



Il tempo scorre

Group Investment Strategy

## Monthly Outlook

Giugno 2023

# Indice

SOMMARIO	3
LA LETTERA DEI CIO	4
IN EVIDENZA	6
MACRO & MARKETS	9
ASSET ALLOCATION DEI NOSTRI PORTAFOGLI IN GESTIONE	13
COME INVESTIRE	15



# Sommario

Il tempo scorre



## AGGIORNAMENTO MACROECONOMICO

Negli Stati Uniti l'attenzione è catalizzata dal dibattito politico sulla necessità di innalzare il tetto massimo legalmente consentito del debito federale. Il Segretario al Tesoro statunitense Janet Yellen ha ripetuto a maggio gli avvertimenti lanciati dall'inizio dell'anno, ovvero che il governo degli Stati Uniti potrebbe andare incontro a un default già a inizio giugno. Nonostante lo stallo politico, riteniamo molto improbabile che il mancato aumento o sospensione del limite del debito porti a un default sui titoli di Stato statunitensi. Tuttavia, un compromesso dell'ultimo minuto peserebbe probabilmente sul sentiment e provocherebbe grande volatilità sui mercati finanziari nel breve termine.

L'Eurozona ha evitato una recessione durante i mesi invernali. Tuttavia, l'economia è cresciuta solo debolmente nel primo trimestre, con un incremento del PIL reale dello 0,1% rispetto ai tre mesi precedenti. Per l'anno in corso in Europa e Stati Uniti sono previsti tassi di crescita compresi tra 0,5% e 1%, che dovrebbero accelerare fino all'1-2% nei prossimi anni. Su base trimestrale il consenso stima per gli Stati Uniti una leggera contrazione nel secondo semestre 2023, ma l'entità di tale flessione non dovrebbe essere di particolare rilievo.

La crescita del PIL cinese aveva recuperato significativamente a inizio anno, ma, anche se prevediamo un aumento intorno al 5% quest'anno, permangono alcuni fattori negativi da monitorare con attenzione. Tra questi spicca il settore immobiliare, che è fondamentale in quanto rappresenta quasi un terzo del PIL cinese e al momento continua ad attraversare una fase di debolezza.



## INFLAZIONE E POLITICA MONETARIA

Nel mese di aprile l'economia statunitense ha registrato un robusto incremento di nuovi posti di lavoro e un aumento delle retribuzioni orarie medie. Questi dati indicano che è probabile che la Fed mantenga la sua politica monetaria restrittiva nel secondo semestre dell'anno. Anche la persistente inflazione dei prezzi al consumo supporta tale previsione. Come previsto, nell'ultima riunione la Federal Reserve americana ha aumentato il tasso di interesse di riferimento di 25 punti base al 5,25% (nella fascia alta). Ha, inoltre, segnalato di non avere intenzione di stringere ulteriormente la politica monetaria a giugno, a meno che i dati in arrivo non diano chiare indicazioni in senso contrario.

Nell'Eurozona l'inflazione è salita leggermente al 7,0% ad aprile, principalmente a causa della crescita dei prezzi dell'energia. Questi effetti dovrebbero, però, invertirsi a partire da maggio, a causa del rallentamento della crescita dei costi dell'energia e dei prezzi dei prodotti alimentari. L'indebolimento della dinamica inflazionistica dell'indice core ha consentito alla BCE di rallentare il ritmo dei rialzi dei tassi a 25 punti base nella riunione di maggio, aumentando il tasso sui depositi al 3,25%. La banca centrale ha, tuttavia, segnalato che ci saranno ulteriori rialzi dei tassi, anche se le prospettive di tali aumenti sembrano piuttosto vaghe. Continuiamo a prevedere che ci saranno altri due aumenti di 25 punti base ciascuno, rispettivamente a giugno e luglio.



## MERCATI FINANZIARI

Nelle ultime settimane i mercati dei capitali si sono dimostrati sorprendentemente robusti: di recente le azioni europee (misurate dall'indice MSCI Europe) hanno raggiunto un nuovo picco per l'anno e anche il massimo storico registrato a inizio 2022 è vicino.

I fattori di rischio, tuttavia, determinano una certa vulnerabilità degli investimenti rischiosi, soprattutto per le azioni con le valutazioni più elevate, come nel mercato statunitense. Le azioni europee mostrano minore vulnerabilità in termini di valutazioni, ma le opportunità di crescita degli utili aziendali statunitensi sembrano più elevate. Considerando complessivamente tutti i fattori, una strategia d'investimento prudente con un posizionamento azionario neutrale appare al momento la più adatta, a nostro avviso. Alla luce dell'aumento dei rendimenti, tuttavia, anche gli investimenti in obbligazioni sono piuttosto interessanti.



# La lettera dei CIO

Il tempo scorre

Le discussioni in corso al momento tra gli attori di mercato ruotano intorno a una serie di rischi. Tra questi spiccano la necessità di innalzare il tetto del debito negli Stati Uniti, i rischi di recessione dovuti al forte rialzo dei tassi di interesse (per gli Stati Uniti, in particolare, la probabilità di recessione è concreta), l'inflazione persistentemente elevata, ma anche i fattori geopolitici.

Nonostante questi fattori di rischio, nelle ultime settimane i mercati dei capitali si sono dimostrati sorprendentemente robusti: di recente le azioni europee (misurate dall'indice MSCI Europe) hanno raggiunto un nuovo massimo per l'anno e anche il massimo storico registrato a inizio 2022 è vicino. Come si può inquadrare tale forza del mercato dei capitali nonostante la presenza di fattori di rischio a tutti i livelli? I mercati stanno forse trascurando rischi significativi in questo momento?

Questi timori non possono essere ignorati. L'analisi di singoli segmenti di mercato che reagiscono in modo molto specifico a determinati fattori di rischio può certamente aiutare a individuare le ripercussioni dei rischi. Citiamo, solo per fare un esempio, le distorsioni originate dal tetto del debito negli Stati Uniti sul mercato monetario USA. Il segretario al Tesoro americano Janet Yellen ha di recente avvertito che le misure straordinarie utilizzate dall'inizio dell'anno per mantenere il governo solvibile potrebbero esaurirsi già dal 1 giugno. I Treasury Bill, ovvero i titoli del mercato monetario emessi dal governo federale degli Stati Uniti, in scadenza entro il 30 maggio mostrano rendimenti significativamente inferiori rispetto a quelli che scadono due giorni dopo, cioè il 1° giugno. Questo significativo balzo dei rendimenti costituisce un premio per il rischio di ritardi o interruzioni dei pagamenti in quel giorno potenzialmente così importante. Tuttavia, la curva dei rendimenti mostra anche che la questione dell'innalzamento del tetto del debito statunitense dovrebbe essere un problema temporaneo, perché per scadenze più lunghe i rendimenti dei titoli corrispondenti tornano a diminuire.

Ciò dimostra che i mercati sono ben consapevoli dei rischi, ma stanno ovviamente guardando oltre le possibili distorsioni temporanee. Uno sguardo alle stime di consenso per la crescita dell'economia e degli utili delle imprese fa capire perché ciò accade.

Sebbene non sia prevista una ripresa dinamica della crescita economica in Europa e negli Stati Uniti né per l'anno in corso, né per i prossimi due anni, non è nemmeno all'ordine del giorno un sostanziale raffreddamento dell'economia. Per l'anno in corso per Europa e Stati Uniti sono previsti tassi di crescita compresi tra 0,5% e 1%, che dovrebbero accelerare fino all'1-2% nei prossimi anni. Su base trimestrale il consenso stima per gli Stati Uniti una leggera contrazione nel secondo semestre 2023, ma l'entità di tale flessione non dovrebbe essere di particolare rilievo.

Le aspettative per gli utili sui mercati azionari riflettono questa visione. Gli utili delle società inserite nei principali indici azionari europei e statunitensi dovrebbero muoversi lateralmente, mantenendosi peraltro in questo modo al livello relativamente elevato dello scorso anno. Nei prossimi due anni dovrebbe poi ripartire la crescita degli utili, nell'ordine del 6-7% in Europa e del 9-10% negli Stati Uniti. Inoltre, la fase di revisioni negative degli utili (cioè la riduzione delle attuali previsioni di utile da parte degli analisti) sembra terminata e in alcuni casi già si tornano a vedere revisioni positive.

Un altro fattore importante per la valutazione sui mercati è l'andamento dell'inflazione e la politica monetaria delle banche centrali. Le dinamiche inflazionistiche stanno raffreddandosi, ma non così rapidamente come si sperava qualche mese fa. Tuttavia, è probabile che Federal Reserve (Fed) e Banca Centrale Europea (BCE) raggiungano il loro obiettivo di inflazione del 2% in un orizzonte

temporale di uno o due anni. La Fed sembra aver già raggiunto il picco del ciclo di rialzo dei tassi e la BCE è prossima ad arrivarci. Nell'Eurozona ci saranno probabilmente ancora uno o due rialzi dei tassi dello 0,25% ciascuno, a giugno e forse anche a luglio. Dopo il raggiungimento – a breve – del picco del ciclo di rialzo dei tassi di interesse, i mercati finanziari puntano sempre più l'attenzione su quando le banche centrali torneranno, o dovranno tornare, ad abbassare i tassi di interesse. Secondo le nostre aspettative ciò non avverrà così rapidamente come spera il mercato. Potremmo anche dire: speriamo che la Fed e la BCE non debbano abbassare i loro tassi di interesse troppo presto, perché, se consideriamo che l'inflazione è in calo ma resta ancora troppo elevata, tagli dei tassi di interesse probabilmente si concretizzeranno solo nel caso di andamenti economici piuttosto sfavorevoli (recessione).

I fattori di rischio, tuttavia, determinano una certa vulnerabilità degli investimenti rischiosi, soprattutto per le azioni con le valutazioni più elevate, come nel mercato statunitense. Da un lato, valutazioni elevate riducono il potenziale di apprezzamento delle quotazioni a breve termine, poiché un contributo all'aumento dei prezzi è meno probabile in presenza di una valutazione più alta. D'altro canto, tali valutazioni aumentano il rischio di una battuta d'arresto in caso di crisi. Le azioni europee mostrano minore vulnerabilità in termini di valutazioni, ma le opportunità di crescita degli utili aziendali statunitensi sembrano più elevate. Considerando complessivamente tutti i fattori, una strategia d'investimento prudente con un coefficiente azionario neutrale appare al momento la più adatta, a nostro avviso. Alla luce dell'aumento dei rendimenti, tuttavia, anche gli investimenti in obbligazioni sono piuttosto interessanti. Per gli investimenti nel mercato obbligazionario in dollari USA, la parte corta della curva appare attraente per effetto della massiccia inversione della curva dei rendimenti (i rendimenti a breve sono significativamente più elevati dei rendimenti a lungo termine).

Nel complesso, nonostante una strategia d'investimento un po' più cauta nel breve termine, non è necessario preoccuparsi troppo. Battute d'arresto di investimenti con un profilo interessante possono sicuramente essere utilizzate per ulteriori acquisti. Tuttavia, si dovrebbero progettare anche investimenti tattici path-dependent, ovvero operare in funzione del percorso compiuto. Pertanto, forti movimenti dei prezzi a breve termine, soprattutto nel contesto della prova di forza sul debito statunitense, possono generare opportunità di manovre tattiche, quali prese di profitto.

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

**PHILIP GISKDAKIS**, *Chief Investment Officer Germany, UniCredit Bank AG (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

Si inasprisce la disputa sull'innalzamento del tetto del debito pubblico statunitense

Malgrado gli scossoni in alcune banche regionali statunitensi, i rialzi dei tassi d'interesse e il rallentamento economico su entrambe le sponde dell'Atlantico, i segnali provenienti finora dai mercati finanziari globali nel 2023 indicano una ripresa. Mentre l'umore, soprattutto in Europa, è decisamente migliorato, l'aumento del tetto massimo consentito per legge **per il debito federale degli Stati Uniti**<sup>1</sup> sta catalizzando sempre più l'attenzione degli investitori come rischio di mercato. Il mancato raggiungimento in tempo utile di un accordo tra Repubblicani e Democratici non solo causerebbe nuove turbolenze sui mercati finanziari, ma potrebbe anche avere conseguenze economiche tangibili per gli Stati Uniti e il resto del mondo.

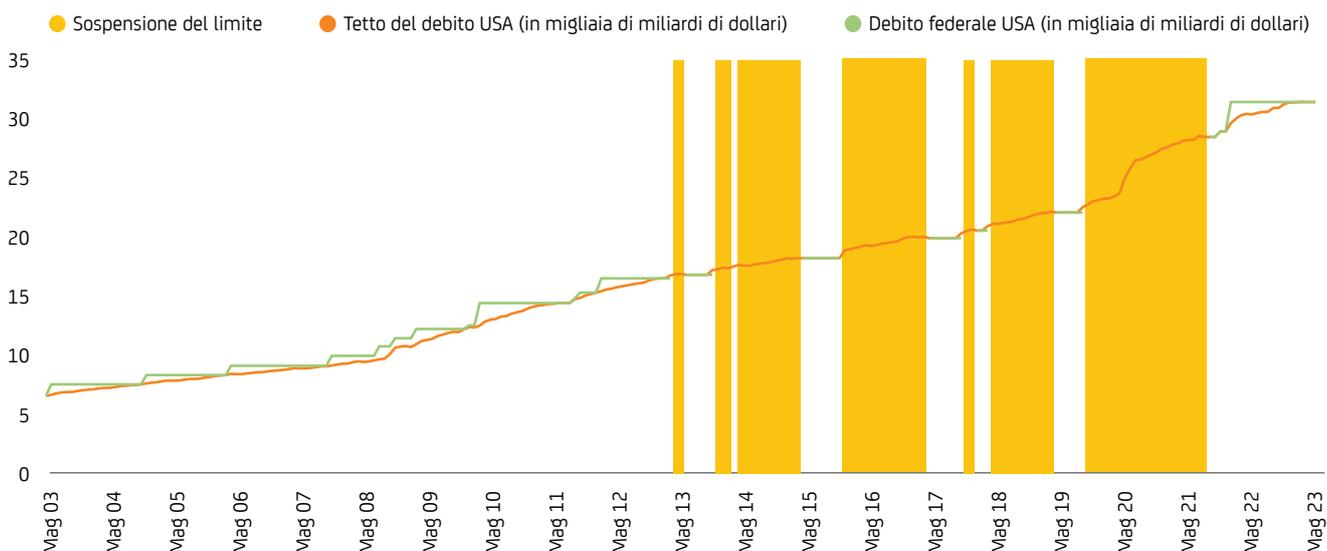
<sup>1</sup>Il limite del debito si applica al debito lordo degli Stati Uniti, ovvero alla somma del debito netto e dell'indebitamento interno.

## AL MOMENTO NESSUNA SOLUZIONE NEGOZIALE IN VISTA

Il Segretario al Tesoro statunitense Janet Yellen ha ripetuto a maggio gli avvertimenti lanciati dall'inizio dell'anno, ovvero che il governo degli Stati Uniti potrebbe andare incontro a un default già a inizio giugno (dopo l'esame delle ultime entrate fiscali, questa è la migliore stima disponibile), non appena si saranno esaurite le **"misure straordinarie"**<sup>2</sup> adottate dal Tesoro statunitense per mantenere i finanziamenti alle attività governative. Infatti il limite, che attualmente è di circa 31.382 miliardi di dollari dall'ultimo aumento nel dicembre 2021, è già stato formalmente raggiunto il 19 gennaio (cfr. Grafico 1).

<sup>2</sup>Con queste misure il governo statunitense può far slittare di qualche mese il giorno dell'effettiva inadempienza. Si tratta principalmente di strumenti fiscali che limitano alcuni investimenti o spese del governo (come la sospensione temporanea dei versamenti ai fondi pensione per i dipendenti pubblici).

### 1. DA GENNAIO A OGGI IL "TETTO DEL DEBITO" È GIÀ STATO FORMALMENTE RAGGIUNTO



Periodo di osservazione: 12.05.2003-12.05.2023

Fonte: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

Dalla sua introduzione nel 1917, l'innalzamento del tetto del debito è stato per lo più una formalità. Di norma, il Congresso alza (o sospende) il limite prima del suo raggiungimento e questo, in totale, è accaduto più di 80 volte. Negli ultimi tempi, tuttavia, inizia a essere evidente che un consenso tra gli schieramenti politici si fa sempre più difficile e i toni del dibattito sull'innalzamento del debito diventano sempre più accesi. Alla Camera dei Rappresentanti i Repubblicani all'opposizione hanno approvato a fine aprile una proposta di legge per aumentare il tetto del debito di 1,5 miliardi di dollari e rinviare all'anno prossimo il rischio di default. Stanno cercando di far leva su tale aumento per ottenere tagli di spesa tangibili e l'eliminazione dei fondi di sostegno per il Covid-19 (qualora non siano ancora stati spesi). L'iniziativa, tuttavia, non ha alcuna possibilità di essere approvata al Congresso, che è controllato dai Democratici. Il presidente degli Stati Uniti, Joe Biden, sottolineando che la responsabilità del debito è dei governi precedenti, chiede un aumento incondizionato del tetto sul debito, in modo che il governo non sia costretto a tagliare **la spesa pubblica**<sup>3</sup> prima delle elezioni del prossimo anno.

## **NEL 2011, A SEGUITO DELLA DISPUTA SUL DEBITO, GLI STATI UNITI PERSERO IL RATING AAA DA PARTE DI S&P**

Un default su larga scala da parte degli Stati Uniti era semplicemente inconcepibile in passato e **finora un evento del genere non si è mai verificato**<sup>4</sup>. Se si dovesse davvero arrivare al default (cosa che non ci aspettiamo nemmeno questa volta), verrebbe messa in discussione la posizione degli Stati Uniti come "emittente privo di rischio" sui mercati globali del credito. Secondo le stime di Moody's Analytics, controllata della nota agenzia di rating, questo evento non solo provocherebbe un rialzo dei tassi di interesse, ma potrebbe mettere a rischio fino a sei milioni di posti di lavoro negli Stati Uniti e causare una flessione del quattro per cento del PIL del Paese.

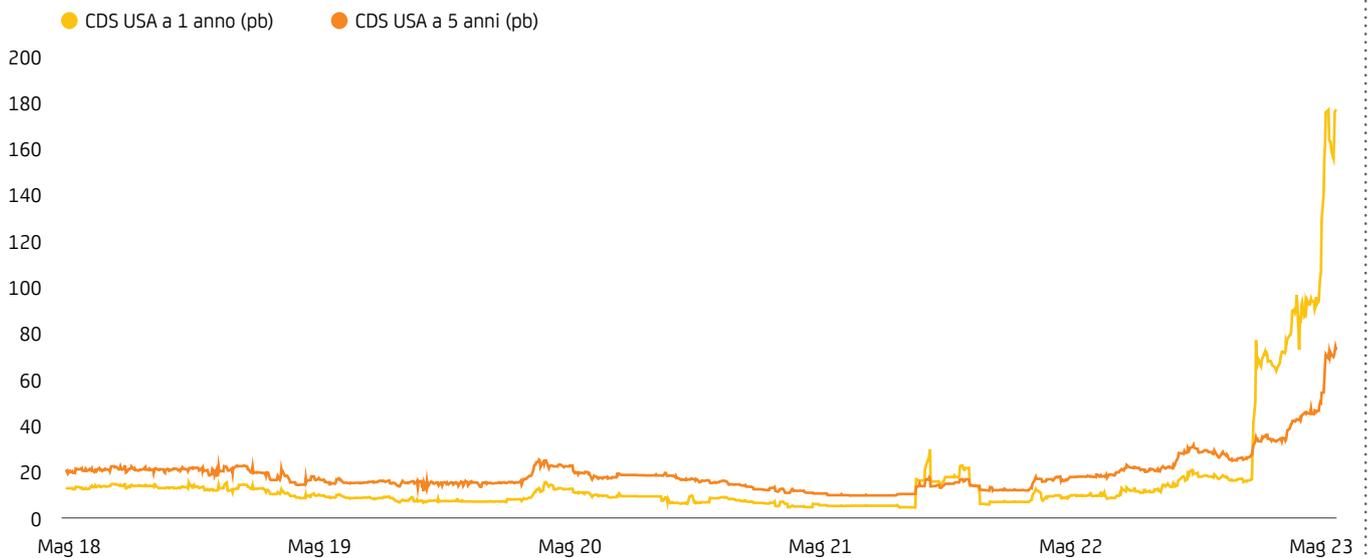
I mercati finanziari per ora non prevedono un default degli Stati Uniti. Cresce, tuttavia, il timore che la più grande economia del mondo possa non essere in grado di far fronte alle proprie obbligazioni finanziarie. Mentre i mercati azionari si sono finora mostrati poco impressionati, i Credit Default Swap (CDS) **a un anno degli Stati Uniti**<sup>5</sup> sono attualmente scambiati a 177 punti base (al 12 maggio 2023), secondo Bloomberg – un valore significativamente superiore al livello del 2011 (cfr. Grafico 2). Allora, malgrado il raggiungimento di un accordo in extremis tra Repubblicani e Democratici sull'innalzamento del limite, Standard & Poor's (S&P), una delle tre principali agenzie di rating, declassò per la prima volta in assoluto il rating creditizio del Paese da AAA a AA+, lasciando un segno evidente sui mercati azionari statunitensi e aggravando la crisi del debito sovrano nell'Eurozona. Il recente aumento dei CDS indica che gli investitori stanno cercando di coprirsi contro il rischio di default. Tuttavia, va notato che il mercato degli swap a un anno, nello specifico, è piuttosto ristretto e poco liquido e ha quindi un'importanza limitata come indicatore delle aspettative del mercato riguardo al potenziale default degli Stati Uniti. Ma il fatto che i rendimenti dei Treasury Bill in scadenza a inizio giugno siano saliti significativamente nelle ultime settimane indica che il nervosismo degli investitori sta aumentando. Inoltre, sul mercato delle opzioni la domanda di coperture contro un forte aumento della volatilità è stata a maggio la più forte degli ultimi cinque anni, come rileva Bloomberg, segno che gli operatori non escludono completamente un raro evento "Cigno Nero".

<sup>3</sup>I programmi obbligatori, quali previdenza sociale, Medicaid e Medicare, rappresentano quasi la metà del bilancio annuale complessivo degli Stati Uniti. Le spese militari costituiscono il 12% circa.

<sup>4</sup>Di fatto, nel 1979 gli Stati Uniti hanno avuto un breve periodo di insolvenza, che il Dipartimento del Tesoro ha attribuito a un problema accidentale nell'elaborazione degli assegni.

<sup>5</sup>I CDS sono strumenti derivati con cui l'acquirente di obbligazioni societarie o titoli di Stato cerca di escludere potenziali perdite derivanti dall'inadempienza dell'emittente. A tal fine, l'emittente assicura le potenziali perdite dell'acquirente come parte dell'accordo.

## 2. AUMENTANO I TIMORI DI UN POSSIBILE DEFAULT NEGLI STATI UNITI



Nota: I contratti CDS nel grafico sono denominati in euro. Valori passati, simulazioni e previsioni non sono indicatori affidabili delle performance future. I contratti non possono essere acquistati, quindi non includono costi. L'investimento in titoli comporta costi che possono ridurre la performance. Nel caso di investimenti in valuta straniera, il rendimento può aumentare o diminuire anche a causa delle oscillazioni valutarie.

Periodo di osservazione: 12.05.2018-12.05.2023

Fonte: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

## CONSEGUENZE PER GLI INVESTIMENTI

Nonostante lo stallo politico a Washington sul tetto del debito, riteniamo molto improbabile che il mancato aumento o sospensione del limite del debito porti a un **default sui titoli di Stato statunitensi**<sup>6</sup>. Anche se una proroga a breve termine del tetto del debito da parte del Congresso (presumibilmente a fine luglio o a fine settembre, cioè fino alla fine dell'anno fiscale) resta sul tavolo come opzione di ripiego, il timore è che un compromesso tra Repubblicani e Democratici possa essere raggiunto solo **dopo negoziati duri e intensi**<sup>7</sup>. Di conseguenza, l'affidabilità creditizia del Paese e la fiducia di imprese, consumatori e investitori (tra l'altro, nel dollaro USA) potrebbero risentirne. Un prolungato stallo politico sulla questione del tetto del debito farebbe presumibilmente aumentare i costi dei finanziamenti a breve per i contribuenti (cioè consumatori e imprese) e peserebbe sulla crescita economica degli Stati Uniti.

Come previsto, le discussioni tra Repubblicani e Democratici non hanno ancora portato a una svolta. Un accordo in extremis, che comprenda un ridotto aumento del tetto del debito e tagli alla spesa più contenuti e di facile attuazione, resta comunque uno scenario realistico. Ma anche se l'improbabile caso peggiore di un default degli Stati Uniti non si concretizzasse (come riteniamo), un compromesso dell'ultimo minuto – come nel 2011, quando l'intero mercato azionario statunitense accusò un crollo a due cifre – peserà probabilmente sul sentiment e provocherà grande volatilità sui mercati finanziari nel breve termine. In questo contesto è importante seguire da vicino gli sviluppi delle trattative a Washington.

<sup>6</sup>Società, imprese di assicurazione, Fondi Pensione e governi stranieri detengono complessivamente il 60% circa dei titoli di debito statunitensi.

<sup>7</sup>In questo caso il Tesoro degli Stati Uniti potrebbe dare la priorità al pagamento di capitale e interessi sui titoli di Stato e rinviare altri stanziamenti.

# Macro & Markets

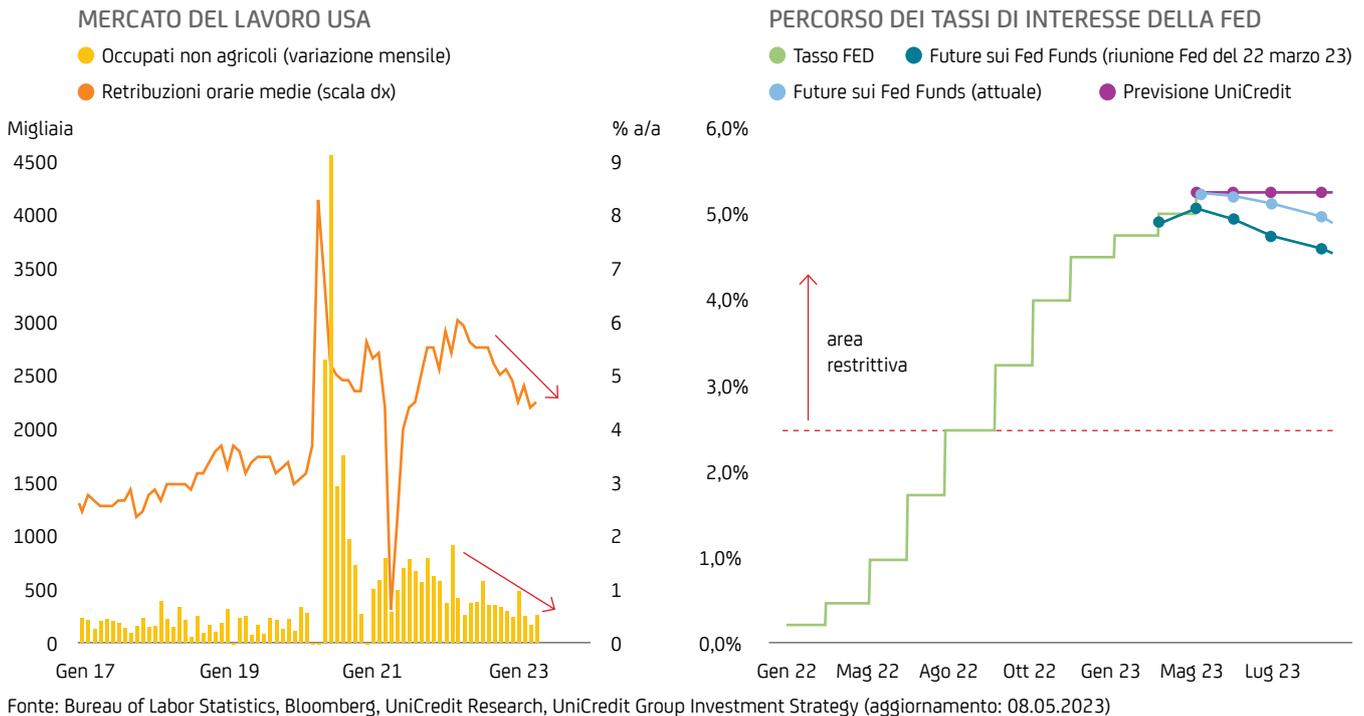
L'andamento di inflazione e attività creditizia consente alle banche centrali di agire in modo meno aggressivo

## LA FEDERAL RESERVE STATUNITENSE SEGNA LA PAUSA SUL FRONTE DEI TASSI DI INTERESSE. SI IRRIGIDISCE LA SITUAZIONE CREDITIZIA

L'economia statunitense ha registrato un robusto incremento di circa 250.000 nuovi posti di lavoro ad aprile, dopo un aumento, rivisto al ribasso, di 165.000 unità nel mese precedente (cfr. Grafico 3). L'aumento di aprile è superiore alle attese, nonostante le marcate revisioni al ribasso per i mesi di febbraio e marzo (149.000 posti di lavoro). Inoltre, i salari orari medi sono cresciuti del 4,4% su base annua, con un leggero aumento rispetto a marzo, mantenendo le retribuzioni al di sopra dell'intervallo del 3%-3,5% che la Fed considera coerente con il suo obiettivo di inflazione del 2%. A nostro avviso, i dati di questo rapporto sul mercato del lavoro non indurranno la Fed ad alzare i tassi di interesse a giugno. Tuttavia, poiché il mercato del lavoro rimane teso e la crescita dei salari è ancora troppo elevata, è probabile che la Fed mantenga la sua politica monetaria restrittiva nel secondo semestre dell'anno. Anche la persistente inflazione dei prezzi al consumo supporta tale previsione. Ad aprile il tasso d'inflazione è diminuito solo di poco su base annua (al 4,9% dal 5,0% di marzo), sebbene l'indice core sia calato ulteriormente (al 5,5% dal 5,6%). Questi ultimi dati sull'inflazione ci rendono, tuttavia, ottimisti sul fatto che il picco dell'indice core sia stato ormai raggiunto e superato, o che la tendenza alla disinflazione comunque proseguirà nei prossimi mesi.

Come previsto, nell'ultima riunione la Federal Reserve americana ha aumentato il tasso di interesse di riferimento di 25 punti base (pb) al 5,25% (nella fascia alta) (cfr. Grafico 3). Ha, inoltre, segnalato di non avere intenzione di stringere ulteriormente la politica monetaria a giugno, a meno che i dati in arrivo non diano chiare indicazioni in senso contrario. In altri termini, la Fed non prevede ulteriori rialzi dei tassi. La Fed, naturalmente, non ha escluso completamente ulteriori aumenti dei tassi, ma si riserva di decidere nelle prossime riunioni in che misura la precedente stretta monetaria abbia funzionato e se sia opportuno un ulteriore inasprimento. La risposta a quest'ultima domanda dipenderà sempre più da quanto nei prossimi mesi si irrigidiranno le condizioni di finanziamento e in che misura diminuirà la domanda di credito. Gli ultimi dati di un'indagine tra le banche statunitensi mostrano che l'offerta creditizia si è ulteriormente ridotta e la domanda di credito si è significativamente indebolita nel primo trimestre del 2023. Di conseguenza, è probabile che le condizioni economiche negli Stati Uniti si raffreddino ulteriormente. Il Federal Open Market Committee, tuttavia, prevede che ci vorrà ancora del tempo prima che l'inflazione scenda in modo più deciso e, in particolare, verso l'obiettivo di inflazione della Fed del 2%. Il presidente della Fed Powell, pertanto, non si aspetta alcuna riduzione dei tassi quest'anno, contrariamente alle aspettative di tagli prezzate dal mercato per il 2023. Come a marzo, tuttavia, non si è in realtà opposto in modo deciso a tali aspettative questa volta, ma ha sottolineato che i mercati si aspettano un calo dell'inflazione più rapido, un'eventualità che non poteva escludere a priori. Per quanto riguarda la riduzione del bilancio della Federal Reserve americana, non è stata decisa alcuna modifica, quindi l'attuale ritmo di riduzione di 95 miliardi di dollari USA al mese rimarrà invariato.

### 3. CONTINUA LA FLESSIONE DEL MERCATO DEL LAVORO – LA FED HA RAGGIUNTO IL PICCO DEI TASSI DI INTERESSE, I MERCATI SI ASPETTANO PRESTO UN TAGLIO



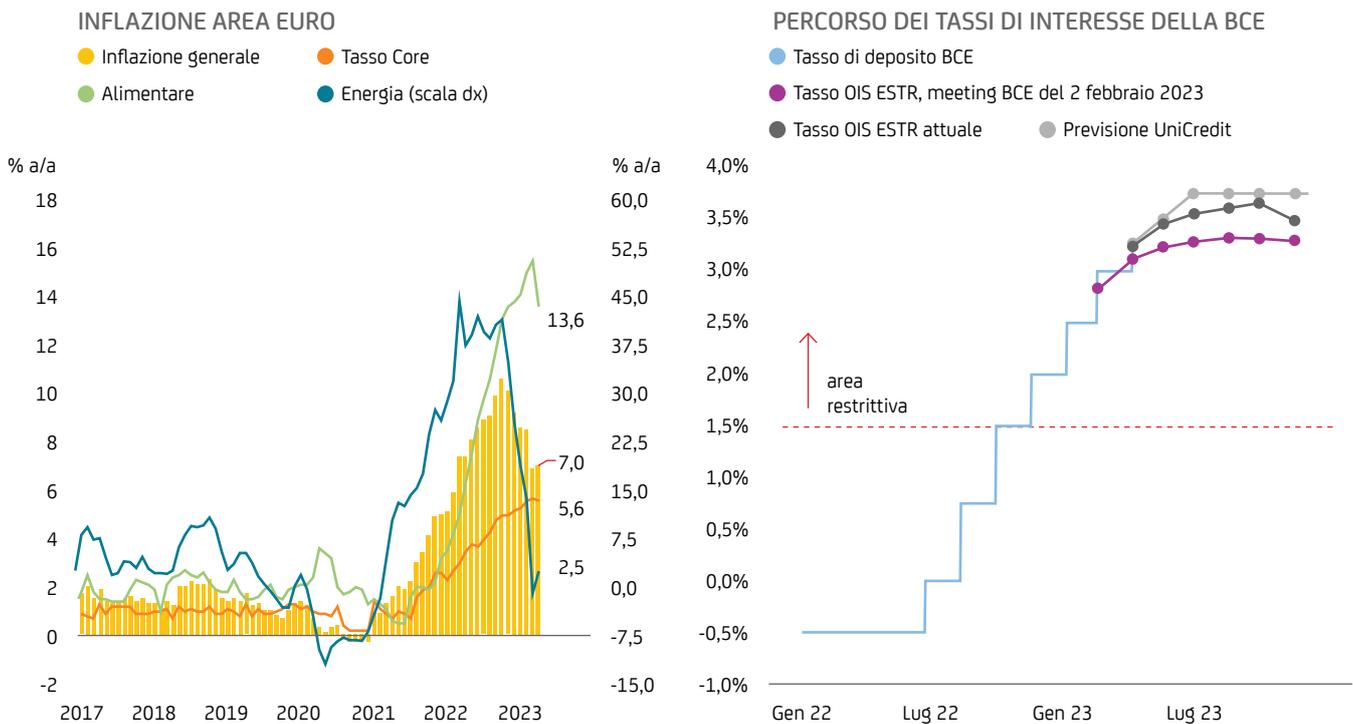
### EUROZONA: IL CALO DELL'INFLAZIONE CORE PORTA LA BCE VERSO UNA RIDUZIONE DEI TASSI DI INTERESSE DI RIFERIMENTO

L'Eurozona ha evitato una recessione durante i mesi invernali. Tuttavia, l'economia è cresciuta solo debolmente nel primo trimestre, con una crescita del PIL reale dello 0,1% rispetto ai tre mesi precedenti (nel quarto trimestre del 2022: -0,1%). L'inflazione è salita leggermente al 7,0% ad aprile (dal 6,9% di marzo), principalmente a causa della crescita dei prezzi dell'energia nel mese in esame (cfr. Grafico 4). Questi effetti dovrebbero, però, invertirsi a partire da maggio, poiché è probabile che i contributi derivanti dai costi dell'energia abbassino l'inflazione a causa degli effetti base. È inoltre probabile che anche gli aumenti dei prezzi dei prodotti alimentari diminuiranno. L'inflazione core, del resto, è scesa leggermente al 5,6% (marzo: 5,7%). Ci sono ora indicazioni secondo cui l'indice core ha raggiunto il picco, anche se la continua crescita elevata dei salari dovrebbe far sì che l'inflazione dei servizi (componente chiave dell'indice core) rimanga sostenuta e tenga gli aumenti dei prezzi in generale ancora elevati per qualche tempo.

L'indebolimento della dinamica inflazionistica dell'indice core ha consentito alla BCE di rallentare il ritmo dei rialzi dei tassi a 25 punti base nella riunione di maggio (da 50 pb nella riunione di marzo), aumentando il tasso sui depositi al 3,25% (cfr. Grafico 4). La banca centrale ha, tuttavia, segnalato che ci saranno ulteriori rialzi dei tassi, anche se le prospettive di tali aumenti sembrano piuttosto vaghe. Dato il persistere di un forte livello di incertezza, tale indeterminazione è certamente intenzionale da parte della banca centrale per riservarsi un elevato grado di flessibilità. Continuiamo a prevedere che ci saranno altri due aumenti dei tassi di 25 punti base ciascuno, rispettivamente a giugno e luglio. Uno dei principali fattori di incertezza è l'andamento delle condizioni finanziarie e della domanda di credito nei prossimi mesi. Analogamente agli Stati Uniti, la recente **indagine sulle banche dell'Eurozona**<sup>8</sup> ha dimostrato che la stretta monetaria ha finora determinato un calo della domanda di prestiti maggiore rispetto all'inasprimento delle condizioni finanziarie. Tuttavia, la portata della stretta monetaria non si è ancora pienamente evidenziata nei dati, il che rende più difficile fare previsioni sugli sviluppi economici e sull'andamento dei tassi di interesse previsto in questa fase. Le linee guida per la riduzione del bilancio della BCE, invece, sono state comunicate in modo chiaro. La BCE prevede di interrompere i reinvestimenti nel programma di acquisto di titoli APP a luglio, il che significa una significativa accelerazione del ritmo del run-off dagli attuali 15 miliardi di euro a 25 miliardi di euro al mese. In generale, continuiamo ad aspettarci che il tasso sui depositi raggiunga il picco del 3,75% a luglio di quest'anno. Prevediamo tagli dei tassi di interesse (di 75 punti base cumulativi) a partire dalla metà del 2024.

<sup>8</sup>Vedi online: [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/bank\\_lending\\_survey/html/ecb.blssurvey\\_2023q1~22c176b442.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/ecb.blssurvey_2023q1~22c176b442.en.html) (al 15.05.2023)

#### 4. L'INFLAZIONE CORE DIMINUISCE, LA BCE AUMENTA IL TASSO DI RIFERIMENTO E PREVEDE ULTERIORI MOSSE

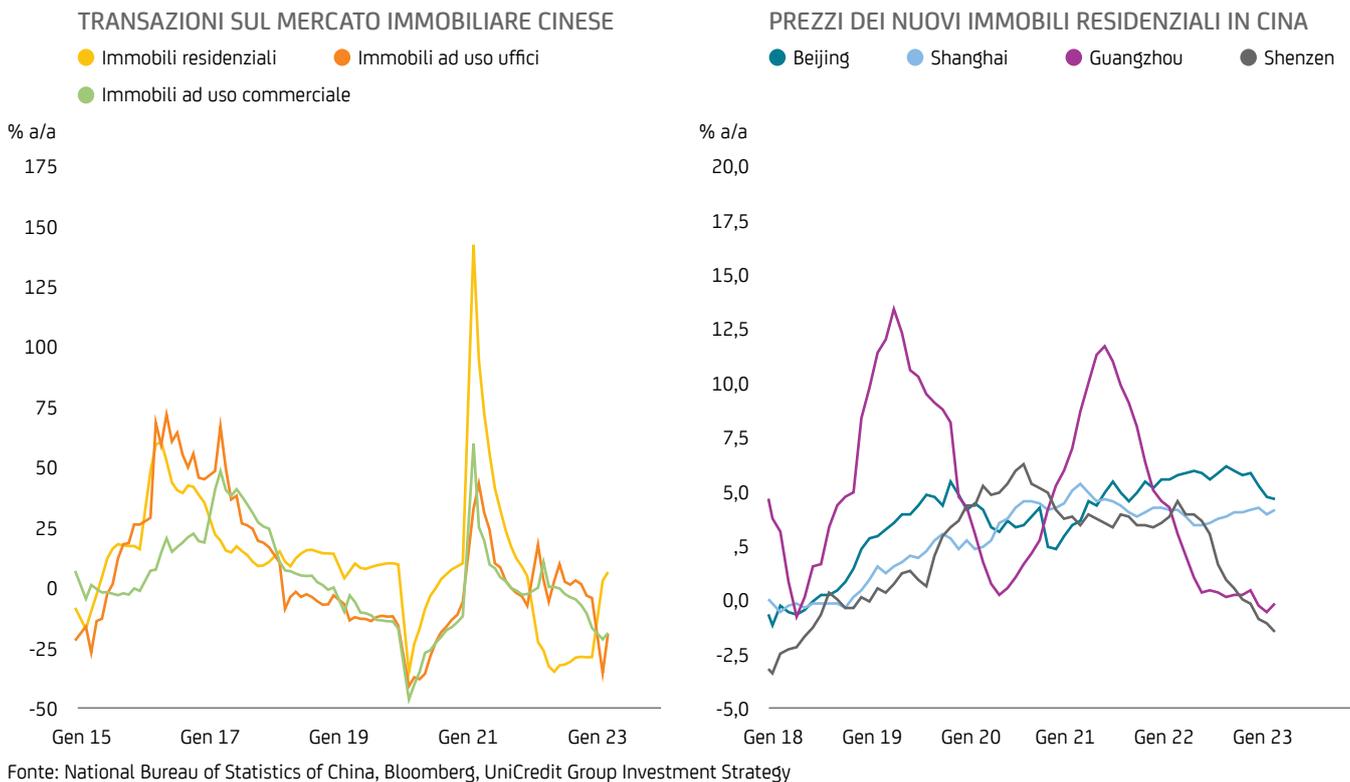


#### CINA: PERMANGONO RISCHI NONOSTANTE LE PREVISIONI DI RIPRESA

La crescita del PIL cinese aveva recuperato significativamente a inizio anno (primo trimestre: +2,2% su base trimestrale, in accelerazione rispetto allo 0,6% del quarto trimestre 2022). Anche se prevediamo una crescita intorno al 5% quest'anno, permangono alcuni fattori negativi che devono essere monitorati con maggiore attenzione. Tra questi spicca il fragile settore immobiliare cinese. Nello specifico, vendite e prezzi degli immobili non si sono ancora ripresi (cfr. Grafico 5). Sebbene le vendite di edifici residenziali abbiano registrato una nuova crescita nel primo trimestre del 2023, quelle di uffici e fabbricati commerciali hanno continuato a diminuire. Inoltre, l'andamento dei prezzi dei nuovi edifici residenziali segnala uno squilibrio tra domanda e offerta. I prezzi degli immobili residenziali nella più grande regione metropolitana della Cina, le città di Guangzhou e Shenzhen, ad esempio, non solo sono diminuiti dall'inizio dell'anno rispetto all'anno precedente, ma hanno addirittura subito un'ulteriore flessione. Le regioni di Beijing e Shanghai, invece, sembrano essersi perlopiù stabilizzate, anche se di recente il trend dei prezzi a Beijing si è indebolito in misura più significativa. Questi sviluppi dimostrano che il mercato immobiliare cinese continua ad essere in una situazione difficile da monitorare, nonostante il governo cinese abbia adottato una serie di misure di supporto, che vanno dalla riduzione dei tassi di interesse per i prestiti immobiliari all'allentamento delle normative di finanziamento per le imprese edili. Ci aspettiamo ancora che le misure governative abbiano effetto e sostengano la crescita della Cina quest'anno. Continueremo, tuttavia, a monitorare attentamente il settore immobiliare cinese, che è fondamentale per le prospettive di crescita del Paese. Se si considerano anche i comparti ad esso correlati, l'immobiliare rappresenta all'incirca quasi **un terzo del prodotto interno lordo cinese**<sup>9</sup>.

<sup>9</sup>Rogoff, Kenneth e Yuanchen Yang (2021), "Has China's Housing Production Peaked?", China and the World Economy 21 (1), pagg. 1-31.

## 5. IL MERCATO IMMOBILIARE CINESE È ANCORA IN UNA FASE DI DEBOLEZZA



## IL RAFFREDDAMENTO DELL'ECONOMIA ALIMENTA LA PROSPETTIVA DEL MERCATO DI TAGLI DEI TASSI DI INTERESSE NEGLI STATI UNITI NEL PROSSIMO FUTURO

I mercati finanziari sono rimasti sostanzialmente invariati ad aprile, con azioni e obbligazioni in leggero aumento. Finora (al 14.05.2023) a maggio la situazione è rimasta simile. Le ultime decisioni sui tassi di interesse da parte delle due banche centrali, Fed e BCE, sono state in linea con le aspettative del mercato e non hanno fornito stimoli di rilievo. La disputa politica sull'innalzamento del tetto del debito federale statunitense (si veda la sezione "In evidenza"), potrebbe, invece, creare una certa volatilità a breve termine. I rendimenti dei titoli di Stato decennali statunitensi e tedeschi sono diminuiti di circa 10 punti base dall'inizio alla metà di maggio. Questi ultimi riflettono quindi le crescenti aspettative del mercato secondo cui l'indebolimento dell'economia statunitense e il calo dei dati sull'inflazione potrebbero spingere la Federal Reserve americana ad abbassare presto i tassi di interesse. In linea con i tassi swap, gli operatori di mercato prevedono un calo dei tassi di riferimento statunitensi di circa 70 punti base entro la fine del 2023 (aggiornamento al 14.05.2023). Non condividiamo queste aspettative, ma prevediamo un taglio dei tassi per complessivi 150 punti base nel prossimo anno. Sebbene il tasso di cambio EUR/USD sia stato ancora in grado di apprezzarsi di quasi l'1% ad aprile, a maggio finora ha dovuto cedere circa lo 0,50% ed è sceso al di sotto della soglia di 1,10. Questo calo è probabilmente meno correlato alle aspettative di rendimento, quanto alla maggiore incertezza sullo sviluppo economico globale e alla conseguente fuga degli investitori verso investimenti sicuri come il dollaro statunitense. Quest'ultimo si è apprezzato dello 0,5% circa dall'inizio di maggio. Sui mercati delle materie prime, il prezzo del petrolio Brent è sceso di oltre il 3%, portandosi sotto i 75 dollari USA al barile a metà maggio, e anche il prezzo dell'oro è calato di oltre l'1%. Gli investitori tendono a investire maggiormente in oro nei periodi di maggiore incertezza, anche se il dollaro statunitense più forte pesa sui prezzi del metallo giallo, che sono denominati in dollari.

# Asset Allocation dei nostri portafogli in gestione

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

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

# UniCredit Group Investment Strategy – Asset Allocation

## NEUTRALI SULLE AZIONI GLOBALI

Azionario sostenuto dalle aspettative di un cambio di rotta della Fed e dalla buona stagione degli utili del 2° trimestre, ma il rischio di una decelerazione degli utili nei prossimi mesi è concreto, considerando l'effetto ritardato sull'economia dell'aumento dei tassi di interesse. La selettività dei settori e delle azioni è sempre più importante.

## NEUTRALI SULLE AZIONI EUROPEE

Il sostegno della ripresa cinese si sta affievolendo e la BCE è attesa alzare i tassi di interesse fino a luglio.

I rischi di recessione sono meno evidenti rispetto agli Stati Uniti e la valutazione è più conveniente.

## NEUTRALI SULLE AZIONI USA

Mercato del lavoro solido benché in rallentamento, utili aziendali resilienti, ma incertezza crescente dovuta ai timori di una contrazione del credito / recessione. Probabile pausa della Fed nella riunione di giugno. La piena valutazione dei titoli azionari li rende vulnerabili in caso di contrazione economica.

## NEUTRALI SULLE AZIONI DEI MERCATI EMERGENTI

La ripresa cinese sta perdendo vigore, mentre il confronto tra Stati Uniti e Cina rimane una delle principali fonti di preoccupazione. Nel complesso, le valutazioni sono convenienti per i titoli azionari EM. Rimane molto importante la selettività dei Paesi e dei settori.

## NEUTRALI SULLE AZIONI DEL PACIFICO

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

## NEUTRALI OBBLIGAZIONI GLOBALI

Rendimenti competitivi e principali banche centrali in pausa (Fed) o prossime alla fine del ciclo di rialzo (BCE), anche se l'inflazione di base mostra una certa vischiosità.

## POSITIVI OBBLIGAZIONI SOCIETARIE EURO INVESTMENT GRADE

I rendimenti sono interessanti ma, dati gli spread relativamente ristretti, stiamo aumentando la nostra inclinazione selettiva e difensiva in caso di indebolimento del quadro macro.

## NEGATIVI OBBLIGAZIONI SOCIETARIE HIGH YIELD

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

## NEUTRALI TITOLI DI STATO UEM

Elevata inflazione di fondo e previsione di rialzo dei tassi da parte della BCE fino a luglio, ma la preoccupante Bank Lending Survey e i primi segnali di rallentamento economico ci rendono sempre più costruttivi su questa asset class.

## NEUTRALI SUI TITOLI DI STATO NON UEM

Rendimenti competitivi e Fed in pausa. Incoraggiante rallentamento ad aprile dell'indice d'inflazione super-core

## POSITIVI OBBLIGAZIONI DEI MERCATI EMERGENTI

Sostenute dalle aspettative di una politica monetaria espansiva della Fed e dal dollaro debole. Rimaniamo difensivi e selettivi, evitando i Paesi con elevato debito estero e deficit delle partite correnti.

## NEUTRALI SU MERCATI MONETARI / LIQUIDITÀ

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

## NEUTRALI SUGLI ALTERNATIVI

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

## NEUTRALI SULLE MATERIE PRIME

Penalizzate dai timori di rallentamento globale.

## POSITIVI SULL'ORO

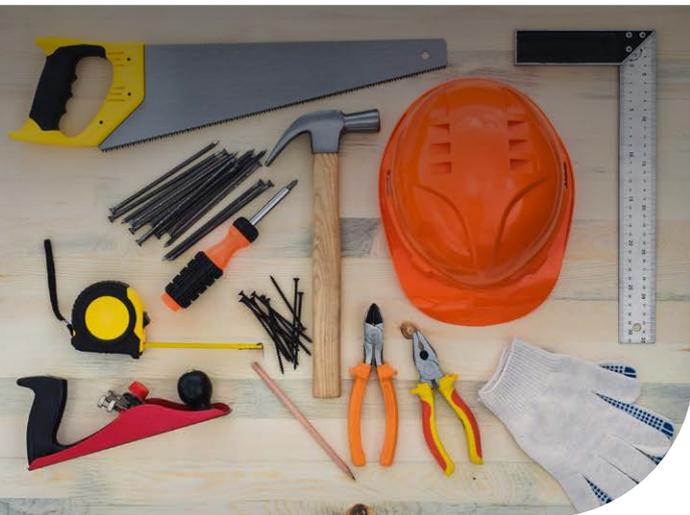
Beneficia delle aspettative di calo dei tassi USA, dell'indebolimento dell'USD e dell'aumento dell'incertezza.

## VALUTE

Il dollaro USA è atteso indebolirsi a causa delle attese di una riduzione dei tassi della Fed e dell'indebolimento dell'economia statunitense.

# Come investire

Idee di investimento nello scenario attuale



## INVESTIMENTI OBBLIGAZIONARI

### LA NOSTRA IDEA: OBBLIGAZIONI FINANZIARIE SENIOR EUROPEE DI ALTA QUALITÀ

Dopo il fallimento della Silicon Valley Bank a marzo, seguito dal salvataggio di Credit Suisse mediante la sua acquisizione da parte di UBS, i differenziali di rendimento degli emittenti finanziari rispetto alle obbligazioni non finanziarie si sono sensibilmente allargati non solo sul mercato statunitense, ma anche in relazione alle principali banche europee. A nostro avviso, tale ampliamento non è giustificato date le differenze tra i due sistemi bancari e riteniamo che si siano create interessanti opportunità d'investimento nel comparto delle obbligazioni finanziarie senior europee.

Sebbene sia SVB che Credit Suisse siano eventi idiosincratici, il settore bancario regionale negli Stati Uniti rimane vulnerabile. In particolare, l'acquisizione della First Republic Bank da parte di J.P. Morgan, avvenuta lo scorso 1° maggio, potrebbe non essere l'ultima. Tale acquisizione era ampiamente prevista e quindi la reazione del mercato è stata contenuta. Dopo la grande crisi finanziaria del 2008, negli USA è stata introdotta una regolamentazione più severa per le banche con oltre 50 miliardi di dollari di attivi, nota come "legge Dodd-Frank". Nel 2018, durante l'amministrazione Trump, questa legge è stata modificata restringendone il campo di applicazione ai soli istituti con più di 250 miliardi di dollari di attivi, consentendo quindi alle banche di piccole e medie dimensioni maggiori possibilità di assumere rischi.

Il quadro è completamente diverso per le principali banche europee. A differenza degli Stati Uniti, i depositi bancari in Europa non registrano significati riscatti e sono ampiamente diversificati come base di clientela. Infatti, tre quarti dei depositi sono rappresentati dai depositi stabili delle famiglie e il 60% di tutti i depositi è salvaguardato dai sistemi di protezione e tutela. Le banche dell'area dell'euro con attività superiori a 30 miliardi di euro sono sottoposte alla vigilanza della BCE e le normative sono molto severe. Le banche sono inoltre soggette a stress test periodici e a un attento monitoraggio della liquidità, comprese le simulazioni di deflusso dei depositi. Inoltre, i rischi di tasso d'interesse nei portafogli bancari europei sono coperti in misura significativa. Di conseguenza, è improbabile che nell'area euro si concretizzi una situazione come quella di SVB, che aveva investito in titoli a lungo termine, senza copertura sui tassi, finanziati da depositi riscattabili immediatamente. Infine, le banche europee hanno ancora 4200 miliardi di euro di liquidità in eccesso.

Nel complesso, il settore bancario dovrebbe continuare a beneficiare del contesto di tassi di interesse in aumento, trainato da un "repricing" più lento dei depositi rispetto ai nuovi prestiti. Le prospettive per il 2023 e il 2024 rimangono quindi positive e i risultati del primo trimestre 2023 sono stati molto superiori alle aspettative.

Le obbligazioni senior delle principali istituzioni finanziarie europee sono scambiate a livelli di spread molto alti rispetto agli emittenti non finanziari e offrono un interessante extra-rendimento rispetto ai titoli di Stato. In assoluto questi titoli presentano un rendimento di circa il 4%, combinato con fondamentali delle banche decisamente solidi. Dato che i rialzi dei tassi dovrebbero interrompersi e l'economia si sta indebolendo, riteniamo che questo settore offra un profilo di rischio/rendimento interessante e debba essere considerato un'opportunità di acquisto per gli investitori a lungo termine.

## INVESTIMENTI AZIONARI

### LA NOSTRA IDEA: INNOVAZIONI IN AMBITO SANITARIO

Le esigenze dettate dall'invecchiamento della popolazione e da una crescente attenzione alla salute stanno spingendo il settore sanitario verso l'innovazione. La tecnologia e la disponibilità di finanziamenti per la ricerca sono i fattori abilitanti dell'approccio "more for less": migliori risultati e maggiore convenienza con costi inferiori, minore complessità e in tempi ridotti. I "big data" permetteranno di migliorare la diagnostica avanzata, favorire il passaggio da cura a prevenzione e sviluppare terapie personalizzate e mirate. Il cloud computing e l'intelligenza artificiale potranno accelerare il ritmo di tale progresso. La corsa all'innovazione è ampiamente sostenuta dall'attività di ricerca di società private ed enti pubblici e da normative favorevoli in tema di agevolazioni fiscali per gli investimenti di ricerca e sviluppo, processi d'approvazione semplificati ed esclusività di mercato.

L'interesse dei governi per i progressi in campo sanitario si accompagna alla crescente esigenza di migliorare la durata e la qualità di vita dei cittadini e allo stesso tempo di gestire l'impatto della pressione demografica sui bilanci. La spesa sanitaria globale rappresenta già circa l'11% del PIL globale e con l'aspettativa di vita in progressivo aumento, è probabile che i sistemi sanitari nazionali si troveranno di fronte ad una sfida significativa. Entro il 2030 la popolazione di età pari o superiore a 60 anni arriverà a 1,4 miliardi, 1 persona su 6 nel mondo, ed entro il 2050 raggiungerà 2,1 miliardi, rendendo così lo sviluppo ed il perfezionamento di cure più efficaci una priorità su scala globale.

Progressi molto promettenti sono già stati realizzati in diverse aree, quali:

- Smart Chemotherapy: una nuova classe di farmaci chiamati Antibody Drug Conjugates (ADC) capaci di aggredire le cellule tumorali risparmiando i tessuti sani e aumentando significativamente il tasso di sopravvivenza. La sostituzione di farmaci tradizionali con la loro versione "smart" dovrebbe sbloccare un mercato del valore di oltre 140 miliardi di dollari nei prossimi 15 anni.
- Trattamento dell'obesità: l'obesità è causa di oltre 200 complicanze ed è responsabile di circa il 5% dei decessi globali. Il potenziale di mercato per i farmaci contro l'obesità è paragonabile a quello di altre scoperte storiche come i farmaci per contrastare colesterolo, ipertensione e diabete, e offre un'opportunità di guadagno di oltre 50 miliardi di dollari USA solo negli Stati Uniti in 10-15 anni.
- Broncopneumopatia cronica ostruttiva (BPCO): è la terza causa di morte a livello globale. I risultati positivi nella sperimentazione della Fase III 3 di Dupixent, un farmaco prodotto da Sanofi-Regeneron, aprono opportunità multimiliardarie di vendite annuali in quanto potrebbe diventare il primo trattamento biologico per questa complessa patologia.
- Medicina di precisione: prevede l'utilizzo del profilo medico completo di un paziente, tra cui i suoi dati genetici, anamnesi, i fattori ambientali e persino lo stile di vita per creare un protocollo di cura e prevenzione personalizzato ed unico per quell'individuo. Uno sviluppo rilevante in questo campo è l'uso di vaccini mRNA terapeutici per la cura del cancro.
- Tecnologia indossabile in campo medico: dispositivi e tracker di attività incentrati su specifici problemi di salute, come il monitoraggio del glucosio, per consentire a consumatori e medici di monitorare facilmente la salute. La raccolta di questi dati contribuirà inoltre ad alimentare il database sanitario, aumentando ulteriormente la velocità d'innovazione.

**ANDAMENTO DEI PRINCIPALI INDICATORI FINANZIARI**

Da	13.05.22	15.05.18	15.05.19	15.05.20	15.05.21	15.05.22	15.05.18	01.01.23
A	15.05.23	15.05.19	15.05.20	15.05.21	15.05.22	15.05.23	15.05.23	15.05.23
<b>Indici azionari (andamento, in %)</b>								
MSCI Globale (in USD)	6,7	2,1	-3,3	49,8	-4,8	6,7	47,3	9,4
MSCI Mercati Emergenti (in USD)	0,7	-9,2	-8,1	48,7	-20,3	0,7	-3,6	3,0
MSCI USA (in USD)	4,3	7,3	2,0	50,1	-2,3	4,3	64,4	8,5
MSCI Europa (in EUR)	11,9	-0,1	-12,6	38,1	3,3	11,9	39,0	12,3
MSCI AC Asia Pacifico (in USD)	4,2	-8,6	-3,6	42,1	-17,2	4,2	4,8	4,8
STOXX Europe 600 (in EUR)	11,2	-0,2	-11,7	39,1	2,1	11,2	38,8	12,0
DAX 40 (Germania, in EUR)	13,5	-6,7	-15,0	49,1	-7,7	13,5	22,7	14,3
MSCI Italia (in EUR)	20,7	-11,0	-20,5	49,6	1,0	20,7	29,8	16,9
ATX (Austria, in EUR)	6,8	-11,2	-28,6	66,5	-4,1	6,8	7,2	3,4
SMI (Svizzera, in CHF)	2,5	8,8	1,6	21,4	8,6	2,5	50,0	11,1
S&P 500 (USA, in USD)	4,6	7,3	1,5	48,7	-0,8	4,6	65,4	8,4
Nikkei (Giappone, in JPY)	14,7	-5,2	-2,7	43,3	-1,9	14,7	43,3	14,7
CSI 300 (Cina, in Yuan)	2,6	-2,9	7,0	32,9	-18,7	2,6	13,7	3,4
<b>Indici Obbligazionari (andamento, in %)</b>								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	-0,7	8,8	21,2	-6,9	-9,9	-0,7	8,9	4,5
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA, in USD)	-1,1	6,4	14,0	-5,0	-7,4	-1,1	4,8	3,3
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	0,7	7,8	8,1	6,2	-10,8	0,7	10,0	3,3
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	-9,2	8,8	4,5	-3,6	-8,9	-9,2	-9,5	3,5
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-8,3	3,3	3,9	0,3	-8,2	-8,3	-9,3	2,4
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-3,9	3,2	-1,4	5,5	-8,5	-3,9	-5,6	2,5
<b>Rendimenti Obbligazionari (espressi in punti base = 0,01%)</b>								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	56	-71	-178	102	128	56	50	-33
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA, in USD)	94	-55	-183	48	186	94	101	-38
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	92	-46	-80	-65	217	92	129	-20
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	136	-74	-43	41	107	136	169	-26
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	151	-25	-39	3	110	151	200	-16
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	161	-30	44	-81	189	161	285	-19
<b>Spread sulle Obbligazioni governative (credit spread, espresso in punti base)</b>								
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA US Corporate Master)	2	10	96	-129	54	2	35	11
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA US High Yield)	14	81	372	-442	126	14	140	-2
Obbligazioni Governative area Euro (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	5	17	64	-86	64	5	64	7
Obbligazioni Governative area Euro (ICE BofA Euro High Yield)	-20	110	255	-352	192	-20	181	-13
<b>Tassi di interesse del mercato monetario (espressi in punti base)</b>								
Libor (USD, 3 mesi)	389	20	-214	-23	129	389	300	56
Euribor (EUR, 3 mesi)	376	2	5	-29	14	376	368	123
<b>Tasso di Cambio con Euro (variazione in %)</b>								
Dollaro USA (EUR-USD)	4,7	-5,9	-3,6	12,3	-14,0	4,7	-9,3	2,0
Sterlina Inglese (EUR-GBP)	2,1	-1,2	1,5	-2,7	-1,1	2,1	-1,5	-2,0
Franco Svizzero (EUR-SFR)	-6,1	-5,3	-7,0	4,2	-5,2	-6,1	-18,5	-1,0
Yen Giapponese (EUR-JPY)	10,6	-6,5	-5,9	14,7	1,2	10,6	12,9	5,3
<b>Materie Prime (variazione in %)</b>								
Commodity Index (GSCI, in USD)	11,4	0,0	35,4	2,6	-1,5	11,4	45,4	10,8
Metalli Industriali (GSCI, in USD)	-15,3	-16,0	-17,6	74,5	4,3	-15,3	7,6	-7,4
Oro (in USD per oncia fine)	11,0	0,2	35,5	6,2	-0,4	11,0	52,7	11,0
Petrolio (Brent, in USD al barile)	-32,6	-8,4	-55,5	120,1	66,5	-32,6	-3,4	-11,4

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 15.05.2023.

# Disclaimer

La presente pubblicazione di UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG e UniCredit Bank AG (di seguito congiuntamente "Gruppo UniCredit") è indirizzata ad un pubblico indistinto e viene fornita gratuitamente a titolo meramente informativo. Essa non costituisce raccomandazione personalizzata all'investimento o attività di consulenza da parte del Gruppo UniCredit né, tantomeno, offerta al pubblico di alcun genere né un invito ad acquistare o vendere strumenti finanziari. Il Gruppo UniCredit e le altre società del Gruppo UniCredit possono avere uno specifico interesse riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari indicati all'interno della pubblicazione. Si prega di fare riferimento a <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer>. Eventuali stime e/o valutazioni contenute nella presente pubblicazione rappresentano l'opinione autonoma e indipendente del Gruppo UniCredit e, al pari di tutte le informazioni in essa riportate, sono date in buona fede sulla base dei dati disponibili alla data della pubblicazione, tratte da fonti attendibili, ma aventi valore puramente indicativo e suscettibili di variazioni in qualsiasi momento dopo la pubblicazione, sulla cui completezza, correttezza e veridicità il Gruppo UniCredit non rilascia alcuna garanzia e non assume alcuna responsabilità. Gli interessati dovranno pertanto effettuare le proprie valutazioni di investimento in modo del tutto autonomo e indipendente, facendo affidamento esclusivamente sulle proprie considerazioni delle condizioni di mercato e delle informazioni complessivamente disponibili, anche in coerenza con il proprio profilo di rischio e la propria situazione economica.

Si evidenzia inoltre che:

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

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

I contenuti della pubblicazione – comprensivi di dati, notizie, informazioni, immagini, grafici, disegni, marchi e nomi a dominio – sono di proprietà di UniCredit S.p.A, UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG e UniCredit Bank AG se non diversamente indicato, coperti da copyright e dalla normativa in materia di proprietà industriale. Non è concessa alcuna licenza né diritto d'uso e pertanto non è consentito riprodurre i contenuti, in tutto o in parte, su alcun supporto, copiarli, pubblicarli e utilizzarli a scopo commerciale senza preventiva autorizzazione scritta delle società del Gruppo UniCredit salva la possibilità di farne copia per uso esclusivamente personale.



**UniCredit Spa**  
Client Solutions



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



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