



# Carpe Diem

Le attese sui tassi indicano  
la strada per il 2024



**Group Investment Strategy**

## 2024 Yearly Outlook

Dicembre 2023

# Indice

SOMMARIO	3
LA LETTERA DEI CIO	4
IN EVIDENZA	6
MACRO & MARKETS	14
ASSET ALLOCATION DEI NOSTRI PORTAFOGLI IN GESTIONE	20
RUBRICHE	23



# Sommario

Carpe Diem



## AGGIORNAMENTO MACROECONOMICO

La crescita economica globale probabilmente rallenterà ulteriormente dal 3,0% di quest'anno al 2,7% dell'anno prossimo. I rialzi dei tassi di interesse da parte delle banche centrali si stanno gradualmente trasmettendo all'economia e importanti fattori di sostegno, come l'eccedenza di risparmio delle famiglie e il supporto della politica fiscale, stanno diminuendo o scomparendo. Tuttavia, riteniamo improbabile un brusco rallentamento per l'economia globale.

Negli Stati Uniti prevediamo che il prodotto interno lordo (PIL) cresca dell'1,0% sia nel 2024 che nel 2025, dopo il 2,4% di quest'anno. D'altra parte, ci attendiamo per l'economia dell'Eurozona una crescita dello 0,5% l'anno prossimo, come nel 2023, nonostante i sondaggi suggeriscano che il PIL resterà pressoché stabile o si ridurrà moderatamente nel quarto trimestre di quest'anno. In Cina prevediamo che l'incremento del PIL rallenti al 4,5% nel 2024 e al 4,3% nel 2025, dopo il 5,2% circa di quest'anno. Anche se quest'anno la Cina raggiungerà l'obiettivo di crescita autoimposto del 5%, la ripresa economica dopo la revoca di tutte le restrizioni relative al Covid-19 è stata significativamente meno dinamica di quanto molti si aspettassero.



## INFLAZIONE E POLITICA MONETARIA

Sul versante dell'inflazione, negli USA prevediamo una discesa attorno al 2% entro la fine del 2024, e che anche quella core raggiunga questo livello uno o due trimestri dopo. Nel settore dei servizi, in particolare, l'inflazione core continua a essere ostinatamente elevata. Se da un lato non ci aspettiamo un'ulteriore stretta monetaria, dall'altro prima di abbassare durevolmente i tassi di interesse, probabilmente la Fed si assicurerà che l'inflazione core scenda in modo sostenibile e che il mercato del lavoro continui a indebolirsi. Ci aspettiamo un taglio dei tassi di 25 punti base ad ogni riunione da giugno a dicembre 2024 e in seguito un taglio ogni due riunioni fino al 2025. Ciò significherebbe che l'intervallo per il tasso di interesse di riferimento sarebbe tra il 3,00% e il 3,25% entro la fine del 2025.

D'altra parte prevediamo che nell'Eurozona l'inflazione complessiva si avvicinerà alla soglia del 2% entro la fine del 2024 e scenderà al di sotto di tale soglia nel 2025. L'inflazione core probabilmente calerà più lentamente e arriverà attorno al 2% solo nel 2025. La crescita debole e la protratta disinflazione rendono molto probabile che la BCE abbia già raggiunto il picco dei tassi di interesse, perciò riteniamo che la metà del 2024 potrebbe essere il momento per il cambio di direzione della politica monetaria della BCE. A ogni modo è probabile che la banca centrale procederà con gradualità nel ciclo di allentamento, vista la grande incertezza sul livello ottimale del tasso di interesse. Prevediamo tagli trimestrali dei tassi di interesse di 25 punti base, che porterebbero il tasso sui depositi al 3,25% entro la fine del 2024 e al 2,25% entro la fine del 2025.



## MERCATI FINANZIARI

I titoli a reddito fisso dovrebbero muoversi verso acque più tranquille nel 2024 e i titoli di Stato dovrebbero generare rendimenti positivi, poiché i tassi di interesse di riferimento nelle principali economie dovrebbero aver raggiunto il picco. Prevediamo che l'anno prossimo i rendimenti obbligazionari scendano e che l'inversione della curva dei rendimenti si riduca, poiché è probabile che le banche centrali inizino a tagliare i tassi di interesse verso la metà dell'anno. I rendimenti a due anni dei titoli del Tesoro statunitensi potrebbero abbassarsi verso il 4% entro la fine del prossimo anno, mentre gli omologhi titoli tedeschi potrebbero scendere nello stesso periodo al di sotto del 3%. Osserviamo un trend al ribasso anche per i rendimenti a lungo termine, sebbene sia più difficile stimarne l'entità, che probabilmente sarà meno pronunciata.

Per quanto riguarda le azioni, il prossimo anno il contesto sarà probabilmente caratterizzato da una crescita degli utili societari piuttosto bassa, sebbene le stime degli utili per i prossimi 12 mesi siano ancora prossime ai loro massimi storici. Di conseguenza, riteniamo che il potenziale per un nuovo aumento delle valutazioni nel 2024 si basi meno sulla crescita degli utili e più sull'andamento dei tassi di interesse. È probabile che le azioni offrano un ulteriore potenziale di rialzo, soprattutto se il trend verso rendimenti più bassi e i segnali di stabilizzazione dell'economia diventeranno più evidenti nel 2025.



# La lettera dei CIO

Carpe Diem

L'anno 2023, che sta per concludersi, ci ha convinto ancora una volta che l'andamento dei mercati dei capitali è fortemente caratterizzato dalle aspettative degli attori dei mercati stessi. Non sono soltanto le aspettative a giocare un ruolo, ma anche le valutazioni che il mercato, cioè il consensus, sta già incorporando nei prezzi, nonché come queste attese potrebbero cambiare nei mesi a venire. Attualmente il consensus si attende che l'inflazione scenda così tanto nel prossimo anno che le banche centrali sia negli Stati Uniti che in Europa saranno in grado di tagliare i tassi d'interesse verso la metà dell'anno. Ciò si tradurrebbe in una riduzione dei tassi di interesse per gli investimenti a breve scadenza, come i depositi a termine. Allo stesso tempo, è probabile che i rendimenti delle obbligazioni a più lungo termine diminuiscano. Gli investitori che vogliono assicurarsi gli attuali tassi di interesse dovrebbero quindi agire tempestivamente.

Se le aspettative sull'andamento dei tassi d'interesse sono più o meno unanimi, le previsioni di molti osservatori del mercato sull'entità dei tagli dei tassi e sul contesto economico sottostante differiscono invece in modo piuttosto significativo. Gli osservatori più ottimisti (**"bulls"**<sup>1</sup>) si aspettano un contesto economico solido e tagli moderati dei tassi di interesse, mentre quelli più pessimisti (**"bears"**) prevedono invece una fase di significativa debolezza economica e si aspettano tagli dei tassi di interesse più consistenti. In alternativa, si potrebbe dire che gli ottimisti scommettono che le banche centrali taglieranno i tassi a causa del calo dell'inflazione, mentre i pessimisti ritengono che le banche centrali dovranno ridurre i tassi di interesse a causa di un marcato rallentamento dell'economia.

La domanda chiave è quindi: quanto si raffredderà l'economia nel prossimo anno? I diversi argomenti di ottimisti e pessimisti possono aiutare ad avere un quadro dei rischi. I pessimisti sottolineano che negli ultimi decenni l'economia statunitense, che in quanto prima economia mondiale solitamente anticipa ciò che accade al resto del mondo, è sempre scivolata in recessione nel giro di pochi trimestri dopo un rilevante aumento dei tassi di interesse. L'argomentazione si basa quindi sull'esperienza storica. Tuttavia, se si analizzano gli attuali dati economici degli Stati Uniti, al momento non emergono segnali di un'evoluzione in questo senso. Gli ottimisti, d'altra parte, ritengono che l'attuale ciclo dei tassi d'interesse sia speciale, cioè diverso da quelli precedenti, e che l'economia statunitense questa volta potrà evitare la recessione poiché le politiche monetaria e fiscale espansive, che hanno fornito alle imprese e alle famiglie un notevole "cuscinetto" nella fase iniziale della pandemia, stanno avendo effetto ancora oggi.

Come spesso accade, la verità si colloca probabilmente nel mezzo, tra i due estremi. Molti segnali fanno pensare che la dinamica economica negli Stati Uniti sia destinata a raffreddarsi, forse fino al punto di far prevedere una crescita zero o addirittura leggermente negativa verso la metà del prossimo anno. Tuttavia, una vera e propria recessione potrebbe non concretizzarsi. Un simile scenario sarebbe un ideale "soft landing" (atterraggio morbido).

Il motivo è che – statisticamente parlando – la forza frenante a breve termine di una politica monetaria restrittiva non deriva tanto da tassi d'interesse più elevati, quanto dall'entità e dalla rapidità del ciclo di rialzi. Tuttavia, gli aumenti più consistenti dei tassi di interesse da parte della Federal Reserve (Fed) sono avvenuti oltre un anno fa, con una serie di rialzi fino a 75 punti base a partire dai mesi estivi del 2022. Finora l'economia statunitense ha resistito sorprendentemente bene a questa stretta monetaria aggressiva. Quest'anno i rialzi dei tassi d'interesse sono stati molto più misurati e la Fed ha recentemente chiarito che non ha intenzione di procedere a ulteriori aumenti. Chiaramente l'attuale livello elevato dei tassi di interesse sta avendo un effetto frenante,

<sup>1</sup>Gli ottimisti del mercato azionario sono chiamati simbolicamente "tori" (bulls) e sono convinti che i prezzi saliranno. Il toro viene scelto come simbolo perché spinge sempre verso l'alto dal basso con le sue corna. Al contrario, l'"orso" (bear), la cui zampa colpisce dall'alto verso il basso, è visto come un segno di calo dei prezzi.

ma sarebbe sorprendente se il livello dei tassi di interesse, certo elevato ma invariato, portasse a un'improvvisa accelerazione delle tensioni nell'economia, dopo che questa si è mantenuta stabile sotto il peso dei significativi rialzi dei tassi. Lo scenario di "atterraggio morbido" sembra quindi abbastanza probabile.

E anche se il rallentamento economico dovesse diventare più pronunciato di quanto attualmente previsto dal consensus, è rassicurante notare che anche gli osservatori pessimisti non prevedono una recessione profonda e prolungata negli Stati Uniti. Alcuni di essi prevedono addirittura che il tasso di crescita degli Stati Uniti nel 2025 possa essere dell'ordine del tasso di **crescita potenziale**<sup>2</sup>. Ciò significa che anche in uno scenario meno favorevole ci si potrebbe aspettare volatilità, ma probabilmente non una tendenza al ribasso prolungata dei mercati azionari, in quanto la maggior parte degli investitori azionari probabilmente si limiterebbe ad assistere, in caso di un calo temporaneo e gestibile del mercato.

Quali implicazioni hanno queste considerazioni per la strategia d'investimento? In primo luogo, il differenziale di rendimento potenziale tra i mercati obbligazionari e azionari non sembra più essere così ampio come negli scorsi anni. Si tratta di una notizia positiva e rassicurante, che riporta in primo piano la ben nota e consolidata strategia di investimento multi-asset orientata al lungo termine. Non è più il momento di cercare rendimenti potenziali in nicchie di mercato poco conosciute per non restare indietro. Con un livello di rendimento più elevato, le parti del portafoglio a tasso fisso possono nuovamente fornire un contributo adeguato alla performance. Il rischio di reinvestimento può essere ridotto spostando gli attivi dai depositi a termine alle obbligazioni a più lunga scadenza, soprattutto per quegli investitori che prevedono un calo dei tassi di interesse nei prossimi mesi. Uno scenario di rendimenti in calo potrebbe anche portare guadagni di prezzo per le obbligazioni. Tuttavia, anche se i rischi sono diminuiti, non si può escludere che le aspettative del mercato si ribaltino nuovamente e che il cambio di direzione della politica monetaria richieda più tempo di quanto attualmente previsto.

Inoltre, nel nostro scenario base per il prossimo anno prevediamo per le azioni un potenziale di rendimento più elevato, nonostante la nostra previsione di performance consistenti in ambito obbligazionario e il già citato rischio di una relativa flessione della crescita. La componente azionaria non deve pertanto essere trascurata, ma è fondamentale mantenere un approccio selettivo. L'investimento in azioni di società appartenenti a settori molto ciclici sembra ancora un po' prematuro, a causa del previsto rallentamento della crescita. Tali azioni potrebbero essere prese in considerazione nella seconda metà dell'anno, una volta superata la fase di raffreddamento. Tuttavia, l'aspettativa di tassi d'interesse più elevati per un periodo più lungo potrebbe rallentare la crescita delle valutazioni. In caso di recessione prolungata e profonda (che al momento non prevediamo), i prezzi delle azioni potrebbero risentirne e risultare non in linea con le aspettative sugli utili.

Nel segmento obbligazionario, le obbligazioni societarie con un buon rating creditizio appaiono particolarmente interessanti in considerazione di una crescita economica moderata ma stabile. Anche in questo caso è probabilmente ancora troppo presto per un posizionamento più aggressivo, ad esempio nel segmento delle obbligazioni ad alto rendimento. Per quanto riguarda il mercato dei cambi, non si prevedono fluttuazioni significative grazie ad una supposta politica di riduzione dei tassi d'interesse piuttosto sincronizzata nelle diverse aree valutarie dei principali Paesi industrializzati, anche se l'euro potrebbe avere un moderato potenziale di rialzo rispetto al dollaro USA nel corso del 2024.

Nel complesso, riteniamo che gli investitori possano essere cautamente ottimisti per il nuovo anno. Nonostante le numerose sfide, le prospettive per le principali asset class appaiono certamente costruttive.

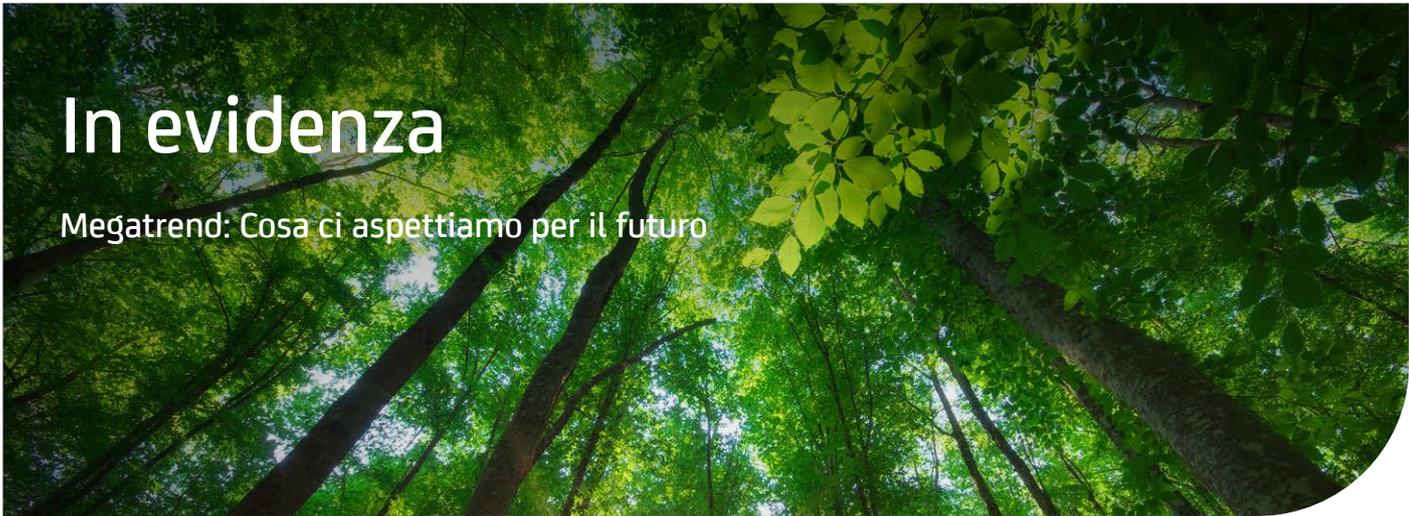
<sup>2</sup>In un'economia, la crescita potenziale è definita come lo sviluppo a lungo termine del prodotto interno lordo con un utilizzo ottimale delle capacità esistenti.

**MANUELA D'ONOFRIO**, *Head of Group Investment Strategy, UniCredit SpA*

**PHILIP GISDAKIS**, *Chief Investment Officer Germany, UniCredit Bank GmbH (HypoVereinsbank)*

**ALESSANDRO CAVIGLIA**, *Chief Investment Officer Italy, UniCredit SpA*

**OLIVER PRINZ**, *Co-Chief Investment Officer of UniCredit Bank Austria AG and Schoellerbank AG*



# In evidenza

## Megatrend: Cosa ci aspettiamo per il futuro

L'economia globale è soggetta a importanti forze di cambiamento, che definiamo megatrend. Queste tendenze hanno il potenziale di influenzare profondamente lo sviluppo economico globale, non solo in termini di priorità della politica e della società, ma anche come motori dell'innovazione e della trasformazione dei modelli di business. La loro influenza si estende oltre gli stili di vita e le abitudini di consumo delle famiglie e ha un impatto sulle decisioni politiche e sulle strategie aziendali. Questi sette megatrend sono strettamente interconnessi e interdipendenti e di particolare importanza per la nostra strategia di investimento. Le loro implicazioni sono ampie e diversificate. Offrono enormi opportunità che devono essere sfruttate, ma anche rischi che devono essere valutati correttamente. La complessità delle sfide derivanti da questi megatrend richiede soluzioni sia per le imprese che per la società. Riteniamo che essi racchiudano un enorme potenziale di crescita. Stiamo quindi allineando gradualmente i portafogli tradizionali a questi megatrend per ottenere una sovraperformance.

### **I. HIGHER FOR LONGER – FOCUS SULLE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE IN EURO**

Nel 2023 il mercato del reddito fisso è stato influenzato in modo significativo dalle principali banche centrali, che sono state fermamente impegnate ad attuare una politica monetaria restrittiva al fine di riportare la dinamica dei prezzi al consumo ai livelli prefissati. In particolare, la Federal Reserve statunitense ha aumentato i tassi ufficiali di 100 punti base (bps) e la Banca Centrale Europea di 200 bps. Nonostante questo contesto difficile, quest'anno il credito Investment Grade (IG) ha registrato un risultato positivo (3,94% da inizio anno al 27/11/2023), sostenuto dalla resilienza del ciclo economico e dalla persistente ricerca di rendimento da parte degli investitori. Solo a marzo e a settembre-ottobre il mercato ha registrato una fase di risk-off dovuta rispettivamente alla crisi di liquidità delle banche regionali statunitensi e al salvataggio di Credit Suisse in Europa, che a marzo ha portato a un ampliamento degli spread di credito, e al forte aumento dei rendimenti dei Treasury verificatosi in autunno.

In prospettiva, rimaniamo positivi sulle obbligazioni societarie di alta qualità. Per il 2024 UniCredit Research prevede una lieve ripresa dell'economia dell'Eurozona, dopo la stagnazione della crescita nella seconda metà del 2023, e un significativo calo dell'inflazione. La stabilizzazione della crescita, un'inflazione più contenuta e la prevista fine del ciclo di rialzi dei tassi creano un contesto ideale per le obbligazioni societarie di alta qualità. In effetti, l'asset class, in termini di rapporto rischio/rendimento, rappresenta un'opportunità importante, che combina buoni fondamentali di credito e rendimenti interessanti (ad esempio, il segmento Euro IG ad alto rating presenta un rendimento del 4,31% al 27/11/2023 – lo stesso tasso di interesse del settore Euro High Yield proprio all'inizio del 2022), offrendo al contempo resilienza in caso di indebolimento dell'economia.

Nel complesso, i fondamentali delle società IG dovrebbero rimanere solidi grazie a bilanci sani, utili migliori del previsto, solidi saldi di cassa e bassi livelli di leva finanziaria rispetto alle medie di lungo periodo. Inoltre, lo scenario tecnico rimarrà solido, consentendo ai premi per il rischio di credito di muoversi all'incirca lateralmente in futuro. In particolare, l'offerta netta dovrebbe rimanere bassa, grazie alle forti posizioni di liquidità delle società, alle limitate attività di fusione e acquisizione e alle prudenti politiche finanziarie perseguite dalle aziende. Gli afflussi nell'asset class dovrebbero rimanere forti, contenendo l'eventuale allargamento degli spread nei prossimi mesi. Anche per gli

investitori con un profilo di rischio molto basso, l'universo del credito IG rappresenta una buona opportunità. Il segmento 1-3 anni ha un rendimento a scadenza premiato (4,29% al 27/11/2023) con un'esposizione molto bassa alla volatilità dei tassi d'interesse (duration a 1,9).

Ovviamente, ci sono anche dei contro. Nel 2024 ci aspettiamo che i tassi di default in Europa aumentino, ma solo gradualmente, con un rapporto che dovrebbe rimanere ben al di sotto del 4%. In prospettiva, l'aumento dei costi degli interessi inciderà sui bilanci societari. Ciò sarà particolarmente vero per i titoli High Yield, il segmento più debole del mercato, dove per alcune società i costi di rifinanziamento superano attualmente il 10%. In questo contesto, gli investitori dovrebbero concentrarsi sulla capacità di selezionare i titoli di società con bilanci solidi e fondamentali forti, evitando i nomi che dovranno affrontare rischi di rifinanziamento particolarmente elevati.

In termini di allocazione settoriale, continuiamo ad adottare un atteggiamento prudente, preferendo settori difensivi come le telecomunicazioni, i servizi di pubblica utilità e l'assistenza sanitaria rispetto alla vendita al dettaglio, ai prodotti chimici, ai viaggi e al tempo libero e ai beni industriali.

Per quanto riguarda i titoli finanziari, i fondamentali delle banche rimarranno probabilmente solidi, sostenuti dal reddito netto da interessi, dalla qualità degli attivi e dalla loro elevata capitalizzazione. Nonostante il graduale aumento dei tassi di insolvenza del credito alle imprese e la crescita dei Non-Performing Loans nel 2024, la redditività delle banche rimarrà probabilmente elevata rispetto ai livelli registrati nell'ultimo decennio.

## 1. RENDIMENTI OBBLIGAZIONARI CORPORATE EUR INVESTMENT GRADE

● ICE BofA Euro Corporate Index



Nota: le performance passate, le simulazioni e le previsioni non sono un indicatore affidabile delle performance future. Gli indici non possono essere acquistati e pertanto non includono i costi. Quando si investe in titoli, si sostengono dei costi che riducono la performance. Nel caso di un investimento in valuta estera, il rendimento può aumentare o diminuire a causa delle fluttuazioni valutarie. Il confronto delle performance non tiene conto dei diversi profili di rischio delle classi di attività.

Fonte: LSEG Datastream, UniCredit Group Investment Strategy

Periodo di osservazione: 27.11.2013-27.11.2023

## II. GEOPOLITICA: FOCUS SU “UN NUOVO GIAPPONE”

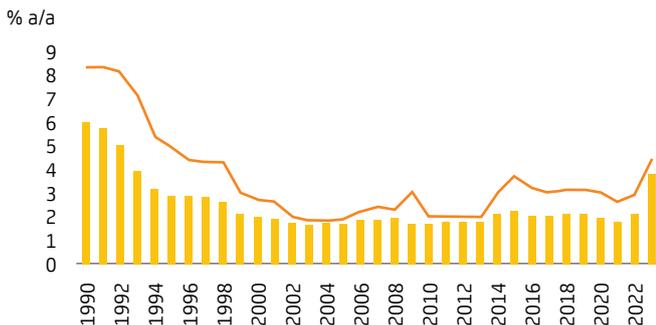
In termini geopolitici, l'Asia sta diventando una macro-area che merita maggiore attenzione. Le azioni cinesi sono state ridotte dagli investitori esteri, visti i crescenti problemi (crisi immobiliare, invecchiamento della popolazione, peggioramento della corporate governance, problemi di leadership politica). Il Giappone sta chiaramente beneficiando di questa modifica del posizionamento degli investitori stranieri.

Nel dettaglio, un “nuovo Giappone” sta emergendo da una fase pluridecennale di deflazione, grazie all’aumento della crescita dei salari e dell’inflazione, mentre i rischi di una politica restrittiva da parte della Banca del Giappone e di un forte apprezzamento dello yen sembrano finora gestibili. La Bank of Japan (BoJ) ha per ora solo ritoccato la sua politica di controllo della curva dei rendimenti, aumentando il tetto massimo dei rendimenti obbligazionari a 10 anni all’1%. L’aumento degli utili societari e la riforma della Borsa di Tokyo, che incoraggiano un’intensa attività di riacquisto di azioni, sono ulteriori fattori a sostegno dell’investimento in azioni giapponesi.

## 2. GIAPPONE: SALARI AL RIALZO

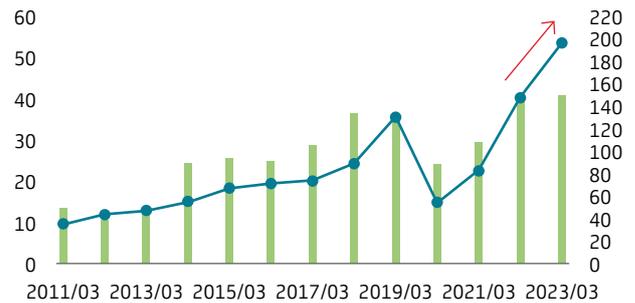
LE TRATTATIVE SALARIALI DI PRIMAVERA HANNO PORTATO AL PIÙ ELEVATO INCREMENTO IN 30 ANNI

- Aumento salariale concordato (retribuzione complessiva)
- Richiesta della Confederazione Sindacale Giapponese (Rengo)



GIAPPONE: UTILI COMPLESSIVI NETTI DELLE AZIENDE DEL TOPIX E NUMERO DI ANNUNCI DI RIACQUISTO DI AZIONI PROPRIE

- Utile netto (in trilioni di JPY, scala di sinistra)
- Numero complessivo di piani di riacquisto durante il periodo di comunicazione degli utili d’esercizio (scala di destra)



Nota: Il grafico di destra è basato sulle società del TOPIX che chiudono l’esercizio a marzo. Numero complessivo di annunci di riacquisto di azioni proprie dal 1° aprile al 15 maggio di ciascun anno.

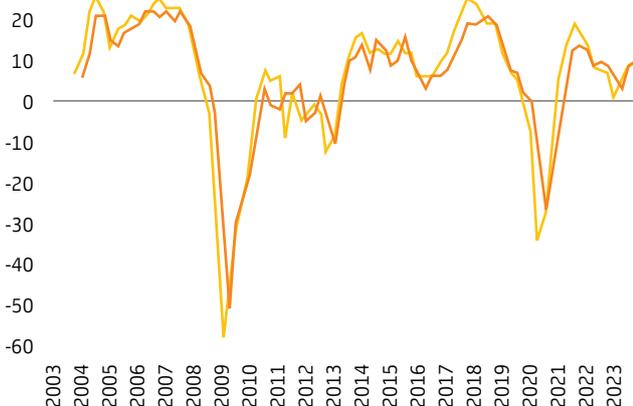
Fonte: Confederazione Sindacale Giapponese, World Gold Council, BoFA Global Research, QUICK, UniCredit Group Investment Strategy

Le evidenze di un nuovo clima aziendale più favorevole sono state confermate dall’indagine Tankan della BoJ di settembre, dato il miglioramento del sentiment aziendale e la forte propensione all’investimento.

## 3. GIAPPONE: IL CLIMA DI FIDUCIA DELLE AZIENDE È MIGLIORATO

IL CLIMA DI FIDUCIA DEL SETTORE MANIFATTURIERO È MIGLIORATO PER DUE TRIMESTRI CONSECUTIVI

- Business condition Diffusion Index
- Outlook Diffusion Index



IL CLIMA DI FIDUCIA DEL SETTORE NON MANIFATTURIERO È MIGLIORATO PER 6 TRIMESTRI CONSECUTIVI

- Business condition Diffusion Index
- Outlook Diffusion Index



Fonte: BoJ Tankan, BoFA Global Research, September 2023

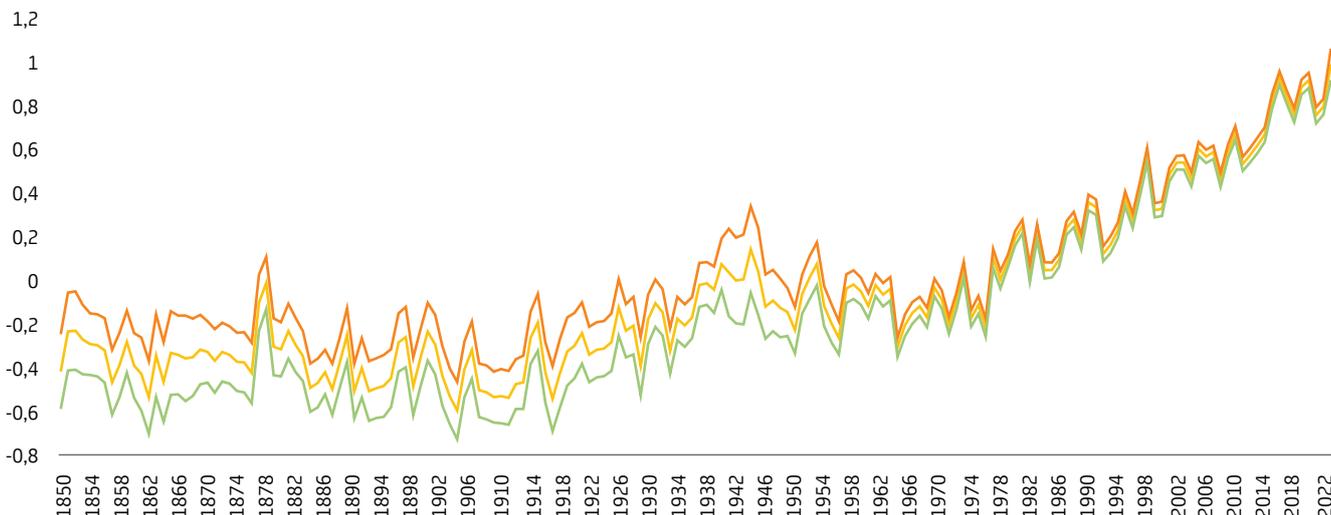
## III. CAMBIAMENTO CLIMATICO

Il cambiamento climatico è una sfida di proporzioni epocali e richiede sforzi coordinati a livello globale. Sta causando eventi meteorologici estremi, l’innalzamento del livello del mare e il cambiamento degli ecosistemi. Secondo alcuni studi, il 2023 sarà probabilmente l’anno più caldo dall’inizio delle registrazioni (vedi grafico 4). I cambiamenti climatici sono causati da una serie di fattori, tra cui le emissioni di gas a effetto serra prodotte da attività umane, come la combustione di

fonti energetiche fossili, la deforestazione e l'agricoltura. Comprendere queste cause e affrontare la crisi climatica richiede soluzioni complesse nel contesto di una cooperazione internazionale globale, poiché il cambiamento climatico è strettamente legato ad altre sfide globali come la povertà, la sicurezza alimentare e la salute. Gli impatti dei cambiamenti climatici sono distribuiti in modo disomogeneo e le regioni e le comunità particolarmente vulnerabili vengono colpite più duramente. Questo porta a disuguaglianze e ingiustizie sociali (si veda anche il Megatrend "Disuguaglianza").

#### 4. L'ANNO PIÙ CALDO DALL'INIZIO DELLE MISURAZIONI

- Anomalie nelle temperature medie globali, misurate nel periodo 1961-1990 (in gradi celsius)
- Livello massimo delle anomalie nelle temperature annuali (intervallo di confidenza al 95%)
- Livello minimo delle anomalie nelle temperature annuali (intervallo di confidenza al 95%)



Nota: le linee grigie rappresentano i limiti superiore e inferiore degli intervalli di confidenza al 95%.

Fonte: Our World in Data, UniCredit Group Investment Strategy

Allo stesso tempo, la transizione verso le energie rinnovabili sta creando nuovi settori economici e posti di lavoro e può offrire notevoli opportunità di investimento. Questo perché la necessità di soluzioni innovative richiede un maggiore impegno nella ricerca e nello sviluppo. Gli investimenti nelle tecnologie verdi (come l'energia solare, eolica e idroelettrica) possono contribuire a ridurre la dipendenza dai combustibili fossili e ad accelerare la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio. Di conseguenza, investire in aziende che offrono prodotti e servizi per aumentare l'efficienza energetica può ripagare nel lungo periodo. Con il crescente interesse per i veicoli elettrici, aumentano anche le opportunità di investimento nel settore dell'elettromobilità. Inoltre, è probabile che gli investimenti in infrastrutture, tecnologie e servizi per l'adattamento agli effetti del cambiamento climatico acquistino importanza, così come gli investimenti in soluzioni per superare la scarsità di acqua e l'inquinamento idrico.

#### IV. INNOVAZIONI TECNOLOGICHE

Le innovazioni tecnologiche non si manifestano e non si sviluppano in maniera lineare. La maggior parte delle volte iniziano lentamente ma, appena si attivano i meccanismi di feedback che permettono cambiamenti estremamente veloci e inattesi, assumono rapidamente una traiettoria esponenziale. Le conseguenze di questo processo, che inizia con una convergenza di tecnologie, si riversano non soltanto trasversalmente su tutti i settori dell'economia, ma nell'intera società stessa.

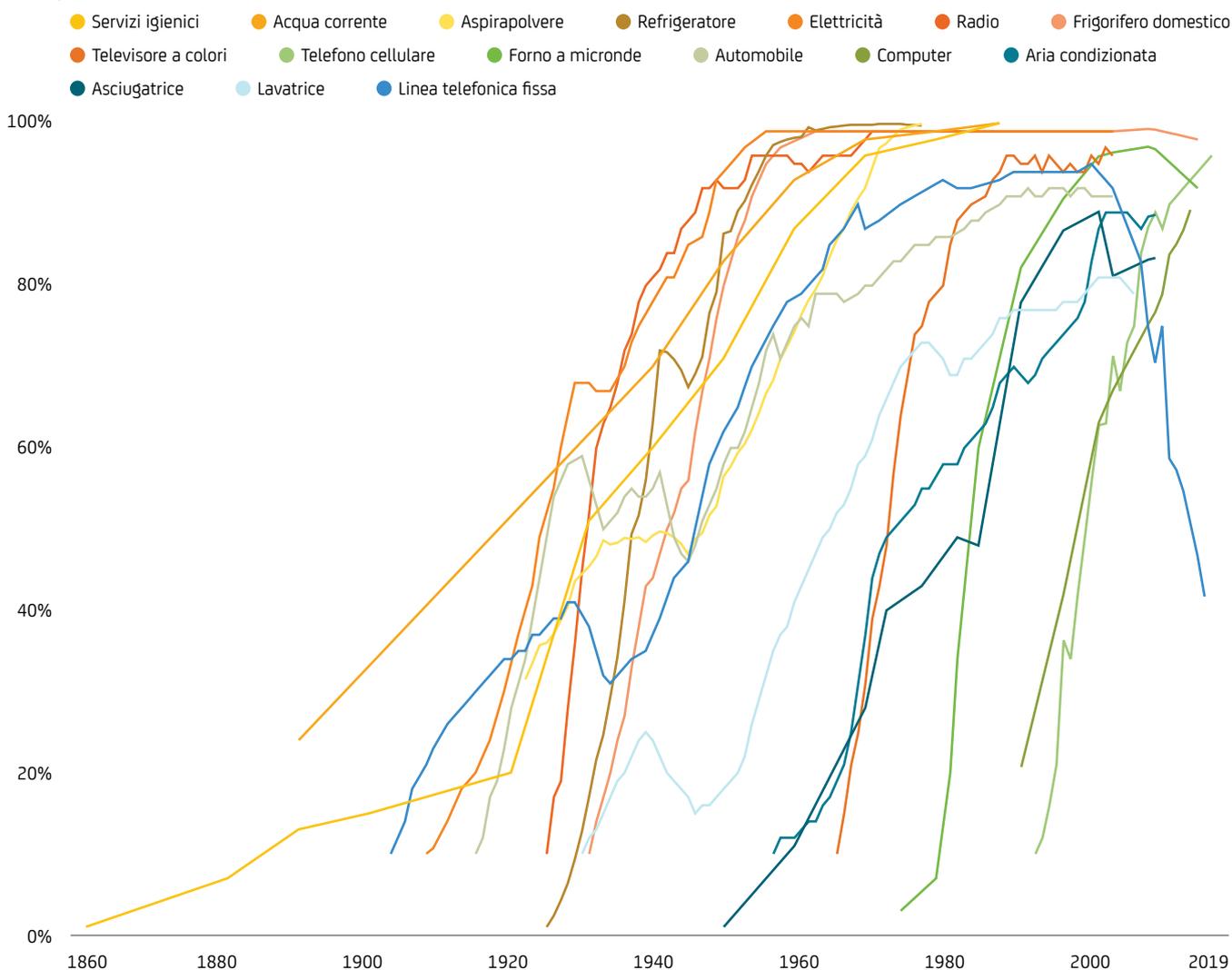
Ad esempio, dal momento del lancio dello smartphone nel 2007 le vendite, in solio dieci anni, hanno raggiunto un trilione di dollari e la sua penetrazione ha superato l'80% del mercato. L'adozione dello smartphone non è stata lineare ed ha seguito una S-curve, secondo uno schema già osservato per molte altre tecnologie innovative del passato: un passo lento all'inizio, con una penetrazione dell'1%-2% del mercato, ma che accelera esponenzialmente fino a raggiungere una penetrazione di circa l'80%, punto dal quale inizia la fase di moderazione della crescita e di saturazione del mercato. Tuttavia, c'è qualcosa di ancora più profondo che accompagna questo fenomeno: la nuova tecnologia influenza non solo l'industria da cui è nata, ma anche altri settori, l'economia nel suo complesso e l'intera società. Questo perché esistono una pluralità di interconnessioni, nuove e vecchie, attivate prima e dopo l'avvento dell'innovazione. Si sviluppa insomma un network la cui dimensione cresce rapidamente fino a influenzare ogni aspetto della nostra vita quotidiana.

Capire queste interconnessioni, prima e dopo, è estremamente importante per capire il processo innovativo. Sempre rimanendo nell'esempio dello smartphone, perché l'iPhone è comparso esattamente proprio nel 2007? Perché non nel 2005 o nel 2009? La ragione sta nel fatto che è stato costruito su una serie di tecnologie sottostanti provenienti da settori differenti, ognuna delle quali si è dovuta sviluppare fino al punto in cui è stato possibile produrre uno smartphone di 600 dollari è stato reso possibile. Il costo e le caratteristiche (dimensione, peso, affidabilità, funzionalità) di queste tecnologie individuali dovevano raggiungere un livello per cui, una volta combinate insieme (convergenza tecnologica), consentissero di creare un prodotto sufficientemente buono da soddisfare i desideri dei consumatori e sufficientemente economico da permettere loro di acquistarlo. D'altro canto, lo smartphone ha creato enormi possibilità ben oltre lo stretto confine del mercato della telefonia mobile. Internet stesso si è spostato dai PC agli smartphone. Settori che vanno dalla musica, alla finanza, all'informazione, ai ristoranti, all'educazione e ai viaggi sono stati totalmente trasformati.

Gli smartphone hanno rimpiazzato quasi totalmente le macchine fotografiche. Lo stesso può dirsi per MP3 player, navigatori GPS e game console. La vita sociale si è trasformata perché lo smartphone ha rivoluzionato il modo in cui comunichiamo, facciamo amicizia, troviamo lavoro. Il mercato dei taxi in molti paesi, spesso protetto da vecchie regolamentazioni e licenze, non è stato capace di proteggersi se non trasformandosi esso stesso.

Questa catena di connessioni causali complesse non si è ancora esaurita. Al contrario la convergenza tecnologica tra smartphone, cloud e Artificial Intelligence (AI), spingeranno ancora maggiormente verso il cambiamento, riteniamo in meglio, di industrie, settori e vita sociale, con probabili conseguenze politiche e finanziarie.

### 5. QUOTA DELLE FAMIGLIE STATUNITENSIS CHE UTILIZZANO DETERMINATE TECNOLOGIE

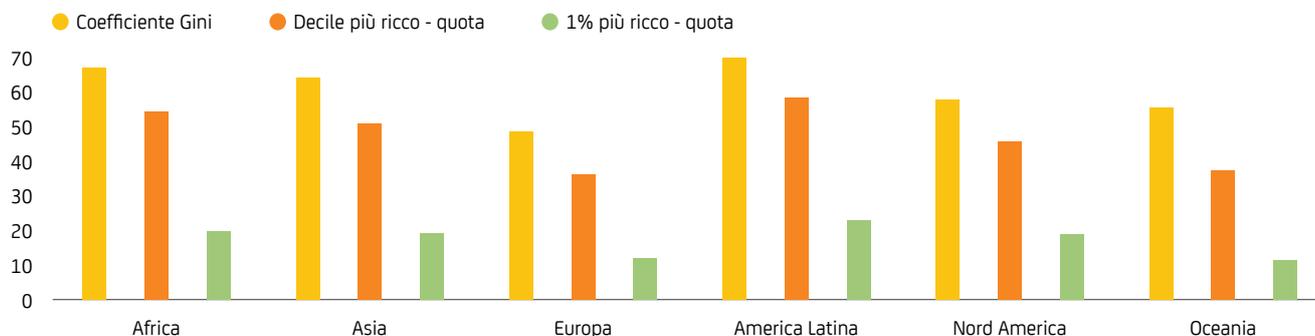


Fonte: Our World in Data, UniCredit Group Investment Strategy

## V. DISEGUAGLIANZA

Le disuguaglianze tra i gruppi sociali, ad esempio nella distribuzione del reddito, dovute a differenze di età, genere, razza, etnia, status migratorio o disabilità, sono diffuse sia nei Paesi industrializzati che in quelli in via di sviluppo. Secondo le Nazioni Unite, oltre il 70% della popolazione mondiale vive in Paesi in cui la disuguaglianza di reddito è aumentata negli ultimi tre decenni. Ciò è dovuto a una serie di fattori, tra cui cause storiche, economiche, sociali e politiche. Il coefficiente Gini (o indice Gini) indica il grado di disuguaglianza nella distribuzione del reddito, ad esempio in un Paese o in una regione, in base al reddito pro capite di una famiglia (vedi grafico 6) e mostra con chiarezza che le disuguaglianze di reddito non riguardano solo determinati paesi o regioni.

### 6. GINI-INDEX: LA DISEGUAGLIANZA DI REDDITO VARIA DA REGIONE A REGIONE



Nota: Il grafico mostra i dati per l'anno 2021. Il coefficiente Gini è una misura della concentrazione relativa o della disuguaglianza e può assumere un valore compreso tra zero e uno (coefficiente Gini) o scalare da 0 a 100 (indice Gini). Il calcolo del coefficiente Gini si basa sulla cosiddetta curva di Lorenz. In caso di distribuzione equa, il coefficiente di Gini ha un valore pari a zero e, in caso di concentrazione del reddito totale su una sola persona, un valore pari a 1. In generale, i Paesi con un coefficiente di Gini compreso tra 0,50 e 0,70 (indice di Gini tra 50 e 70) sono descritti come paesi con redditi molto diseguali, mentre quelli con un coefficiente di Gini compreso tra 0,20 e 0,35 (indice di Gini tra 20 e 35) come paesi con redditi relativamente uguali.

Fonte: Our World in Data, UniCredit Group Investment Strategy

Nel contesto economico, la promozione della diversità, dell'uguaglianza e dell'inclusione sta diventando sempre più importante, poiché è ormai indiscutibile che le aziende che non si concentrano attivamente sull'uguaglianza e sulla diversità perdono vantaggi competitivi decisivi, soprattutto in tempi di crescente carenza di manodopera qualificata. Queste aziende rischiano di perdere la competizione globale per i talenti e di rimanere indietro sul mercato. In altre parole, se da un lato la disuguaglianza e la mancanza di diversità rappresentano un rischio finanziario per le aziende, dall'altro offrono un enorme potenziale di crescita. Di conseguenza, investire in aziende o progetti che contribuiscono a combattere la disuguaglianza o a capitalizzare questa tendenza può offrire sia rendimenti finanziariamente interessanti che un impatto sociale positivo.

## VI. STILE DI VITA SANO

L'enfasi su uno stile di vita sano è progressivamente cresciuta, e con l'avvento della pandemia, si è realizzato il cambiamento sostanziale nella percezione e nella priorità del benessere individuale. La crisi sanitaria ha agito come catalizzatore, spingendo verso la ricerca di abitudini più salutari, evidenziate dall'interesse per cibi nutrienti, l'incremento degli allenamenti domestici e un maggiore interesse per la salute mentale. Questa tendenza rispecchia l'impegno e la consapevolezza collettiva che investire nella salute è indispensabile per un futuro sostenibile e ha aumentato la predisposizione dei consumatori ad acquistare i prodotti e servizi correlati. Allo stesso tempo, l'invecchiamento della popolazione e l'elevata richiesta di cure di qualità hanno generato un aumento dei costi sanitari e hanno spinto anche i governi ad intervenire, sostenendo la ricerca di soluzioni innovative nei sottosettori più rilevanti quali la cura del diabete, la cardiologia e l'ortopedia.

Questo nuovo scenario ha posto l'accento sulla transizione da un approccio curativo ad uno preventivo e proprio questa filosofia ha condotto allo sviluppo di un farmaco rivoluzionario volto al contrasto di uno dei principali nemici del sistema sanitario: l'obesità.

L'obesità è stata storicamente considerata un tema del mondo sviluppato a causa dell'accessibilità e dell'economicità dei cibi altamente processati. Tuttavia, la rapida urbanizzazione e l'incremento del reddito pro capite hanno portato ad un aumento del consumo calorico anche nei paesi emergenti, che si stima contribuiranno significativamente alla diffusione del problema nel prossimo decennio. Nonostante gli sforzi per promuovere una maggiore consapevolezza individuale, i livelli globali di obesità sono previsti crescere: se nel 2023 circa 1 miliardo di persone nel mondo ne soffre, secondo il World Obesity Atlas entro il 2035 il 51% della popolazione mondiale ne sarà affetta, coinvolgendo tutte le macroregioni globali.

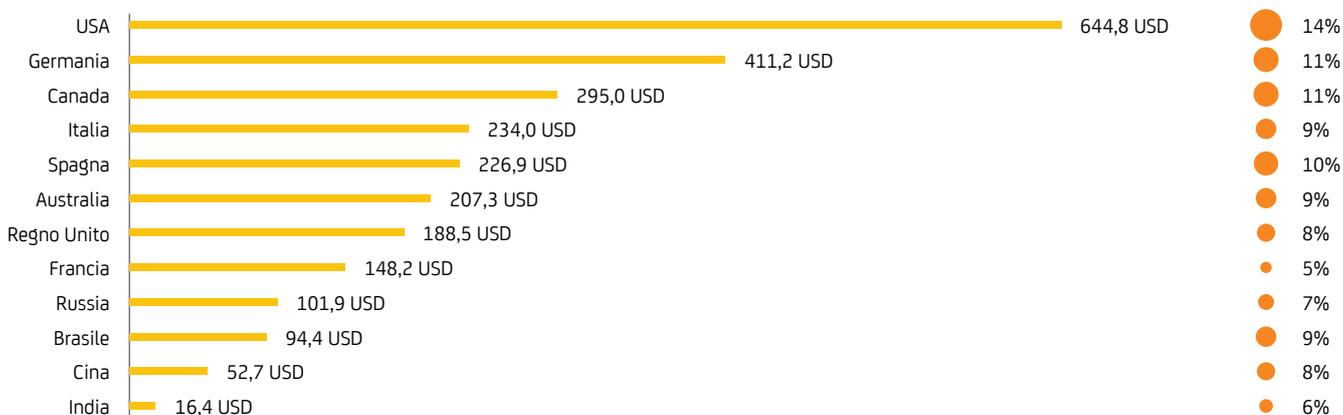
Questa tendenza genera una crescente pressione della spesa sanitaria sui bilanci nazionali e rende lo sviluppo ed il perfezionamento di trattamenti più efficaci una priorità su scala globale. Il costo della sanità rappresenta già il 10% del PIL nei paesi dell'OCSE, di cui il 3% attribuibile all'obesità a livello aggregato e con un impatto variabile ma significativo in tutti i paesi, tra cui gli Stati Uniti sopportano il peso maggiore (cfr. grafico 7).

## 7. PAESI IN CUI L'OBESITÀ GRAVA MAGGIORMENTE SULLA SPESA SANITARIA

Spesa sanitaria media annua pro-capite a causa dell'obesità dal 2020 al 2050

● Spesa pro capite

● % della spesa sanitaria totale



Fonte: Statista, Where Obesity Places The Biggest Burden On Healthcare, <https://www.statista.com/chart/19621/annual-health-expenditure-per-capita-due-to-obesity>, UniCredit Group Investment Strategy

Le nuove esigenze hanno quindi spinto alcuni dei principali produttori di insulina ad oltrepassare il tradizionale trattamento del diabete e a sviluppare un nuovo farmaco per la perdita di peso, il semaglutide. Tale iniziativa è stata dettata dall'elevata correlazione tra l'obesità e lo sviluppo del diabete e di altre 200 gravi complicazioni, tra cui malattie cardiovascolari e vari tipi di cancro. Il farmaco semaglutide favorisce la perdita di circa il 20% del peso corporeo di partenza, abbassando così i fattori di rischio per il paziente e offrendo l'opportunità di un notevole sollievo per i sistemi sanitari, con risparmi stimati in circa USD 170 miliardi all'anno solo negli Stati Uniti, a cui si aggiungono numerosi impatti indiretti che contribuiscono ulteriormente all'alleggerimento del carico economico come ad esempio l'aumento della produttività.

Il successo del farmaco, ulteriormente rafforzato da recenti risultati di ricerca che hanno dimostrato come il semaglutide determini una riduzione del 20% del rischio di infarto, ictus o morte per patologie cardiovascolari, e i tassi di obesità in continua crescita rendono improbabile che la domanda di farmaci per la perdita di peso possa invertire la direzione in tempi brevi e creano significative opportunità d'investimento, con il mercato globale dei farmaci anti-obesità atteso raggiungere i 100 miliardi di dollari entro il 2030, crescendo a un ritmo superiore rispetto al PIL e alla media di mercato.

## VII. INFRASTRUTTURA 2.0

Mentre nel 2023 gli investimenti in infrastrutture sono stati penalizzati dall'aumento dei tassi, perché assimilati a quelli nelle utilities, nel 2024 ci aspettiamo un'inversione di tendenza, viste le aspettative di allentamento dei tassi di interesse delle principali banche centrali intorno a maggio-giugno.

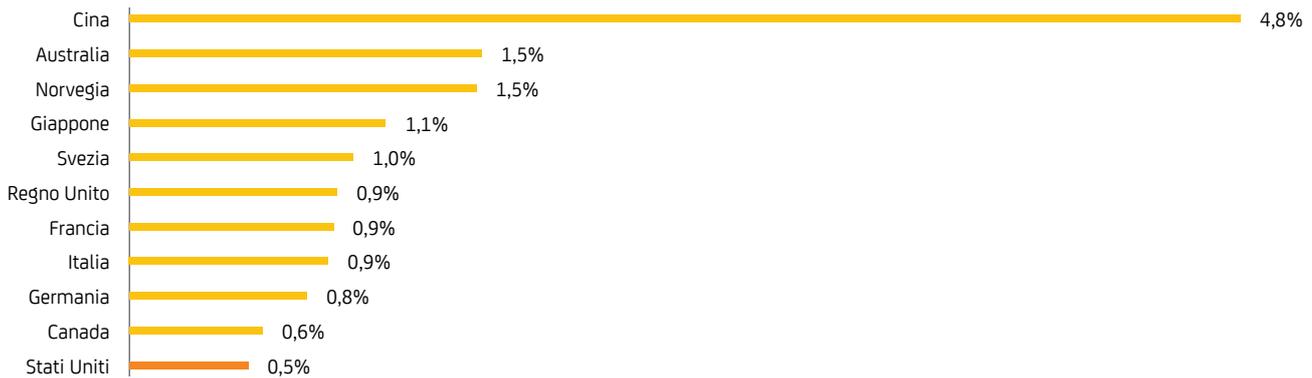
Inoltre, ribadiamo l'importanza di investire a lungo termine nel tema d'investimento Infrastrutture 2.0, in quanto si tratta di un "metatrend", cioè la sua crescita è funzionale a quella di altri settori come la tecnologia (ad esempio le infrastrutture a banda larga), la protezione del clima (trasporti a basso impatto, reti elettriche, ecc.), l'istruzione e la sanità (costruzione di scuole pubbliche e ospedali).

Le economie con un settore industriale diversificato e infrastrutture solide (ad esempio, trasporti, connettività Internet e servizi di pubblica utilità) hanno subito meno danni dalla pandemia e si stanno riprendendo più rapidamente.

Inoltre, negli Stati Uniti il governo sta attuando la più grande spesa federale per le infrastrutture degli ultimi decenni, pari a 1.200 miliardi di dollari entro il 2029. Il rinnovamento del sistema infrastrutturale statunitense, ormai obsoleto, comprende non solo strade, ponti, porti, aeroporti, trasporti di massa e ferrovie, ma anche Internet ad alta velocità, la rete elettrica e l'approvvigionamento idrico, nonché gli investimenti per la protezione del clima.

## 8. GLI USA INVESTONO NEL SISTEMA DI TRASPORTI MENO DI QUALSIASI ALTRO STATO SVILUPPATO E DELLA CINA

Investimenti annui infrastrutture domestiche (in percentuale del PIL, per una selezione di paesi)

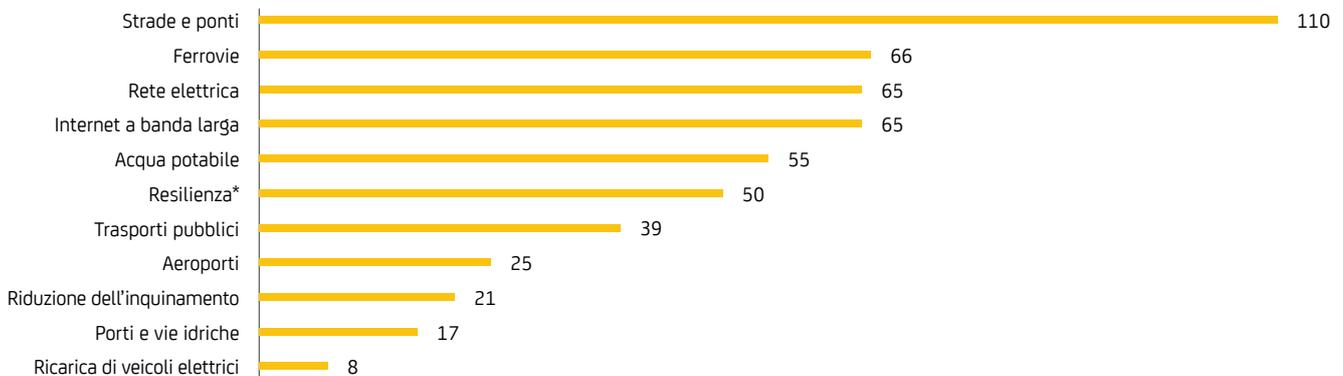


Nota: Dati del 2021 o dell'anno più recente disponibile. Per infrastrutture domestiche si intendono strade, ferrovie, vie idriche interne, porti marittimi e aeroporti. Comprende tutte le fonti di finanziamento.

Fonte: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico.

## 9. COSA FINANZIA LA LEGGE "BIPARTISAN" PER LE INFRASTRUTTURE?

Nuova misura di finanziamento inclusa nell'Infrastructure Investment and Jobs Act. Dati in miliardi di dollari USA.



\*Nota: I progetti di "resilienza" comprendono iniziative di cybersecurity e di mitigazione del cambiamento climatico.

Fonte: The State of U.S. Infrastructure, Council on Foreign Relations

# Macro & Markets

Prospettive di crescita: atterraggio morbido dell'economia globale

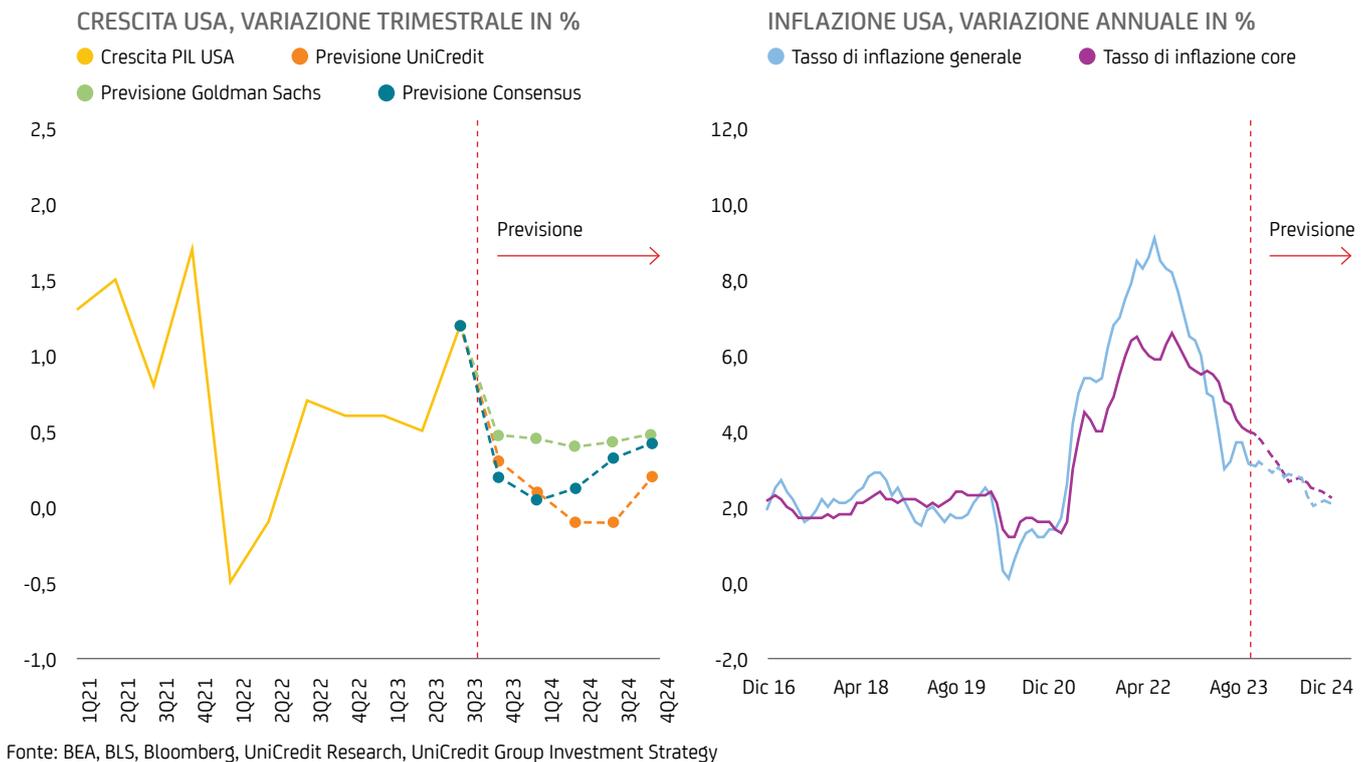
È probabile che la crescita economica globale rallenti ulteriormente dal 3,0% di quest'anno al 2,7% l'anno prossimo, poiché i rialzi dei tassi di interesse delle banche centrali si stanno gradualmente trasmettendo all'economia e importanti fattori di sostegno stanno scomparendo. L'eccedenza di risparmio delle famiglie è stata in buona parte utilizzata nell'Eurozona e si è ridotta significativamente anche negli Stati Uniti. È probabile che anche la politica fiscale sarà meno favorevole rispetto all'anno precedente. In Cina la debolezza economica dovrebbe protrarsi ancora per qualche tempo alla luce del mercato immobiliare deflazionistico e del peggioramento delle tendenze demografiche. Tuttavia, riteniamo improbabile un brusco rallentamento per l'economia globale. I bilanci delle famiglie del settore privato rimangono piuttosto solidi, l'aumento previsto per la disoccupazione sarà probabilmente più moderato rispetto a precedenti fasi di rallentamento e stiamo assistendo ai primi segnali di un possibile punto di svolta per il commercio globale. Esistono, tuttavia, anche rischi al ribasso: oltre alla tesa situazione geopolitica globale (conflitto in Medio Oriente, conflitto Russia-Ucraina e tensioni tra Cina e Stati Uniti), non è ancora chiaro in che misura gli effetti ritardati dell'aggressiva stretta monetaria dell'ultimo anno e mezzo si concretizzeranno sull'economia.

## L'ECONOMIA STATUNITENSE RALLENTA, MIGLIORAMENTO DELLA CRESCITA VERSO LA FINE DEL 2024

Negli Stati Uniti prevediamo che il prodotto interno lordo (PIL) cresca dell'1,0% sia nel 2024 che nel 2025, dopo il 2,4% di quest'anno. Su base trimestrale è probabile che la crescita si mantenga sostanzialmente stabile l'anno prossimo prima di riprendersi nel 2025, anche se rimarrà al di sotto del suo trend di crescita a lungo termine. Il rallentamento del prossimo anno sarà probabilmente dovuto soprattutto alla minore riserva di risparmi in eccesso e agli effetti ritardati dell'inasprimento della politica monetaria. È, inoltre, improbabile che arrivino elementi di supporto dalla politica fiscale. Sul versante dell'inflazione, prevediamo una discesa attorno al 2% entro la fine del 2024, e che anche l'inflazione core raggiunga questo livello uno o due trimestri dopo. L'inflazione nel settore dei servizi, in particolare, sta mantenendo l'inflazione core ostinatamente elevata. Si prevedono, tuttavia, ulteriori progressi, in termini di disinflazione nel settore residenziale (dove le nuove locazioni indicano una significativa disinflazione degli affitti medi ufficiali) e a livello di inflazione nei servizi al di fuori del settore residenziale. Quest'ultimo andamento è probabilmente da ricondurre soprattutto all'ulteriore indebolimento del mercato del lavoro.

Per quanto riguarda la politica monetaria, non ci aspettiamo che la Federal Reserve alzi ulteriormente i tassi di interesse. La prossima mossa sui tassi di interesse sarà probabilmente un taglio. Tuttavia, considerando la forza evidenziata di recente dall'economia, non prevediamo il primo taglio dei tassi prima di giugno 2024. Prima di abbassare durevolmente i tassi di interesse, probabilmente la Fed si assicurerà che l'inflazione core scenda in modo sostenibile e che il mercato del lavoro continui a indebolirsi. Considerato l'effetto ritardato della sua politica monetaria, normalmente la banca centrale dovrebbe agire ben prima che l'inflazione raggiunga il 2%. La Fed ha però dichiarato che darà maggior peso ai dati economici effettivi che ai modelli previsionali. Ci aspettiamo un taglio dei tassi di 25 punti base (pb) ad ogni riunione da giugno a dicembre 2024, in seguito un taglio ogni due riunioni fino al 2025. Ciò significherebbe che l'intervallo obiettivo per il tasso di interesse di riferimento sarebbe tra il 3,00% e il 3,25% entro la fine del 2025.

## 10. L'ECONOMIA USA SI INDEBOLISCE, L'INFLAZIONE CONTINUA A SCENDERE



Un altro argomento importante per i mercati finanziari nel 2024 sarà l'elezione del presidente degli Stati Uniti, che si svolgerà il 5 novembre 2024, contestualmente al rinnovo dell'intera Camera dei Rappresentanti e all'elezione di 33 dei 100 senatori. Mentre il Partito Democratico sostiene il presidente in carica Joe Biden come candidato, il Partito Repubblicano terrà le primarie tra gennaio e giugno. A patto che non ci siano ostacoli legali dovuti ai procedimenti giudiziari in corso, è probabile che l'ex presidente degli Stati Uniti Donald Trump diventi il candidato del Partito Repubblicano. Sebbene sia ancora troppo presto per fare previsioni sensate sul possibile vincitore, i sondaggi di opinione nazionali danno attualmente in lieve vantaggio Donald Trump rispetto al presidente in carica Joe Biden. Anche le elezioni del Congresso sono soggette a un elevato grado di incertezza. Esse saranno probabilmente cruciali per determinare in che misura l'agenda del nuovo presidente potrà essere attuata. Attualmente i Democratici hanno una maggioranza di 51 voti a 49 al Senato, mentre i Repubblicani controllano di poco la Camera dei Rappresentanti. Recenti sondaggi di opinione lasciano prevedere una probabile divisione del Congresso, con il Senato che passerà ai Repubblicani e la Camera dei Rappresentanti ai Democratici.

## L'ECONOMIA DELL'EUROZONA DOVREBBE SUPERARE LA FASE DI STAGNAZIONE NEL CORSO DEL 2024

Prevediamo che l'economia dell'Eurozona cresca dello 0,5% l'anno prossimo, come nel 2023, mentre gli indicatori dei sondaggi suggeriscono che il PIL resterà pressoché stabile o si ridurrà moderatamente nel quarto trimestre di quest'anno. È probabile che i fattori negativi persistano anche nel 2024, perché la BCE continuerà la sua politica monetaria restrittiva (almeno nel primo semestre), mentre le eccedenze di risparmi delle famiglie sono state ampiamente esaurite. Inoltre, la politica fiscale sarà probabilmente meno espansiva rispetto agli anni precedenti, e questo peserà sui consumi. Tuttavia, la disinflazione e la possibile ripresa del commercio globale dovrebbero fornire qualche sostegno. Prevediamo che la crescita nell'Eurozona torni ad accelerare all'1,2% nel 2025. L'inflazione nell'Eurozona è ulteriormente scesa in tutte le categorie di prezzo negli ultimi mesi. Il maggiore impatto sul rallentamento dell'inflazione (esclusa la componente dei prezzi dell'energia) è stato quello dei prezzi dei beni di consumo di base e dei prodotti alimentari. Anche i prezzi dei servizi si stanno muovendo nella giusta direzione, pur rimanendo più ostinati a causa degli aumenti salariali in questo settore. Prevediamo che l'inflazione complessiva si avvicinerà alla soglia del 2% entro la fine del 2024 e scenderà al di sotto nel 2025. L'inflazione core probabilmente calerà più lentamente e arriverà attorno al 2% solo nel 2025.

La debole crescita e l'estendersi della disinflazione rendono molto probabile che la BCE abbia raggiunto il picco dei tassi di interesse. Dovrebbe, quindi, iniziare a tagliare i tassi l'anno prossimo, quando la crescita dei salari sarà chiaramente entrata in un sostenuto trend al ribasso compatibile

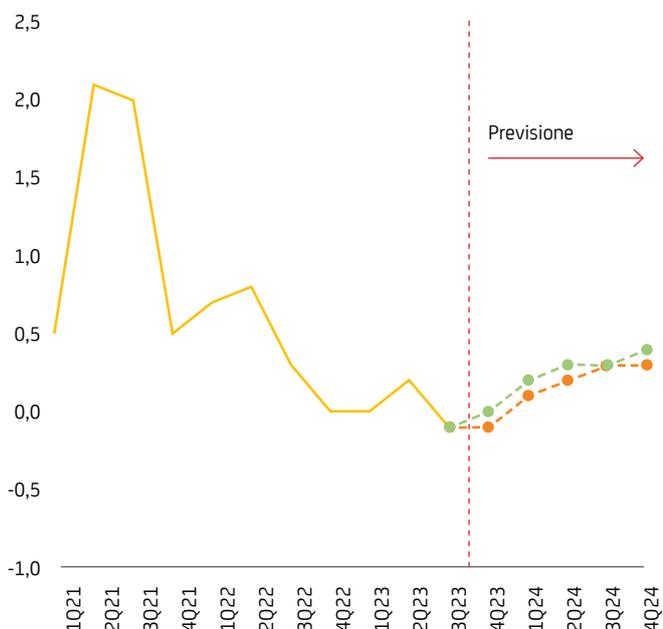
con l'obiettivo di inflazione del 2%. La metà del 2024 potrebbe essere il primo momento per l'avvio della svolta sui tassi di interesse da parte della BCE. È probabile che la banca centrale procederà con gradualità nel ciclo di allentamento, vista la grande incertezza su quale livello dei tassi di interesse sia compatibile con una posizione **ampiamente neutrale**<sup>3</sup>. Prevediamo tagli trimestrali dei tassi di interesse di 25 punti base, che porterebbero il tasso sui depositi al 3,25% entro la fine del 2024 e al 2,25% entro la fine del 2025.

<sup>3</sup>Una posizione neutrale è il grado di orientamento della politica monetaria compatibile con un tasso di interesse neutro. Il tasso di interesse neutro è il tasso di interesse che non stimola né indebolisce l'attività economica e l'inflazione di un paese.

## 11. L'ECONOMIA NELL'EUROZONA DOVREBBE RIPRENDERE VELOCITÀ NEL 2024. PROSEGUE IL TREND DISINFLAZIONISTICO

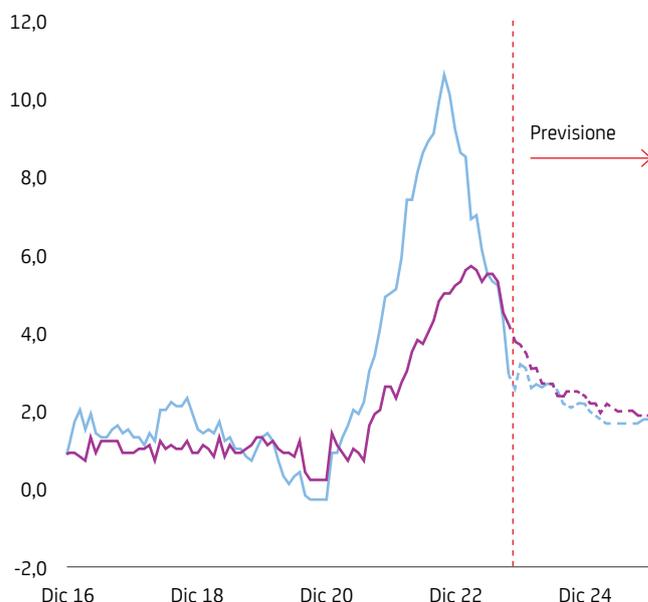
CRESITA AREA EURO, VARIAZIONE TRIMESTRALE IN %

● Crescita PIL area Euro ● Previsione UniCredit  
● Previsione Consensus



INFLAZIONE AREA EURO, VARIAZIONE ANNUALE IN %

● Tasso di inflazione generale ● Tasso di inflazione core



Fonte: Eurostat, Bloomberg, UniCredit Research, UniCredit Group Investment Strategy

## CINA: I FATTORI STRUTTURALI PESANO SULLE PROSPETTIVE DI CRESCITA

In Cina prevediamo che la crescita del PIL rallenti al 4,5% nel 2024 e al 4,3% nel 2025, dopo il 5,2% circa di quest'anno. Anche se ciò significa che quest'anno la Cina raggiungerà l'obiettivo di crescita auto-imposto del 5%, la ripresa economica dopo la revoca di tutte le restrizioni relative al Covid-19 è stata significativamente meno dinamica di quanto molti si aspettassero. Uno dei motivi è la riluttanza dei consumatori cinesi, la cui fiducia è scesa al livello più basso dal 1991. Tale atteggiamento sta deprimendo i consumi e si prevede che continuerà nella prima parte del 2024.

Diversi fattori stanno pesando sulla fiducia dei consumatori. In primo luogo, il governo cinese non ha annunciato alcun incentivo fiscale su larga scala per sostenere i consumi privati. Inoltre, circa il 70% del patrimonio delle famiglie cinesi è legato alle proprietà immobiliari, il che significa che il calo del valore degli immobili sta avendo un impatto negativo sulla ricchezza. Anche la maggiore regolamentazione nei settori immobiliare, dell'istruzione e della tecnologia sta incidendo negativamente sulla fiducia dei consumatori. Inoltre, a causa della disoccupazione giovanile a livelli elevati rispetto al passato, la crisi economica colpisce soprattutto le giovani generazioni, che hanno una propensione al consumo particolarmente elevata. Conseguentemente a tutto ciò, la ripresa economica in Cina sarà probabilmente meno dinamica rispetto al passato.

È probabile che il rallentamento dei fondamentali della crescita continui nei prossimi anni, poiché la Cina è ancora in una fase di trasformazione del suo modello di crescita, che per decenni è stato orientato all'esportazione. Al momento non sono previste importanti misure di stimolo fiscale da parte del governo per rafforzare la crescita. Inoltre, la Cina è impegnata a ridurre l'enorme sovraccapacità nel settore immobiliare, il che significa che è improbabile che vengano varati importanti pacchetti di salvataggio, anche se il governo continua ad allentare le condizioni di liquidità per gli sviluppatori immobiliari per ridurre i potenziali rischi di contagio. Da ultimo, l'attuale crisi di fiducia è in parte dovuta ad altri fattori strutturali, quali una rete di sicurezza sociale e un sistema pensionistico poco sviluppati, che richiedono riforme strutturali per essere migliorati.

## PANORAMICA DEI MERCATI FINANZIARI NEL 2023: GUADAGNI (IN ALCUNI CASI SIGNIFICATIVI) NELLA MAGGIOR PARTE DELLE ASSET CLASS

Sebbene i mercati finanziari abbiano continuato a essere caratterizzati da diversi scenari di rischio nel 2023, l'anno in corso ha registrato una ripresa significativa dopo la brusca correzione del 2022, poiché gli investitori hanno iniziato a reinvestire i fondi in eccedenza disponibili.

Dopo due anni consecutivi di performance negative, quest'anno ampie parti dell'universo del reddito fisso sono riuscite a generare rendimenti positivi, malgrado le principali banche centrali occidentali abbiano continuato a inasprire significativamente la loro politica monetaria nel 2023 con l'obiettivo di stabilizzare le aspettative di inflazione. Gli attori di mercato hanno a lungo sottovalutato la prolungata politica monetaria restrittiva della maggior parte delle banche centrali, spingendo temporaneamente i rendimenti obbligazionari a lungo termine ai massimi record all'inizio del quarto trimestre (cfr. grafico 12). Da alcune settimane, tuttavia, le ipotesi sui tagli dei tassi di interesse hanno ripreso il sopravvento, provocando un calo dei rendimenti.

Sebbene la performance delle azioni sia stata molto volatile nel 2023, con perdite in alcuni momenti a due cifre, alla fine è stata ampiamente soddisfacente. Le turbolenze nel settore delle banche regionali statunitensi e la crisi di Credit Suisse hanno inizialmente causato significative perdite di valore in primavera. La sovraperformance delle azioni statunitensi nell'arco dell'intero anno è stata in gran parte dovuta alle cosiddette «**Magnifiche Sette**»<sup>4</sup>: l'entusiasmo sull'intelligenza artificiale ha fatto salire significativamente i prezzi delle azioni tecnologiche; tuttavia, la performance del mercato nel suo complesso (negli Stati Uniti) è stata complessivamente meno impressionante. Anche le azioni dei mercati emergenti, d'altra parte, sono rimaste indietro rispetto alle azioni europee a causa del temporaneo sell-off delle azioni cinesi. Le azioni giapponesi hanno sorpreso in positivo e sono in ripresa. In conclusione, è probabile che la maggior parte degli indici azionari chiuda l'anno con il segno più (in alcuni casi con guadagni a due cifre) (cfr. il grafico 12).

<sup>4</sup>Questa definizione include i sette giganti americani Alphabet (Google), Amazon, Apple, Meta (Facebook), Microsoft, Nvidia e Tesla.

### 12. 2023 ANNO DI RIPRESA, SOPRATTUTTO SUI MERCATI AZIONARI

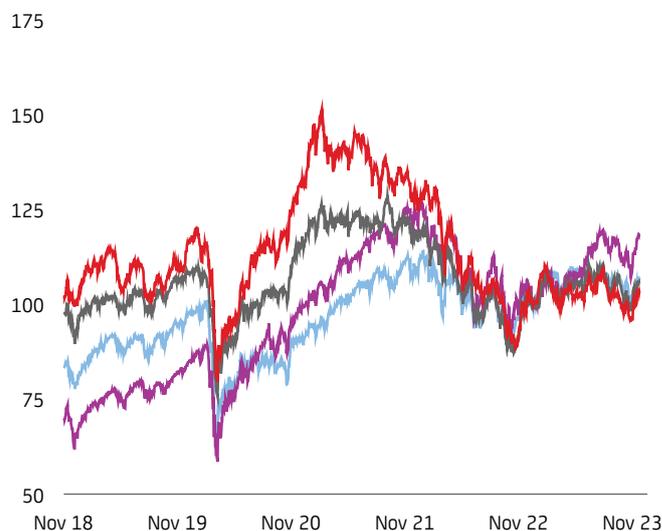
RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO A 10 ANNI (IN%)

● USA ● Germania ● Italia ● Regno Unito



INDICI DEI PREZZI MSCI (INDICIZZATI, 01.01.2023 = 100)

● Europa (in EUR) ● Nord America (in USD)  
● Pacifico (Paesi industrializzati, in USD)  
● Mercati emergenti (in USD)



Nota: Le performance passate, le simulazioni e le previsioni non sono indicatori affidabili delle performance future. Per ricalcare la performance dei titoli di Stato in un determinato intervallo di scadenze si calcolano i cosiddetti bond sintetici. Il titolo di Stato reale (reale) più "idoneo" in un dato momento viene preso come riferimento per il potenziale di rendimento del bond sintetico. L'andamento del rendimento atteso alla scadenza è indicato alle seguenti condizioni: pagamento degli interessi e rimborsi secondo i termini e condizioni, e obbligazione mantenuta fino alla scadenza. In questo senso, si tratta di un'opportunità di rendimento. Le opportunità di rendimento riflettono le diverse valutazioni del rischio degli investitori per i rispettivi prodotti o paesi (opportunità di rendimento più elevato = valutazione del rischio più elevata). Indici e bond sintetici non possono essere acquistati e quindi non includono alcun costo. Quando si investe in titoli, si sostengono costi che ne riducono la performance. Quando si investe in valute estere, il rendimento può aumentare o diminuire anche a causa delle fluttuazioni valutarie.

Fonte: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

Periodo di osservazione: 25.11.2018-25.11.2023

Sebbene nel corso dell'anno il dollaro statunitense sia stato molto reattivo alle dinamiche dei rendimenti statunitensi, le diverse prospettive di crescita e aspettative sui tassi di interesse tra l'Eurozona e gli Stati Uniti, nonché le incertezze geopolitiche, hanno pesato sull'euro vs il dollaro (cfr. grafico 13), che di recente è tornato a indebolirsi.

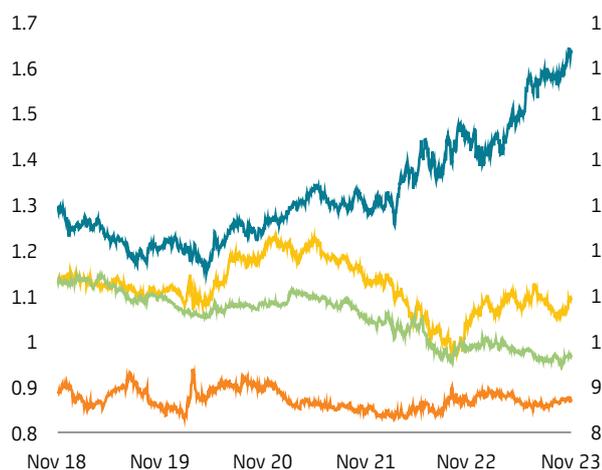
Ad eccezione dei metalli preziosi, le materie prime hanno perso terreno quest'anno dopo due anni solidi. La prolungata incertezza sulla futura politica dei tassi di interesse ha contribuito alla volatilità e i tagli alla produzione da parte dei paesi OPEC+ sono stati in grado di sostenere i prezzi del greggio solo temporaneamente (cfr. grafico 13). Tuttavia, la discesa dei prezzi delle materie prime e il calo della domanda globale (di petrolio greggio) hanno avuto un impatto positivo sulla disinflazione dei prezzi alla produzione e al consumo. Nel caso del gas naturale, il forte calo dei prezzi TTF di riferimento dall'estate 2022 (cfr. grafico 13) è stato dovuto principalmente alla (minore) domanda. La volatilità dei prezzi è aumentata negli ultimi mesi a causa del sovrapporsi di diversi fattori, tra i quali i lavori di manutenzione straordinaria degli impianti di gas in Norvegia, gli scioperi nei terminali GNL in Australia, la guerra tra Israele e Hamas e gli atti di sabotaggio su un gasdotto tra Finlandia ed Estonia.

Nel 2023 l'oro ha temporaneamente beneficiato delle turbolenze nel settore bancario (negli Stati Uniti e in Svizzera), che hanno spinto brevemente il prezzo dell'oro al di sopra dei 2.000 USD per oncia troy. Tuttavia, il forte aumento dei tassi di interesse, e quindi dei rendimenti statunitensi, ha pesato a lungo sul metallo prezioso infruttifero. Dopo l'attacco terroristico di Hamas contro Israele, tuttavia, l'oro è tornato sugli scudi (cfr. grafico 13).

### 13. MATERIE PRIME ZAVORRATE DA FATTORI CICLICI SFAVOREVOLI

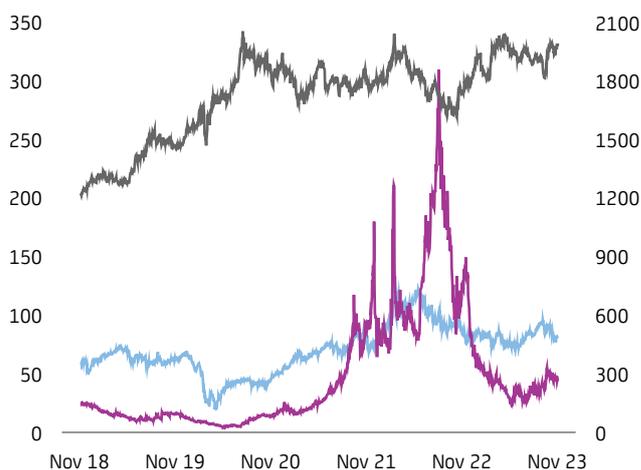
#### TASSI DI CAMBIO

● EUR-USD ● EUR-GBP ● EUR-CHF ● EUR-YEN (RS)



#### ANDAMENTO DEI PREZZI DEL GAS NATURALE, DEL PETROLIO E DELL'ORO

● Greggio (al barile Brent, in USD) ● Oro (oncia fine, in USD, scala dx) ● Gas naturale, indice TTF forward (in EUR/MWh)



Nota: Le performance passate, le simulazioni e le previsioni non sono indicatori affidabili delle performance future. Gli indici non possono essere acquistati e, quindi, non includono costi. Quando si investe in valute o materie prime, i costi di acquisto e custodia sostenuti non vengono presi in considerazione. Quando si investe in valute estere, il rendimento può aumentare o diminuire anche a causa delle fluttuazioni valutarie.

Fonte: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

Periodo di osservazione: 25.11.2018-25.11.2023

## PROSPETTIVE DEI MERCATI FINANZIARI PER IL 2024: LE ASPETTATIVE DI RISCHIO RENDIMENTO A MEDIO TERMINE SONO MIGLIORATE

Le aspettative di rischio rendimento a medio termine sono notevolmente migliorate rispetto agli ultimi anni grazie ai rendimenti obbligazionari più elevati da oltre dieci anni e alle valutazioni azionarie leggermente più favorevoli. In questo contesto, si prevede che sia le obbligazioni che le azioni dovrebbero registrare una performance costruttiva nel prossimo anno, sebbene non si possano ignorare importanti fonti di rischio. Gli effetti dell'inasprimento della politica monetaria devono ancora concretizzarsi appieno, mentre i timori di recessione e di maggiori rischi di rifinanziamento, oltre alle tensioni geopolitiche, contribuiranno probabilmente a mantenere fragile il sentiment in generale.

I titoli a reddito fisso dovrebbero muovere verso acque più tranquille nel 2024 e i titoli di Stato dovrebbero generare rendimenti positivi, poiché i tassi di interesse di riferimento nelle principali economie dovrebbero ora aver raggiunto il picco. Di conseguenza, prevediamo che i rendimenti obbligazionari scendano l'anno prossimo e che l'inversione della curva dei rendimenti diminuisca, poiché è probabile che le banche centrali inizieranno a tagliare i tassi di interesse verso la metà dell'anno. Tuttavia, è probabile che i rendimenti restino molto sensibili ai dati macroeconomici in arrivo. I rendimenti a due anni potrebbero scendere verso il 4% (titoli del Tesoro statunitensi) o nettamente al di sotto del 3% (Bund) entro la fine del prossimo anno. Osserviamo un trend al ribasso anche per i rendimenti a lungo termine, sebbene sia più difficile stimarne l'entità, che

probabilmente sarà meno pronunciata. Una certa cautela riguardo al possibile calo dei rendimenti a lungo termine nei prossimi trimestri sembra in ogni caso opportuna. Un rischio, in particolare, è che, contrariamente alle aspettative, l'inflazione rimanga troppo elevata e che i tagli dei tassi di interesse possano essere di conseguenza ritardati, il che significherebbe che a lungo termine si potrebbero prevedere nuovi aumenti dei rendimenti. Viceversa, se la politica monetaria restrittiva portasse a un rallentamento della crescita molto più pronunciato del previsto e le banche centrali fossero costrette ad abbassare i tassi di interesse in modo più aggressivo, ciò potrebbe portare a un rally più pronunciato, in particolare nell'estremità breve della curva.

Per quanto riguarda le azioni, il prossimo anno il contesto sarà probabilmente caratterizzato da una crescita degli utili societari piuttosto bassa, sebbene le stime degli utili per i prossimi 12 mesi siano ancora prossime ai loro massimi storici. Di conseguenza, riteniamo che il potenziale per un nuovo aumento delle valutazioni nel 2024 si basi meno sulla crescita degli utili e più sull'andamento dei tassi di interesse, che dovrebbero aver raggiunto il picco. Se, come previsto, i rendimenti obbligazionari diminuiranno gradualmente nel corso dell'anno, ciò avrà un impatto positivo sulle valutazioni (rapporto prezzo/utili, rapporto P/E), poiché gli utili societari futuri saranno attualizzati a un tasso di interesse inferiore. È probabile che le azioni offrano un ulteriore potenziale di rialzo, soprattutto se il trend verso rendimenti più bassi e i segnali di stabilizzazione dell'economia diventeranno più evidenti nel 2025. Pertanto, non sembra escluso che i prezzi delle azioni dell'Eurozona possano registrare guadagni a due cifre nel prossimo anno. Negli Stati Uniti il potenziale di rialzo potrebbe essere anche leggermente maggiore a causa della sensibilità ai tassi di interesse generalmente più elevata, per effetto della struttura del settore caratterizzata da una massiccia presenza di tecnologici. La maggiore sensibilità economica dell'economia europea potrebbe rivelarsi ancora un fattore di freno rispetto agli Stati Uniti nel 2024.

A nostro avviso, l'atteso inizio del ciclo di allentamento da parte della Fed dovrebbe limitarsi ad avere un impatto moderatamente negativo sul dollaro USA nel 2024. Il differenziale di crescita tra gli Stati Uniti e l'Eurozona dovrebbe inoltre rallentare qualsiasi rialzo dell'euro rispetto alla valuta chiave degli Stati Uniti. Vediamo comunque un ulteriore e moderato potenziale di apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro USA in questo contesto. Tuttavia, se la Fed dovesse mantenere l'attuale posizione restrittiva più a lungo del previsto o se la BCE si muovesse prima e in misura maggiore verso una riduzione dei tassi di interesse, ciò avrebbe sicuramente un consistente impatto negativo sull'euro.

L'anno prossimo il petrolio greggio potrebbe beneficiare dell'accelerazione della crescita economica globale nel secondo semestre. Partiamo dal presupposto che il conflitto tra Israele e Hamas rimanga localizzato e, come tale, non continui ad avere un impatto importante sul mercato petrolifero. Tuttavia, se dovesse intensificarsi e intervenissero altri attori regionali (in particolare l'Iran), ciò comporterebbe probabilmente un significativo aumento dei prezzi del Brent. In tale scenario, tuttavia, è presumibile i paesi dell'OPEC interverrebbero con misure di stabilizzazione. È probabile che diversi fattori, come le anomalie meteorologiche, continuino a pesare sulle prospettive della domanda di gas naturale. Secondo le proiezioni dell'agenzia UE Copernicus, la stagione invernale 2023-24 in Europa dovrebbe essere più calda e umida della media a causa dell'effetto meteorologico di El Niño. Per effetto della riduzione delle capacità di produzione nei settori ad alta intensità energetica, dei continui incrementi dell'efficienza energetica e della crescente importanza delle energie rinnovabili, la domanda europea di gas nel 2024 rimarrà probabilmente ben al di sotto del livello precedente all'inizio della guerra in Ucraina. Inoltre, gli impianti di stoccaggio del gas naturale sono completamente pieni quest'anno prima dell'inizio dell'inverno.

I tagli dei tassi di interesse previsti per il prossimo anno potrebbero favorire l'andamento del prezzo dell'oro. Indipendentemente da ciò, il metallo prezioso può sempre essere utile ad integrazione di un portafoglio in termini di diversificazione del rischio e, alla luce dei numerosi (potenziali) punti critici, può essere una componente patrimoniale importante e stabile.

# 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	●	○	○
		Obbligazioni Mercati Emergenti (valuta forte)	○	●	○
		Obbligazioni Mercati Emergenti (valuta locale)	○	○	●
	Materie prime	Petrolio	○	●	○
		Oro	○	●	○

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

## NEUTRALI SULLE AZIONI GLOBALI

Le azioni sono supportate dalle aspettative degli investitori sul cambio di rotta della Fed e della BCE e dalla fiducia che una profonda recessione sarà evitata. Tuttavia, l'effetto ritardato dell'aumento dei tassi di interesse deve ancora farsi sentire e i consumi saranno sotto pressione, poiché l'eccesso di risparmio si è ridotto e il mercato del lavoro si sta raffreddando.

## NEUTRALI AZIONI EUROPA

Quadro macro debole, con restrizione creditizia vicina ai minimi della Grande Crisi Finanziaria. Tuttavia, il mercato del lavoro è solido, mentre il calo dell'inflazione aumenterà il reddito reale. Le azioni europee offrono buone opportunità per gli investitori orientati al valore e alla qualità.

## NEUTRALI AZIONI USA

Sostenute dalla forza dell'economia e dalla pubblicazione degli utili societari, ma le valutazioni sono elevate e il peso delle megacaps nell'indice S&P500 è estremo.

## NEUTRALI AZIONI DEI MERCATI EMERGENTI

Per quanto riguarda l'area asiatica dei Mercati Emergenti (ME), preferiamo investire nella crescita demografica e dei consumi dell'India, rimanendo cauti sulla Cina. Il PIL cinese del terzo trimestre è stato superiore al consenso grazie a mirati stimoli fiscali, ma lo stress nel settore immobiliare è in aumento. Nei Paesi dell'America Latina, il Brasile si distingue per le aspettative di tassi più bassi, dato che l'inflazione è in calo, e di riforme fiscali. Nel complesso, le valutazioni sono a buon mercato per le azioni ME. Si raccomanda una attenta selezione dei Paesi e settori.

## SOVRAPPESO SULLE AZIONI DEL PACIFICO (GIAPPONE)

La crescita dei salari e l'aumento dell'inflazione – con la Bank of Japan attesa rimanere espansiva nel breve – sono fattori positivi per il Giappone, che sta uscendo da una lunga fase di deflazione. Inoltre, l'aumento degli utili societari e la riforma della Borsa di Tokyo incoraggiano un'intensa attività di riacquisto di azioni.

## SOVRAPPESO DA NEUTRALI SULLE OBBLIGAZIONI GLOBALI

Abbiamo migliorato la valutazione delle obbligazioni globali perché presentano un interessante profilo rischio-rendimento. L'indebolimento della crescita, il raffreddamento dell'inflazione e l'attesa di riduzione dei tassi delle banche centrali ci spingono a preferire le "obbligazioni di alta qualità", come le obbligazioni corporate Investment Grade e quelle governative.

## SOVRAPPESO SULLE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE INVESTMENT GRADE IN EURO

Questa asset class è supportata dalla tenuta del ciclo economico e dalla persistente ricerca di rendimento da parte degli investitori. Nel complesso, si prevede che i fondamentali delle società IG rimangano solidi grazie a bilanci sani, utili migliori del previsto, solidi saldi di cassa e bassi livelli di leva finanziaria rispetto alle medie di lungo periodo.

## SOTTOPESO SULLE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE HIGH YIELD

I loro spread non scontano pienamente un eventuale marcato rallentamento delle economie. Inoltre, non sono sufficientemente liquide.

## NEUTRALI SUI TITOLI DI STATO UEM

L'indebolimento del quadro macro, il raffreddamento dell'inflazione e l'aspettativa di un taglio dei tassi da parte della BCE intorno alla metà del 2024 ci inducono a una visione sempre più costruttiva su questa asset class. Consideriamo anche un graduale aumento della duration, dato che l'inflazione, a parte qualche effetto base sfavorevole nel breve termine, è in un percorso discendente.

## NEUTRALI SUI TITOLI DI STATO NON UEM

Sostenuti dalle aspettative di un calo dell'inflazione generale e core e dell'inizio di un processo di riduzione dei tassi d'interesse della Fed intorno alla metà del 2024.

## NEUTRALI SULLE OBBLIGAZIONI DEI MERCATI EMERGENTI IN VALUTA FORTE

Rendimenti interessanti, ma preferiamo focalizzarci sulle obbligazioni di alta qualità. Rimaniamo difensivi e selettivi.

## SOVRAPPESO SULLE OBBLIGAZIONI DEI MERCATI EMERGENTI IN VALUTA LOCALE

Beneficiano delle aspettative di allentamento della Fed a metà 2024 e dell'indebolimento del dollaro. In America Latina il calo dell'inflazione ha già aperto la strada a un ciclo di ribasso dei tassi delle banche centrali.

## SOTTOPESO DA NEUTRALI SUI MERCATI MONETARI

I rendimenti sono interessanti, ma preferiamo investire in classi di attività a reddito fisso a più alto ritorno, come i titoli di Stato e le obbligazioni societarie IG europee, considerando le aspettative di inizio del ciclo di allentamento dei tassi d'interesse da parte della Fed e della BCE intorno alla metà del 2024.

## **NEUTRALI SUGLI ALTERNATIVI**

Offrono opportunità di decorrelazione dei portafogli, mentre gli asset cosiddetti reali beneficiano del loro ruolo di copertura dell'inflazione.

## **NEUTRALI MATERIE PRIME**

Ci aspettiamo un mercato più equilibrato per il petrolio e vediamo un basso rischio di escalation del conflitto tra Israele e Hamas.

## **NEUTRALI SULL'ORO**

Sostenuto dalle aspettative di riduzione dei tassi di interesse e dall'indebolimento del dollaro USA.

## **VALUTE**

Prevediamo un leggero indebolimento del dollaro USA. La Fed taglierà i tassi nel 2024 e nel 2025, ma la bassa crescita al di fuori degli Stati Uniti e l'avvio di cicli di allentamento anche da parte delle altre principali banche centrali limiteranno la flessione dell'USD.

# Rubriche

I CIO locali dialogano con i clienti

## Risposte dall'Italia

### QUALI SONO LE PROSPETTIVE DEL DOLLARO USA PER IL 2024?

La nostra filosofia di investimento ha tra i suoi principi cardine la costruzione di portafogli con un respiro geografico globale. Questo permette da una parte di raggiungere un livello di diversificazione adeguato e dall'altra di catturare le migliori opportunità di investimento presenti in giro per il mondo.

La conseguenza di tale approccio è che i nostri portafogli prendono posizione anche sulle valute estere, come conseguenza di investimenti effettuati ad esempio sul mercato azionario USA o sui mercati obbligazionari dei paesi emergenti. Data l'ampia varietà di strumenti a disposizione, soprattutto quando tali investimenti sono effettuati in fondi o in ETF, è possibile scegliere se utilizzare tali strumenti nelle versioni a cambio aperto o nelle versioni a cambio coperto. Si tratta quindi di una scelta attiva che può avere un impatto anche rilevante sul ritorno della posizione e del portafoglio nel complesso. Infatti, non dobbiamo dimenticare che quello valutario è il rischio sul quale tipicamente si ha la concentrazione maggiore. Immaginiamo ad esempio di costruire un portafoglio di 50 strumenti in USD equi-pesati e di assegnare loro un peso complessivo del 30%. Il risultato del portafoglio dipenderà dall'andamento di 50 prezzi diversi ognuno dei quali avrà un impatto pari a 0,6%. Oltre a questo, ci sarà anche l'impatto del dollaro USA che però avrà un peso del 30%! Comprendiamo bene quanto anche queste scelte vadano ponderate. Utile quindi dare uno sguardo alle prospettive del dollaro USA, che nel corso dell'anno ha avuto un andamento altalenante compreso nell'intervallo 1,05 – 1,12 e si appresta a registrare una leggera perdita avendo aperto l'anno a 1,06 e quotando al momento intorno a 1,09. Nel 2023 la Federal Reserve ha alzato i tassi in maniera aggressiva e ha ridotto di circa 2000 miliardi di dollari il proprio bilancio. L'economia USA è stata quella che ha retto meglio tra i paesi sviluppati e, purtroppo, nel corso dell'anno si sono registrati vari eventi drammatici di natura finanziaria (fallimenti bancari) o geopolitica (attacco di Hamas contro Israele). Tutti questi fattori in teoria avrebbero dovuto essere di supporto al dollaro USA, eppure si sono tramutati in apprezzamenti soltanto temporanei contro l'euro. Quindi evidentemente sono in essere altre forze contrastanti di fondo che spingono all'indebolimento del biglietto verde. Proviamo ad analizzare quali possano essere.

Gli USA si trovano in una situazione macroeconomica definita di deficit gemelli. Il deficit di finanza pubblica del 2023 è pari al 8,2% e atteso al 7,4% per il 2024. In entrambi i casi quindi più del doppio di quello dell'area euro. Nel caso invece del bilancio di partite correnti il deficit è pari al 3% per il 2023 e atteso al 2,7% per il 2024. L'area euro invece presenta un surplus di partite correnti data la vocazione esportatrice delle sue principali economie. Tali deficit implicano un flusso costante e consistente di dollari in uscita dall'economia USA che vengono incassati da operatori economici esteri. Questi ultimi possono decidere di comprare azioni sulle borse americane e titoli del tesoro USA, creando quindi un flusso contrario in entrata che mantiene costante il valore del dollaro. Ma evidentemente questo meccanismo non è in equilibrio e il movimento sottostante prevalente è quello di una vendita di USD a favore di altre valute. Questo fenomeno è probabilmente determinato anche dalla volontà delle più importanti banche centrali dei paesi emergenti (Cina, Brasile, India, Sud Africa) di diversificare le loro riserve valutarie, tradizionalmente detenute in dollari, in un contesto geopolitico che vede sempre maggiori contrapposizioni all'egemonia USA. Le valute che possono accogliere tali flussi non sono molte dato che sono necessari mercati dei

capitali ampi, diversificati, dotati di grande liquidità e di grande affidabilità. E i mercati finanziari dell'area euro offrono tali caratteristiche.

Gli elementi che abbiamo sopra rappresentato continueranno ad insistere sul rapporto di cambio EUR-USD con un fattore aggiuntivo di debolezza per il dollaro. Infatti, nel corso del 2024 pensiamo che la Federal Reserve abbia margine per tagliare i tassi, a partire dal secondo trimestre, in maniera più aggressiva rispetto alla Banca Centrale Europea, portando il differenziale di tassi a breve dagli attuali 150 punti base (5,5% FED - 4% BCE) a circa 100 punti base a fine 2024 (4,25% FED - 3,25% BCE). Inoltre, dato che tale differenziale determina anche il costo di copertura dal rischio di cambio per investitori domestici che comprano strumenti denominati in dollari, la sua contrazione probabilmente renderà più appetibile la copertura.

Per completare la nostra analisi non possiamo ignorare un comportamento caratteristico del dollaro USA, che tende a rafforzarsi nelle fasi di correzione dei mercati azionari americani. Nel 2023 infatti il periodo di rafforzamento del dollaro ha coinciso in buona parte con il movimento al ribasso delle borse occorso tra fine luglio e fine ottobre.

In conclusione, la nostra previsione è per la prosecuzione della tendenza attuale di leggero indebolimento del dollaro USA contro euro. Tuttavia, conoscendo il comportamento storico del dollaro, dobbiamo cercare di mettere in pista una buona politica di risk management. Per tale motivo quando compriamo obbligazioni in USD tendiamo a coprire, almeno in parte il rischio di cambio. Quando invece compriamo azioni sui mercati USA preferiamo esporci anche al rischio di cambio, dato che in caso di correzione dei mercati azionari il dollaro tende ad apprezzarsi e quindi limita il drawdown complessivo della posizione.

**ALESSANDRO CAVIGLIA**, *Chief Investment Officer Italy, UniCredit SpA*

## Risposte dall'Austria

### UN ANNO IMPEGNATIVO VOLGE AL TERMINE. QUALE BILANCIO NE POSSIAMO TRARRE?

Dopo un 2022 senza precedenti in termini di performance negative azionarie e obbligazionarie, i mercati finanziari avevano grandi aspettative che il 2023 avrebbe mostrato un lato molto più positivo.

Ma questa speranza si è realizzata solo in parte. Molte economie globali si sono dimostrate sorprendentemente resilienti alla politica monetaria sempre più restrittiva di molte banche centrali. Tale resilienza poggia, però, su basi fragili. Mentre l'economia europea è già scivolata in recessione, l'economia statunitense potrebbe riuscire a gestire un atterraggio morbido ed evitare una crescita economica negativa. Ma dietro queste ipotesi ci sono ancora molti punti interrogativi.

I prossimi trimestri mostreranno in quale misura l'inasprimento della politica monetaria avrà effettivamente un impatto sull'economia reale. Molte imprese stanno ancora beneficiando degli interessi passivi storicamente bassi degli ultimi anni, ma si prevede che gli interessi passivi saranno significativamente più alti nei prossimi anni.

Il quadro dei mercati azionari è già stato molto contrastato nel corso dell'anno. Alcune società legate all'IA (le "Magnifiche sette": Amazon, Alphabet (Google), Apple, Meta (Facebook), Microsoft, Nvidia, Tesla), che hanno un peso elevato negli indici, hanno macinato quotazioni record una dopo l'altra, finendo per diventare il motore principale dei mercati azionari statunitensi. Nel complesso, però, quest'anno il mercato non è stato granché convincente. La mancanza di ampiezza del mercato è insolita e foriera di rischi. Uno sguardo al passato conferma che andamenti di mercato spiccatamente unilaterali tendono a riequilibrarsi negli anni successivi.

Nel frattempo, i titoli azionari giapponesi hanno riservato una sorpresa positiva. Il miglioramento del contesto strutturale, la solidità delle relazioni pubblicate dalle società e la valutazione favorevole hanno attirato l'interesse di molti investitori a lungo termine. I rendimenti significativamente più elevati rispetto ad altre regioni azionarie sono stati frenati solo dalla debole performance dello yen giapponese.

Anche sui mercati obbligazionari le aspettative erano elevate dopo le turbolenze dello scorso anno. Molti investitori hanno dovuto accantonare le loro premature speranze di tagli dei tassi di interesse nel corso dell'anno: lo slancio inflazionistico era troppo forte. Malgrado ciò, la maggior parte dei segmenti obbligazionari è riuscita a invertire la rotta e ha conseguito una performance leggermente positiva da inizio anno. L'elevato tasso di interesse corrente ("carry") costituisce un cuscinetto sufficiente a compensare lievi aumenti dei rendimenti.

Le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta locale, in particolare, sono risultate finora le più vincenti del 2023. Molti paesi emergenti hanno alzato i tassi di interesse in modo molto aggressivo durante la fase di alta inflazione. Il positivo trend ribassista dei tassi di inflazione sta ora consentendo a molte banche centrali di queste regioni di invertire rapidamente la rotta dei tassi di interesse. Le prime banche centrali hanno già avviato il ciclo di tagli dei tassi di interesse, con un aumento dei prezzi delle obbligazioni come logica conseguenza.

Per l'anno prossimo rimaniamo cautamente ottimisti. I titoli fruttiferi, in particolare, saranno probabilmente i beneficiari delle crescenti speranze di tagli dei tassi di interesse. Il prossimo anno potrebbe essere favorevole anche per le azioni. Si dovrebbe evitare un atterraggio duro dell'economia e bassi tassi d'interesse e un'inflazione moderata dovrebbero assicurare che si crei un ambiente favorevole alle azioni. Rischi quali una recrudescenza dell'inflazione e la scivolata in recessione non rientrano nel nostro scenario di base. Tuttavia, dobbiamo rimanere attenti su questi fronti.

Cogliamo l'occasione per augurare a tutti i nostri clienti un anno di investimenti di successo nel 2024!

## Risposte dalla Germania

### **QUALI SONO LE IMPLICAZIONI DELLA RECENTE SENTENZA DELLA CORTE COSTITUZIONALE FEDERALE, IN PARTICOLARE PER QUANTO RIGUARDA L'ECONOMIA TEDESCA?**

Il governo tedesco è stato recentemente preso in contropiede dalla sentenza della Corte costituzionale federale, che a metà novembre ha vietato la ricollocazione di 60 miliardi di euro (pari all'1,5% circa del PIL tedesco) di fondi, originariamente destinati alla lotta alla pandemia, al Fondo per il clima e la trasformazione (KTF). Il KTF è destinato, tra l'altro, a finanziare programmi per una maggiore protezione del clima e lo sviluppo di un'economia a impatto zero sul clima. Il Fondo si concentra anche sull'implementazione di tecnologie quali i semiconduttori e la tecnologia delle batterie. Contestualmente i giudici hanno stabilito che lo Stato non può destinare prestiti di emergenza ad anni successivi. Oltre che per il KTF, però, il governo federale lo aveva fatto in diversi fondi speciali, tra cui quello per calmierare i prezzi dell'energia.

Nella sua dichiarazione pubblica a fine novembre, il Cancelliere federale Olaf Scholz ha affermato che la Germania sta affrontando "sfide di un'intensità e di una gravità tali che la nostra repubblica probabilmente non ha mai sperimentato prima". Tuttavia, è rimasto vago sulla questione di come il governo di coalizione intenda gestire l'economia nei prossimi due anni. Le posizioni sono molto distanti: da un lato, i liberaldemocratici della FDP, guidati dal ministro delle Finanze Christian Lindner, hanno rotto gli indugi e chiesto una nuova sospensione del freno al debito per il 2023, la quarta consecutiva dal 2020. Dall'altra parte l'SPD, che ancora non vuole tagliare la spesa sociale, e i Verdi, per i quali i progetti di protezione del clima che saranno finanziati dal KTF non sono in discussione. È probabile che i partiti della coalizione Semaforo dovranno affrontare lunghi e intensi dibattiti per arrivare a concordare la spesa e le priorità per il 2024 e oltre. Scholz vuole ora sondare "il margine di manovra esistente nel bilancio", "stabilire le priorità", "naturalmente anche limitare la spesa", ma anche "investire pesantemente nella modernizzazione della Germania". Il Cancelliere ha evitato di precisare se il governo federale federazione intenda fare nuovamente un'eccezione nel 2024 o rispettare il freno al debito.

Nelle previsioni autunnali correnti, il governo tedesco stima un calo del PIL dello 0,4% quest'anno, mentre per l'anno prossimo era stato in precedenza previsto un aumento dell'1,3%. Secondo il governo tedesco, la perdita dei 60 miliardi di euro potrebbe significare un calo della crescita economica di poco superiore a 0,5 punti percentuali l'anno prossimo. Nonostante l'aumento del rischio che l'economia tedesca rimanga bloccata in una stagnazione o in una lieve recessione in caso di ulteriore inasprimento della politica fiscale, ci aspettiamo una leggera ripresa con una crescita del PIL dello 0,4% nel 2024. Le misure di austerità e la mancanza di investimenti dovrebbero frenare la crescita economica, mentre serve urgentemente lo stimolo della politica fiscale alla luce del rallentamento economico. Il pericolo maggiore risiede nel possibile impatto negativo sul potenziale di crescita a lungo termine dell'economia tedesca, se gli investimenti pubblici verranno tagliati dopo anni caratterizzati da una spesa insufficiente per la trasformazione "green" del paese. Questo perché la riduzione della spesa per progetti di investimento, i cui effetti positivi sono spesso visibili solo in un futuro (lontano), troverà probabilmente meno resistenza da parte di molti elettori rispetto, ad esempio, alla riduzione dei contributi previdenziali oggi. Per garantire che la Germania non precipiti in una crisi permanente degli investimenti, è necessario che si trovino modalità alternative per investire nelle sue infrastrutture, nella trasformazione sostenibile dell'economia e nelle competenze della sua popolazione.

**PHILIP GISDAKIS**, *Chief Investment Officer Germany, UniCredit Bank GmbH (HypoVereinsbank)*

**ANDAMENTO DEI PRINCIPALI INDICATORI FINANZIARI**

Da	27.11.22	27.11.18	27.11.19	27.11.20	27.11.21	27.11.22	27.11.18	01.01.23
A	27.11.23	27.11.19	27.11.20	27.11.21	27.11.22	27.11.23	27.11.23	27.11.23
<b>Indici azionari (andamento, in %)</b>								
MSCI Globale (in USD)	13,7	18,1	15,4	23,2	-13,8	13,7	67,6	17,9
MSCI Mercati Emergenti (in USD)	7,1	10,7	20,2	1,9	-22,4	7,1	15,4	5,0
MSCI USA (in USD)	15,2	20,3	20,0	27,9	-14,8	15,2	85,3	20,7
MSCI Europa (in EUR)	7,7	18,2	-2,6	21,6	-4,4	7,7	48,7	11,6
MSCI AC Asia Pacifico (in USD)	7,5	12,4	19,8	2,9	-19,3	7,5	21,9	6,1
STOXX Europe 600 (in EUR)	7,5	18,9	-1,4	21,7	-5,6	7,5	49,1	11,4
DAX 40 (Germania, in EUR)	9,8	17,5	0,7	14,8	-8,7	9,8	40,6	14,7
MSCI Italia (in EUR)	25,2	25,8	-5,6	18,9	-3,4	25,2	76,3	30,2
ATX (Austria, in EUR)	4,4	9,5	-16,4	44,8	-10,0	4,4	28,2	9,1
SMI (Svizzera, in CHF)	-0,1	22,3	3,2	19,6	-7,7	-0,1	41,5	4,0
S&P 500 (USA, in USD)	14,9	20,0	17,5	28,4	-13,0	14,9	85,5	20,3
Nikkei (Giappone, in JPY)	20,8	9,1	16,1	10,2	-2,0	20,8	69,5	30,7
CSI 300 (Cina, in Yuan)	-4,6	26,4	31,7	0,6	-21,2	-4,6	24,5	-7,1
<b>Indici Obbligazionari (andamento, in %)</b>								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	-1,6	15,2	11,9	-3,0	-15,0	-1,6	3,0	-0,9
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA, in USD)	-0,1	10,2	7,8	-2,1	-12,0	-0,1	1,0	0,1
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	3,6	15,7	9,4	0,0	-14,6	3,6	10,8	3,6
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	-2,0	7,9	2,4	-1,9	-17,2	-2,0	-12,7	3,0
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-1,7	9,2	4,0	-2,1	-15,4	-1,7	-8,1	2,8
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	3,0	6,5	2,5	-1,0	-12,9	3,0	-2,9	4,5
<b>Rendimenti Obbligazionari (espressi in punti base = 0,01%)</b>								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	69	-128	-94	60	208	69	133	57
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA, in USD)	52	-118	-119	52	288	52	169	47
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	33	-148	-106	41	306	33	138	28
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	55	-72	-22	25	222	55	216	-4
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	68	-91	-39	28	227	68	200	3
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	29	-94	-29	35	321	29	259	-13
<b>Spread sulle Obbligazioni governative (credit spread, espresso in punti base)</b>								
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA US Corporate Master)	-26	-29	2	-13	44	-26	-24	-24
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA US High Yield)	-63	-32	36	-71	120	-63	-37	-90
Obbligazioni Governative area Euro (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-21	-29	-7	21	57	-21	14	-9
Obbligazioni Governative area Euro (ICE BofA Euro High Yield)	-60	-119	27	-8	150	-60	-25	-62
<b>Tassi di interesse del mercato monetario (espressi in punti base)</b>								
Libor (USD, 3 mesi)	92	-79	-168	-5	456	92	295	89
Euribor (EUR, 3 mesi)	203	-8	-13	-4	250	203	427	182
<b>Tasso di Cambio con Euro (variazione in %)</b>								
Dollaro USA (EUR-USD)	5,6	-2,8	8,3	-5,1	-7,6	5,6	-3,6	2,7
Sterlina Inglese (EUR-GBP)	0,9	-3,7	5,0	-5,1	1,9	0,9	-2,0	-2,3
Franco Svizzero (EUR-SFR)	-2,0	-2,9	-1,5	-3,4	-6,1	-2,0	-14,9	-2,1
Yen Giapponese (EUR-JPY)	12,6	-6,6	3,1	3,9	11,8	12,6	26,5	15,8
<b>Materie Prime (variazione in %)</b>								
Commodity Index (GSCI, in USD)	14,2	19,0	19,2	-2,1	-2,0	14,2	56,2	10,2
Metalli Industriali (GSCI, in USD)	-5,8	-2,6	19,2	28,2	-12,5	-5,8	22,8	-10,1
Oro (in USD per oncia fine)	14,8	19,9	22,6	-0,6	-2,2	14,8	64,2	10,7
Petrolio (Brent, in USD al barile)	-4,9	5,0	-23,7	52,6	2,1	-4,9	31,4	-5,8

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 27.11.2023.

# Disclaimer

La presente pubblicazione 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. 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 GmbH 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.

Le informazioni e i dati contenuti in questo documento sono aggiornati al 27 novembre 2023.



**UniCredit Spa**  
Client Solutions



**Indirizzo**  
Piazza Gae Aulenti, 3  
20124 Milano



**Online**  
[unicreditgroup.eu/clientsolutions](https://unicreditgroup.eu/clientsolutions)