



# Orientarsi in mercati volatili



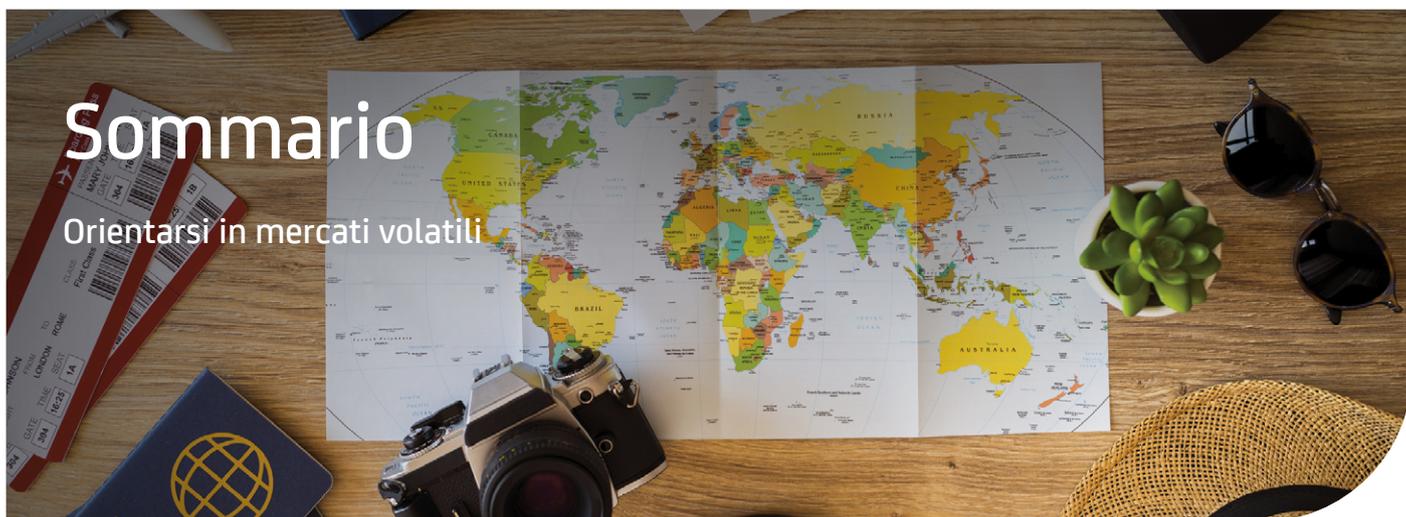
Group Investment Strategy

## Monthly Outlook

Aprile 2023

# Indice

SOMMARIO	3
LA LETTERA DEI CIO	4
IN EVIDENZA	6
MACRO & MARKETS	10
ASSET ALLOCATION DEI NOSTRI PORTAFOGLI IN GESTIONE	14
COME INVESTIRE	18
RUBRICHE	20



# Sommario

## Orientarsi in mercati volatili



### AGGIORNAMENTO MACROECONOMICO

Nonostante i segnali di indebolimento dell'economia statunitense, i principali indicatori economici rimangono ancora robusti. Il rapporto sul mercato del lavoro di febbraio ha registrato un aumento sorprendente di posti di lavoro. A proposito dell'attuale situazione del settore bancario statunitense, il presidente della Fed Powell ha dichiarato che il sistema bancario è "solido e resiliente", ma che la Fed deve considerare che i recenti sviluppi avranno effetti duraturi a causa di un inasprimento degli standard di erogazione dei crediti.

Secondo gli ultimi dati sulla crescita del PIL, la produzione economica nell'Eurozona ha ristagnato nel quarto trimestre 2022, e questo significa che potrebbe aver evitato una recessione tecnica. Anche gli indicatori anticipatori hanno nettamente superato le aspettative del mercato a marzo. Gli indici dei responsabili degli acquisti mostrano dati contrastanti a livello di settori, con una robusta dinamica di crescita nei servizi e un'ulteriore diminuzione dell'indice manifatturiero. L'andamento economico nell'Eurozona dovrebbe rallentare ulteriormente nel primo trimestre, ma tornare a salire nel secondo trimestre e nel resto dell'anno.



### INFLAZIONE E POLITICA MONETARIA

I dati sull'inflazione statunitense di febbraio indicano che la riduzione del tasso di inflazione generale è proseguita, trainata principalmente dal calo delle componenti volatili dell'energia e degli alimentari, mentre il seguitissimo tasso core è rimasto sostanzialmente stabile su livelli elevati. Il fattore principale è la persistente inflazione nel settore dei servizi. Il perdurare della solidità dell'economia statunitense e i tassi di inflazione ancora elevati indicano che la Federal Reserve (Fed) non può ancora considerare conclusa la lotta contro l'inflazione. Nell'ultima riunione di marzo la Fed ha alzato i tassi di interesse di riferimento di altri 25 punti base. Ci aspettiamo un ulteriore rialzo dei tassi di 25 pb a maggio, che dovrebbe però segnare il picco dei tassi di interesse (con un tasso terminale del 5,25%). Non prevediamo tagli dei tassi di 100 pb, come invece prezzato dai mercati per la fine dell'anno.

A marzo la Banca Centrale Europea ha alzato il tasso di interesse di riferimento di 50 punti base, portando il tasso sui depositi al 3%. La BCE è però diventata più cauta nella valutazione del suo futuro orientamento di politica monetaria e si è astenuta dal dare indicazioni riguardo a ulteriori misure in tema di tassi di interesse. Ha inoltre ribadito il proprio impegno a fornire un sostegno d'emergenza a livello di liquidità, se necessario. Il contenimento dell'inflazione resta l'obiettivo primario della BCE, motivo per cui continua a mantenere il suo orientamento all'inasprimento della politica monetaria. Recentemente i prezzi al consumo sono scesi solo leggermente (8,5% a/a), mentre il tasso core continua ad aumentare al 5,6% a/a.



### MERCATI FINANZIARI

Sui mercati finanziari a dominare la scena sono stati i recenti eventi nei settori bancari statunitense e svizzero. Ne sono risultate condizioni di finanziamento significativamente più restrittive.

Nella seconda settimana di marzo, in particolare, il brusco sell-off di titoli bancari a seguito del crollo di due banche regionali statunitensi e le notizie riguardanti una grande banca svizzera hanno comportato significativi aggiustamenti dei prezzi. I rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a 10 anni sono scesi in misura consistente e nel giro di pochi giorni hanno completamente eliminato i rialzi dei rendimenti di febbraio. Per i Bund a 10 anni il calo dei rendimenti ha addirittura superato gli aumenti di febbraio.

Sia negli Stati Uniti che in Svizzera, tuttavia, le autorità di vigilanza e le banche centrali hanno reagito rapidamente, in modo deciso e ad ampio raggio, e sono inizialmente riuscite a tranquillizzare gli investitori. Ciò nonostante, i mercati azionari, soprattutto in Europa, hanno registrato perdite significative. Gli indici EuroStoxx50 e DAX40, ad esempio, sono diminuiti di oltre il 3,5% da inizio marzo (alla data del 20 marzo 2023).

# La lettera dei CIO

Orientarsi in mercati volatili

Il 2023 ha offerto parecchio movimento in termini di volatilità finora. Dopo un avvio brillante per i mercati azionari, stimolato tra l'altro dalla speranza che il pericolo dell'inflazione fosse stato quasi scongiurato e che il picco del ciclo di rialzo dei tassi di interesse potesse essere imminente, è seguita una fase di dati economici solidi, ma in presenza di un'inflazione ancora forte. Quest'ultima dinamica ha provocato un'intensificazione della retorica delle principali banche centrali occidentali, portando a tassi di interesse notevolmente più elevati sui mercati, che hanno prezzato aumenti dei tassi ancora maggiori. E i prezzi delle azioni sono tornati a indebolirsi, soprattutto negli Stati Uniti. Una banca regionale statunitense trovata in serie difficoltà a causa dei rapidi e significativi rialzi dei tassi di interesse e della carente gestione del rischio ha dato il la a un nuovo cambio di rotta sui mercati azionari. I tassi di interesse sono tornati a scendere, ma lo stesso hanno fatto anche i prezzi delle azioni, una correlazione tra azioni e obbligazioni corrispondente a modelli familiari. I mercati dei tassi di interesse sono ora passati ad una velocità incredibile da uno scenario di ulteriori drastici aumenti dei tassi di interesse da qui a fine anno a uno che prevede consistenti tagli dei tassi fino alla fine del 2023.

Questo cambiamento di umore è stato dettato dal ricordo della crisi finanziaria di 15 anni fa. Allora, alcune banche statunitensi in difficoltà avevano innescato una crisi finanziaria globale. Non sorprende quindi che i mercati abbiano reagito con nervosismo ai titoli dei giornali. Nella situazione attuale, tuttavia, ci sono ancora tre cose da dire, a nostro avviso.

1. Non c'è alcuna crisi bancaria, e di sicura non a livello globale, bensì c'è una crisi di singole banche.
2. I problemi di queste banche sono legati in modo molto specifico ai rispettivi modelli di business e sono in parte legati a debolezze nella gestione del rischio. Il sistema bancario dell'UE è molto più regolamentato rispetto, ad esempio, a quello statunitense.
3. Tra ottobre 2022 e inizio marzo 2023, i prezzi delle azioni delle banche europee sono aumentati di circa il 40%, di cui circa il 20% solo quest'anno. La ragione principale è l'aumento dei tassi di interesse. A condizione di una gestione **attenta dei rischi di tasso di interesse**<sup>1</sup>, l'aumento dei tassi di interesse è generalmente considerato un fattore di supporto piuttosto che un peso per le banche.

Nel frattempo, i titoli delle banche europee hanno ceduto buona parte della loro performance da inizio anno (data limite: 24 marzo), ma mantengono comunque una performance positiva (MSCI Europe Banks +2,5%), anche se leggermente inferiore alla media di mercato in Europa (MSCI Europe +5,2% in euro) e in America (MSCI North America +2,8% in USD).

Tuttavia, i recenti avvenimenti mettono in chiaro che la lotta delle banche centrali contro un'inflazione elevata non rimarrà probabilmente esente da effetti collaterali o impatti indesiderati sull'economia reale. Ciò che turba i mercati può essere illustrato da un commento fatto dal presidente della Fed Jerome Powell nel contesto dell'ultimo rialzo dei tassi di interesse negli Stati Uniti. Gli sviluppi nel sistema finanziario statunitense hanno determinato un inasprimento implicito delle condizioni finanziarie negli Stati Uniti, oltre ai rialzi dei tassi della banca centrale. Non è chiara, tuttavia, l'entità di questa stretta, né se ciò significhi che le condizioni monetarie negli Stati Uniti (il tasso di interesse di riferimento della Fed è compreso tra 4,75% e 5,0% dopo l'ultimo rialzo dei tassi) non siano già così restrittive che il loro effetto cumulativo potrebbe provocare un notevole raffreddamento dell'economia statunitense. In altre parole, il rischio di recessione negli Stati Uniti è aumentato, come si può vedere anche nella curva dei rendimenti

Manuela d'Onofrio



Head of Group Investment Strategy

Philip Gisdakis



CIO UniCredit Bank AG  
(HypoVereinsbank) (Germania)

<sup>1</sup>L'autorità di vigilanza bancaria tedesca BaFin ha recentemente sottolineato che bruschi aumenti dei tassi di interesse di entità significativa possono anche comportare determinati rischi per le banche e che «una gestione attenta dei rischi di tasso di interesse è essenziale» (Risks in BaFin's Focus 2023, 23 gennaio 2023, [link](#))

chiaramente invertita negli Stati Uniti. Sui mercati dei tassi di interesse, ad esempio, da qui a fine anno sono attualmente prezzate riduzioni dei tassi di interesse tra l'1 e l'1,25%.

In Europa, invece, i mercati dei tassi di interesse incorporano almeno un ulteriore rialzo dei tassi entro la fine di quest'anno e non prevedono riduzioni significative dei tassi prima del 2024. L'andamento dei mercati azionari europei riflette anche, come detto sopra, la situazione per alcuni versi più solida in Europa rispetto agli Stati Uniti: Alcuni indici chiave dei paesi europei, come l'MSCI per la Germania (+9,5%) e l'Italia (+9,4%), sono aumentati ancora più della media europea. Tuttavia, a causa delle recenti turbolenze sui mercati finanziari, è aumentata l'incertezza sull'entità dell'inasprimento degli standard di finanziamento e/o se la domanda di credito potrebbe indebolirsi e quali conseguenze questo potrebbe avere sulla crescita economica e sull'inflazione.

Sui mercati dei capitali in questo momento si discute soprattutto di rischi potenziali e questo influenza, in particolare, il sentiment del mercato. Ma anche nel caso di una recessione negli Stati Uniti, appare improbabile che possa essere brusca e pronunciata, vista la robusta situazione economica generale. A livello di strategia di investimento, alla luce delle acque che permangono agitate sembra del tutto appropriato adottare una navigazione vigile.



# In evidenza

La risposta UE all’Inflation Reduction Act statunitense: impostazione di una politica industriale per materie prime critiche e tecnologie verdi

L’UE, che nell’ambito dello **European Green Deal**<sup>2</sup> si è impegnata ad attuare una politica climatica più ambiziosa, fatica nelle ultime settimane a trovare il modo per rispondere all’Inflation Reduction Act (IRA) statunitense. Con l’emanazione dell’IRA nell’agosto 2022, gli Stati Uniti investiranno complessivamente 369 miliardi di dollari in 10 anni nella sicurezza energetica e nella lotta al cambiamento climatico, oltre ad altri 64 miliardi di dollari per ulteriori spese nel campo dell’assistenza sanitaria (Affordable Care Act, meglio nota come “Obamacare”). Al di là della trasformazione verso tecnologie “green”, il governo statunitense persegue con l’IRA anche chiari obiettivi industriali e geopolitici ed è probabile che la reazione UE al riguardo lascerà il segno sui mercati dei capitali nel medio-lungo termine.

## L’IRA PERSEGUE OBIETTIVI INDUSTRIALI E GEOPOLITICI

Essendo uno dei maggiori produttori di emissioni di CO<sub>2</sub> al mondo, gli Stati Uniti hanno un ruolo cruciale da svolgere per il conseguimento degli obiettivi dell’**Accordo sul Clima di Parigi del 2015**<sup>3</sup>. Il governo di Washington ha assunto l’impegno non vincolante di ridurre entro il 2030 le proprie emissioni nette di gas serra del 50-52% rispetto ai livelli del 2005. In questo contesto, gli investimenti in materia di protezione del clima previsti dall’IRA rappresentano il **più grande impegno pubblico in una trasformazione economica e sociale imperniata sul clima nella storia degli Stati Uniti**<sup>4</sup>. Sono previsti incentivi per investimenti nella decarbonizzazione di tutti i settori economici attraverso tecnologie innovative e verdi (si veda anche la figura 1). Da un lato, gli aumenti di produttività servono a contribuire al contenimento dell’inflazione, l’obiettivo che dà il nome al patto. È però probabile che gli effetti di attenuazione dei prezzi non saranno visibili a breve termine, ma piuttosto nel medio-lungo periodo. Sull’altro fronte, la legge IRA punta a promuovere la **conversione dell’economia alla neutralità climatica**<sup>5</sup>, in particolare con agevolazioni fiscali a favore delle imprese che producono tecnologie verdi e materie prime critiche negli Stati Uniti o che si riforniscono da Paesi con cui esistono accordi di libero scambio. Complessivamente, circa il 60% di tutte le agevolazioni fiscali includono una cosiddetta clausola di contenuto locale. Finora, tuttavia, secondo l’istituto di ricerca tedesco DIW, circa il 76% delle materie prime critiche provengono da Paesi che non hanno accordi di libero scambio con gli Stati Uniti, e anche più della metà di alcune tecnologie verdi selezionate giungono da Paesi senza accordi di libero scambio.

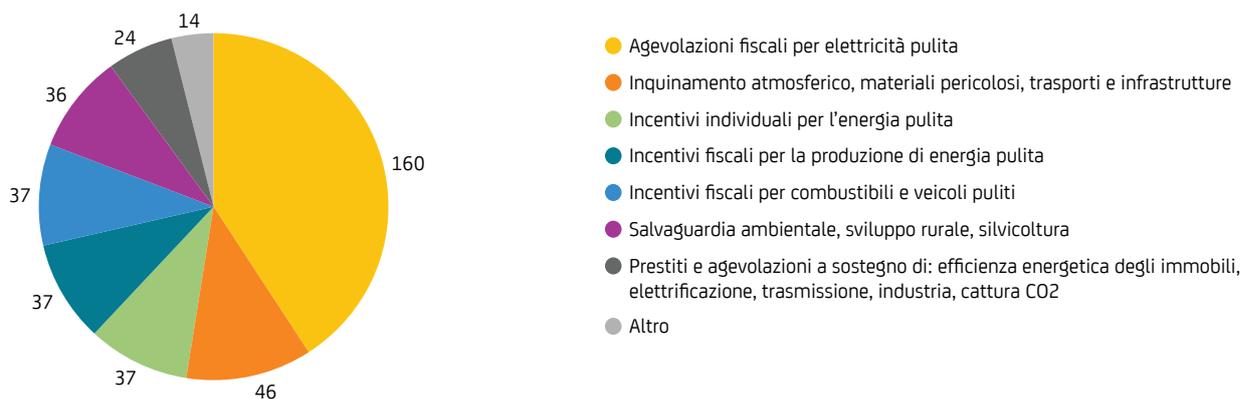
<sup>2</sup>Si veda anche il sito web della Commissione europea ([Link](#))

<sup>3</sup>Tutti gli Stati firmatari hanno assunto impegni vincolanti, secondo il diritto internazionale, a ridurre le proprie emissioni di gas serra ([Link](#))

<sup>4</sup>Gli altri due programmi principali, l’Infrastructure Investment and Jobs Act e il Chips & Science Act, sono da un lato più consistenti in termini di importi complessivi, ma prevedono una spesa significativamente inferiore per la protezione del clima.

<sup>5</sup>I calcoli dei modelli indicano che entro il 2030 le emissioni di gas serra degli Stati Uniti diminuirebbero del 24-35% rispetto ai livelli del 2005 in condizioni normali (ovvero senza IRA), ma del 30-43% con l’IRA. Ciò significa anche che, malgrado i notevoli sforzi, gli Stati Uniti non raggiungeranno il loro obiettivo di emissioni per il 2030 in nessuno degli scenari del modello.

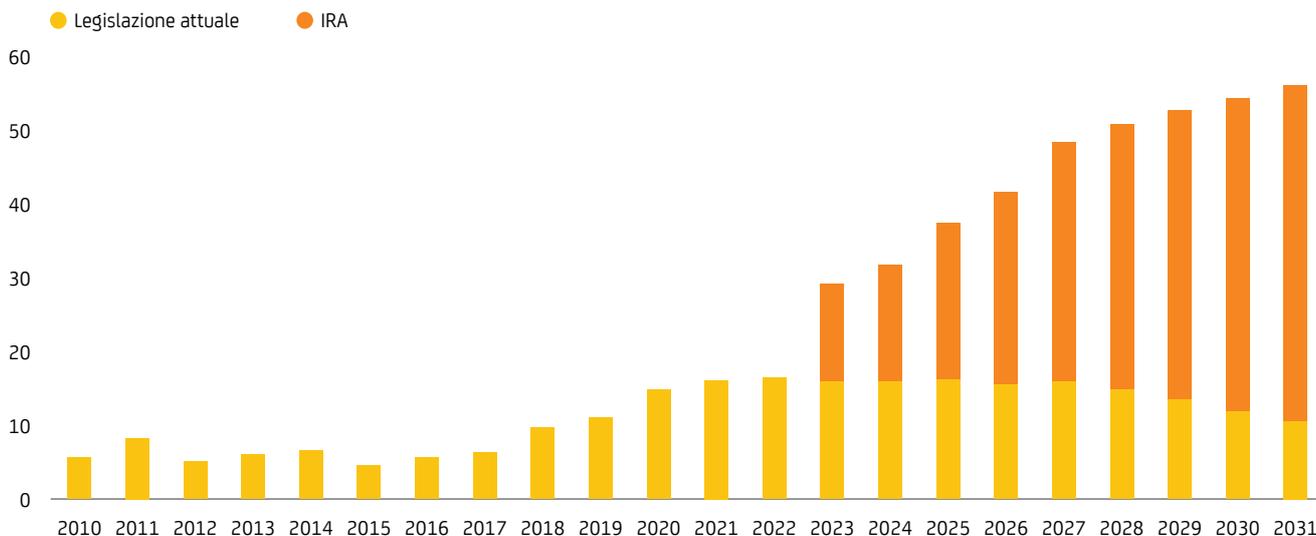
## 1. AREE DI INVESTIMENTO PIÙ SIGNIFICATIVE DELL'INFLATION REDUCTION ACT STATUNITENSE (IN MILIARDI DI DOLLARI)



Nota: Il grafico mostra le proiezioni per gli investimenti di capitale, basate sull'analisi del Committee for a Responsible Federal Budget del potenziale impatto del provvedimento legislativo. Tale analisi deve essere considerata come una guida e potrà essere aggiornata o perfezionata da analisi successive.  
Fonte: IRA Guidebook, CBO Cost Estimate, DIW, UniCredit Group Investment Strategy.

Si stima che entro il 2031 l'IRA triplicherà l'entità degli incentivi fiscali per l'energia del governo statunitense (si veda il Grafico 2). L'IRA non sarà finanziata da nuovo debito, ma da una combinazione di un'aliquota fiscale minima del 15% per le società, l'applicazione più rigorosa delle normative fiscali e una riforma dei prezzi dei farmaci da prescrizione. Queste misure dovrebbero portare nelle casse del bilancio statunitense circa 737 miliardi di dollari. Il previsto surplus di entrate, pari a circa 300 miliardi di dollari, distribuito nei prossimi 10 anni, dovrebbe contribuire anche alla riduzione del deficit di bilancio degli Stati Uniti.

## 2. L'AUMENTO DEGLI INCENTIVI SULL'ENERGIA VARATO DAL GOVERNO AMERICANO (IN MILIARDI DI DOLLARI)



Fonte: Tesoro USA, Ufficio di bilancio del Congresso, Goldman Sachs Research, UniCredit Group Investment Strategy

## L'UE FATICA A TROVARE UNA RISPOSTA ADEGUATA

Nell'UE la legge statunitense IRA è oggetto di un acceso dibattito. Per parte sua, l'Unione europea deve trovare il modo di conciliare le proprie politiche climatiche, energetiche e industriali al fine di contribuire agli obiettivi climatici globali e alla sicurezza energetica, mantenendo al contempo la competitività globale della propria economia. Si è impegnata a ridurre le emissioni di gas serra di almeno il 55% entro il 2030, utilizzando come riferimento per il calcolo il 1990, quindi un anno base diverso da quello degli Stati Uniti. Se da un lato i leader UE accolgono con favore gli investimenti programmati dagli Stati Uniti nelle tecnologie pulite e il contributo del Paese alla lotta contro il cambiamento climatico, dall'altro temono che le disposizioni incluse nella legge IRA possano avvantaggiare i produttori statunitensi a scapito delle imprese europee. In particolare, ad attirare l'attenzione da parte europea è stato il sostegno all'industria e al settore manifatturiero.

Con il Piano industriale Green Deal pubblicato all'inizio di febbraio, la Commissione europea sta cercando di fornire una risposta all'IRA. Il piano europeo poggia su iniziative precedenti, laddove il Temporary Crises and Transition Framework (TCTF) necessita di ulteriore elaborazione nell'ambito

di un quadro regolamentare di contrasto al cambiamento ambientale. Di conseguenza, gli Stati membri devono avere la possibilità di sovvenzionare le capacità produttive delle tecnologie Net Zero. Per evitare possibili **distorsioni della concorrenza**<sup>6</sup>, la Commissione propone di fornire un sostegno finanziario attraverso la riallocazione di fondi UE esistenti (RePowerEU, InvestEU e Fondo europeo per l'innovazione). A medio termine sarà istituito un nuovo fondo (il Fondo europeo per la Sovranità). In aggiunta, l'UE intende lanciare una campagna di formazione per promuovere l'occupazione in settori professionali necessari all'attuazione del Green Deal e rafforzare le relazioni commerciali attraverso accordi in settori specifici, quali quelli delle tecnologie pulite. A differenza degli Stati Uniti, l'azione UE non si concentra su un approccio protezionistico, bensì sull'impostazione di un'attuazione accelerata del processo di trasformazione, con quattro pilastri:

- Semplificazione del quadro normativo, compresa la definizione di obiettivi di produzione fissi per le tecnologie chiave del futuro attraverso il Net Zero Industry Act.
- Accelerazione degli investimenti mediante regolamenti sugli aiuti di Stato almeno temporaneamente meno severi e, quindi, la possibilità per gli Stati membri di mettere a punto programmi specifici di sostegno (ad esempio per la delocalizzazione di imprese)
- Campagna sulle qualificazioni (Anno europeo delle competenze) per mettere le imprese in grado anche di implementare i cambiamenti
- Espansione delle relazioni di cooperazione globale e ancoraggio della trasformazione verde negli accordi di libero scambio, nonché sviluppo di un "Club delle materie prime critiche" per garantire un accesso equo alle materie prime scarse a livello globale.

La tabella seguente mostra un confronto tra il provvedimento statunitense dell'IRA e il Piano Industriale Green Deal dell'UE (in base a quanto noto e definito).

### 3. INFLATION REDUCTION ACT DEGLI USA VS. PIANO INDUSTRIALE GREEN DEAL DELL'UE

	Inflation Reduction Act statunitense	Piano industriale UE Green Deal
<b>Entità</b>	Il volume totale effettivo è di circa 400 miliardi di dollari, ma alla fine potrebbe superare di molto i 1.000 miliardi di dollari, poiché il sostegno viene concesso a tempo indeterminato fino al raggiungimento di un determinato obiettivo di decarbonizzazione.	Non è ancora possibile dare una valutazione definitiva. Decisivi sono (1) non solo i volumi assoluti, ma anche la questione della "limitazione temporale" (vale a dire, se le sovvenzioni rimarranno disponibili nella stessa quantità in caso di altri progetti), e se (2) il capitale sarà disponibile sotto forma di finanziamento o di sovvenzioni.
<b>Durata</b>	Le stime variano da 15 a 20 anni	Non è ancora possibile dare una valutazione definitiva. La durata è particolarmente importante per il processo decisionale di un'impresa in termini di (1) potenziale riallineamento della catena di fornitura, (2) maggiori investimenti di capitali per la capacità produttiva e (3) decisioni in materia di assunzioni.
<b>Forma</b>	Quasi esclusivamente agevolazioni monetarie (anziché finanziamenti) sotto forma di crediti d'imposta, in molti casi trasferimenti diretti per cassa da parte del governo statunitense.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sovvenzioni in contanti</li> <li>• Crediti d'imposta</li> <li>• Finanziamenti a tasso ridotto e di mercato</li> </ul>
<b>Concorso per sussidi</b>	I sussidi sono prevalentemente versamenti "forfettari" che ogni impresa può ricevere per una specifica tecnologia (ad esempio, un credito d'imposta fisso per la produzione di pannelli solari).	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tariffe di riacquisto (feed-in) e sussidi fissi per unità di misura</li> <li>• Bandi in corso per progetti</li> </ul>
<b>Condizioni per l'ottenimento di supporto</b>	Criteri precisi, con alcune eccezioni significative, che saranno stabilite dalle linee guida del governo statunitense nei prossimi mesi.	Non è ancora possibile dare una valutazione definitiva. La chiarezza delle condizioni per l'ottenimento del sussidio è fondamentale per le imprese che stanno valutando ingenti investimenti, trasformazioni della catena di fornitura e decisioni in materia di assunzioni.
<b>Finanziamento</b>	Imposta minima del 15% per le imprese, applicazione più rigorosa delle norme fiscali e riforma dei prezzi dei farmaci da prescrizione.	Riallocazione dei fondi UE esistenti (RePowerEU, InvestEU e Fondo UE per l'innovazione)

<sup>6</sup>All'interno dell'UE, gli Stati più piccoli come Irlanda, Austria o Finlandia temono di non essere in grado di tenere il passo finanziario con la Germania o la Francia, qualora le regole sugli aiuti di Stato vengano allentate.

Se da un lato si prevede un freno ai deflussi di capitale dall'Europa verso gli Stati Uniti, perché l'IRA diventerà probabilmente un punto di svolta per l'UE, dall'altro le istituzioni europee hanno messo in chiaro che la mobilitazione di capitali privati sarà fondamentale per raggiungere gli ambiziosi obiettivi comunitari in materia di cambiamento climatico. Questo perché potrebbe essere difficile per l'UE mobilitare le stesse risorse finanziarie messe in campo dal governo statunitense nell'ambito dell'IRA. Tuttavia, il piano industriale Green Deal dovrebbe dare all'UE una spinta per rendere più "green" il suo sistema energetico e contrastare il cambiamento climatico.

## **IMPLICAZIONI PER GLI INVESTIMENTI**

L'Agenzia Internazionale per l'Energia stima che il mercato globale delle tecnologie energetiche pulite varrà circa 600 miliardi di euro all'anno entro il 2030, oltre il triplo rispetto ad oggi. Riteniamo che sia l'IRA che la sua risposta europea diventeranno un catalizzatore cruciale per accelerare la transizione statunitense ed europea a livello di energia e risorse. Entrambe le iniziative avranno probabilmente un impatto positivo sulle catene di valore dell'energia pulita e amplieranno nel tempo le opportunità di investimento in questa asset class. I titoli di diversi settori correlati, quali quello dell'energia solare, hanno sovraperformato gli indici azionari generali dopo il primo annuncio dell'IRA l'estate scorsa. Vediamo opportunità di investimento, nell'ottica di investimenti sostenibili, nell'intera catena del valore dell'energia pulita, ad esempio nei settori del fotovoltaico, delle turbine eoliche, dello stoccaggio di energia nelle batterie, dell'idrogeno e dell'efficienza energetica. In particolare, le aziende con sede in Germania potrebbero trarre i maggiori benefici dal piano industriale Green Deal dell'UE, data la flessibilità fiscale della Germania.

# Macro & Markets

Dati macroeconomici solidi, ma la volatilità agita i mercati finanziari

## I DATI ECONOMICI CONSENTONO ALLA FED DI MANTENERE UNA POLITICA MONETARIA RESTRITTIVA

Nonostante i segnali di indebolimento dell'economia statunitense, i principali indicatori economici rimangono ancora robusti. Il rapporto sul mercato del lavoro di febbraio, ad esempio, ha registrato un aumento sorprendente di 311.000 nuovi posti (rispetto ai 504.000 del mese precedente), mentre l'incremento delle retribuzioni orarie medie, pari allo 0,2% su base mensile, è stato leggermente inferiore alle attese (0,3%). Mentre i dati sull'inflazione di febbraio (si veda il Grafico 4) indicano che la riduzione del tasso di inflazione generale è proseguita (6,0% annuo rispetto al 6,4% di gennaio), trainata principalmente dal calo delle componenti volatili dell'energia e degli alimentari, il seguitissimo tasso core è rimasto sostanzialmente stabile su livelli elevati (5,5% su base annua contro 5,6%). Il fattore principale è la persistente inflazione nel settore dei servizi. Il perdurare della solidità dell'economia statunitense e i tassi di inflazione ancora elevati indicano che la Federal Reserve (Fed) non può ancora considerare conclusa la lotta contro l'inflazione.

Gli ultimi dati macroeconomici hanno portato la Fed ad alzare i tassi di interesse di riferimento di altri 25 punti base (pb) nella riunione di marzo. Tuttavia, la banca centrale ha lasciato il suo outlook sui tassi di interesse sostanzialmente invariato rispetto a dicembre ("**dot plot**", si veda anche il Grafico 4), segnalando che il picco dei tassi di interesse sarà probabilmente raggiunto presto. Per la fine del 2023 la Fed si attende un tasso mediano del 5,1% (invariato), per la fine del 2024 un tasso del 4,3% (precedentemente 4,1%) e per la fine del 2025 del 3,1% (invariato), sottolineando che nessuno dei membri della Fed prevede tagli dei tassi nel corso dell'anno. A proposito dell'attuale situazione del settore bancario statunitense, il presidente della Fed Powell ha dichiarato che il sistema bancario è "solido e resiliente", ma che la Fed deve considerare che i recenti sviluppi avranno effetti duraturi a causa di un inasprimento degli standard di erogazione dei crediti. Nonostante i recenti dati mostrino un'inflazione persistente, la prevista stretta delle condizioni creditizie ha fundamentalmente rimpiazzato gli aumenti dei tassi. Ci aspettiamo un ulteriore rialzo dei tassi di 25 pb a maggio, che dovrebbe però segnare il picco dei tassi di interesse (con un tasso di riferimento massimo del 5,25%). Non prevediamo tagli dei tassi di 100 pb, come invece prezzato dai mercati per la fine dell'anno.

<sup>7</sup>Il "dot plot" è un grafico in cui ciascun membro del FOMC della Federal Reserve indica le proprie previsioni per i futuri tassi di interesse di riferimento. Le stime vengono solitamente fornite per un periodo di previsione di tre anni e per il lungo termine. Ogni punto ("dot") di questo grafico rappresenta un membro votante e le stime sono anonime, in modo che non si possano trarre conclusioni sulle proiezioni dei singoli membri della banca centrale.

#### 4. LA DISINFLAZIONE NEGLI STATI UNITI PROSEGUE, IL TASSO CORE RIMANE DEBOLE – LA FED ALZA I TASSI DI INTERESSE, PRESSOCHE' INVARIATO IL PERCORSO PREVISTO PER I TASSI

##### INFLAZIONE USA

- Indice statunitense dei prezzi al consumo, di cui
- ...alimentare    ● ...indice core    ● ...energia (scala dx)



##### DOT PLOT DELLA FED (MARZO 2023)

- Membro votante del FOMC    ● Mediana calcolata tra i dot
- Valutazioni dei membri del FOMC sulla politica monetaria più appropriata: la mediana riflette il punto intermedio del range per il tasso target della Fed (in %)



Fonte: Bureau of Labor Statistics, US Federal Reserve, UniCredit Group Investment Strategy

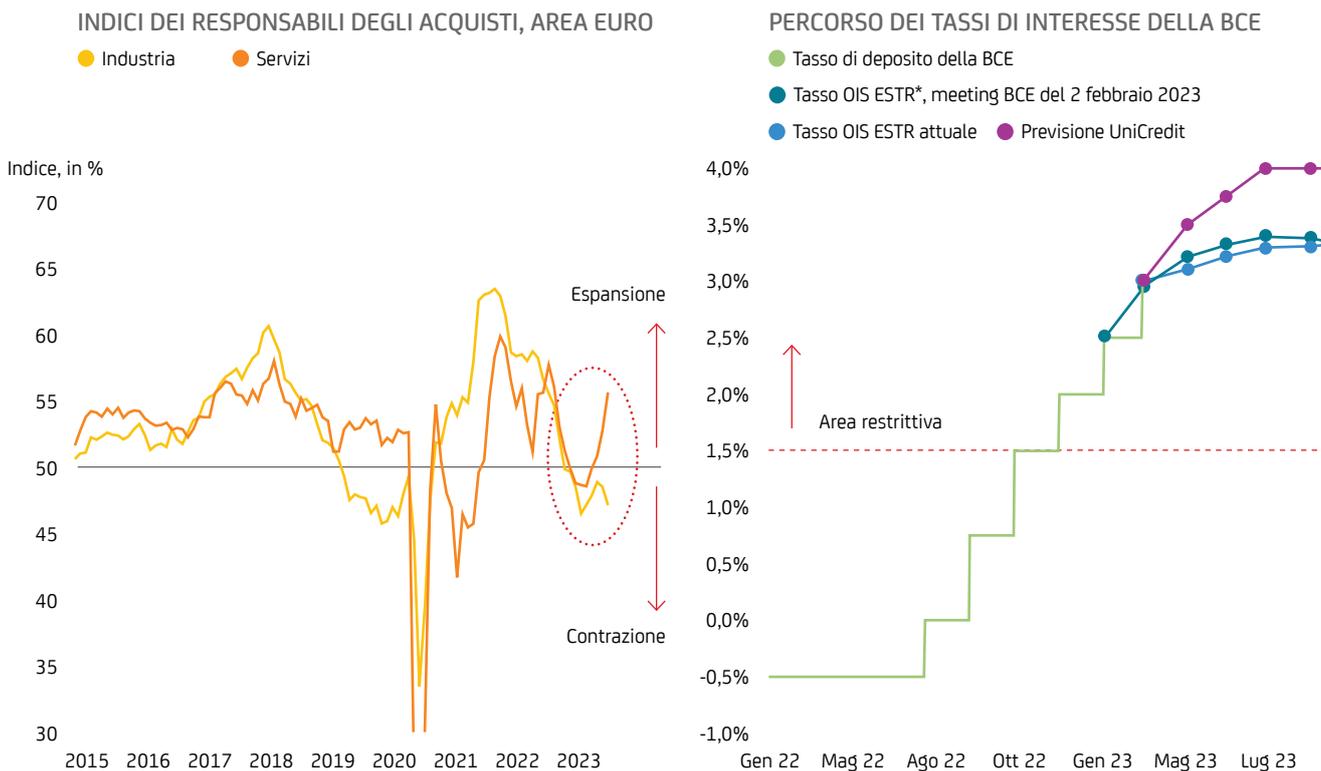
#### NESSUNA RECESSIONE NELL'EUROZONA, IL RALLENTAMENTO ECONOMICO INVERNALE DOVREBBE ESSERE DI BREVE DURATA

Secondo gli ultimi dati sulla crescita del PIL, la produzione economica nell'Eurozona ha ristagnato nel quarto trimestre 2022, e questo significa che potrebbe avere evitato una recessione (tecnica). Anche gli indicatori anticipatori, infatti, hanno nettamente superato le aspettative del mercato a marzo (si veda il Grafico 5). Sebbene gli indici dei responsabili acquisti mostrino dati contrastanti a livello di settori, i servizi, in particolare, hanno registrato un ulteriore forte aumento fino a **56 punti indice**<sup>8</sup>, segnalando una robusta dinamica di crescita. L'indice manifatturiero è diminuito ulteriormente rispetto a gennaio, scendendo a 47 punti. Nonostante i principali sotto-indici, quali produzione, nuovi ordini e scorte, siano peggiorati, è stata soprattutto l'ulteriore brusca diminuzione dei tempi di consegna (che nell'indice manifatturiero complessivo presentano il segno meno) a frenare la rilevazione di marzo. La riduzione dei tempi di consegna è però dovuta principalmente all'allentamento delle strozzature a livello di offerta (e non, come di solito accade, al calo della domanda), cosa che ci offre anche prospettive cautamente positive per il settore manifatturiero. Di conseguenza, l'andamento economico nell'Eurozona dovrebbe rallentare ulteriormente nel primo trimestre, ma tornare a salire nel secondo trimestre e nel resto dell'anno.

<sup>8</sup>Valori dell'indice Responsabili Acquisti superiori alla soglia dei 50 punti segnalano un'espansione e, quindi, una ripresa dell'attività economica.

Sul fronte della politica monetaria, a marzo la Banca Centrale Europea (BCE) ha alzato il tasso di interesse di riferimento di 50 punti base, come previsto, portando il tasso sui depositi al 3% e proseguendo, dunque, il proprio percorso sui tassi d'interesse come precedentemente stabilito. La BCE è però diventata più cauta nella valutazione del suo futuro orientamento di politica monetaria. A causa dell'attuale volatilità e incertezza sui mercati (originariamente innescata da problemi di liquidità di alcune banche regionali statunitensi), nella riunione di marzo la banca centrale si è astenuta dal dare indicazioni riguardo a ulteriori misure in tema di tassi di interesse. Ha inoltre ribadito il proprio impegno a fornire un sostegno d'emergenza a livello di liquidità, se necessario. Il contenimento dell'inflazione resta l'obiettivo primario della BCE, motivo per cui continua a mantenere il suo orientamento all'inasprimento della politica monetaria. Recentemente i prezzi al consumo sono scesi solo leggermente, ossia 8,5% a/a (8,6% a gennaio), mentre il tasso core continua ad aumentare al 5,6% a/a (5,3% a gennaio). Tuttavia, la situazione in corso e il possibile irrigidimento degli standard dei finanziamenti bancari nell'Eurozona hanno reso più incerte le prospettive in materia di politica monetaria, e questo ha anche aumentato i rischi al ribasso per il nostro picco dei tassi di interesse, previsto al 4% per il tasso sui depositi. Da parte sua, il mercato ha già ampiamente incorporato nei prezzi ulteriori movimenti dei tassi di interesse nell'Eurozona quest'anno (si veda il Grafico 5).

## 5. GLI INDICATORI ANTICIPATORI SONO RECENTEMENTE MIGLIORATI IN MODO SIGNIFICATIVO, MA LE TURBOLENZE DEI MERCATI RENDONO PIÙ INCERTO IL PERCORSO DEI TASSI DI INTERESSE DELLA BCE



\*Overnight Index Swap Euro short term

Fonte: S&P Global, Bloomberg, UniCredit Research, UniCredit Group Investment Strategy.

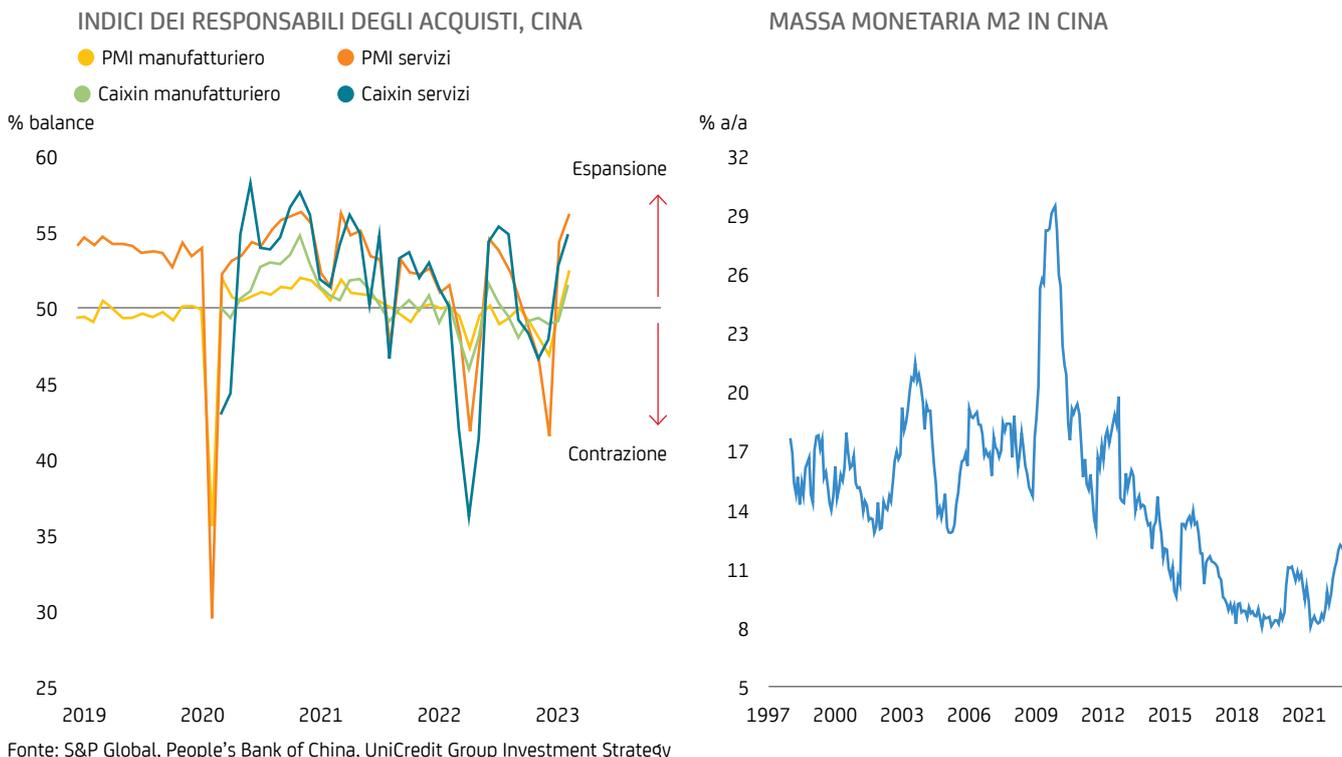
## CINA: LA RIAPERTURA SPINGE LA RIPRESA DELL'ATTIVITÀ ECONOMICA

In Cina la congiuntura macroeconomica ha continuato a migliorare nel primo trimestre a seguito della fine della politica Zero Covid. Sebbene a inizio marzo l'Assemblea nazionale del Popolo abbia presentato un obiettivo di crescita meno incoraggiante del **previsto**<sup>9</sup>, pari al 5% nel 2023, i dati pubblicati più di recente mostrano comunque che il trend di ripresa della crescita cinese è intatto. Gli indici dei responsabili acquisti, sia per il settore manifatturiero che per quello dei servizi, sono in generale migliorati (si veda il Grafico 6), un miglioramento che si riflette anche nei dati cosiddetti "hard": la crescita della produzione industriale ha registrato un aumento su base annua del 2,4% nel periodo da inizio gennaio a fine febbraio, mentre le vendite al dettaglio sono cresciute del 3,5% su base annua. Inoltre, la crescita della **massa monetaria M2**<sup>10</sup> ha continuato ad aumentare (si veda il Grafico 6), indicando un quadro creditizio che permane favorevole. Di conseguenza, continuiamo ad aspettarci che la ripresa della Cina proseguirà nel corso dell'anno.

<sup>9</sup>Per il 2022 il governo cinese aveva inizialmente fissato un obiettivo di crescita del 5,5%. Alla fine, però, dovrebbe venire conseguito solo il 3% di crescita economica a causa della rigida politica Zero Covid con lockdown ripetuti e quarantene forzate.

<sup>10</sup>Il parametro di massa monetaria M2 comprende cassa, depositi liberi e depositi vincolati, ed è quindi un modo per misurare il volume di moneta circolante in un'economia. Le banche commerciali possono aumentare/diminuire l'offerta di moneta mediante concessione/rimborso di finanziamenti (creazione di moneta).

## 6. NETTO RECUPERO DELL'ATTIVITA' ECONOMICA, ANCHE IL QUADRO CREDITIZIO RESTA COSTRUTTIVO



## MERCATI STRETTI TRA TIMORI PER I TASSI DI INTERESSE E INTERVENTI DI POLITICA MACROPRUDENZIALE

I dati decisamente più positivi riguardo a inflazione e mercato del lavoro negli Stati Uniti hanno indotto i mercati ad adeguare la loro valutazione della politica monetaria statunitense a febbraio. In particolare, al centro dell'attenzione degli investitori è tornata la prospettiva di una potenziale nuova accelerazione del ritmo di rialzo dei tassi d'interesse: sui mercati obbligazionari, i rendimenti dei Bund statunitensi e tedeschi a 10 anni sono aumentati rispettivamente di circa 50 pb e 40 pb a febbraio, mentre nel contempo i mercati azionari statunitensi in particolare hanno dovuto assorbire perdite significative di prezzo (l'indice S&P 500 è sceso di oltre -3,5%). I mercati azionari europei, tuttavia, sono riusciti perlopiù a sfuggire a questo movimento ribassista e hanno persino registrato qualche guadagno, principalmente per effetto della considerazione che la crisi energetica appare sempre più improbabile in Europa. A causa delle aspettative più elevate sui tassi di interesse, soprattutto negli Stati Uniti, l'euro si è indebolito e si è deprezzato di circa il 4% rispetto al dollaro USA. Nello stesso periodo l'oro ha perso oltre il 6%.

Sui mercati finanziari a dominare la scena sono stati i recenti eventi nei settori bancari statunitense e svizzero. Ne sono risultate condizioni di finanziamento significativamente più restrittive. Nella seconda settimana di marzo, in particolare, il brusco sell-off di titoli bancari a seguito del crollo di due banche regionali statunitensi e le notizie riguardanti una grande banca svizzera hanno comportato significativi aggiustamenti dei prezzi. I rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a 10 anni sono scesi in misura consistente e nel giro di pochi giorni hanno completamente eliminato i rialzi dei rendimenti di febbraio. Per i Bund a 10 anni il calo dei rendimenti ha addirittura superato gli aumenti di febbraio. Sia negli Stati Uniti che in Svizzera, tuttavia, le autorità di vigilanza e le banche centrali hanno reagito rapidamente, in modo deciso e ad ampio raggio, e sono inizialmente riuscite a tranquillizzare gli investitori. Ciò nonostante, i mercati azionari, soprattutto in Europa, hanno registrato perdite significative. Gli indici EuroStoxx50 e DAX40, ad esempio, sono diminuiti di oltre il 3,5% da inizio marzo (alla data del 20 marzo 2023). Nello stesso periodo l'euro è scambiato praticamente invariato rispetto al dollaro USA, mentre la quotazione dell'oro ha guadagnato oltre il 9% a causa della maggiore incertezza.

Anche se le insolvenze delle banche regionali statunitensi possono essere interpretate come un segnale di avvertimento che la rapida e significativa inversione dei tassi di interesse delle principali banche centrali occidentali comporta rischi macroprudenziali – vale a dire rischi che influenzano il sistema finanziario o la sua stabilità – ipotizziamo che i mercati si calmeranno dopo una fase di aumento della volatilità e torneranno a spostare l'attenzione sui problemi di inflazione e crescita.

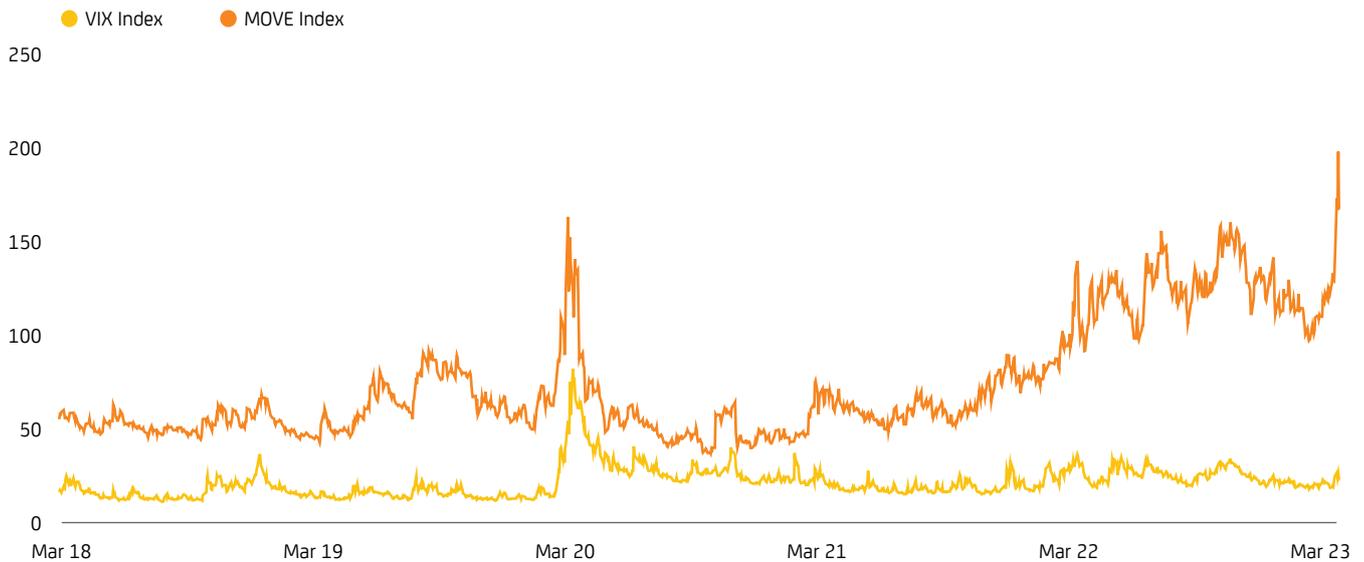
# Asset Allocation dei nostri portafogli in gestione

Classi d'investimento		Universo investibile	Posizionamento		
			Sottopeso	Neutrale	Sovrappeso
Principali classi d'investimento		Azioni globali	○	●	○
		Obbligazioni globali	○	●	○
		Mercati monetari	○	●	○
		Alternativi	○	●	○
Principali asset class in dettaglio	Azioni	USA	○	●	○
		Europa	○	●	○
		Pacifico (MS <sup>1</sup> )	○	●	○
		Mercati emergenti	○	●	○
	Obbligazioni	Titoli di Stato in Euro	○	●	○
		Titoli di Stato non in Euro	○	●	○
		Obbligazioni corporate IG in Euro	○	○	●
		Obbligazioni corporate HY	●	○	○
	Materie prime	Obbligazioni Mercati Emergenti	○	○	●
		Petrolio	○	●	○
	Oro	○	○	●	

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

Nella fase iniziale del 1° trimestre, precedente la crisi SVB, i dati sulla crescita superiori alle attese sia negli Stati Uniti che nell'Eurozona, in particolare quelli relativi ai PMI dei servizi, e dati più alti d'inflazione, nel dettaglio l'inflazione core dei servizi, hanno portato a un forte ritracciamento dei mercati obbligazionari, dopo la buona performance di gennaio, mentre il mercato azionario è rimasto relativamente stabile. La vischiosità dei dati sull'inflazione aveva quindi generato un repricing del tasso terminale della Fed e della BCE e un allungamento dei tempi previsti per la riduzione dei tassi. Sebbene un'inflazione core più vischiosa negli Stati Uniti e anche, in misura minore, nell'Eurozona, possa continuare nel breve termine a mantenere volatili i mercati obbligazionari (si veda il grafico sottostante), rimaniamo costruttivi sulle obbligazioni di alta qualità.

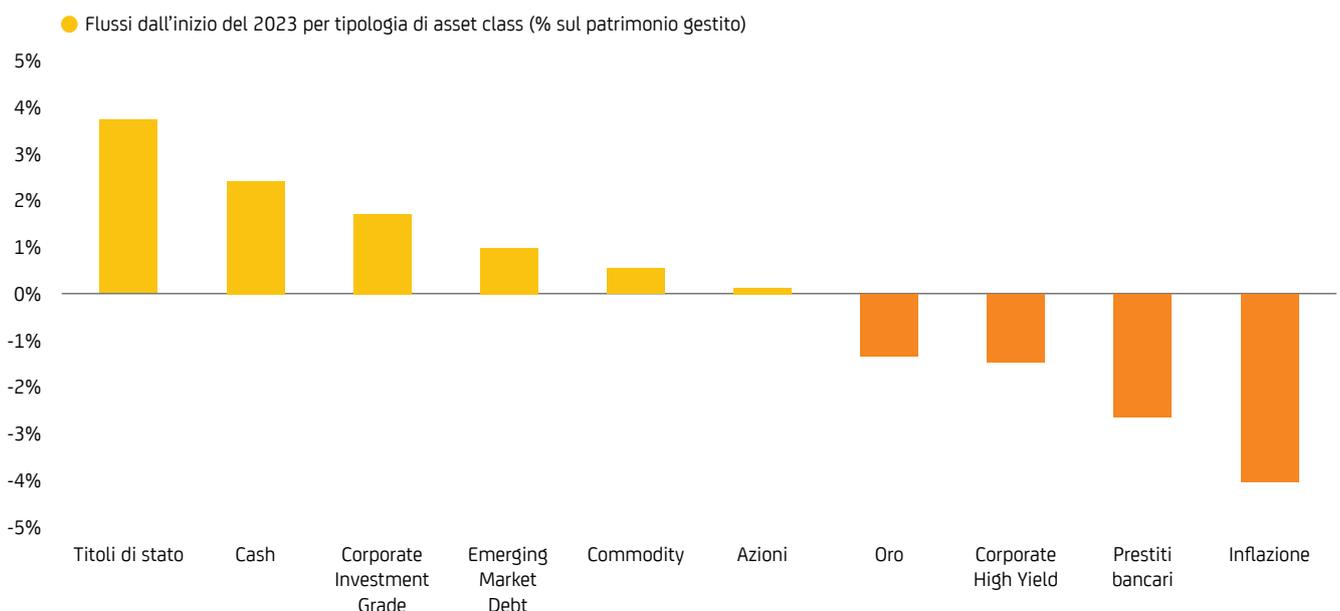
## 7. VOLATILITÀ OBBLIGAZIONARIA (MOVE INDEX) E AZIONARIA (VIX INDEX) A CONFRONTO



Fonte: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy  
 Periodo di osservazione: 15.03.2018-15.03.2023.

In effetti, l'inverno mite potrebbe aver parzialmente sostenuto i migliori dati economici negli Stati Uniti e nell'Eurozona ed è lecito attendersi un rallentamento dell'economia statunitense ed europea una volta che i tassi d'interesse più elevati avranno completamente dispiegato i loro effetti e i consumatori avranno gradualmente esaurito il surplus di risparmio pandemico. In questa prospettiva, non c'è da stupirsi che gli investitori abbiano aumentato il loro posizionamento sulle obbligazioni di alta qualità, come le obbligazioni governative e corporate investment grade, considerando i loro rendimenti competitivi e il loro ruolo di copertura "macroeconomica" rispetto alle azioni in caso di rallentamento/recessione. Rimaniamo invece cauti sulle obbligazioni societarie High Yield, i cui spread non stanno ancora scontando interamente il rallentamento delle economie, mentre siamo costruttivi a lungo termine sulle obbligazioni Emergenti, che dovrebbero beneficiare del futuro annuncio del cambio di rotta da parte della Fed.

## 8. NEL 2023 I MAGGIORI FLUSSI D'INVESTIMENTO SI SONO INDIRIZZATI SULL'OBBLIGAZIONARIO GOVERNATIVO



Fonte: BofA Global Investment Strategy, EPFR.  
 Aggiornamento alla settimana conclusasi il 1° marzo 2023.

Al contrario, le azioni, prima della crisi della SVB, hanno performato relativamente bene, scontando una sorta di “scenario di non rallentamento”, ossia non scontando il rischio concreto di utili inferiori alle attese nei prossimi mesi, considerando l’effetto ritardato dell’aumento dei tassi di interesse. Pertanto, pur rimanendo costruttivi nel medio-lungo termine, stiamo gestendo attivamente la nostra allocazione azionaria regionale, settoriale e di stile d’investimento. Per quanto riguarda l’allocazione azionaria regionale, rimaniamo neutrali in tutte le principali regioni, ma vediamo un migliore impulso macro e metriche di valutazione in Europa, dove i consumi sono sostenuti dal calo dei prezzi del gas naturale, dall’elevato tasso di risparmio e dal basso tasso di disoccupazione, e in Asia, compreso il Giappone, grazie alla riapertura della Cina.

In termini di stile d’investimento e di allocazione settoriale, manteniamo la nostra preferenza per i titoli value come l’energia e i beni di prima necessità, ma ci aspettiamo una ripresa dei settori growth quando la Fed diventerà più espansiva. Più in generale, continuiamo a preferire le società con un elevato potere di determinazione dei prezzi e una superiore generazione di flussi di cassa.

Per quanto riguarda l’USD, si prevede che quando la Fed annuncerà il “pivot” si indebolirà ulteriormente, scambiando più in linea con i fondamentali.

Le materie prime sono influenzate dal rallentamento della crescita globale, ma parzialmente sostenute dalla ripresa dell’economia cinese. L’oro dovrebbe beneficiare del suo ruolo di bene rifugio per l’incertezza relativa alla crisi bancaria e in considerazione delle aspettative di una Fed meno restrittiva e di un indebolimento dell’USD.

# UniCredit Group Investment Strategy – Asset Allocation

## NEUTRALI SULLE AZIONI GLOBALI

La tenuta del quadro macro ha innescato un rimbalzo delle azioni, ma il rischio di una decelerazione degli utili nei prossimi mesi è concreto, considerando l'effetto ritardato sull'economia dell'aumento dei tassi di interesse. La selettività dei settori e dei titoli è sempre più importante.

## NEUTRALI SULLE AZIONI EUROPEE

BCE restrittiva, ma consumi resilienti grazie al calo dei prezzi del gas naturale, all'elevato tasso di risparmio e al basso tasso di disoccupazione. Le valutazioni a buon mercato, l'elevato peso dei titoli value e il sotto-posizionamento degli investitori sostengono le azioni europee, nonostante l'elevato rischio geopolitico (guerra Russia/Ucraina).

## NEUTRALI SULLE AZIONI USA

Mercato del lavoro solido, utili aziendali resilienti, ma crescente incertezza a causa della crisi delle banche regionali. La piena valutazione dei titoli azionari li rende vulnerabili in caso di recessione economica.

## NEUTRALI SULLE AZIONI DEI MERCATI EMERGENTI

La riapertura della Cina e la valutazione a buon mercato sostengono le azioni EM nel breve periodo. A lungo termine, il crescente confronto strategico tra Stati Uniti e Cina è fonte di preoccupazione. Si raccomanda vivamente la selettività dei Paesi e dei settori.

## NEUTRALI SULLE AZIONI DEL PACIFICO

La riapertura della Cina è un fattore positivo, ma nel medio-lungo termine una potenziale fonte di incertezza è legata alla politica monetaria della Banca del Giappone. Infatti, sotto la nuova guida di Kazuo Ueda, potrebbe essere costretta ad allentare la politica di controllo della curva dei rendimenti e ad aumentare i tassi di interesse in caso di surriscaldamento dell'economia, con conseguente rafforzamento dello yen e ripercussioni sui mercati azionari, in particolare sugli esportatori.

## NEUTRALI OBBLIGAZIONI GLOBALI

Rendimenti competitivi e principali banche centrali gradualmente meno restrittive, anche se l'inflazione di base mostra una certa viscosità.

## POSITIVI OBBLIGAZIONI SOCIETARIE EURO INVESTMENT GRADE

I rendimenti sono tornati attraenti, ma stiamo aumentando la nostra selettività e difensività a causa dell'indebolimento del quadro macro.

## NEGATIVI OBBLIGAZIONI SOCIETARIE HIGH YIELD

I loro spread non scontano ancora pienamente il possibile rallentamento dell'economia dovuto al restringimento del credito bancario. Inoltre, non sono sufficientemente liquidi.

## NEUTRALI (DA NEGATIVI) TITOLI DI STATO UEM

Nonostante l'inflazione elevata, ci aspettiamo che la BCE non sia insensibile alle preoccupazioni per la stabilità finanziaria e la contrazione del credito.

## NEUTRALI (DA POSITIVI) SUI TITOLI DI STATO NON UEM

Rendimenti molto competitivi nella fascia 1-3 anni della curva dei rendimenti e Fed non lontana dal raggiungere il tasso terminale nonostante un'inflazione core dei servizi più vischiosa. Rischio valutario.

## POSITIVI OBBLIGAZIONI DEI MERCATI EMERGENTI

Sostenuti dalle aspettative di una Fed gradualmente meno restrittiva e dall'indebolimento dell'USD. Rimaniamo difensivi e selettivi, evitando i Paesi con elevato debito estero e deficit delle partite correnti.

## NEUTRALI SU MERCATI MONETARI / LIQUIDITÀ

I rendimenti sono interessanti, ma preferiamo investire in classi di attività a reddito fisso con rendimenti più elevati, come i titoli di Stato, le obbligazioni societarie europee e le obbligazioni dei mercati emergenti.

## NEUTRALI SUGLI ALTERNATIVI

Offrono opportunità di de-correlazione dei portafogli, mentre gli asset cd reali beneficiano del loro ruolo di copertura dell'inflazione.

## NEUTRALI SULLE MATERIE PRIME

Penalizzate dai timori di rallentamento globale, ma parzialmente sostenute dalla riapertura della Cina.

## POSITIVI SULL'ORO

Copertura per la crescente incertezza.

## VALUTE

Il dollaro USA è atteso indebolirsi a causa della Fed meno restrittiva e dell'indebolimento dell'economia statunitense.

# Come investire

Idee di investimento nello scenario attuale



## LO SCENARIO ATTUALE

### POLITICA MONETARIA

La recente volatilità dei mercati finanziari e le condizioni finanziarie di alcuni istituti di credito hanno complicato il lavoro delle Banche Centrali, che fino ad adesso erano state completamente concentrate nella riduzione del trend inflazionistico. Lo scorso 22 marzo, infatti, la Fed ha annunciato un aumento di 25 bps e anche la BCE adotterà con grande probabilità la stessa strategia di attesa.

### INFLAZIONE

Nonostante la stretta della politica monetaria attuata a livello globale nel 2022, l'inflazione continua a rimanere a livelli troppo elevati perché le banche centrali possano dichiarare di aver raggiunto la stabilità dei prezzi. Il recente inasprimento delle condizioni finanziarie innescato dalla crisi delle banche regionali statunitensi dovrebbe tradursi in un rallentamento dell'attività economica negli Stati Uniti, consentendo quindi un calo più significativo dell'inflazione.

### CRESCITA ECONOMICA

Negli Stati Uniti, nonostante la solidità del mercato del lavoro, vi sono chiari segnali che l'attività economica potrebbe innestare una marcia più bassa nel secondo semestre dell'anno. Secondo gli ultimi dati sulla crescita del PIL, la produzione economica nell'Eurozona ha ristagnato nel quarto trimestre 2022, e questo significa che potrebbe avere evitato una recessione (tecnica).

## COME INVESTIRE

### INVESTIMENTI OBBLIGAZIONARI

L'asset class delle obbligazioni corporate mostra rendimenti interessanti, ma considerati gli spread relativamente ridotti, raccomandiamo di incrementare le obbligazioni di alta qualità, soprattutto nel caso di un forte indebolimento del quadro macro economico (obbligazioni corporate investment grade).

### LA NOSTRA IDEA: OBBLIGAZIONI INDICIZZATE ALL'INFLAZIONE

Le obbligazioni indicizzate all'inflazione possono rappresentare un'interessante opportunità di investimento da inserire in portafoglio in quanto la loro remunerazione cresce con l'aumento del costo della vita. Ad un aumento delle aspettative di crescita dei prezzi al consumo corrisponde un aumento del prezzo dei titoli obbligazionari e viceversa. In breve, il prezzo di questa tipologia di obbligazioni è una funzione delle aspettative relative all'inflazione che si verificheranno per tutta la vita del titolo.

Le obbligazioni indicizzate all'inflazione sono strumenti utili per la diversificazione del portafoglio grazie alla loro bassa correlazione con altre asset class, azionaria in primis, e possono quindi migliorare il profilo rischio-rendimento del portafoglio stesso. Nell'attuale contesto volatile e incerto, le obbligazioni indicizzate al costo della vita rappresentano un rifugio sicuro in caso di tensioni finanziarie grazie all'elevato merito di credito, in quanto emesse da stati sovrani.

## INVESTIMENTI AZIONARI

Le azioni stanno performando relativamente bene, scontando una sorta di “scenario di non rallentamento”. Restiamo costruttivi nel medio-lungo termine. Per quanto riguarda l’allocazione azionaria regionale, rimaniamo neutrali in tutte le principali regioni. Tuttavia, vediamo un contesto macro e metriche di valutazione migliori in Europa, dove i consumatori sono sostenuti dal calo dei prezzi del gas naturale, dall’elevato tasso di risparmio e dal basso tasso di disoccupazione, e in Asia, compreso il Giappone, grazie alla riapertura della Cina.

### LA NOSTRA IDEA: VEICOLI ELETTRICI

A nostro avviso, le case automobilistiche europee e statunitensi sono nella posizione migliore per acquisire quote di mercato attraverso un’offerta crescente di modelli di veicoli elettrici (EV) che consente loro di attrarre un’ampia clientela con esigenze diversificate.

La capacità di generare flussi di cassa positivi attraverso la gestione principale delle attività conferisce loro una solidità maggiore rispetto ai concorrenti cinesi, che operano a margine zero o addirittura in perdita. È inoltre probabile che essi si troverebbero davanti ad ostacoli di natura finanziaria e normativa qualora decidessero di entrare nei mercati sviluppati.

Data l’entità dei cambiamenti nell’economia globale, le case automobilistiche tradizionali possono iniziare a trarre beneficio dagli investimenti effettuati negli ultimi anni nella tecnologia dei veicoli elettrici e hanno l’opportunità di guidare l’evoluzione del mercato stesso, dettando le tempistiche della transizione e affrontando gli investimenti futuri in maniera disciplinata per proteggere i propri margini.

## INVESTIMENTI REGIONALI

Dal 2020, l’anno della pandemia, la Cina ha mostrato un andamento relativamente volatile tra le principali regioni del mondo. Nel 2020 l’MSCI China ha sovraperformato le quattro componenti regionali dell’MSCI ACWI, mentre nel 2021 e nel 2022 è stato più debole di tutti e quattro gli indici regionali. La debole performance dei prezzi dell’MSCI China si è sommata a una performance altrettanto debole delle corrispondenti aspettative sugli utili delle società cinesi.

Dopo la sorprendente fine della politica Zero Covid in Cina, il Paese è tornato ad essere al centro dell’interesse degli investitori. Anche se nel medio-lungo termine è probabile che gli investitori si troveranno di fronte a una Cina caratterizzata da una crescita economica inferiore rispetto al passato e da una maggiore attenzione alle questioni di sicurezza nazionale, la ripresa economica del Paese potrebbe acquisire uno slancio significativo nei prossimi mesi.

### LA NOSTRA IDEA: I MERCATI EMERGENTI – LA CINA

Tatticamente, è possibile avere soddisfazioni in particolare per la ripresa delle attività dopo la fine del lock down. In linea di principio, sono disponibili diverse strategie d’investimento per la Cina e l’Asia.

- Partecipazioni dirette nel capitale di società della regione possono essere effettuate tramite singoli titoli corrispondenti o tramite prodotti di portafoglio quali fondi o ETF, poiché l’accesso diretto al mercato azionario cinese, ovvero tramite singoli titoli, non è sempre agevole per gli investitori stranieri.
- Una strategia di investimento mirata a partecipazioni indirette può essere attuata scegliendo alcune grandi società europee che generano una parte significativa delle loro vendite globali nei mercati asiatici o cinesi, in settori come i beni di lusso, il segmento premium delle case automobilistiche europee, ma anche l’industria dei semiconduttori. Il vantaggio di una tale strategia indiretta è che si investe in società conosciute e soggette al diritto europeo. Rischi come le fluttuazioni dei tassi di cambio possono essere gestiti dalle società stesse.

Alla luce dell’attuale situazione geopolitica, al momento consigliamo cautela negli investimenti diretti in Cina, ma in linea di principio vediamo un potenziale di diversificazione per un portafoglio che già al suo interno ha una esposizione ai principali mercati del mondo. Nel breve termine gli investitori avversi al rischio possono concentrarsi su opportunità sul fronte azionario, in particolare nell’ambito di una strategia di investimenti indiretti.

# Rubriche

I CIO locali dialogano con i clienti

## Risposte dall'Italia

### **PERCHÉ I PREZZI DELLE OBBLIGAZIONI STANNO RISALENDO NONOSTANTE LE BANCHE CENTRALI CONTINUINO AD ALZARE I TASSI?**

Da inizio anno le banche centrali hanno proseguito nel loro percorso di aumento dei tassi di interesse a breve, avviato nel 2022 per contrastare l'inflazione. La Banca Centrale Europea in questo primo trimestre ha portato il tasso sui depositi al 3,0% dal 2,0% e la Federal Reserve statunitense ha portato i tassi al 5,0% dal 4,5%.

Eppure, molti mercati obbligazionari stanno registrando ritorni positivi da inizio anno.

Le motivazioni di tale movimento apparentemente opposto sono molteplici.

In primo luogo, dobbiamo considerare che tali rialzi erano già "prezzati" e quindi non costituivano una sorpresa negativa per gli investitori, erano cioè già incorporati nel livello dei prezzi delle obbligazioni. Tale punto è soprattutto vero per le obbligazioni più brevi, tipicamente fino ai due anni di scadenza, i cui rendimenti di fatto rappresentano le aspettative degli investitori sulle prossime mosse delle banche centrali.

Un altro elemento è rappresentato dal rendimento di partenza delle obbligazioni. Nel 2022 molte obbligazioni partivano da rendimenti a scadenza molto bassi, alcune addirittura intorno allo zero o negative. Oggi il rendimento a scadenza costituisce un buon indicatore di ritorno potenziale per il 2023, se le banche centrali arriveranno ai loro target di tassi di interesse e li manterranno per il resto dell'anno. È vero che alcune curve dei rendimenti sono inclinate negativamente: quindi i titoli a dieci anni rendono meno dei titoli a due anni, come nel caso della curva dei titoli di stato americani o tedeschi. Ma molte altre, ad esempio quella dei titoli di stato italiani o degli emittenti obbligazionari societari, hanno inclinazione positiva e quindi il cuscinetto rappresentato dal rendimento è ancora più importante.

Inoltre, la recente turbolenza sui mercati azionari, determinata dalle vicende di alcune banche californiane e dall'intervento di salvataggio di Credit Suisse, ha avuto un duplice effetto. Da una parte ha generato dei flussi di acquisto in cerca di sicurezza che ha dato ulteriore supporto ai prezzi delle obbligazioni di qualità, rappresentate dai titoli di stato ad alto rating e dalle obbligazioni societarie Investment Grade. Dall'altra parte ha fornito prova di ulteriori elementi di rischio e di potenziale rallentamento economico dei quali le banche centrali devono tenere conto nelle loro future azioni. E infatti sia la Banca Centrale Europea che la Federal Reserve statunitense nelle loro dichiarazioni delle riunioni di marzo hanno introdotto l'ulteriore elemento di attenzione alla stabilità del sistema finanziario.

In tale contesto quindi le obbligazioni tornano a interpretare il loro ruolo naturale: produzione di ritorni nominali e protezione per le fasi di volatilità più marcata.

Alessandro Caviglia



CIO Italy, UniCredit SpA (Italia)

## Risposte dall’Austria

### COME SI È PASSATI DA TINA (THERE IS NO ALTERNATIVE) A TAPA (THERE ARE PLENTY OF ALTERNATIVES)?

Fino a un anno fa molti parlavano di “TINA” (There Is No Alternative), intendendo dire che non c’erano alternative agli investimenti azionari. I tassi di interesse erano a livelli bassissimi, molte obbligazioni avevano rendimento zero, o addirittura negativo, e altre asset class, quali immobili o metalli preziosi, offrivano solo modeste prospettive di guadagno.

Poi sono arrivate la pandemia e l’aumento dei prezzi dell’energia, che sono stati ulteriormente alimentati dalla guerra in Ucraina, e l’inflazione è balzata a livelli inimmaginabili. Le banche centrali hanno reagito rapidamente e con decisione, dapprima la Fed, seguita, con il solito leggero ritardo, dalla BCE, e hanno alzato i tassi di interesse di riferimento con una velocità che non poteva essere prevista in base all’esperienza dei cicli passati.

Analogamente ai tassi del mercato monetario, anche i rendimenti della parte lunga della curva si sono mossi al rialzo. A fronte di un’inflazione addirittura a due cifre, gli investitori non hanno più accettato rendimenti zero e la domanda di obbligazioni in vari segmenti è crollata, facendo sprofondare i prezzi e, al contrario, salire i rendimenti. Molti titoli obbligazionari hanno registrato aumenti dei rendimenti di 300 punti base e oltre.

In pochissimo tempo i mercati sono passati dal peggiore dei mondi obbligazionari a un’eccellente posizione di partenza per le obbligazioni. Molti attori del mercato oggi parlano di “TAPA” (There Are Plenty of Alternatives ovvero “ci sono molte alternative”, o anche There Are Powerful Alternatives ovvero “ci sono ottime alternative”). Al momento, a seconda dell’interpretazione, esistono quindi addirittura “molte” o “ottime” alternative agli investimenti azionari.

In sintesi, le azioni si sono dimostrate eccezionali strumenti di investimento in passato e lo rimarranno anche in futuro. Tuttavia, il mondo degli investimenti è ora diverso da quello degli ultimi 10 anni. Nessuno avrebbe potuto prevedere gli sviluppi dello scorso anno, in particolare la velocità e l’intensità della crescita dei rendimenti. I gestori patrimoniali che, come noi, sono stati molto prudenti, orientati alla qualità, ampiamente diversificati e posizionati lontano dai benchmark comuni, sono stati ben consigliati.

La situazione di partenza per il futuro si presenta molto più interessante oggi rispetto al decennio scorso. Per gli investitori prudenti le azioni non sono più incondizionatamente raccomandate per la difesa del patrimonio. Tra gli investimenti obbligazionari, ci sono molte alternative a basso rischio, che tuttavia offrono rendimenti molto interessanti. Gli investitori dovrebbero pertanto adattarsi rapidamente al nuovo contesto.

Oliver Prinz



Co-CIO Bank Austria and  
Schoellerbank (Austria)

## Risposte dalla Germania

### PERCHÉ L'INDIA È IMPORTANTE PER L'UE?

Per molto tempo l'India è stata messa in ombra dalla Cina, ma piano piano l'ha quantomeno raggiunta in molte aree e, in alcuni casi, l'ha persino superata. Entro la fine dell'anno in corso, si prevede che l'India sostituirà la Cina come Paese più popoloso del mondo. Le prospettive economiche del Paese sono relativamente buone: con un tasso di crescita medio annuo del 6-7%, l'India ha attualmente una delle economie con **la crescita più rapida al mondo**<sup>11</sup>. Secondo le previsioni del Fondo monetario internazionale, potrebbe superare la Germania già nel 2025 o 2026 e diventare la seconda economia mondiale entro il 2050. Tale previsione si fonda principalmente sul “dividendo demografico” del Paese: circa due terzi dei suoi abitanti, ovvero 900 milioni circa di persone, sono in età lavorativa tra i 15 e i 64 anni, e si prevede che questo gruppo d'età crescerà ulteriormente nei prossimi anni. Questo andamento demografico costituisce una grande opportunità per l'economia indiana e, quindi, anche per le condizioni di vita di gran parte della sua popolazione.

Anche soltanto per la sua dimensione, l'India è un partner economico interessante per l'economia e le imprese UE orientate all'esportazione. Inoltre, nelle capitali UE va crescendo la consapevolezza della necessità di riequilibrare le relazioni economiche a livello dell'economia globale. Anche se l'ascesa dell'India, come contrappeso alla Cina, è nell'interesse dell'Europa, la direzione futura dell'India sarà probabilmente un fattore decisivo per stabilire se l'UE riuscirà a raggiungere i propri obiettivi di politica economica e (climatica) globale. Di conseguenza, l'interesse occidentale per tale Paese dell'Asia meridionale è in crescita, pur rimanendo un partner sfidante per l'UE. L'India, infatti, occupa una posizione geopolitica “tra i blocchi” e i legami russo-indiani sono stretti nonostante la guerra di aggressione della Russia all'Ucraina. L'India si è astenuta dal recente voto sulla guerra in Ucraina all'Assemblea generale delle Nazioni Unite. Dipende fortemente dalla Russia a livello **militare**<sup>12</sup> ed energetico e nell'ultimo anno ha aumentato le importazioni di petrolio e gas russi relativamente a basso costo. I colloqui in programma per un accordo di libero scambio tra India e UE potrebbero fare da catalizzatore nelle relazioni bilaterali (economiche), ma sembrano essere ancora una volta slittati.

Philip Gisdakis



CIO UniCredit Bank AG  
(HypoVereinsbank) (Germania)

<sup>11</sup>Tuttavia, almeno da qualche tempo a questa parte, la crescita economica di Vietnam e Indonesia è più forte.

<sup>12</sup>Il think tank statunitense “Stimson Center” stima che circa l'85% dei sistemi di armi indiani siano di origine russa (o ancora sovietica).

**ANDAMENTO DEI PRINCIPALI INDICATORI FINANZIARI**

Da	17.03.22	17.03.18	15.03.19	17.03.20	17.03.21	17.03.22	17.03.18	01.01.23
A	17.03.23	17.03.19	17.03.20	17.03.21	17.03.22	17.03.23	17.03.23	31.01.23
<b>Indici azionari (andamento, in %)</b>								
MSCI Globale (in USD)	-8,9	1,4	-14,2	62,7	7,4	-8,9	39,0	2,5
MSCI Mercati Emergenti (in USD)	-12,3	-10,6	-20,4	66,6	-14,4	-12,3	-9,8	-0,2
MSCI USA (in USD)	-10,4	4,8	-9,4	63,8	10,7	-10,4	54,6	2,6
MSCI Europa (in EUR)	0,7	5,1	-21,6	48,1	9,9	0,7	35,0	3,4
MSCI AC Asia Pacifico (in USD)	-8,9	-8,5	-16,2	63,5	-12,5	-8,9	1,1	1,5
STOXX Europe 600 (in EUR)	-0,1	4,7	-21,1	49,7	9,0	-0,1	34,7	3,2
DAX 40 (Germania, in EUR)	2,6	-5,4	-23,3	63,3	-1,4	2,6	19,2	6,1
MSCI Italia (in EUR)	10,2	-3,6	-26,2	56,9	1,5	10,2	25,2	5,9
ATX (Austria, in EUR)	-2,7	-8,6	-40,2	82,5	9,3	-2,7	6,4	0,0
SMI (Svizzera, in CHF)	-9,4	10,3	-8,1	33,2	14,2	-9,4	39,9	0,2
S&P 500 (USA, in USD)	-9,7	4,8	-8,9	59,9	12,6	-9,7	55,4	2,4
Nikkei (Giappone, in JPY)	4,9	0,4	-19,5	79,2	-9,4	4,9	39,3	4,8
CSI 300 (Cina, in Yuan)	-4,4	-6,5	-1,5	40,4	-15,5	-4,4	8,5	2,3
<b>Indici Obbligazionari (andamento, in %)</b>								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	-7,6	4,8	18,7	-3,6	-2,6	-7,6	8,0	4,6
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA, in USD)	-5,3	3,5	13,0	-2,9	-3,0	-5,3	4,5	3,3
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	-5,8	3,6	5,3	9,9	-4,3	-5,8	8,3	2,4
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	-12,7	6,3	5,4	-1,0	-5,7	-12,7	-8,7	4,7
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-11,7	2,1	3,4	3,8	-5,3	-11,7	-8,2	3,6
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-7,9	1,5	-1,1	6,7	-5,5	-7,9	-6,6	1,6
<b>Rendimenti Obbligazionari (espressi in punti base = 0,01%)</b>								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	124	-23	-161	65	55	124	58	-40
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA, in USD)	158	-4	-170	11	120	158	114	-42
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	178	9	-17	-142	132	178	158	-12
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	178	-49	-51	10	68	178	156	-43
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	190	-10	-32	-37	69	190	179	-39
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	240	4	41	-106	123	240	299	-16
<b>Spread sulle Obbligazioni governative (credit spread, espresso in punti base)</b>								
Obbligazioni Societarie USA (BofAML US Corporate Master)	23	16	146	-170	37	23	52	24
Obbligazioni Societarie USA (BofAML US High Yield)	136	33	446	-476	16	136	157	38
Obbligazioni Governative area Euro (BofAML Euro Corporate AAA-A)	37	20	80	-98	49	37	86	27
Obbligazioni Governative area Euro (BofAML Euro High Yield)	78	101	371	-443	132	78	233	28
<b>Tassi di interesse del mercato monetario (espressi in punti base)</b>								
Libor (USD, 3 mesi)	407	45	-158	-86	74	407	280	23
Euribor (EUR, 3 mesi)	324	2	-10	-14	5	324	308	62
<b>Tasso di Cambio con Euro (in %)</b>								
Dollaro USA (EUR-USD)	-3,9	-8,4	-3,2	8,4	-7,2	-3,9	-13,6	-0,4
Sterlina Inglese (EUR-GBP)	3,8	-3,5	6,0	-5,7	-1,6	3,8	-0,9	-1,4
Franco Svizzero (EUR-SFR)	-5,1	-2,8	-7,0	4,6	-6,0	-5,1	-15,8	0,1
Yen Giapponese (EUR-JPY)	7,1	-3,6	-7,1	10,7	1,0	7,1	8,0	-0,1
<b>Materie Prime (in %)</b>								
Commodity Index (GSCI, in USD)	1,0	-1,8	16,3	9,9	11,9	1,0	42,3	8,1
Metalli Industriali (GSCI, in USD)	-26,5	-9,0	-18,6	52,4	38,6	-26,5	15,6	-4,0
Oro (in USD per oncia fine)	0,9	-1,1	18,0	12,2	12,5	0,9	49,2	8,0
Petrolio (Brent, in USD al barile)	-32,2	2,8	-56,0	129,9	57,0	-32,2	10,0	-14,5

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](https://unicreditgroup.eu/clientsolutions)