessione negli Stati Uniti (il nostro attuale scenario di base) e un allentamento della Fed inferiore alle attese dei mercati (quest'anno prevediamo un solo taglio dei tassi) offriranno al dollaro un sostegno duraturo. Il quadro a medio-lungo termine per il biglietto verde è destinato a rimanere ribassista, riflettendo un ulteriore calo della sua posizione dominante come valuta preferita al mondo (si veda la sezione focus di seguito). Questo, a sua volta, dovrebbe mantenere l'EUR-USD su un trend rialzista verso l'1,14 almeno.

**GRAFICO 2.5: EUR-USD ANCORA AL DI SOPRA DEI LIVELLI PRECEDENTI L'ANNUNCIO DEI DAZI STATUNITENSIS**



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Nota: l'indice del dollaro USA (DXY) ex-euro è calcolato escludendo il tasso di cambio EUR-USD dall'indice DXY originale e ribasando il suo peso (57,6%) tra le altre cinque principali valute incluse nell'indice (JPY, GBP, CHF, CAD e SEK).

# USD e Treasury: rischi di disaffezione?

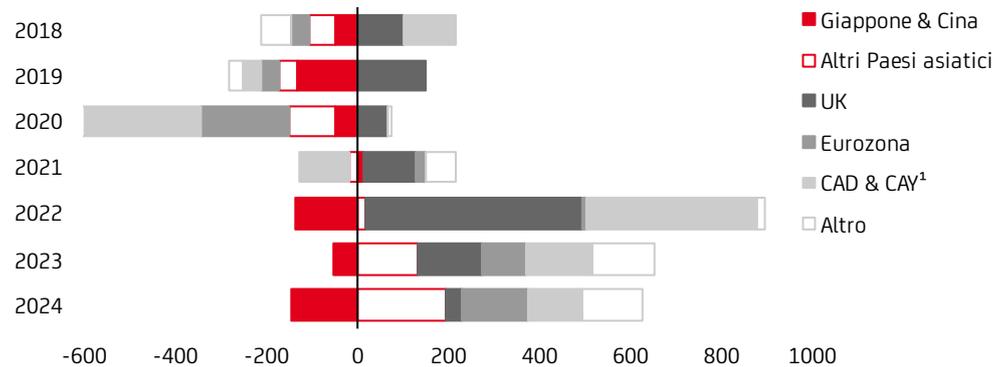
Autori: Francesco Maria Di Bella, Roberto Mialich

I beni rifugio sono titoli liquidi con un basso rischio di insolvenza che tendono a preservare il loro valore durante i periodi di elevata incertezza. I Treasury statunitensi a breve scadenza (UST) rappresentano un ottimo esempio in quanto sono molto liquidi, sono sostenuti dal governo degli Stati Uniti e beneficiano dell'importanza del dollaro come valuta chiave a livello mondiale nelle riserve e nelle transazioni. La saga dei dazi e il suo impatto sui mercati hanno recentemente sollevato dubbi sullo status dei titoli statunitensi (e degli UST in particolare) come beni rifugio. In particolare, i mercati sembrano essere preoccupati per la recente volatilità degli UST (idealmente, la volatilità dei prezzi dei beni rifugio dovrebbe essere contenuta) e per la disaffezione degli investitori esteri.

Gli UST sono stati molto volatili dall'inizio di aprile, sottoperformando gli altri titoli di Stato. A nostro avviso, questi movimenti riflettono principalmente l'elevata incertezza economica causata dalla guerra commerciale. Il recente calo delle misure di volatilità è rassicurante in questo senso. A nostro avviso, il fatto che alcune politiche dell'amministrazione Trump possano esercitare una pressione al rialzo sui rendimenti degli UST in futuro (come la prospettiva di tagli fiscali) non impedirà agli UST di mantenere il loro status di beni rifugio.

La Cina e il Giappone, i maggiori detentori di UST, hanno tagliato i loro portafogli di UST negli ultimi anni. Sono circolate voci sulla possibilità che questi e altri Paesi possano ridurre le loro partecipazioni in UST come ritorsione contro i dazi statunitensi. A nostro avviso, questi rischi sembrano esagerati per alcuni motivi: **1.** La riduzione dei portafogli in UST potrebbe anche essere dovuta a una generale diversificazione delle riserve. In generale, la domanda di UST da parte degli investitori ufficiali stranieri è stata modesta negli ultimi anni, ma ciò ha rispecchiato riserve valutarie stabili dal 2017. **2.** Come si evince dal grafico 2.6, dal 2022 gli investitori di altre giurisdizioni (in particolare del Regno Unito e delle Isole Cayman) hanno intensificato i loro acquisti. Come abbiamo evidenziato nel nostro [Coffee Break – What foreign demand for USTs tell us](#), gli investitori privati hanno sostituito gli investitori ufficiali. **3.** Gli UST sono storicamente meno esposti agli investitori esteri, poiché la quota di UST da loro detenuta è significativamente inferiore rispetto a dieci anni fa (30% contro 50%). Questo è il risultato del QE illimitato da parte della Fed e della forte domanda da parte degli investitori retail nazionali. **4.** Mancano valide alternative. Gli UST sono di gran lunga i titoli di Stato più liquidi e il loro mercato è più avanzato ed efficiente rispetto ad altri mercati di titoli di Stato, anch'essi considerati a rischio di insolvenza limitato. L'oro è spesso considerato un'alternativa, ma non soddisfa i requisiti normativi relativi ai rapporti di bilancio, comporta costi di stoccaggio e ha un'offerta limitata.

**GRAFICO 2.6: DOMANDA DI UST DA PARTE DEGLI INVESTITORI ESTERI**  
ACQUISTI NETTI DI UST A LUNGA SCADENZA (MILIARDI DI DOLLARI)



Fonte: US Treasury, The Investment Institute by UniCredit

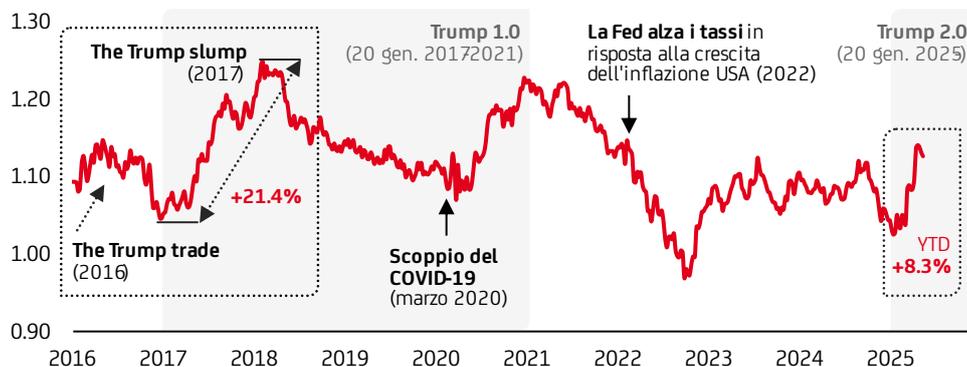
**1.** "CAD & CAY" include Canada, Isole Cayman, Bermuda e Isole Vergini britanniche.



Lo status di rifugio sicuro degli UST dipende anche dall'importanza del biglietto verde. La disaffezione nei confronti del dollaro è stata per lo più alla base del suo calo da marzo. L'incapacità della valuta statunitense di beneficiare di spread di rendimento favorevoli tra UST e altri titoli di Stato e i tentativi di recupero delle azioni statunitensi sono chiari segnali del "problema dollaro". L'apprezzamento dello yen, del franco svizzero e dell'euro rispetto al dollaro finora quest'anno (tra il 6% e il 7%), in quanto sono attualmente considerate le principali valute rifugio (si veda la nostra [Short View – Is the USD facing a peso problem?](#), 23 aprile 2025), è anche la prova della diminuzione dell'attrattiva della valuta statunitense. Un andamento simile del dollaro ha caratterizzato l'inizio del primo mandato di Trump nel 2017, come mostrato nel grafico 1.2. L'euforia iniziale (il cosiddetto "Trump trade") in vista delle elezioni presidenziali del 2016 si è trasformata in un "crollo di Trump", poiché molte delle riforme di Trump hanno deluso. Dopo essere sceso all'1,0341 all'inizio del gennaio 2017, l'EUR-USD ha superato l'1,25 a febbraio del 2018 (+21,4%).

### GRAFICO 2.7: TRUMP 2.0 VS. TRUMP 1.0: LA STORIA SI RIPETE?

EUR-USD



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Le preoccupazioni per le politiche di Trump rimangono un freno per il dollaro. Oltre al rischio di una recessione negli Stati Uniti e a un allentamento più intenso da parte della Fed, gli investitori sono preoccupati per le tensioni all'interno dell'amministrazione statunitense, le implicazioni di un più ampio disavanzo di bilancio negli Stati Uniti e l'aumento del debito degli Stati Uniti, come evidenziato dal recente declassamento del rating del credito statunitense da parte di Moody's, nonché per l'aumento dei conflitti tra Trump e la Fed. Tuttavia, la mancanza di una seria alternativa al dollaro come valuta di riferimento internazionale rappresenta il principale ostacolo alla sua detronizzazione in tempi brevi. La posizione dominante del dollaro come valuta di riferimento internazionale resta indiscussa: alla fine del 2024, il dollaro era detenuto in riserve globali (58%) ed era utilizzato nel debito internazionale (64%), nei prestiti internazionali (54%), nelle fatture commerciali (54%) e nei pagamenti internazionali (58%), con un'ampia quota di scambi bilaterali in transazioni sul mercato dei cambi che coinvolgevano anche il dollaro (88% su 200%). Le alternative, come l'euro e lo yuan cinese, rimangono molto indietro sotto questo aspetto. Anche un ritorno al gold standard, con l'oro che sostituisce il dollaro come valuta di riserva, è improbabile. Il Bitcoin è troppo volatile e non supportato da istituzioni ufficiali o da asset fisici per essere considerato un'alternativa al dollaro. Nei prossimi anni è previsto un ulteriore calo del predominio del dollaro, principalmente nelle riserve valutarie, nella fatturazione commerciale e nei pagamenti internazionali, ma la mancanza di un chiaro concorrente rende improbabile la sua detronizzazione come valuta preferita al mondo nel prossimo futuro.





# Tabelle di previsione

## Previsioni di Unicredit

### STIME DI PIL, INFLAZIONE E SALDO DI BILANCIO GOVERNATIVO

|                    | PIL reale<br>(% a/a) |            |            | Prezzi al consumo<br>(% a/a) |            |            | Saldo di bilancio<br>governativo<br>(in % del PIL) |             |             |
|--------------------|----------------------|------------|------------|------------------------------|------------|------------|--|-------------|-------------|
|                    | 2024                 | 2025       | 2026       | 2024                         | 2025       | 2026       | 2024   | 2025        | 2026        |
| <b>Globale</b>     | <b>3,2</b>           | <b>2,7</b> | <b>2,9</b> |                              |            |            |  |             |             |
| <b>Stati Uniti</b> | <b>2,8</b>           | <b>1,5</b> | <b>1,9</b> | <b>2,9</b>                   | <b>3,2</b> | <b>3,2</b> | <b>-7,3</b>  | <b>-7,8</b> | <b>-8,3</b> |
| <b>Eurozona</b>    | <b>0,8</b>           | <b>0,9</b> | <b>1,0</b> | <b>2,4</b>                   | <b>2,1</b> | <b>1,9</b> | <b>-3,1</b>  | <b>-3,4</b> | <b>-3,3</b> |
| Germania           | -0,2*                | 0,1*       | 1,3*       | 2,2                          | 1,7        | 1,7        | -2,8   | -2,2        | -3,0        |
| Francia            | 1,1                  | 0,6        | 1,1        | 2,0                          | 0,9        | 1,4        | -5,8   | -5,6        | -5,3        |
| Italia             | 0,5                  | 0,5        | 0,8        | 1,0                          | 1,8        | 1,7        | -3,4   | -3,4        | -3,0        |
| Spagna             | 3,2                  | 2,4        | 1,8        | 2,9                          | 2,5        | 2,0        | -3,2   | -3,0        | -2,5        |
| <b>Regno Unito</b> | <b>1,1</b>           | <b>1,1</b> | <b>1,1</b> | <b>2,5</b>                   | <b>3,1</b> | <b>1,9</b> | <b>-5,7</b>  | <b>-4,0</b> | <b>-3,8</b> |
| <b>Cina</b>        | <b>5,0</b>           | <b>4,0</b> | <b>3,8</b> | <b>0,6</b>                   | <b>0,9</b> | <b>1,8</b> | <b>-7,4</b>  | <b>-7,6</b> | <b>-7,7</b> |
| <b>Giappone</b>    | <b>0,1</b>           | <b>0,9</b> | <b>0,7</b> | <b>2,7</b>                   | <b>2,3</b> | <b>1,9</b> | <b>-3,5</b>  | <b>-3,5</b> | <b>-3,0</b> |
| <b>India</b>       | <b>6,5</b>           | <b>6,2</b> | <b>6,3</b> | <b>4,7</b>                   | <b>4,2</b> | <b>4,1</b> | <b>-7,4</b>  | <b>-6,9</b> | <b>-7,2</b> |

Fonte: The Investment Institute by UniCredit

\*Dati non aggiustati per gli effetti di calendario. Con aggiustamento per i giorni lavorativi: 0,2% (2024), 0,2% (2025) e 1,0% (2026)

### BANCHE CENTRALI

|                               | Attuale | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 4Q26 |
|-------------------------------|---------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Federal Reserve</b>        | 4,50    | 4,50 | 4,50 | 4,25 | 4,25 | 4,00 | 4,00 | 4,00 |
| <b>Banca Centrale Europea</b> | 2,50    | 2,00 | 1,75 | 1,75 | 1,75 | 1,75 | 1,75 | 1,75 |
| Banca d'Inghilterra           | 4,25    | 4,25 | 4,00 | 3,50 | 3,25 | 3,00 | 2,75 | 2,75 |
| Banca del Giappone            | 0,50    | 0,50 | 0,75 | 0,75 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 |
| Banca Centrale di Svezia      | 2,25    | 2,00 | 2,00 | 2,00 | 2,00 | 2,00 | 2,00 | 2,00 |
| Banca Centrale di Norvegia    | 4,50    | 4,25 | 4,00 | 3,75 | 3,50 | 3,50 | 3,50 | 3,50 |

Fonte: The Investment Institute by UniCredit

Nota: I dati sono di fine periodo.



## TASSI DI INTERESSE

|                      | 16.05.25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 |
|----------------------|----------|------|------|------|
| <b>Eurozona</b>      |          |      |      |      |
| Depo rate            | 2,25     | 2,00 | 1,75 | 1,75 |
| 3M Euribor           | 2,10     | 1,95 | 1,75 | 1,75 |
| 2Y Schatz            | 1,86     | 1,90 | 1,90 | 1,80 |
| 10Y Bund             | 2,59     | 2,70 | 2,70 | 2,70 |
| 2Y EUR swap          | 2,02     | 2,05 | 2,05 | 1,95 |
| 10Y EUR swap         | 2,54     | 2,70 | 2,70 | 2,75 |
| 10Y Bund-swap spread | -5       | 0    | 0    | 5    |
| 2Y BTP               | 2,09     | 2,30 | 2,30 | 2,20 |
| 10Y BTP              | 3,59     | 3,90 | 3,90 | 3,90 |
| 10Y BTP-Bund spread  | 100      | 120  | 120  | 120  |
| <b>Stati Uniti</b>   |          |      |      |      |
| Fed fund rate        | 4,50     | 4,50 | 4,50 | 4,25 |
| 3M OIS SOFR          | 4,32     | 4,40 | 4,23 | 4,15 |
| 2Y UST               | 3,97     | 4,15 | 4,15 | 4,00 |
| 10Y UST              | 4,44     | 4,50 | 4,50 | 4,50 |
| 10Y UST-Bund spread  | 185      | 180  | 180  | 180  |

## TASSI DI CAMBIO

|                | 16.05.25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 |
|----------------|----------|------|------|------|
| <b>EUR-USD</b> | 1,12     | 1,10 | 1,11 | 1,12 |
| <b>USD-JPY</b> | 145      | 146  | 145  | 143  |
| EUR-JPY        | 163      | 161  | 161  | 160  |
| GBP-USD        | 1,33     | 1,28 | 1,27 | 1,26 |
| EUR-GBP        | 0,84     | 0,86 | 0,86 | 0,86 |
| USD-CNY        | 7,20     | 7,32 | 7,30 | 7,28 |
| EUR-CNY        | 8,08     | 8,05 | 8,10 | 8,15 |

Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

## ATTIVITÀ RISCHIOSE

|                              | 16.05.25 | Metà 2025 | Fine 2025 |
|------------------------------|----------|-----------|-----------|
| <b>Petrolio</b>              |          |           |           |
| Brent USD/bbl.               | 63       | 65        | 68        |
| <b>Azionario</b>             |          |           |           |
| Euro STOXX 50                | 5.437    | 5.000     | 5.350     |
| STOXX Europa 600             | 550      | 510       | 540       |
| DAX                          | 23.875   | 22.000    | 23.000    |
| MSCI Italia                  | 105      | 95        | 98        |
| S&P 500                      | 5.917    | 5.400     | 5.700     |
| Nasdaq 100                   | 21.336   | 19.000    | 20.000    |
| <b>Credito corporate</b>     |          |           |           |
| iBoxx Non Finanziario Senior | 95       | 125       | 110       |
| iBoxx Banche Senior          | 94       | 130       | 115       |
| iBoxx NFI ad alto rendimento | 317      | 450       | 420       |

Fonte: Bloomberg, S&P Global, The Investment Institute by UniCredit

Per le tabelle di previsione dettagliate clicca sui seguenti link:

[Economia >](#) | [FI >](#) | [FX >](#) | [Attività rischiose >](#)



# Indici selezionati dei mercati finanziari

| Da   | 16.05.24 | 16.05.20 | 14.05.21 | 16.05.22 | 16.05.23 | 16.05.24 | 16.05.20 | 01.01.25 |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| A  | 16.05.25 | 16.05.21 | 16.05.22 | 16.05.23 | 16.05.24 | 16.05.25 | 16.05.25 | 16.05.25 |
| <b>INDICI AZIONARI (rendimento totale, in %)</b>                                     |          |          |          |          |          |          |          |          |
| MSCI World (in USD)  | 13,4     | 49,8     | -6,6     | 6,4      | 25,5     | 13,4     | 112,5    | 5,1      |
| MSCI Emerging Markets (in USD)   | 10,0     | 48,7     | -21,0    | 0,6      | 16,1     | 10,0     | 50,3     | 10,2     |
| MSCI US (in USD)   | 14,3     | 50,1     | -4,3     | 4,1      | 29,9     | 14,3     | 123,9    | 1,9      |
| MSCI Europe (in EUR)   | 8,1      | 38,1     | 2,1      | 11,3     | 16,4     | 8,1      | 96,5     | 10,3     |
| MSCI AC Asia Pacifico (in USD)   | 9,8      | 42,1     | -18,1    | 4,0      | 15,9     | 9,8      | 53,0     | 8,0      |
| STOXX Europe 600 (in EUR)  | 8,4      | 39,1     | 1,0      | 10,7     | 16,7     | 8,4      | 95,4     | 10,4     |
| DAX 40 (Germania, in EUR)  | 26,8     | 49,1     | -9,4     | 13,9     | 17,5     | 26,8     | 127,1    | 19,4     |
| MSCI Italia (in EUR)   | 21,2     | 49,6     | -0,1     | 20,3     | 38,1     | 21,2     | 201,4    | 20,9     |
| ATX (Austria, in EUR)  | 25,7     | 66,5     | -4,9     | 5,6      | 23,3     | 25,7     | 157,7    | 23,8     |
| SMI (Svizzera, in CHF)   | 6,5      | 21,4     | 7,9      | 1,8      | 7,8      | 6,5      | 51,1     | 9,3      |
| S&P 500 (Stati Uniti, in USD)  | 14,0     | 48,7     | -2,6     | 4,3      | 29,4     | 14,0     | 124,6    | 1,8      |
| Nikkei (Giappone, in JPY)  | -1,1     | 43,3     | -3,7     | 15,0     | 31,7     | -1,1     | 107,3    | -4,5     |
| CSI 300 (Cina, in yuan)  | 10,4     | 32,9     | -21,2    | 2,9      | -5,6     | 10,4     | 12,0     | -0,7     |
| <b>INDICI OBBLIGAZIONARI (rendimento totale, in %)</b>                               |          |          |          |          |          |          |          |          |
| Titoli di Stato USA a 10 anni (in USD)   | 3,9      | -6,9     | -9,7     | -1,5     | -2,8     | 3,9      | -16,5    | 2,5      |
| Titoli di Stato statunitensi (ICE BofA , in USD)                                     | 4,0      | -5,0     | -7,3     | -1,6     | -0,3     | 4,0      | -10,2    | 1,9      |
| Obbligazioni societarie USA (ICE BOFA A-BBB, in USD)                                 | 4,9      | 6,2      | -10,9    | 0,2      | 5,5      | 4,9      | 4,7      | 1,6      |
| Bund tedeschi a 10 anni (in EUR)   | 1,4      | -3,6     | -8,8     | -9,6     | 1,7      | 1,4      | -17,9    | -0,9     |
| Titoli di Stato in EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)  | 3,0      | 0,3      | -8,1     | -8,6     | 3,8      | 3,0      | -9,8     | 0,1      |
| Obbligazioni societarie EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)                                   | 5,2      | 5,5      | -8,4     | -4,1     | 6,4      | 5,2      | 3,5      | 1,0      |
| <b>RENDIMENTI OBBLIGAZIONARI (variazione in punti base = 0,01%)</b>                  |          |          |          |          |          |          |          |          |
| Titoli di Stato USA a 10 anni (in USD)   | 5        | 102      | 126      | 65       | 81       | 5        | 381      | -13      |
| Titoli di Stato statunitensi (ICE BofA , in USD)                                     | -32      | 48       | 183      | 104      | 68       | -32      | 377      | -20      |
| Obbligazioni societarie USA (ICE BOFA A-BBB, in USD)                                 | -18      | -65      | 216      | 100      | 9        | -18      | 247      | -5       |
| Bund tedeschi a 10 anni (in EUR)   | 16       | 41       | 106      | 141      | 9        | 16       | 311      | 22       |
| Titoli di Stato in EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)  | 2        | 3        | 109      | 156      | -7       | 2        | 261      | 14       |
| Obbligazioni societarie EUR 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)                                   | -34      | -81      | 190      | 168      | -50      | -34      | 195      | 6        |
| <b>SPREAD SULLE OBBLIGAZIONI GOVERNATIVE (credit spread, espresso in punti base)</b> |          |          |          |          |          |          |          |          |
| Obbligazioni societarie statunitensi (ICE, BofA, US Corporate Master)                | 4        | -129     | 57       | 0        | -60      | 4        | -127     | 11       |
| Obbligazioni societarie statunitensi (ICE BofA US High Yield)                        | 8        | -442     | 136      | 8        | -167     | 8        | -462     | 24       |
| Obbligazioni societarie in euro (ICE, BofA, Euro Corporate, AAA-A)                   | -9       | -86      | 64       | 7        | -49      | -9       | -71      | -4       |
| Obbligazioni societarie in euro (ICE BofA Euro High Yield)                           | -7       | -352     | 191      | -19      | -138     | -7       | -329     | 19       |
| <b>TASSO DI CAMBIO CON EURO (in %)</b>   |          |          |          |          |          |          |          |          |
| Dollaro statunitense (EUR-USD)   | 3,0      | 12,3     | -14,0    | 4,4      | 0,3      | 3,0      | 3,7      | 7,7      |
| Sterlina britannica (EUR-GBP)  | -1,8     | -2,7     | -1,2     | 2,2      | -1,2     | -1,8     | -5,0     | 1,6      |
| Franco svizzero (EUR-SFR)  | -4,5     | 4,2      | -4,3     | -7,1     | 0,8      | -4,5     | -10,8    | -0,3     |
| Yen giapponese (EUR-JPY)   | -3,1     | 14,7     | 1,9      | 9,5      | 13,5     | -3,1     | 41,1     | 0,0      |
| <b>MATERIE PRIME (in %)</b>  |          |          |          |          |          |          |          |          |
| Indice delle materie prime (GSCI, in USD)  | 32,1     | 2,6      | -1,9     | 9,5      | 19,6     | 32,1     | 71,7     | 20,2     |
| Metalli industriali (GSCI, in USD)   | -8,4     | 74,5     | 5,4      | -17,1    | 16,4     | -8,4     | 66,7     | 2,3      |
| Oro (in USD per oncia fine)  | 33,6     | 6,2      | -1,3     | 10,3     | 20,0     | 33,6     | 82,2     | 21,0     |
| Petrolio greggio (Brent, in USD al barile)   | -21,2    | 120,1    | 66,2     | -34,4    | 7,9      | -21,2    | 100,6    | -12,4    |

Fonte: Refinitiv Datastream, The Investment Institute by UniCredit (al 16 maggio 2025)

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.





**UniCredit S.p.A.**  
The Investment Institute  
by UniCredit



**Indirizzo**  
Piazza Gae Aulenti, 4  
20154 Milano



**Email**  
the-investment-institute@unicredit.eu

**Online**  
www.the-investment-institute.unicredit.eu

## DIRIGENTI DELL'ISTITUTO

Manuela D'Onofrio,  
Presidente

Fabio Petti,  
Co-Presidente

Edoardo Campanella,  
Direttore e caporedattore

## GENERATORI DI IDEE

Tullia Bucco

Alessandro Caviglia,  
CIO, Italia

Luca Cazzulani

Gokce Celik

Francesco Maria Di Bella

Loredana Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Philip Gisdakis,  
CIO, Germania

Tobias Keller

Stefan Kolek

Elia Lattuga

Roberto Mialich

Emilio Orecchia

Oliver Prinz,  
CIO, Austria

Michael Rottmann

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Leonardo Segato

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Marco Valli,  
Responsabile Analisi Macroeconomica

Daniele Vernazza

Carolina Wiskemann

## REDATTORI

Chiara Silvestre

Andreas Rees

## PRODUZIONE

Frank Blaser

Ingo Heiming

Charles Bradford Miller

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

Matthew Stevenson

Till Welzel

## DESIGN

Isla Morgan

## MARKETING

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Laura Cabrera Gálvez

Maik Dornheim

Ivana Milojevic

Kim Steinsberger

# Avvisi Legali

## Glossario

I termini utilizzati nel rapporto sono disponibili sul nostro sito web: <https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/en/glossary>.

## QUESTA È UNA COMUNICAZIONE DI MARKETING

La presente pubblicazione costituisce una comunicazione di marketing di UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG e UniCredit Bank GmbH (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. Le informazioni fornite non sono da intendere come ricerca in materia di investimenti o come analisi finanziaria dal momento che, oltre a non avere i contenuti, non sono state preparate conformemente ai requisiti giuridici volti a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e non sono soggette ad alcun divieto che proibisca le negoziazioni prima della diffusione della ricerca in materia di investimenti.

Le informative rilevanti sugli interessi e sulle posizioni ricoperte dal Gruppo UniCredit sono disponibili al seguente indirizzo: <https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/en/conflictsofinterest-positiondisclosures>. 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. Investire comporta dei rischi. Prima di qualunque investimento, prendere attenta visione della documentazione d'offerta relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione. 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.
- 8.** La diversificazione non garantisce un profitto né protegge da perdite. 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 del Gruppo UniCredit 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. IT 25/1

Le informazioni e i dati contenuti nel presente documento sono aggiornati al 16 maggio 2025.