



In vigile attesa

Cauto ottimismo
in avvio d'anno



Group Investment Strategy

Monthly Outlook

Febbraio 2024

Indice

SOMMARIO	3
LA LETTERA DEI CIO	4
IN EVIDENZA	6
MACRO & MARKETS	9
ASSET ALLOCATION DEI NOSTRI PORTAFOGLI IN GESTIONE	13
COME INVESTIRE	16

Sommario

In vigile attesa



AGGIORNAMENTO MACROECONOMICO

L'economia statunitense ha chiuso il quarto trimestre del 2023 con una nota positiva, registrando un tasso di crescita annuale del 3,3%, a seguito di una crescita ancora più rapida di poco meno del 5% nel trimestre precedente. Il consumo privato, soprattutto di beni, ha giocato un ruolo significativo in questa performance robusta, alimentato da un forte aumento del reddito reale. Tuttavia, è possibile che il mercato del lavoro perda slancio, portando a un rallentamento della crescita del consumo nei prossimi trimestri.

Nella zona euro, il PIL è rimasto stagnante nell'ultimo trimestre del 2023, influenzato da un rallentamento della crescita in Germania. D'altra parte, le prospettive economiche suggeriscono una moderata ripresa nel primo trimestre del 2024, con indicatori principali che mostrano lievi miglioramenti. Ci aspettiamo che l'attività economica migliori, riflettendosi anche in una leggera accelerazione della crescita economica nella zona euro nel primo trimestre dell'anno.

L'economia cinese ha registrato una performance migliore del previsto nel quarto trimestre del 2023, con una crescita del PIL del 5,2%. Gli incentivi fiscali per gli investimenti nelle infrastrutture e nella produzione hanno contrastato la debolezza della domanda dei consumatori. Le nostre aspettative per il primo trimestre del 2024 sono un'accelerazione della crescita grazie alle misure di sostegno governativo e all'aumento del consumo durante il Capodanno cinese. Tuttavia, i primi indicatori suggeriscono un rallentamento del momentum di crescita e una persistente pressione deflazionistica. La risposta del governo cinese alla frenata economica è stata cauta, caratterizzata da un sostegno fiscale contenuto e misure orientate all'industria.



INFLAZIONE E POLITICA MONETARIA

La Federal Reserve ha mantenuto i tassi di interesse chiave al 5,5%, segnalando però il passaggio a una posizione più neutrale e l'abbandono del precedente orientamento restrittivo di politica monetaria. Nonostante si sia espressa contro un taglio dei tassi a marzo, la Fed ha lasciato aperta l'opzione, ribadendo la necessità di mantenere flessibilità in base ai dati. La nostra aspettativa è che i tassi di interesse possano essere tagliati per un totale di 125 punti base nel 2024, poiché ci aspettiamo un ulteriore indebolimento della crescita del PIL e dell'inflazione.

La Banca Centrale Europea ha mantenuto invariati i tassi di interesse chiave all'ultimo incontro di gennaio. La presidente Lagarde ha confermato le sue dichiarazioni al Forum Economico di Davos, secondo cui si aspetta un primo taglio dei tassi in estate. Ciononostante, le aspettative di mercato pendono verso un taglio dei tassi più precoce, possibilmente ad aprile, supportato dalle ultime dichiarazioni accomodanti di alcuni rappresentanti della BCE. Il Consiglio Direttivo sembra determinato a rimanere cauto sull'inflazione e a mantenere alti i tassi di interesse, almeno finché il mercato del lavoro rimane stabile. Pertanto, continuiamo a prevedere un primo taglio dei tassi a giugno, seguito da una graduale riduzione di 25 punti base per trimestre fino alla fine dell'anno.



MERCATI FINANZIARI

Per quanto riguarda i mercati finanziari, un forte rally nel quarto trimestre del 2023 è stato seguito da una performance eterogenea a gennaio. I dati economici favorevoli a un "soft landing" negli Stati Uniti e ad un evitato "hard landing" nella zona euro hanno favorito gli asset rischiosi, ma hanno portato a condizioni meno favorevoli per i titoli a reddito fisso. L'indice S&P 500 ha raggiunto un nuovo massimo storico a metà gennaio, attestando un generale ottimismo, ma la cautela è emersa dopo le riunioni della Fed e della BCE, che hanno adottato un tono meno accomodante. I mercati obbligazionari hanno registrato perdite poiché le aspettative di taglio dei tassi hanno portato a diminuzioni dei prezzi, con i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni degli Stati Uniti e della Germania in aumento. L'euro si è deprezzato rispetto al dollaro statunitense. I prezzi del petrolio sono aumentati a causa delle tensioni in Medio Oriente e delle interruzioni del trasporto nel Canale di Suez, mentre il prezzo dell'oro è diminuito per effetto dell'aumento dei rendimenti.



La lettera dei CIO

In vigile attesa

Dopo l'impressionante rally dei mercati alla fine dello scorso anno, che ha permesso di conseguire rendimenti azionari e obbligazionari di tutto rispetto, i mercati hanno iniziato il nuovo anno con una certa cautela. Gli indici azionari europei e statunitensi oscillano intorno ai livelli di chiusura di fine anno, che si avvicinano anche ai loro rispettivi massimi storici. Le obbligazioni, invece, hanno subito una leggera flessione dei prezzi, attribuibile al fatto che a dicembre i mercati erano praticamente euforici per la rapida serie di tagli dei tassi di interesse. Allora, l'eventualità che negli Stati Uniti ci sarebbe stato un primo taglio dei tassi durante la riunione di marzo della Federal Reserve (Fed) era già stata scontata con una probabilità di quasi l'85%. Ora si ritiene ragionevolmente probabile che il taglio non avverrà prima del secondo trimestre. Anche un taglio dei tassi di interesse da parte della Banca Centrale Europea (BCE) prima del secondo trimestre sembra molto improbabile.

Verosimilmente le aspettative del mercato sui tagli dei tassi attesi continueranno a delineare lo scenario, soprattutto nella prima metà dell'anno. I mercati aspettano con trepidazione di scoprire quale sarà la prima delle due principali banche centrali ad allentare la sua politica sui tassi, dato che c'è un insolito intervallo di diverse settimane tra la prima riunione di politica monetaria della BCE nel secondo trimestre (l'11 aprile) e la prima riunione della Fed (il 1° maggio). Stando alle previsioni dei mercati, c'è una probabilità leggermente più alta che la Fed sia la prima a tagliare i tassi e che la BCE seguirà il suo esempio. Ciononostante, se si considerano le probabilità implicite nel mercato, non si può escludere che la BCE procederà a un taglio dei tassi già ad aprile.

Probabilmente questo quesito riempirà le pagine della stampa economica e finanziaria, e non è escluso che causerà una certa volatilità giornaliera, ma l'incertezza sul fatto che il primo taglio avverrà ad aprile, maggio, giugno o luglio e su quale banca centrale agirà per prima sembra avere effetti meno decisivi sulla situazione del mercato dei capitali. Secondo noi è molto più importante che il ciclo di riduzione dei tassi di interesse previsto per il 2024 venga avviato entro la metà dell'anno.

A nostro avviso, lo scenario di base per il 2024 è che 1. nei paesi industrializzati occidentali i tassi d'inflazione dovrebbero continuare a normalizzarsi (non è chiaro quanto i tassi d'inflazione effettivi realizzati si avvicineranno all'obiettivo del 2% delle principali banche centrali occidentali entro la fine del 2024), e 2. è probabile che le principali banche centrali occidentali riducano i tassi d'interesse (come abbiamo spiegato, resta da vedere quando inizierà esattamente il ciclo di riduzione dei tassi e fino a che punto potranno essere tagliati). Attualmente, prevediamo che nel 2024 la Fed taglierà i tassi di interesse di riferimento per un totale di 125 punti base (pb) e la BCE per un totale di 75 pb. Inoltre, ci sono molte indicazioni del fatto che potremmo avere un cosiddetto "soft landing" dell'attività economica su entrambe le sponde dell'Atlantico, anche se per ora il livello dei tassi di interesse rimane restrittivo.

Il caso degli Stati Uniti è una buona esemplificazione dello scenario di **"soft landing"**¹. Secondo le stime di consenso, il rallentamento economico raggiungerà il punto più basso nel terzo trimestre di quest'anno, con un tasso di crescita dello 0,1% rispetto all'attività economica del secondo trimestre. Questo significa che, stando alle previsioni di consenso per il 2024, non ci sarà una contrazione dell'economia statunitense in un solo trimestre. Queste stime si basano sui dati previsionali di oltre 60 società di ricerca che pubblicano previsioni di crescita per gli Stati Uniti.

¹"Soft landing" o "atterraggio morbido" nel ciclo economico è un processo in cui un'economia passa dalla crescita a una crescita lenta fino all'eventuale stagnazione, avvicinandosi - ma riuscendo a evitare - la recessione.

Il dato di consenso è la **mediana**² nella distribuzione delle singole stime. Tra l'altro, solo il 15% degli analisti prevede due trimestri consecutivi di crescita negativa, ovvero una recessione (tecnica), e anche in questo caso la contrazione prevista è solo del -0,1% nel secondo e nel terzo trimestre. In sintesi, si può quindi affermare che solo una netta minoranza prevede una recessione (nella migliore delle ipotesi, lieve).

Se il nostro scenario di base si realizzerà, nel 2024 il mercato dei capitali dovrebbe offrire agli investitori rendimenti ragionevoli, poiché il mutato contesto dei tassi di interesse dovrebbe avere un effetto di sostegno sui mercati azionari. Anche se si può ipotizzare che, dopo l'impressionante rally del 2023, in alcuni casi il potenziale di guadagno probabilmente sarà significativamente inferiore al livello dell'anno precedente, prevedibilmente si avvicinerà ai rendimenti medi di lungo periodo, in particolare per le azioni. Se questa aspettativa viene "tradotta" in una strategia d'investimento o nella costruzione del portafoglio, il posizionamento costruttivo sul fronte azionario può essere ben integrato da un posizionamento obbligazionario con duration maggiori.

Inoltre, non ignoriamo due dei rischi principali per il nostro scenario di base: se, contrariamente alle aspettative, l'inflazione dovesse accelerare (ancora) - ad esempio se la crescita dei salari si dimostrasse ostinata - la Fed potrebbe essere costretta a rinviare i tagli dei tassi, o addirittura ad aumentarli. In caso di un'inflazione a sorpresa determinata da solidi dati economici, è probabile che le obbligazioni subiscano una certa pressione. Tuttavia, questo dovrebbe essere in parte compensato da una performance azionaria positiva. D'altra parte, non si può escludere del tutto la possibilità di dati deludenti sulla crescita economica, poiché gli effetti ritardati dell'aumento dei tassi di interesse e delle condizioni finanziarie restrittive lasceranno un segno evidente sugli utili aziendali. Tuttavia, il calo dei prezzi delle azioni dovuto a questo rallentamento economico più marcato del previsto dovrebbe essere compensato dai possibili aumenti dei prezzi delle obbligazioni, se in questo scenario le banche centrali taglieranno più del previsto i tassi di interesse.

Una cosa sembra chiara: in un contesto in cui è previsto un imminente calo dei tassi di interesse, spostare denaro da investimenti a breve termine (come i depositi a termine) a obbligazioni a più lungo termine dovrebbe consentire un maggiore potenziale di guadagno. Questo perché questi titoli possono garantire il livello di rendimento corrente più a lungo rispetto agli investimenti a breve termine. Le obbligazioni offrono anche l'opportunità di realizzare ulteriori plusvalenze, soprattutto quando i rendimenti diminuiscono. Ci sembra che, a un mese dall'inizio dell'anno, lo scenario di un 2024 promettente sul piano degli investimenti sia ancora intatto.

²La mediana è il valore che si trova esattamente al centro di una serie di dati ordinati per dimensione. A causa di questa posizione centrale, viene anche chiamata valore centrale. La mediana divide in due la serie di dati, in modo che una metà dei dati si trovi al di sotto e l'altra metà al di sopra della mediana nella serie ordinata. La mediana in una distribuzione è la quantità in cui la stima si divide in due parti uguali. Questo significa che il 50% delle stime è inferiore alla mediana e il 50% è superiore.

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

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

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

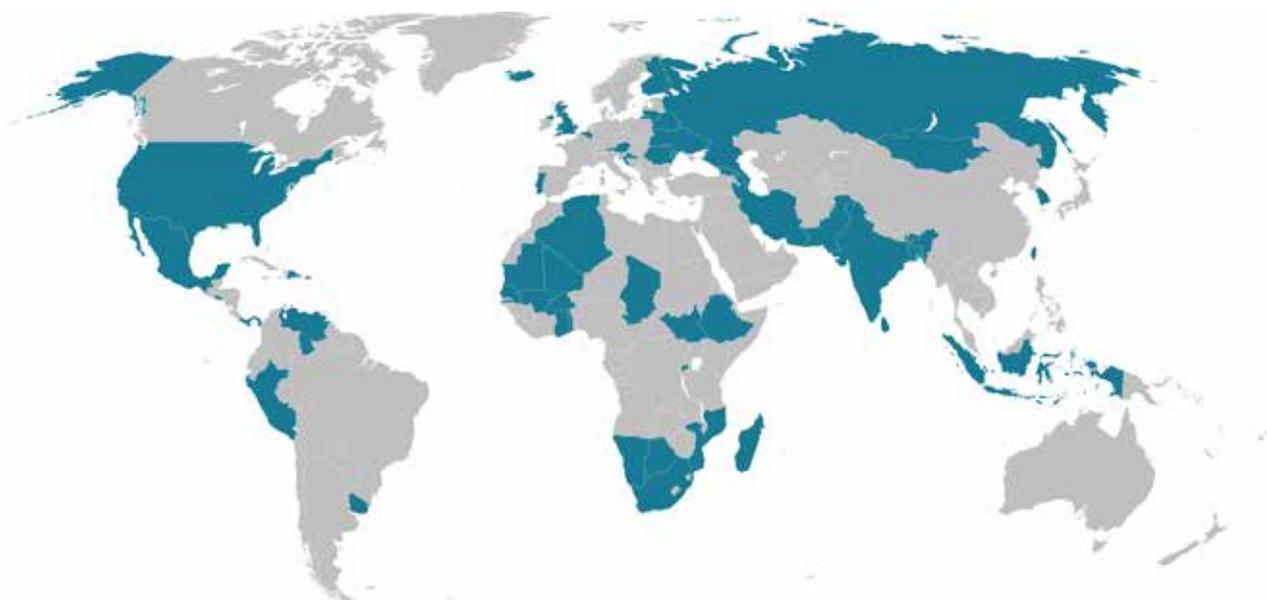
OLIVER PRINZ, *Co-Chief Investment Officer of UniCredit Bank Austria AG and Schoellerbank AG*

In evidenza

2024: Il super anno elettorale quattro miliardi di persone saranno chiamate alle urne

Gli operatori di mercato prestavano grande attenzione agli sviluppi geopolitici anche prima della guerra della Russia contro l'Ucraina, e uno sguardo agli ultimi anni mostra l'impatto che alcuni eventi possono avere sui mercati finanziari globali: il referendum sulla Brexit nel 2016 o l'elezione di Donald Trump a presidente degli Stati Uniti un anno dopo, così come la reazione politica alla pandemia di Covid, sono esempi di come le decisioni politiche non lascino indifferenti i mercati e gli operatori di mercato. Questi ultimi guardano, quindi, con sentimenti contrastanti al 2024, il super anno elettorale in cui i cittadini di oltre 70 Paesi che, secondo i calcoli della rivista economica britannica "The Economist", rappresentano oltre il 50% della popolazione mondiale e gran parte del prodotto interno lordo (PIL) globale, sono chiamati a esprimere il loro voto in elezioni presidenziali, parlamentari o locali. Passeremo ora in rassegna le elezioni più importanti del 2024, classificandole sinteticamente in base alle loro potenziali implicazioni per la strategia di investimento. Non tutte avranno risvolti significativi per i mercati finanziari globali, poiché si svolgono in Paesi con un'influenza economica o geopolitica troppo scarsa per attrarre l'attenzione dei mercati. I mercati finanziari globali si concentreranno senza dubbio sulle elezioni presidenziali statunitensi di novembre.

1. NEL 2024 OLTRE QUATTRO MILIARDI DI PERSONE SARANNO CHIAMATE AD ESPRIMERE IL PROPRIO VOTO



Fonte: profil, datawrapper, UniCredit Group Investment Strategy

TAIWAN (GENNAIO): I RAPPORTI CON LA CINA METTONO TUTTO IN SECONDO PIANO

Il Partito Democratico Progressista (DPP), fautore dell'indipendenza, ha vinto per la terza volta consecutiva le elezioni presidenziali a Taiwan, anche se con un numero di voti significativamente inferiore rispetto all'ultima volta, ma comunque in modo più netto del previsto. Per la sua importanza economica e geopolitica, l'esito del voto è stato seguito con grande interesse a livello internazionale, poiché ha un ruolo importante per quanto riguarda il rapporto di Taiwan con la vicina Cina, che considera l'isola-Stato come parte del proprio territorio. Secondo gli esperti la reazione del governo cinese all'esito delle elezioni è stata piuttosto moderata. Il commento del Presidente degli Stati Uniti Joe Biden ("Non sosteniamo l'indipendenza di Taiwan") sottolinea, del resto, gli evidenti sforzi degli **Stati Uniti**³ per non rischiare (ulteriori) tensioni diplomatiche con la Cina.

³Secondo la Dottrina ufficiale su Taiwan degli anni '70, gli Stati Uniti riconoscono la Repubblica Popolare Cinese come unico governo legittimo in Cina. Rispettano, quindi, la posizione cinese secondo cui Taiwan fa parte della Cina ("Una sola Cina"), pur non condividendola.

RUSSIA (MARZO): L'OPPOSIZIONE PUÒ INVIARE UN SEGNALE DI RESISTENZA?

In Russia il presidente in carica Vladimir Putin punta ad essere rieletto per un mandato di sei anni nelle elezioni in programma dal 15 al 17 marzo. Potrebbe ricevere l'80% circa dei voti. Le elezioni si terranno anche nei cosiddetti "nuovi territori", ovvero le regioni ucraine parzialmente occupate che Mosca sostiene di aver annesso lo scorso anno. In una società dove la competizione politica è assente le elezioni creano una sorta di legittimazione per Putin: anche se i loro voti effettivi hanno un'importanza secondaria, i russi dimostrano di accettare in linea di massima i meccanismi imposti dal Cremlino, semplicemente per il fatto di partecipare alle elezioni. Resta da vedere se l'opposizione sarà in grado di inviare un segnale di resistenza nonostante tutte le avversità.

IRAN (MARZO): FORZE RIFORMATRICI RASSEGNALE

A marzo si terranno le elezioni parlamentari anche in Iran, ancora una volta al centro delle tensioni in Medio Oriente. In Iran non esiste un sistema partitico classico. Ci sono perlopiù diverse fazioni in competizione tra loro. I conservatori integralisti dominano attualmente la Camera dei Rappresentanti. I politici del movimento riformista da anni sono considerati fortemente indeboliti. Il regime di Teheran ha escluso dalle elezioni numerosi candidati ai seggi parlamentari, compresi alcuni attuali deputati, a causa di "qualifiche ideologiche insufficienti".

INDIA (APRILE/MAGGIO): IL PRIMO MINISTRO MODI È NETTAMENTE FAVORITO

In India il primo ministro Narendra Modi è il favorito per vincere le elezioni che si terranno nella più grande democrazia del mondo ad aprile e maggio. A causa delle sue dimensioni - quasi un miliardo di aventi diritto al voto - le elezioni dureranno più mesi. Il 73enne Modi gode di buoni indici di gradimento grazie alla forte crescita economica di quasi il sette per cento. Negli ultimi anni ha anche cercato di alzare il profilo internazionale dell'India. Il Paese è corteggiato dall'Occidente per il suo enorme potenziale. D'altra parte, anche per l'India è importante avere buone relazioni con l'Occidente nel contesto di rivalità con la Cina.

PARLAMENTO EUROPEO (GIUGNO): TEST PER I POPULISTI DI DESTRA

Le elezioni dei 720 membri del **Parlamento europeo**⁴ (PE), unico organo UE eletto direttamente, che deciderà la nuova leadership della Commissione europea, si svolgeranno in tutti i 27 Stati membri dell'UE all'inizio di giugno 2024. L'attenzione si è spostata sulla performance dei partiti populistici e/o anti-europeisti, che alimentano un misto di timori per guerra, declino economico e stranieri. In Ungheria i populistici di destra sono già a capo dei rispettivi governi; in Slovacchia e in Finlandia sono junior partner nel governo con i cristiano-democratici. In Svezia appoggiano il partito di governo e in Germania, Francia e Austria godono di buoni indici di gradimento. In Italia, con l'avvicinarsi delle elezioni, la retorica antieuropeista potrebbe tornare a riemergere in alcuni settori della coalizione di destra al governo. Le elezioni decideranno, quindi, anche il percorso e il futuro del progetto europeo.

⁴Il numero di eurodeputati che uno Stato membro può inviare è basato più o meno sulla sua popolazione: ogni Paese ha un minimo di sei e un massimo di 96 eurodeputati. Negli ultimi decenni le competenze del PE hanno continuato ad ampliarsi. I deputati del Parlamento europeo sono, ad esempio, coinvolti in modo centrale nella legislazione dell'UE.

MESSICO (GIUGNO): LA PRIMA DONNA PRESIDENTE?

Le elezioni presidenziali di giugno in Messico potrebbero portare per la prima volta una donna a diventare presidente. Due donne sono considerate favorite per succedere all'attuale presidente Andrés Manuel López Obrador: l'ex sindaco di Città del Messico, Claudia Sheinbaum, del partito di governo di sinistra Morena, e il senatore Xóchitl Gálvez, candidato della coalizione di opposizione. L'elezione di una presidente donna sarebbe un segnale forte in un Paese caratterizzato da una cultura tradizionalmente maschilista e dove ogni giorno vengono commessi mediamente undici femminicidi.

GERMANIA: ELEZIONI REGIONALI IN SASSONIA, TURINGIA E BRANDEBURGO (SETTEMBRE), UN SEGNALE CONTRO LA DESTRA?

Le elezioni si terranno nei Land orientali della Sassonia e della Turingia l'1 settembre e nel Brandeburgo il 22 settembre. Secondo i sondaggi, il partito Alternative fuer Deutschland (AfD) potrebbe diventare il partito più forte in tutti e tre gli Stati. Sembra, inoltre, che partiti quali Verdi, FDP e SPD potrebbero non riuscire a raggiungere la soglia del 5%, mentre CDU e Partito della Sinistra insieme potrebbero ottenere meno seggi dell'AfD. In tal caso non si potrebbe evitare un primo ministro dell'AfD. Si potrebbe, tuttavia, anche ipotizzare che i partiti democratici possano unire le forze per formare un governo di minoranza senza maggioranza assoluta. In nessuno dei tre Land un partito democratico è disposto a formare una coalizione con l'AfD.

USA (NOVEMBRE): TRUMP TORNERÀ?

Negli Stati Uniti molti indizi fanno pensare che il 5 novembre si replicherà il duello del 2020 tra il presidente in carica Joe Biden e l'ex presidente Donald Trump, anche se fino all'estate non si saprà ufficialmente chi repubblicani e democratici manderanno a sfidarsi per la presidenza. Trump, accusato di incitamento alla sedizione ma assolto al Senato, ha vinto nettamente le prime primarie **repubblicane**⁵ negli Stati dell'Iowa e del New Hampshire. Secondo un sondaggio **pubblicato lo scorso dicembre dal "New York Times" e dal celebre Siena College**⁶, è in vantaggio in cinque dei sei Stati americani tradizionalmente decisivi, ma Biden ha ancora nove mesi per invertire la tendenza. Il robusto sviluppo economico degli Stati Uniti potrebbe dare una mano in questo caso. Le possibilità di Trump potrebbero essere intaccate anche dalle sue numerose cause legali. Nel suo secondo mandato, potrebbe affidarsi più che mai agli integralisti e tentare di trasformare la più antica democrazia del mondo in uno Stato autocratico.

⁵Le primarie sono la base per la scelta del candidato alla presidenza effettuata al Congresso del Partito Repubblicano, che si terrà in estate.

⁶Allo stato attuale, gli "swing states" Nevada, Georgia, Arizona, Michigan e Pennsylvania andrebbero a Trump, con Biden in svantaggio fino a undici punti percentuali. Solo in Wisconsin Biden avrebbe un piccolo vantaggio di due punti percentuali. [Link https://www.nytimes.com/news-event/times-siena-poll-coverage](https://www.nytimes.com/news-event/times-siena-poll-coverage)

REGNO UNITO (DATA DA STABILIRE): VITTORIA SCHIACCIANTE PER I LABURISTI?

È probabile che anche i britannici vadano al voto per eleggere la nuova Camera dei Comuni a maggio, ottobre o novembre⁷. Dopo che la reputazione del partito conservatore al governo del Primo Ministro Rishi Sunak ha sofferto enormemente dopo il lungo caos della Brexit sotto Theresa May, i festini durante il lockdown sotto Boris Johnson e la crisi finanziaria evitata per un soffio sotto il Primo Ministro Liz Truss, in carica per un breve periodo, tutti i sondaggi degli ultimi due anni danno il partito laburista di Keir Starmer in vantaggio del 20% sui conservatori, che governano il Regno Unito dal 2010. Secondo la legge britannica che disciplina il voto a maggioranza, un divario di tale entità significherebbe una vittoria schiacciante per l'opposizione.

⁷Secondo le regole, le elezioni parlamentari a livello nazionale devono tenersi entro gennaio 2025. Sunak, che in qualità di Primo Ministro stabilisce la data delle elezioni, ha già fatto sapere di non voler aspettare fino all'ultimo minuto.

CONCLUSIONI

Il 2024 non solo indicherà la strada per lo sviluppo futuro dei numerosi conflitti che attualmente dominano gli affari mondiali. L'esito delle elezioni fornirà anche importanti indicazioni sullo stato della democrazia nel mondo. Per quanto riguarda i mercati finanziari globali, va notato che le elezioni politiche e i loro risultati possono spesso causare nervosismo e volatilità a breve termine, mentre gli studi accademici giungono generalmente alla conclusione che non vi è alcuna evidenza statistica di un'influenza significativa a lungo termine dei risultati elettorali sul potenziale di guadagno del mercato azionario in generale.

Megatrend significativi, quali la trasformazione dell'economia e della società verso la neutralità climatica, il cambiamento demografico in molti Paesi industrializzati occidentali e l'avanzamento della digitalizzazione, che ha acquisito ulteriore slancio grazie all'entusiasmo per l'IA, difficilmente saranno fermati dalle elezioni e dal loro esito. Tuttavia, ci saranno sempre settori il cui successo è strettamente legato alle decisioni politiche, soprattutto a causa della loro dipendenza da regolamentazione e sussidi. Questo vale, in particolare, per settori fortemente sovvenzionati, come le energie rinnovabili. Ad esempio, mentre l'amministrazione Biden ha inaugurato un'era di leadership riguardo al clima per gli Stati Uniti, un Presidente Trump probabilmente taglierebbe i sussidi per il clima a favore di una maggiore produzione di petrolio. Questo, però, non cambierebbe il fatto che le aziende devono prepararsi a un'economia neutrale dal punto di vista climatico, altrimenti rischiano di essere tagliate fuori, a lungo termine, dai concorrenti che vedono nella trasformazione un'opportunità di innovazione.

In tale contesto la diversificazione rimane uno dei principi d'investimento più semplici, ma anche più solidi, della nostra strategia d'investimento. Nel contempo riteniamo altamente probabile che le imprese di qualità elevata, con un modello di business funzionante, siano ben posizionate per continuare a sovraperformare nel 2024. Alcune opportunità potrebbero presentarsi, in particolare, se verranno meno le attuali incertezze legate alle elezioni. Questo aspetto potrebbe diventare particolarmente rilevante verso fine anno, dopo le elezioni americane.

Macro & Markets

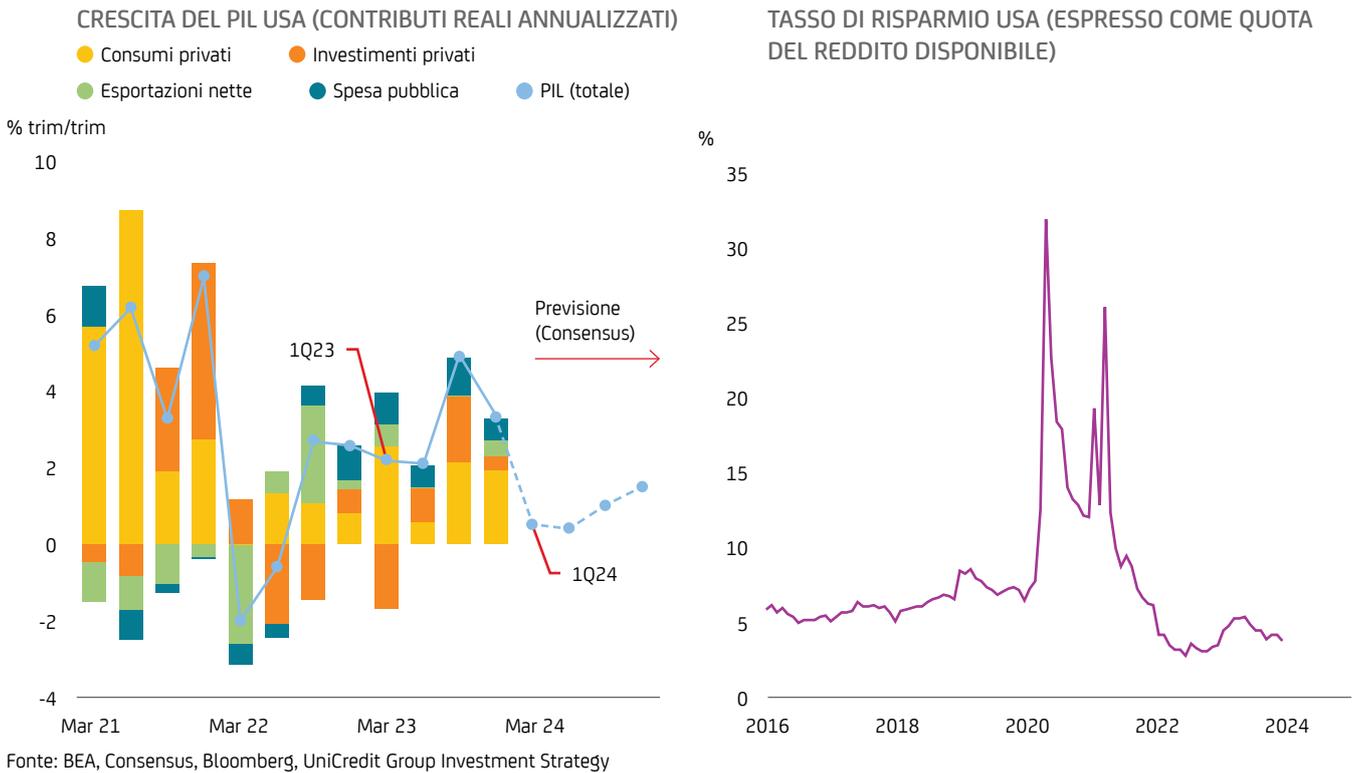
Prospettive di crescita: l'attività economica negli USA e nell'Eurozona si indebolisce, la Cina potrebbe raggiungere l'obiettivo di crescita

L'ECONOMIA STATUNITENSE CHIUDE IL 2023 CON UNA FORTE CRESCITA TRIMESTRALE, MA PROBABILMENTE NEL 2024 LA CONGIUNTURA SARÀ PIÙ DEBOLE

Di recente l'economia statunitense si è rivelata inaspettatamente solida: ha chiuso il quarto trimestre 2023 con un tasso annualizzato del 3,3%, dopo una crescita ancora più rapida appena inferiore al 5% nel trimestre precedente (cfr. grafico 2). Ancora una volta, i consumatori statunitensi hanno sorpreso con consumi privati elevati, che hanno rappresentato quasi i due terzi della crescita del PIL nel quarto trimestre. La spesa dei consumatori privati per i beni è aumentata persino di più di quella per i servizi. A consentirlo è stato soprattutto il forte aumento del reddito reale e, in misura minore, l'ulteriore lieve calo del tasso di risparmio (cfr. grafico 2). Tuttavia, prevediamo un rallentamento della crescita dei consumi nei prossimi trimestri, sulla scia della continua perdita di slancio del mercato del lavoro e del fatto che in questo scenario le famiglie tendono a risparmiare più di quanto consumano.

Sul fronte della politica monetaria, a gennaio la Federal Reserve statunitense ha lasciato invariati i tassi di interesse di riferimento al 5,50% (nella parte alta della fascia di oscillazione dei tassi), come previsto. Tuttavia, ci sono stati alcuni cambiamenti importanti nella visione e nella direzione della Fed. Ad esempio, la tendenza a inasprire la politica monetaria è stata abbandonata e sostituita da un atteggiamento più neutrale, poiché i rischi legati al conseguimento degli obiettivi della Fed (ossia la stabilità dei prezzi con un mercato del lavoro solido) ora sono ritenuti più temperati. Inoltre, la Fed si è espressa contro un eventuale taglio dei tassi nella prossima riunione di marzo, mantenendo però la flessibilità di agire in tal senso, dimostrata sottolineando ripetutamente la sua dipendenza dai dati. Non ci sono state delle vere e proprie novità in merito ai piani di rallentamento della riduzione del bilancio, a parte il fatto che se ne discuterà in dettaglio nella prossima riunione della Fed, a marzo. In generale, continuiamo a ritenere che probabilmente la Fed inizierà a tagliare i tassi a giugno. Prevediamo che quest'anno i tassi d'interesse subiranno un taglio complessivo di 125 punti base (pb), sulla scia di un ulteriore indebolimento della crescita del PIL e dell'inflazione, consentendo alla banca centrale di normalizzare ulteriormente i tassi.

2. L'ECONOMIA STATUNITENSE RESTA SOLIDA – I CONSUMI SONO IN CALO, MA CRESCERANNO ANCORA NEL 2024



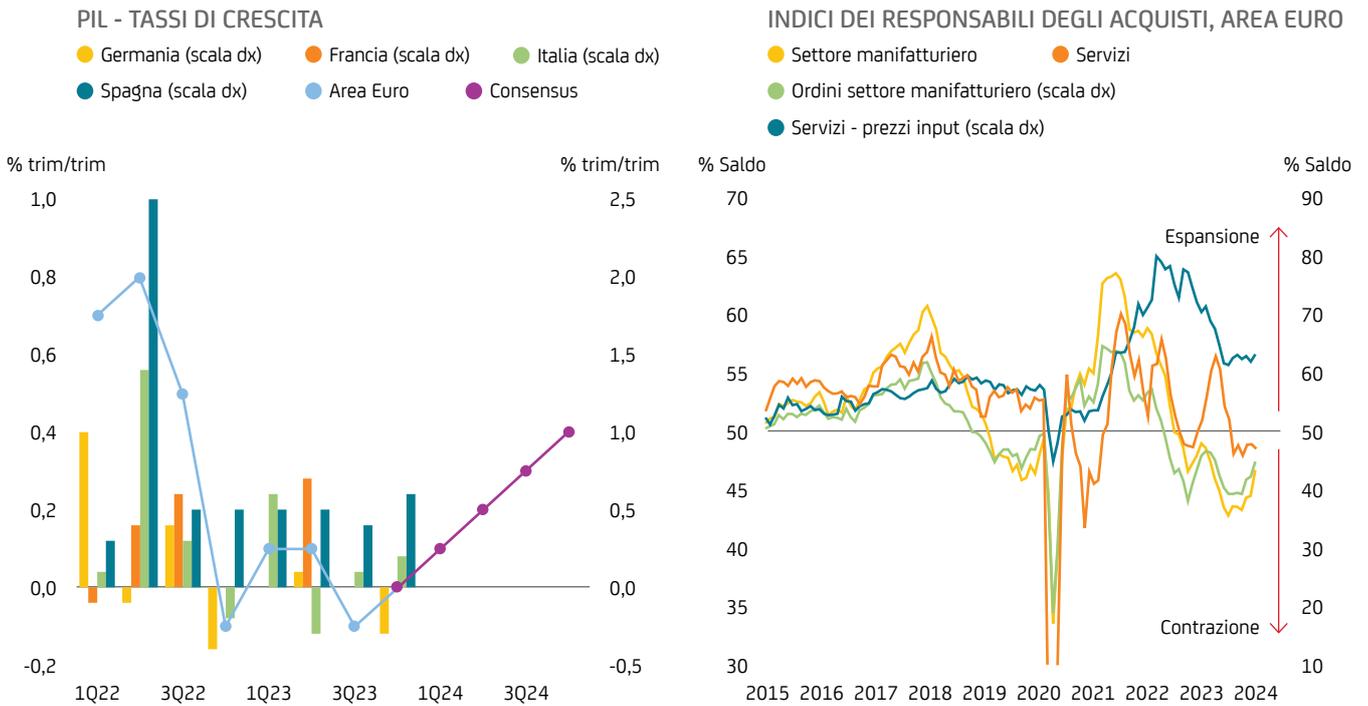
EUROZONA: L'ECONOMIA EVITA LA RECESSIONE (TECNICA) IN ATTESA UNA MODERATA RIPRESA ECONOMICA

In base ai dati più recenti, nell'ultimo trimestre del 2023 l'Eurozona ha risentito di una stagnazione del PIL. A livello nazionale, il rallentamento della crescita in Germania ha influito sull'intera regione (cfr. grafico 3). Tuttavia, questo calo è stato compensato dallo sviluppo in Italia, Spagna, Portogallo, Belgio e Austria. Inoltre da un'analisi dell'andamento economico del primo trimestre 2024 risulta una moderata ripresa dello slancio. Di recente gli indicatori anticipatori dell'Eurozona (indici dei responsabili degli acquisti di gennaio) sono leggermente migliorati, anche se sono ancora su livelli di contrazione (cfr. grafico 3). Questo miglioramento è il riflesso di una combinazione tra la continua stabilizzazione del settore manifatturiero (che sta toccando il minimo) e un ulteriore lieve calo dell'indice dei servizi. Sebbene l'attività economica sia a bassi livelli in tutti i settori, i primi segnali di ripresa dei nuovi ordini e della produzione nel settore manifatturiero sono incoraggianti. Un fattore di rischio temporaneo consiste nei ritardi nelle spedizioni dovuti all'instabilità nel Mar Rosso e agli attacchi degli Houthis. Questo si riflette anche in tempi di consegna più lunghi per i fornitori, ma al momento non vediamo alcun impatto negativo duraturo sul nostro scenario di base. Prevediamo quindi che l'attività economica proseguirà, portando anche a una lieve accelerazione della crescita economica dell'Eurozona nel primo trimestre 2024.

Per quanto riguarda la politica monetaria nell'Eurozona, all'ultima riunione di gennaio la BCE, come previsto, ha lasciato invariati i tassi di interesse di riferimento. Le informazioni disponibili dopo la riunione di dicembre hanno ampiamente confermato la valutazione della banca centrale sulle prospettive di inflazione di medio termine, il che significa che il Consiglio Direttivo della BCE intende aspettare prima di prendere ulteriori provvedimenti. Nel corso della conferenza stampa, la Presidente Lagarde ha confermato le dichiarazioni rilasciate al Forum economico di Davos sulle previsioni di un primo taglio dei tassi di interesse in estate. Tuttavia, gli attori dei mercati finanziari non sono sembrati molto convinti da questa dichiarazione. Insieme alle ultime dichiarazioni **accomodanti**⁸ di alcuni rappresentanti della BCE, questo sta alimentando l'aspettativa dei mercati di un primo taglio dei tassi di interesse nella riunione di aprile. Mentre le previsioni della BCE sulla crescita economica e sull'inflazione probabilmente saranno riviste al ribasso a marzo, il Consiglio Direttivo sembra intenzionato a non rischiare sull'inflazione e a mantenere alti i tassi di interesse, almeno fino a quando il mercato del lavoro rimarrà stabile. Continuiamo quindi a prevedere un primo taglio dei tassi a giugno, seguito da una riduzione graduale di 25 pb a trimestre fino a fine anno. Tuttavia, dato che finora i membri della BCE non hanno rilasciato dichiarazioni significative che attenuino le aspettative del mercato di un taglio anticipato dei tassi, questa eventualità (ad esempio di un primo taglio già nella riunione di aprile) non può essere del tutto esclusa.

⁸Si fa riferimento a dichiarazioni dei membri della banca centrale che auspicano una politica monetaria meno restrittiva.

3. LA CRESCITA NELL'EUROZONA RISTAGNA FINO ALLA FINE DEL 2023, IL MANIFATTURIERO RISALE DAL MINIMO

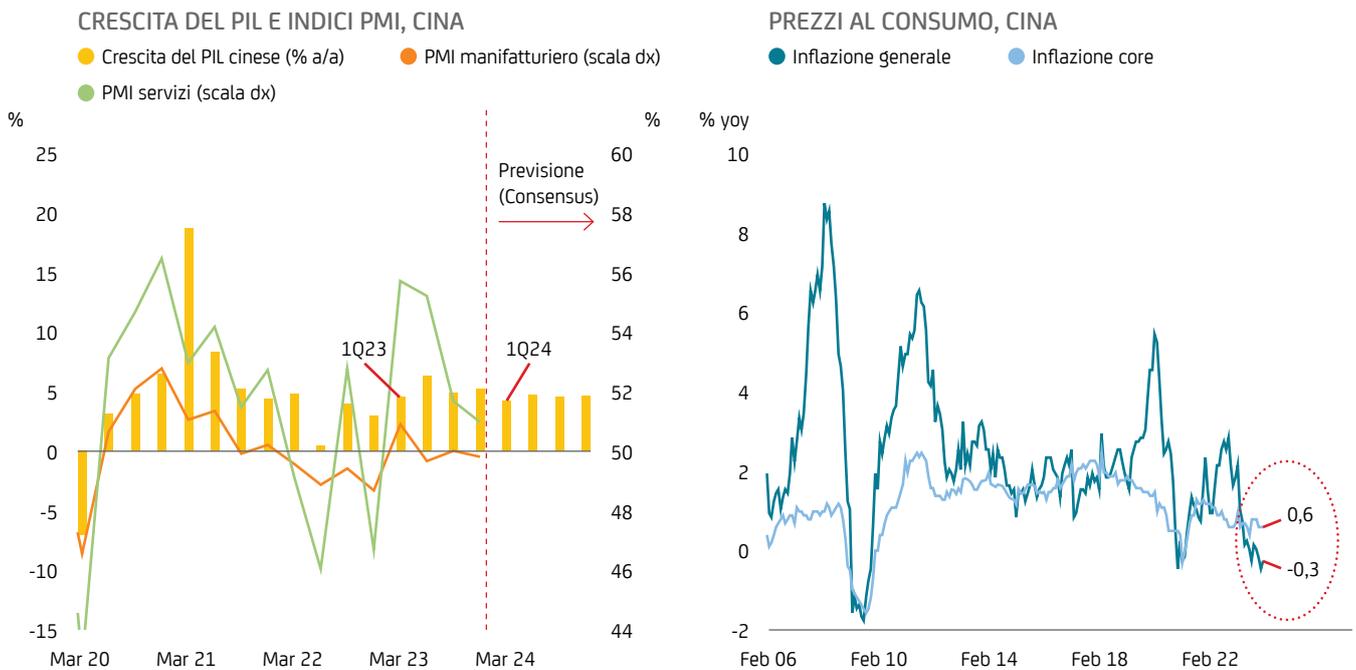


PER L'ECONOMIA CINESE QUESTO SARÀ UN DIFFICILE ANNO DI RIPRESA

Nel quarto trimestre l'economia cinese ha registrato performance migliori del previsto. Il PIL ha registrato una crescita del 5,2% rispetto all'anno precedente, il che corrisponde a un'accelerazione di 0,3 punti percentuali rispetto al terzo trimestre (cfr. grafico 4). Nonostante il calo della domanda dei consumatori registrato dopo la stagione turistica estiva, gli incentivi fiscali mirati per investimenti nelle infrastrutture e nel settore manifatturiero hanno in parte compensato questo fenomeno e sostenuto la crescita. Nel settore immobiliare, invece, non ci sono segnali di un'inversione di tendenza, anche se da agosto sono stati introdotti incentivi locali per l'acquisto di immobili residenziali e probabilmente gli sviluppatori immobiliari riceveranno un ulteriore sostegno finanziario.

Prevediamo un'accelerazione della crescita in Cina nel primo trimestre 2024, favorita dall'entrata in vigore delle misure di sostegno del governo a inizio anno. Inoltre, in genere i consumi aumentano durante il Capodanno cinese, e anche questo dovrebbe sostenere la crescita. Per l'intero 2024 prevediamo anche un ulteriore sostegno di politica fiscale e misure mirate per il settore immobiliare, a cui si aggiungeranno gli effetti dell'allentamento della politica monetaria. Nello scenario attuale, tuttavia, è piuttosto improbabile che gli incentivi basteranno ad accelerare la crescita rispetto all'anno precedente. Anche gli indicatori anticipatori (ad es. gli indici dei responsabili degli acquisti) segnalano un rallentamento della dinamica di crescita, mentre persiste la pressione deflazionistica (cfr. grafico 4). Finora il governo cinese ha reagito con una certa esitazione al rallentamento economico, temendo ulteriori errori di allocazione del capitale, ad esempio nel settore immobiliare. Continuiamo pertanto a prevedere misure di sostegno alla politica fiscale piuttosto contenute e più orientate all'industria che ai consumi, il che significa che il rischio di una spirale debito-deflazione rimane.

4. LA CRESCITA DEL PIL CINESE A FINE ANNO È SOLIDA MA LA DINAMICA È DEBOLE – SERVONO ULTERIORI INCENTIVI



MERCATI FINANZIARI: I DATI ECONOMICI MIGLIORI FAVORISCONO GLI ASSET DI RISCHIO

Dopo il forte rally del quarto trimestre 2023, a gennaio le performance delle varie asset class sono state contrastanti. I solidi dati sulla crescita, associati alla resistenza di alcune banche centrali alle prospettive accomodanti del mercato sui tagli dei tassi nel prossimo futuro, hanno creato un contesto meno favorevole alle obbligazioni. Al contrario, gli asset di rischio sono stati favoriti dai dati economici, che hanno alimentato le speranze di un “soft landing” negli Stati Uniti e di un “hard landing” evitato nell’Eurozona. Questo ottimismo è stato leggermente smorzato verso fine mese, quando le due banche centrali principali, la Fed e la BCE, hanno adottato un tono meno accomodante durante le riunioni di gennaio.

A metà gennaio, negli Stati Uniti l’indice S&P 500 ha toccato un nuovo massimo storico, mentre l’ottimismo per un eventuale “soft landing” ha continuato a sostenere il rally dei **“Magnifici sette”**⁹. Da una serie di dati pubblicati emerge che l’economia statunitense rimarrà resiliente. Dopo un buon inizio, l’indice S&P 500 ha chiuso il mese leggermente più debole, poiché il tono aggressivo della Fed alla riunione di fine mese è stato accolto con cautela dai mercati finanziari. Ciononostante, a gennaio l’indice ha registrato una performance eccezionale, attestandosi appena sotto il 4%. Nel mese in esame anche l’indice EuroStoxx 50 ha registrato una performance positiva (appena inferiore al 3%), anche grazie al miglioramento degli indici dei responsabili degli acquisti.

⁹Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia e Tesla.

Sul fronte obbligazionario, la previsione di imminenti tagli dei tassi di interesse nel primo trimestre 2024 ha causato perdite per i titoli di Stato, che hanno dovuto cedere parte dei guadagni dell’anno precedente. A gennaio i rendimenti dei decennali USA sono aumentati di 10 pb, mentre quelli dei titoli di Stato tedeschi a 10 anni hanno guadagnato poco meno di 20 pb. L’euro ha perso circa il 2% di valore rispetto al dollaro USA. I prezzi del petrolio sono aumentati in seguito all’escalation delle tensioni in Medio Oriente e alle interruzioni del trasporto marittimo attraverso il Canale di Suez, causando un aumento del Brent di poco meno dell’1,5% nel corso del mese. Il prezzo dell’oro non è riuscito a beneficiare del suo status di bene rifugio a causa dell’aumento dei rendimenti ed è sceso di circa il 2% nello stesso periodo.

Asset Allocation dei nostri portafogli in gestione

Rimaniamo difensivi

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 ¹)	○	○	●
		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)	○	●	○
	Materie prime	Obbligazioni Mercati Emergenti (valuta locale)	○	○	●
		Petrolio	○	●	○
		Oro	○	●	○

¹MS=Mercati sviluppati (Australia, Giappone, Hong Kong, Nuova Zelanda, Singapore)

UniCredit Group Investment Strategy – Asset Allocation

NEUTRALI SULLE AZIONI GLOBALI

Supportate dalla convinzione degli investitori che la recessione sarà evitata e che le banche centrali inizieranno il loro ciclo di allentamento entro la metà del 2024.

NEUTRALI AZIONI EUROPA

L'economia sta ristagnando, ma finora ha evitato la recessione. 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 da uno scenario macroeconomico "Goldilocks" di crescita superiore al trend e inflazione in calo, ma le valutazioni sono elevate e il peso delle megacaps nell'indice S&P500 è estremo.

NEUTRALI AZIONI DEI MERCATI EMERGENTI

Restiamo cauti sulle azioni cinesi, visto il rallentamento strutturale dell'economia e l'assenza di segnali di inversione di tendenza nel settore immobiliare. Tuttavia, le valutazioni sono a buon mercato e potrebbe verificarsi un limitato recupero in caso di rafforzamento dei pacchetti di sostegno fiscale e monetario. In America Latina, siamo positivi sul Brasile grazie alle aspettative di taglio dei tassi, dato che l'inflazione è in calo, mentre il Messico beneficia degli investimenti produttivi in uscita dalla Cina. 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 – con la Bank of Japan attesa rimanere espansiva nel breve – è un fattore positivo 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. Nonostante le recenti performance, le valutazioni dei titoli azionari non sono costose.

SOVRAPPESO SULLE OBBLIGAZIONI GLOBALI

Presentano un interessante profilo rischio-rendimento dati i loro rendimenti attuali. Il raffreddamento dell'inflazione e l'attesa di riduzione dei tassi delle banche centrali entro la metà del 2024 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, specialmente quelli delle obbligazioni di qualità inferiore, non scontano pienamente un eventuale rallentamento delle economie. Inoltre, queste ultime non sono sufficientemente liquide.

NEUTRALI SUI TITOLI DI STATO UEM

La debolezza dell'economia dell'Eurozona, il raffreddamento dell'inflazione e l'aspettativa di un taglio dei tassi da parte della BCE entro la metà del 2024 ci inducono a mantenere una view 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 entro la 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

Rendimenti attraenti. Beneficiano delle aspettative di allentamento della Fed entro metà 2024 e di 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 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 entro la 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

Le migliori condizioni di offerta, grazie al boom produttivo del Nord America, e la debolezza della domanda stanno pesando sui prezzi del petrolio. Questi ultimi beneficiano però nel breve delle tensioni geopolitiche nel Medio Oriente.

NEUTRALI SULL'ORO

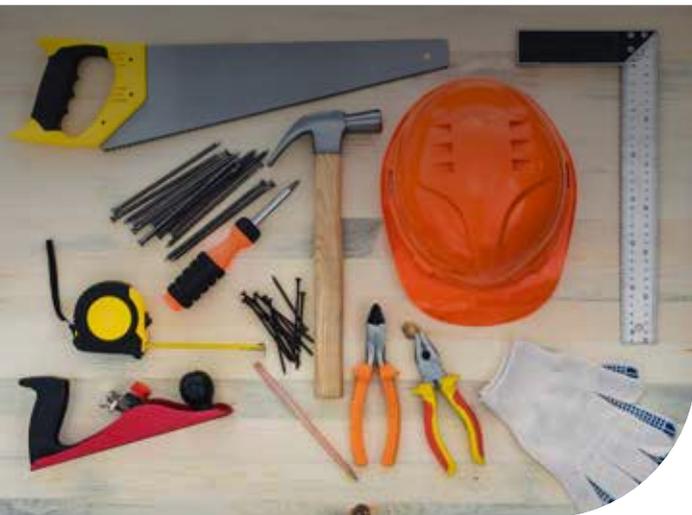
Sostenuto dalle aspettative di riduzione dei tassi di interesse e dall'indebolimento del dollaro USA.

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 riduzione dei tassi anche da parte delle altre principali banche centrali limiteranno il downside dell'USD.

Come investire

Idee di investimento nello scenario attuale



INVESTIMENTI AZIONARI

LA NOSTRA IDEA: AZIONARIO GIAPPONESE

Il Giappone è stato a lungo un mercato poco attraente per gli investitori globali, con una crescita stagnante, tassi d'interesse negativi, poca attenzione agli azionisti e migliori opportunità in altre regioni dell'Asia ed è stato spesso preso in considerazione esclusivamente come mossa tattica in fasi di indebolimento dello yen.

Tuttavia, nel 2023, la narrativa è cambiata rapidamente grazie alle riforme nella corporate governance e al passaggio dalla deflazione a una fase di moderata inflazione. L'MSCI Japan è aumentato del 26% in valuta locale l'anno scorso, con contribuzione positiva da parte di tutti i settori.

A dicembre 2023, il 35% delle società giapponesi scambiava ad un rapporto price-to-book inferiore ad 1x rispetto all'1% negli Stati Uniti, riflettendo la scarsa attenzione da parte delle stesse alla creazione di valore. La Borsa di Tokyo (TSE) è pertanto intervenuta chiedendo loro di presentare piani per migliorare l'impiego del capitale e minacciando il delisting in caso di mancata risposta. Nel gennaio 2024, il TSE ha inoltre annunciato l'intenzione di pubblicare un elenco di società che hanno dettagliato le attività identificate per muoversi nella direzione indicata e di fornire aggiornamenti mensili per garantire la massima trasparenza.

Il secondo punto di svolta, il passaggio dalla deflazione all'inflazione, è giunto dopo una decade di politiche fiscali e monetarie mirate al rilancio dell'economia del paese. Nel 2023 La Bank of Japan (BoJ) ha finalmente avviato il processo di normalizzazione della politica monetaria allentando il controllo della curva dei rendimenti. Nell'aprile del 2024 dovrebbe far seguito il primo incremento dei tassi di interesse, una volta trovata conferma della solidità del ciclo di aumento dei salari e dei prezzi dei servizi. La nuova era inflazionistica ha sostenuto l'espansione dei margini delle società giapponesi, comprese le banche, il cui indice è aumentato del 26% nel 2023.

Tali cambiamenti hanno attirato 6.3 trilioni di yen (43.4 miliardi di dollari) di afflussi esteri nel 2023, in parte anche dovuti ai deflussi dalla Cina. Nel 2024, si prevede che gli investitori stranieri continueranno ad incrementare la loro esposizione alle azioni giapponesi, mentre gli investitori locali saranno incentivati dal nuovo Nippon Individual Savings Account (NISA), un programma esentasse per investimenti azionari riservato ai singoli individui e che mira a trasformare trilioni di yen conservati tradizionalmente in liquidità e depositi bancari.

Riteniamo che la modernizzazione del sistema societario giapponese, la spinta all'affermazione di una cultura all'azionariato e il ritorno all'inflazione, seppur contenuta, siano le principali fonti di crescita degli utili delle società giapponesi, rendendo tale mercato una soluzione interessante per gli investitori che desiderano diversificare la loro esposizione geografica.

INVESTIMENTI OBBLIGAZIONARI

LA NOSTRA IDEA: OBBLIGAZIONI CORPORATE DI ALTA QUALITÀ

Dopo un 2023 estremamente positivo, grazie alla marcata discesa dei tassi tra novembre e dicembre, le prospettive per il mercato del reddito fisso, soprattutto per le obbligazioni societarie di alta qualità, rimangono interessanti anche quest'anno.

Per il 2024 UniCredit Research prevede infatti una lieve ripresa dell'economia dell'Eurozona, dopo la stagnazione della crescita nella seconda metà dello scorso anno, e un significativo calo dell'inflazione.

La stabilizzazione della crescita, un'inflazione più contenuta e la prevista fine del ciclo di rialzi dei tassi da parte delle banche centrali creano un contesto ideale per le obbligazioni societarie di alta qualità e l'asset class, in termini di rapporto rischio/rendimento, presenta ancora un profilo interessante, combinando solidi fondamentali di credito e buoni rendimenti (ad esempio, al 25/01/2024, il segmento Euro IG ad alto rating presenta un rendimento del 3,76%, con una duration di 4,45).

In prospettiva, i fondamentali delle società IG dovrebbero rimanere forti grazie a bilanci sani, utili migliori del previsto, saldi di cassa positivi e bassi livelli di leva finanziaria rispetto alle medie di lungo periodo.

Inoltre, lo scenario tecnico rimarrà favorevole. In particolare, l'offerta netta dovrebbe rimanere bassa, grazie alle eccellenti posizioni di liquidità delle società, alle limitate attività di "fusione e acquisizione" e alle prudenti politiche finanziarie perseguite dalle aziende. Per contro, i flussi in entrata nell'asset class dovrebbero rimanere sostenuti, contenendo l'eventuale rischio di un allargamento degli spread.

Anche per gli investitori con un profilo di rischio molto cauto, l'universo del credito IG rappresenta una buona opportunità. Il segmento 1-3 anni ha un rendimento a scadenza del 3,84% (dati al 25/01/2024) con un'esposizione molto bassa alla volatilità dei tassi d'interesse (duration a 1,9).

Tuttavia, per il 2024 non ci attendiamo gli stessi ritorni registrati lo scorso anno. La strategia premierà il "carry trade" piuttosto che un ulteriore restringimento degli spread rispetto ai titoli governativi. Ci attendiamo infatti un aumento dei fallimenti societari, sebbene in misura contenuta, con un tasso di default che dovrebbe rimanere ben al di sotto del 4%. In prospettiva, l'aumento dei costi degli interessi inciderà sui bilanci. 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 margine di interesse, 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.

Nel corso del 2024 dovrebbero migliorare anche le prospettive per il comparto degli Emerging Market bond. I livelli di rendimento offerti dall'asset class, vicino all'8% (indice JPMorgan Embi Plus, dati al 25/01/2024) permettono di avere un ampio "paracadute" in caso di volatilità dei tassi e di un eventuale allargamento dei loro spread rispetto ai Treasuries USA. Inoltre, storicamente l'asset class ha registrato ritorni positivi una volta che la FED ha raggiunto il picco dei tassi e le attese del mercato si orientano per una successiva politica monetaria più accomodante.

Negli ultimi due anni i bond dei paesi emergenti hanno sofferto un forte deflusso di capitali a causa del mercato rialzo dei tassi ufficiali, ma il quadro tecnico dovrebbe migliorare nella seconda metà dell'anno con gli attesi tagli dei tassi da parte della banca centrale americana. A livello locale molte banche centrali dei mercati emergenti hanno già iniziato a tagliare i tassi e si prevedono ulteriori riduzioni nel 2024.

Tuttavia, visto le numerose incognite dell'attuale contesto (tensioni geopolitiche, ammontare elevato del debito per molti paesi, appuntamenti elettorali ecc.), la selezione degli emittenti e la diversificazione tra paesi e società saranno i fattori fondamentali per ottenere un ritorno positivo a fine anno.

ANDAMENTO DEI PRINCIPALI INDICATORI FINANZIARI

Da	31.01.23	31.01.19	31.01.20	31.01.21	31.01.22	31.01.23	31.01.19	01.01.24
A	31.01.24	31.01.20	31.01.21	31.01.22	31.01.23	31.01.24	31.01.24	31.01.24
Indici azionari (andamento, in %)								
MSCI Globale (in USD)	17,6	18,4	14,6	17,0	-7,0	17,6	77,4	1,2
MSCI Mercati Emergenti (in USD)	-2,5	4,2	27,1	-6,9	-11,7	-2,5	8,4	-4,6
MSCI USA (in USD)	21,1	21,9	17,9	20,9	-9,0	21,1	96,6	1,6
MSCI Europa (in EUR)	10,9	18,0	-3,4	22,7	0,5	10,9	57,8	1,6
MSCI AC Asia Pacifico (in USD)	1,9	8,9	26,0	-7,4	-6,3	1,9	23,0	-1,7
STOXX Europe 600 (in EUR)	10,8	18,6	-2,1	21,6	-0,3	10,8	57,8	1,5
DAX 40 (Germania, in EUR)	11,7	16,2	2,1	15,2	-2,2	11,7	51,2	0,9
MSCI Italia (in EUR)	23,0	20,1	-10,2	27,7	3,8	23,0	79,5	2,1
ATX (Austria, in EUR)	7,3	6,9	-4,8	37,6	-8,6	7,3	37,9	0,6
SMI (Svizzera, in CHF)	3,6	22,5	2,0	18,8	-5,1	3,6	47,6	1,8
S&P 500 (USA, in USD)	20,8	21,7	15,2	23,3	-8,2	20,8	96,8	1,7
Nikkei (Giappone, in JPY)	35,6	14,1	22,7	-0,8	3,5	35,6	95,1	8,4
CSI 300 (Cina, in Yuan)	-20,7	27,9	36,5	-13,2	-6,8	-20,7	13,1	-6,3
Indici Obbligazionari (andamento, in %)								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	0,0	12,6	7,1	-3,2	-12,2	0,0	2,8	-0,3
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA, in USD)	1,1	9,2	4,5	-3,1	-8,9	1,1	2,0	-0,2
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	4,7	14,8	6,1	-2,8	-9,2	4,7	13,0	0,2
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	3,8	6,4	1,3	-4,4	-17,1	3,8	-11,4	-0,6
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	4,1	8,2	2,0	-3,9	-15,6	4,1	-6,8	-0,6
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	6,0	6,4	1,5	-2,3	-11,1	6,0	-0,4	0,1
Rendimenti Obbligazionari (espressi in punti base = 0,01%)								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	42	-112	-46	69	175	42	125	8
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA, in USD)	27	-107	-86	90	228	27	149	2
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	13	-136	-76	89	226	13	110	2
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	-12	-58	-11	52	227	-12	200	13
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-11	-80	-19	51	241	-11	181	12
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-40	-94	-13	61	294	-40	205	5
Spread sulle Obbligazioni governative (credit spread, espresso in punti base)								
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA US Corporate Master)	-23	-29	-4	8	15	-23	-37	-2
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA US High Yield)	-71	-34	-16	-16	67	-71	-77	25
Obbligazioni Governative area Euro (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-12	-32	0	15	34	-12	2	-4
Obbligazioni Governative area Euro (ICE BofA Euro High Yield)	-56	-114	7	24	74	-56	-71	-10
Tassi di interesse del mercato monetario (espressi in punti base)								
Libor (USD, 3 mesi)	76	-99	-156	11	450	76	284	-2
Euribor (EUR, 3 mesi)	139	-9	-15	0	306	139	421	0
Tasso di Cambio con Euro (variazione in %)								
Dollaro USA (EUR-USD)	0,0	-3,8	10,0	-8,1	-2,9	0,0	-5,2	-1,9
Sterlina Inglese (EUR-GBP)	-3,0	-3,9	5,0	-5,9	5,9	-3,0	-2,2	-1,7
Franco Svizzero (EUR-SFR)	-6,8	-6,3	1,0	-3,6	-3,6	-6,8	-18,0	1,0
Yen Giapponese (EUR-JPY)	13,4	-3,6	5,9	1,4	9,7	13,4	28,1	2,5
Materie Prime (variazione in %)								
Commodity Index (GSCI, in USD)	5,7	19,0	13,3	-3,6	7,3	5,7	48,5	-0,7
Metalli Industriali (GSCI, in USD)	-15,2	-10,3	27,3	33,3	-4,1	-15,2	24,4	-1,6
Oro (in USD per oncia fine)	6,2	20,0	17,4	-3,3	7,3	6,2	56,2	-0,8
Petrolio (Brent, in USD al barile)	-3,7	-6,5	-4,8	63,3	-6,9	-3,7	31,5	5,5

Nota: i valori passati e le previsioni non sono un indicatore affidabile delle performance future. Gli indici non possono essere acquistati e quindi i rendimenti non includono i costi degli strumenti. Quando si investe in titoli, vengono sostenuti costi che riducono la performance. Il rendimento degli investimenti in valute estere può anche aumentare o diminuire a causa delle fluttuazioni valutarie. Fonte: Refinitiv Datastream. Dati al 31.01.2024.

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. Le informazioni fornite non sono da intendere come ricerca in materia di investimenti o come analisi finanziaria dal momento che, oltre a non avere i contenuti, non sono state preparate conformemente ai requisiti giuridici volti a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e non sono soggette ad alcun divieto che proibisca le negoziazioni prima della diffusione della ricerca in materia di investimenti.

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. Investire comporta dei rischi. Prima di qualunque investimento, prendere attenta visione della documentazione d'offerta relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.

Si evidenzia inoltre che:

1. Le informazioni relative ai risultati passati di uno strumento finanziario, di un indice o di un servizio di investimento non sono indicative di risultati futuri.
2. Se l'investimento è denominato in una divisa diversa dalla divisa dell'investitore il valore dell'investimento può subire delle forti oscillazioni in funzione delle variazioni dei tassi di cambio e avere un effetto indesiderato sulla redditività dell'investimento.
3. Investimenti che offrono alti rendimenti possono subire delle forti oscillazioni in termini di prezzo a seguito di eventuali declassamenti del merito di credito. In caso di fallimento dell'emittente l'investitore può perdere l'intero capitale.
4. Investimenti ad alta volatilità possono essere soggetti ad improvvise e notevoli diminuzioni di valore, potendo generare rilevanti perdite al momento della vendita fino all'intero capitale investito.
5. In presenza di eventi straordinari può essere difficile per l'investitore vendere o liquidare taluni investimenti o ottenere informazioni attendibili sul loro valore.
6. Se le informazioni si riferiscono a uno specifico trattamento fiscale, si evidenzia che il trattamento fiscale dipende dalla situazione individuale del cliente e può essere soggetto a modifiche in futuro.
7. Se le informazioni si riferiscono a risultati futuri, si evidenzia che esse non costituiscono un indicatore affidabile di tali risultati.
8. La diversificazione non garantisce un profitto né protegge da perdite.

Il Gruppo UniCredit non potrà in alcun modo essere ritenuto responsabile per fatti e/o danni che possano derivare a chiunque dall'utilizzo del presente documento, tra cui, a mero titolo esemplificativo, danni per perdite, mancato guadagno o risparmio non realizzato.

I contenuti della pubblicazione – comprensivi di dati, notizie, informazioni, immagini, grafici, disegni, marchi e nomi a dominio – sono di proprietà 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 31 gennaio 2024.



UniCredit SpA
Client Solutions



Indirizzo
Piazza Gae Aulenti, 3
20124 Milano



Online
unicreditgroup.eu/clientsolutions