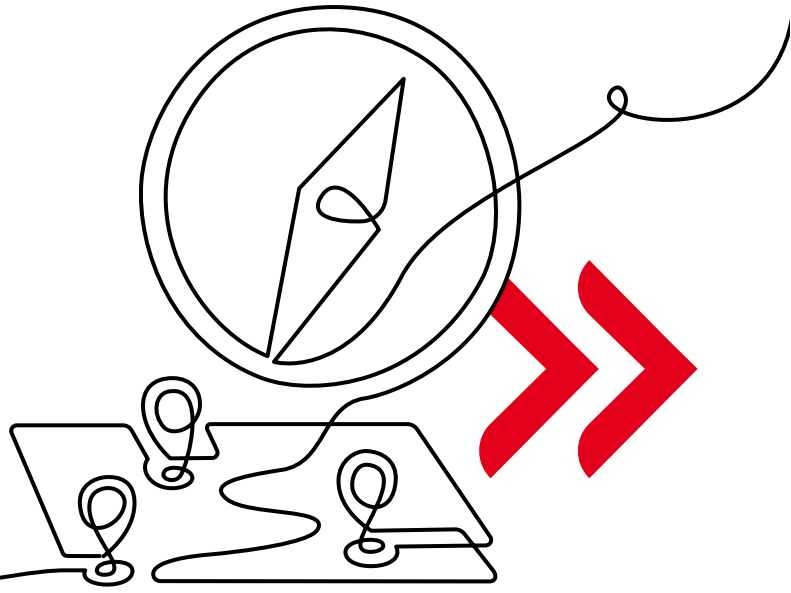
The Investment Institute
by UniCredit

The Compass Checkpoint

14 Aprile 2025



Le 'montagne russe' dei dazi di Trump

I mercati stanno ancora pagando le conseguenze del "Giorno della Liberazione" americano. In questa edizione del The Compass Checkpoint, esamineremo i danni economici e le implicazioni per i mercati. Anche se l'amministrazione Trump ha fatto marcia indietro, congelando, per 90 giorni, i dazi al 10% su tutte le importazioni tranne quelle dalla Cina, la credibilità degli Stati Uniti è stata piuttosto compromessa. La narrativa dell'eccezionalismo statunitense si è ridimensionata e il premio per l'incertezza politica è destinato a rimanere, con gli investitori che stanno spostando il proprio interesse verso i titoli value e l'Europa, mentre l'attrattiva verso il dollaro continua a diminuire.

Larry Summers, professore dell'Università di Harvard, ha affermato che le tariffe reciproche sono, storicamente, la più grande catastrofe economica che gli Stati Uniti si siano auto-inflitti. Non ci sono in ballo solo il potere d'acquisto dei consumatori americani o le decisioni di investimento delle imprese americane. Il "Giorno della Liberazione" segnerà probabilmente la fine della Pax Americana, un'era caratterizzata da una profonda integrazione economica a livello globale. Il Presidente degli Stati Uniti, Trump, sta cambiando significativamente il sistema commerciale globale, ovvero sta passando da un sistema basato su regole a uno basato su accordi.

I dazi sono dannosi per l'economia, ma servono alla macchina propagandistica dell'amministrazione Trump nella sua battaglia finalizzata a reindustrializzare il Paese, aumentare le entrate tassando gli stranieri e ad affrontare il disavanzo commerciale. Sebbene il crollo del mercato azionario provocato dal "Giorno della Liberazione" potrebbe non essere percepito dal 39% degli americani che non hanno investito in azioni e potrebbe sostenere la battaglia anti-élite di Trump, la perdita del potere d'acquisto sarà dolorosa per le famiglie americane e, per quelle che si trovano in fondo alla distribuzione del reddito, arriverà fino al 5% del reddito disponibile.

Come può rispondere ai dazi l'Europa? Adottare delle misure commerciali di ritorsione porterebbe solo a una corsa al ribasso. L'Europa dovrebbe trasformare la sfida di Trump in un'opportunità per affrontare la sua mancanza di competitività, come delineato dal rapporto di Draghi. Il FMI stima che le barriere interne dell'Europa equivalgano a un dazio del 45% per il settore manifatturiero e del 110% per i servizi. Un buon punto di partenza è il rilancio di un'industria europea della difesa in risposta al disimpegno degli Stati Uniti dalla NATO.

Tuttavia, sebbene il nuovo piano Readiness 2030 sia un passo nella giusta direzione, la sua pecca principale è che si tratta di un programma a livello di Stati membri più che a livello di UE: l'UE sta attuando un allentamento delle regole fiscali e fornendo linee di credito, ma la responsabilità di attuare le politiche concrete e le decisioni fiscali rimane a carico dei governi nazionali.

Le risposte nazionali non sono un'opzione nel contesto di un sistema internazionale frammentato e di una guerra commerciale a tutto spiano. C'è bisogno di una risposta a livello continentale per far leva sulla massa critica e sul potenziale dell'Europa di stabilire una prima linea di difesa.

Manuela D'Onofrio
Presidente,
The Investment Institute

Fabio Petti
Co-presidente,
The Investment Institute

Edoardo Campanella
Direttore e caporedattore,
The Investment Institute

IL PUNTO DI VISTA DEI CIO 2

STORIE MACRO 3

- Il "Giorno della Liberazione" getta delle ombre sulle prospettive economiche
- I dazi probabilmente aumenteranno le entrate del governo, ma non in modo significativo
- Il pacchetto difesa dell'UE e il ruolo guida della Germania

FOCUS 1: Colmare le lacune per difendere il futuro dell'Europa

STORIE DI MERCATO 12

Cosa sta succedendo nel mercato?

- Azioni
- Reddito fisso
- Materie prime
- Cambi

Focus 2: Spesa per la difesa più alta, rendimenti più alti? Non necessariamente

Focus 3: Quali settori beneficeranno di una maggiore spesa per la difesa dell'UE?

ALLOCAZIONE DEL PORTAFOGLIO 22

TABELLE DI PREVISIONE 23

Il punto di vista dei CIO

L'annuncio del 2 aprile da parte del Presidente degli Stati Uniti, Donald Trump, di un nuovo sistema commerciale globale ha gettato i mercati nel caos. Inizialmente, sono state colpite in particolare le azioni statunitensi, e poi anche i mercati europei e asiatici hanno subito pesanti ribassi. I prezzi degli asset rischiosi, come il petrolio, sono scesi mentre le obbligazioni e il dollaro si sono indeboliti.

Secondo la maggior parte degli analisti, l'annuncio dei dazi ha superato di gran lunga le aspettative negative, anche quelle delineate negli scenari più pessimistici ipotizzati prima dell'annuncio. I mercati sono rimasti scioccati dall'entità degli aumenti tariffari che, se pienamente attuati, spingerebbero la tariffa media degli Stati Uniti a un tasso vicino a quello applicato quando fu approvato il famigerato Smoot-Hawley Tariff Act nel 1930. Poiché il nuovo sistema commerciale è incentrato su relazioni commerciali equilibrate, ciò segnerebbe un netto allontanamento dall'efficienza di un'economia globale guidata dalla divisione del lavoro. L'incertezza deriva anche dal fatto che l'approccio di Trump è impostato sulla transazione (ovvero sulla ricerca di concessioni attraverso i negoziati) o sulla trasformazione (con l'obiettivo di rivedere completamente il sistema commerciale).

Dato il grande danno economico che la piena attuazione di queste tariffe causerebbe a livello globale e nazionale, vediamo ancora delle buone possibilità che ciò rappresenti un'apertura ai negoziati – come sembrerebbe suggerire la decisione di Trump di congelare i dazi sulla maggior parte dei Paesi al 10% per 90 giorni. Ad ogni modo, è probabile che le misure di ritorsione aggraverebbero la situazione e l'affidabilità degli Stati Uniti è ora messa in discussione a livello globale. Il surplus significativo degli Stati Uniti nel settore dei servizi rende vulnerabile il loro settore corporate, che in passato era invidiato da tutto il mondo.

Come dovrebbero posizionarsi gli investitori in un contesto così inedito? In questo periodo di elevata incertezza è meglio evitare le grandi operazioni che vadano in una certa direzione. Manteniamo quindi invariata la nostra asset allocation attuale, che sostiene una posizione neutrale sulle azioni. Inoltre, sarà necessaria una notevole flessibilità tattica per rispondere rapidamente ai cambiamenti del mercato. Nell'azionario, continuiamo a preferire società e settori con profili di business stabili e resilienti, poiché la qualità offre stabilità in tempi di volatilità. In generale, la flessione del mercato ha generato opportunità per l'aggiunta mirata di asset al portafoglio e qualsiasi segnale di mitigazione o una risoluzione costruttiva del dibattito sui dazi si tradurrà probabilmente in un rialzo dei mercati.

Nel reddito fisso (FI), la nostra strategia di detenere titoli di Stato, credito corporate di alta qualità e debito dei mercati emergenti (ME) evitando le aree rischiose del FI, come le obbligazioni high yield (HY), ha dato i suoi frutti. Manteniamo la nostra strategia di preferenza per portafogli multi-asset bilanciati. Inoltre, mentre gli investitori dovrebbero prepararsi ad un persistente stato di volatilità e a possibili ulteriori perdite nei mercati finanziari nel breve termine, la resilienza delle economie europea e statunitense, che si rifletteva in una crescita robusta e nelle aspettative di utili prima dello shock dei dazi, dovrebbe portare un po' di sollievo. Da un punto di vista europeo, i grandi investimenti

in infrastrutture e difesa in Germania potrebbero fornire un sostegno a medio termine per l'economia europea, e questo suggerisce che le prospettive sono più positive e vanno al di là dello shock tariffario.

Alessandro Caviglia
CIO Italia

Filippo Gisdakis
CIO tedesco

Oliver Prinz
CIO austriaco

Storie Macro

Autori: Edoardo Campanella, Loredana Federico, Marco Valli, Daniele Vernazza

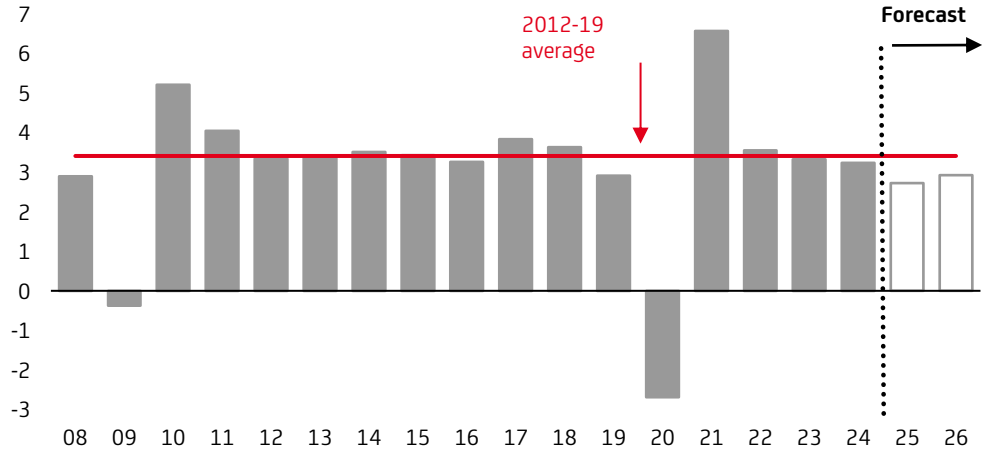
Il "Giorno della Liberazione" getta delle ombre sulle prospettive economiche

Il piano tariffario "reciproco" annunciato dagli Stati Uniti il 2 aprile è stato sostanzialmente più aggressivo delle attese. Se verrà attuato, porterà la tariffa media ponderata per il commercio su tutte le importazioni di beni statunitensi da poco più del 2% dello scorso anno al 20-25%, il livello più alto dagli anni '30. Il 9 aprile, l'amministrazione Trump ha annunciato una pausa di 90 giorni sui dazi "reciproci" con l'eccezione del tasso universale del 10% (che è stato implementato il 5 aprile) e con l'eccezione della Cina, che dovrà affrontare un dazio punitivo del 125% dopo aver annunciato ulteriori dazi di ritorsione contro gli Stati Uniti. Il Canada e il Messico non sono soggetti alla tariffa universale del 10%, ma devono affrontare tariffe zero sulle merci conformi all'USMCA e una tariffa del 25% sulle merci non conformi, tariffa che scenderebbe al 12% se i Paesi troveranno una soluzione ai problemi legati al traffico di droghe e all'immigrazione illegale.

In questo momento la situazione resta molto fluida. Il nostro scenario di base prevede che la tariffa universale del 10% continuerà ad essere applicata, le tariffe "reciproche" più elevate su quasi tutti i Paesi saranno probabilmente annullate, mentre la Cina dovrà probabilmente affrontare tariffe molto più alte rispetto agli altri partner commerciali degli Stati Uniti, ma inferiori all'attuale livello punitivo del 125%. In questo contesto, quest'anno il PIL globale crescerà leggermente al di sopra del 2,5%, livello al di sotto della media storica, ma non ci sarà la recessione. I rischi sono duplici. Il principale rischio al ribasso è l'implementazione di tariffe "reciproche" più elevate una volta trascorsi i 90 giorni di pausa.

GRAFICO 1.1 LA CRESCITA DEL PIL GLOBALE PROBABILMENTE SARÀ CONTENUTA, MA NON CI SARÀ LA RECESSIONE

PIL REALE GLOBALE, % A/A



Fonte: FMI, The Investment Institute by UniCredit

Il dilemma della Fed

Abbiamo rivisto al ribasso le previsioni di crescita degli Stati Uniti, prevedendo ora una crescita dell'1,7% quest'anno (dal precedente 2,2%) e dell'1,9% l'anno prossimo (dal precedente 2,3%), mentre abbiamo rivisto al rialzo le nostre previsioni di inflazione e ci aspettiamo ora il 3,2% quest'anno (dal precedente 2,9%) e al 3,2% l'anno prossimo (dal 2,5%), a seguito dell'aumento dei dazi statunitensi e delle misure di ritorsione dei partner commerciali. Ci aspettiamo ancora l'approvazione di un pacchetto fiscale entro la fine dell'anno, che includa un'estensione dei tagli fiscali individuali, ma la probabilità di ulteriori tagli fiscali significativi resta bassa. Alla nostra previsione di crescita media annua dell'1,7% per il 2025 contribuisce, per un ampio punto percentuale, l'effetto di trascinamento del dato dell'ultimo trimestre del 2024 che è cresciuto del 2,3% a/a. Nel nostro nuovo

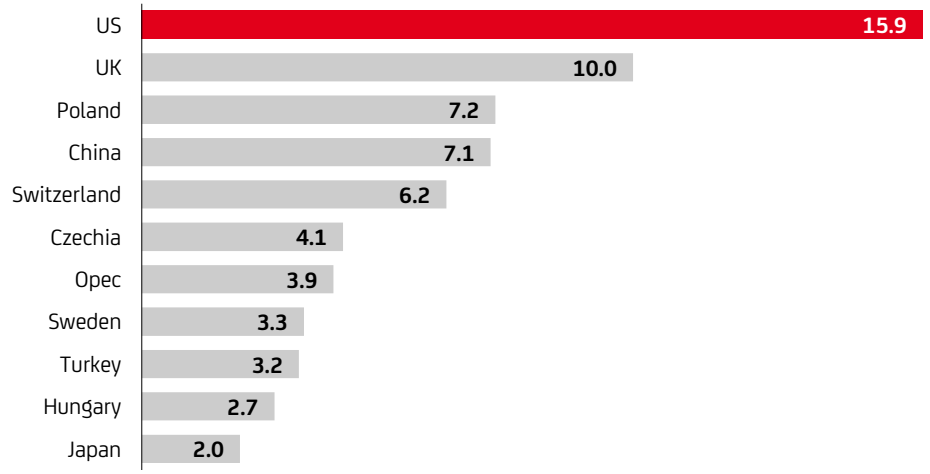
path di previsione, vediamo una la crescita trimestrale modesta per quest'anno, con una crescita del PIL su base annua di appena l'1,2% (1 punto percentuale in meno rispetto alla nostra precedente previsione) nel 4T25.

I principali driver sono **1.** l'aumento dell'inflazione, con l'inflazione di fondo su base annua che è salita al 4,0% alla fine di quest'anno, poiché dazi molto più alti provocano un aumento dei prezzi dei beni importati per i consumatori e dei prodotti intermedi; **2.** la minore fiducia dei consumatori che pesa sulla spesa, e **3.** un inasprimento delle condizioni finanziarie attraverso la riduzione dei prezzi degli asset rischiosi. Nel nostro nuovo scenario di base, prevediamo che la Fed taglierà i tassi d'interesse solo una volta quest'anno (anziché due), portandoli al 4,25% nel 4T25. L'anno prossimo la Fed effettuerà un ulteriore un taglio verso la metà dell'anno. La Fed si troverà in una posizione molto difficile, con un'inflazione significativamente più elevata e una crescita economica inferiore alla media. A meno che non si verifichi una recessione, che non è il nostro scenario di base, la banca centrale non sarà in grado di tagliare i tassi di molto, se non del tutto. La Fed dovrà agire per evitare che le aspettative di inflazione a lungo termine aumentino, aspettative che sono probabilmente più fragili ora dopo il periodo recente di inflazione elevata.

Il tributo dei dazi sulla crescita del PIL dell'eurozona

Per quanto riguarda eurozona, abbiamo abbassato leggermente le nostre previsioni di crescita del PIL per quest'anno (dallo 0,9% allo 0,8%) e per il 2026 (dall'1,2% all'1,0%). In termini trimestrali, la crescita sarà probabilmente molto debole e quest'anno sarà mediamente dello 0,1-0,2%, per poi registrare una riaccelerazione nel corso del 2026. I nuovi numeri riflettono la nostra view secondo cui l'impatto dell'aumento dei dazi e l'incertezza che circonda l'esito dei prossimi negoziati con la Casa Bianca compenseranno ampiamente l'impulso positivo derivante dall'espansione fiscale della Germania e dal piano di aumento della spesa militare nell'UE (Readiness 2030). Dato che è improbabile che la spinta fiscale entri in vigore quest'anno, il deterioramento delle prospettive per il commercio mondiale e l'elevata incertezza probabilmente peseranno sui piani di investimento delle imprese e aumenteranno i rischi al ribasso per il mercato del lavoro, in particolare nel settore manifatturiero, dove i livelli del personale restano più alti rispetto ai livelli di attività attuali e previsti. È probabile che questo porterà a un calo della fiducia delle famiglie e impedirà un'ulteriore discesa del tasso di risparmio, che rimane ben al di sopra dei livelli pre-pandemia. Ci aspettiamo che le ricadute, sugli altri Paesi di eurozona, di un aumento della spesa per le infrastrutture e la difesa in Germania saranno positive ma modeste, per via di un inasprimento delle condizioni finanziarie (dovuto soprattutto alla crescita dei tassi a lungo termine e all'apprezzamento dell'euro) dovuto ad annunci di politica fiscale (restrittiva).

GRAFICO 1.2: DAZI DOLOROSI
ESPORTAZIONI DELL'AREA DELL'EURO VERSO I PRINCIPALI PARTNER COMMERCIALI (% DELLE ESPORTAZIONI EXTRA-EUROZONA)



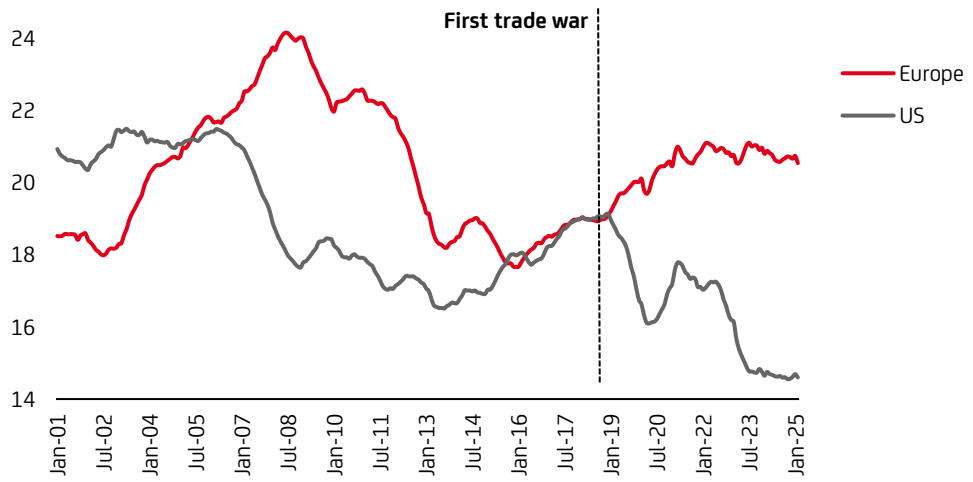
Fonte: Eurostat, The Investment Institute by UniCredit

Se la risposta dell'UE all'aumento dei dazi statunitensi si rivelerà misurata, come pensiamo, è improbabile che la guerra commerciale sia inflazionistica per l'eurozona. I prezzi dell'energia sono diminuiti a causa del crescente rischio di una recessione globale, mentre dal 2 aprile l'euro è scambiato a un livello stabile, sia nei confronti dell'USD che in termini ponderati per gli scambi. Ciò dovrebbe lasciare l'inflazione sulla buona strada per raggiungere il 2% su base sostenibile nei prossimi trimestri, poiché il rallentamento della crescita dei salari alimenta ulteriormente la disinflazione nel settore dei servizi. La pressione sui prezzi nel settore manifatturiero ha toccato il fondo ma, contrariamente a quanto ci aspettiamo per gli Stati Uniti, è probabile che rimanga relativamente debole, smorzata da un riorientamento dei flussi commerciali globali dagli Stati Uniti. Gli indicatori anticipatori segnalano che l'inflazione alimentare che crescerà rapidamente e in breve tempo, ma dubitiamo che questo costituirà un problema. Pertanto, dati i crescenti rischi al ribasso per l'attività economica, siamo convinti che la BCE potrà tagliare ancora i tassi di interesse. Alla nostra previsione sul percorso di allentamento monetario stiamo aggiungendo un taglio dei tassi di 25 pb. Ora vediamo un tasso terminale dell'1,75%, con movimenti nelle riunioni di aprile, giugno e settembre.

L'economia cinese è stata duramente colpita dai dazi

In risposta alle tariffe "reciproche" del 54% di Trump su quasi tutti i prodotti cinesi, Pechino ha risposto con un dazio di ritorsione del 34% su quasi tutte le importazioni statunitensi e con restrizioni alle esportazioni di sette minerali di terre rare. Poi, Trump ha risposto con un ulteriore 50% di dazi che è stato pienamente eguagliato da Pechino. In questo momento, i dazi statunitensi sulla Cina si attestano al 125%, sebbene sembra probabile che i dazi diminuiranno leggermente rispetto a questo livello punitivo. Questa nuova escalation della guerra commerciale rischia di compromettere visibilmente le prospettive di crescita dell'economia cinese. Anche prima del "Giorno della Liberazione" degli Stati Uniti, ci aspettavamo una crescita del PIL cinese del 4,5% circa nel 2025, livello al di sotto dell'obiettivo del 5% fissato da Pechino. Dato che la domanda estera rimane il principale motore di crescita della Cina e ha contribuito per quasi i due terzi all'espansione economica del 2024, abbiamo abbassato la nostra stima di crescita del PIL per il 2025 al 4,0% (dal precedente 4,5%) e per il 2026 al 3,8% (dal precedente 4,2%). Nonostante i tentativi di Pechino di sganciarsi dagli Stati Uniti dopo la prima guerra commerciale con Trump (grafico 1.3), il mercato statunitense è ancora importante per l'economia cinese, in quanto rappresenta circa il 14% delle esportazioni totali del Paese. Inoltre, i dazi reciproci sulle altre economie asiatiche rischiano di creare problemi ai sistemi produttivi complessi e interconnessi in cui la Cina riveste un ruolo centrale. In questo contesto di grande incertezza, ci aspettiamo che sia le politiche monetarie sia quelle fiscali diventeranno più favorevoli, compensando alcuni degli effetti negativi derivanti dalla guerra commerciale.

GRAFICO 1.3: TENTATIVI DELLA CINA DI SGANCIARSI DAGLI STATI UNITI
ESPORTAZIONI CINESI VERSO I PRINCIPALI PARTNER COMMERCIALI (% DELLE ESPORTAZIONI TOTALI, 12 MESI AL MESE)



Fonte: China Customs Statistics, The Investment Institute by UniCredit

I dazi probabilmente aumenteranno le entrate del governo, ma non in modo significativo

L'amministrazione Trump ha addotto tre ragioni per l'aumento delle tariffe: in primo luogo, per rimediare a quelle che l'amministrazione ritiene pratiche commerciali sleali e per riportare l'attività manifatturiera e i posti di lavoro negli Stati Uniti; in secondo luogo, utilizzare le tariffe come strumento di negoziazione e in terzo luogo, come mezzo per aumentare le entrate significative per il bilancio federale. In questa sezione, consideriamo il terzo motivo, vale a dire se il piano tariffario varato dall'amministrazione statunitense aumenterebbe o meno entrate federali in modo significativo.

Nel valutare l'impatto dell'aumento dei dazi statunitensi sulle entrate federali, esamineremo quattro canali principali:

1. l'aumento della tariffa media ponderata per gli scambi,
2. la riduzione della domanda di importazioni dovuta all'aumento dei prezzi all'importazione (al netto dei dazi doganali),
3. la sostituzione di beni a dazi più elevati con beni a dazio inferiore e
4. gli effetti indiretti, sulle entrate federali, di una diminuzione della crescita del PIL.

Qui di seguito esamineremo questi canali uno alla volta.

1. Forte aumento della tariffa media statunitense

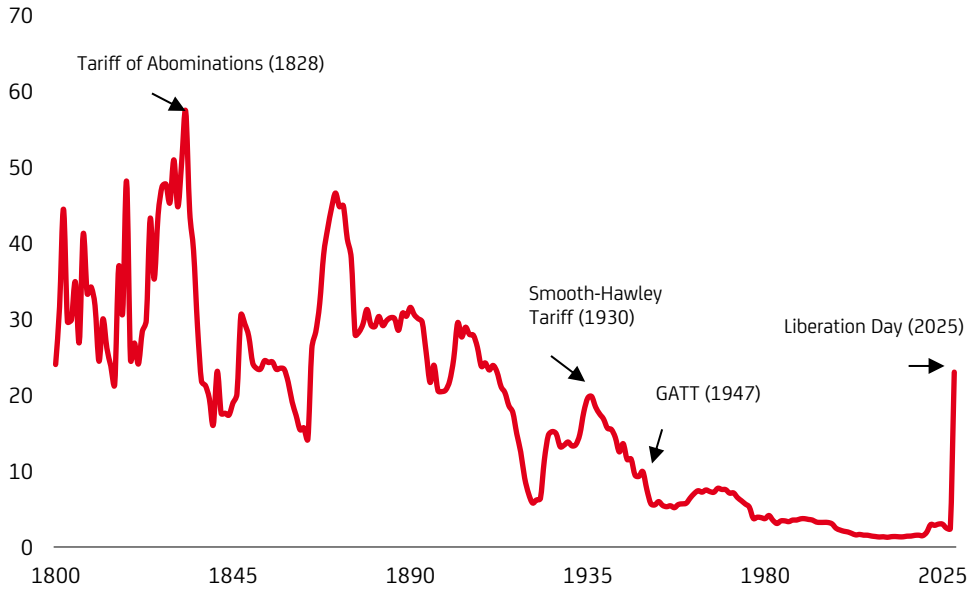
Il piano tariffario "reciproco" del 2 aprile, le altre tariffe annunciate da inizio anno e probabilmente ulteriori tariffe settoriali sembravano destinate ad aumentare la tariffa media ponderata per il commercio sulle importazioni statunitensi al 20-25%, secondo le nostre stime, da poco più del 2% dell'anno scorso. Ciò si basa su varie ipotesi, tra cui le quote di importazione e le tariffe settoriali che devono ancora essere annunciate (su prodotti farmaceutici, semiconduttori, minerali critici, rame e legname). Se pienamente attuati, gli aumenti tariffari porterebbero l'aliquota tariffaria media degli Stati Uniti a livelli simili a quelli visti dopo il famigerato Smoot-Hawley Tariff Act degli anni '30. Gli investitori sono rimasti sorpresi non solo dall'entità degli aumenti tariffari, ma anche dalla metodologia utilizzata per calcolare le tariffe specifiche per Paese. La formula si basa sul rapporto tra il deficit commerciale degli Stati Uniti con ciascun Paese e il valore delle merci importate da quel Paese. La tariffa risultante è la metà di questo rapporto. Questo approccio semplicistico contrasta con le promesse fatte in precedenza, secondo cui le tariffe avrebbero rispecchiato le singole barriere commerciali, con l'obiettivo di bilanciare le relazioni commerciali degli Stati Uniti con ogni Paese. Inoltre, questo metodo esclude i servizi come quelli finanziari e informatici, che, per i Paesi europei, spesso compensano gli squilibri commerciali di beni con gli Stati Uniti.

L'annuncio del 9 aprile che le tariffe "reciproche" (superiori al 10% universale) saranno sospese per 90 giorni su tutti i Paesi tranne la Cina suggerisce che queste tariffe "reciproche" saranno probabilmente annullate dopo i negoziati per la maggior parte o per tutti i partner commerciali (esclusa la Cina). Tuttavia, in questa sezione, diamo un'occhiata a quanto il governo federale degli Stati Uniti potrebbe raccogliere in termini di entrate aggiuntive in uno scenario di rischio in cui i dazi del 2 aprile verranno pienamente implementati.

Se il valore delle importazioni e la loro composizione dovessero rimanere invariati dal 2024, un aumento della tariffa media di 20 punti percentuali aumenterebbe i dazi doganali di circa 660 miliardi di dollari all'anno (o 6,6 trilioni di dollari in 10 anni). Questo calcolo (troppo) semplice porta a una somma considerevole, tuttavia stiamo un po' facendo una sovrastima esagerata, per le ragioni che esamineremo dopo. Giusto per fare un confronto, un'estensione, a oltre la fine di quest'anno, degli sgravi fiscali individuali come quelli previsti dal Tax Cuts and Jobs Act del 2017 costerebbe circa 4,2 trilioni di dollari in dieci anni.

GRAFICO 1.4: I DAZI STATUNITENSI SALIREBBERO AL LIVELLO PIÙ ALTO DEGLI ULTIMI 100 ANNI SE IL PIANO TARIFFARIO "RECIPROCO" VENISSE ATTUATO IN PIENO

ALIQUOTA TARIFFARIA EFFETTIVA SULLE IMPORTAZIONI STATUNITENSI (%)



Fonte: The Budget Lab di Yale, The Investment Institute by UniCredit
Nota: la linea rossa esclude l'ulteriore tariffa di ritorsione del 71% sulla Cina in vigore dal 9 aprile.

2. Le importazioni probabilmente diminuiranno rapidamente

L'aumento dei dazi peserà fortemente sulla domanda di importazioni degli Stati Uniti, la cui entità dipenderà dall'elasticità della domanda ai prezzi delle importazioni e da quanto gli esportatori esteri ridurranno i loro prezzi in risposta ai dazi, nonché dalle quotazioni del dollaro statunitense. Durante l'aumento (relativamente piccolo) dei dazi del 2018-19, la maggior parte degli studi ha rilevato che gli esportatori esteri non hanno abbassato i prezzi e il dollaro statunitense si è leggermente apprezzato. Il deprezzamento del dollaro statunitense è, probabilmente, in parte dovuto al fatto che gli investitori stanno scontando ulteriori tagli dei tassi di interesse da parte della Fed, e in parte alla rivalutazione, da parte degli investitori, della valuta di riserva e dello status di bene rifugio dell'unità monetaria statunitense. Se gli esportatori esteri non abbasseranno i loro prezzi e il dollaro statunitense ponderato per gli scambi commerciali rimarrà sostanzialmente invariato, l'aumento totale dei dazi si ripercuoterà sui prezzi delle importazioni. Il trasferimento di questi costi ai consumatori dipenderà dai margini di profitto dei rivenditori statunitensi e delle altre aziende statunitensi.

Un articolo accademico[1], che tratta il tema dell'aumento delle tariffe statunitensi del 2018-19, ha calcolato che l'introduzione di una tariffa del 10% si traduce in una diminuzione delle importazioni di merci del 10% nei primi tre mesi e in un raddoppiamento del calo nel tempo. Tuttavia, l'aumento dei dazi del 2018-19 è stato quasi interamente applicato alla Cina e in quegli anni, per aggirare i dazi più elevati, le esportazioni cinesi sono state reindirizzate verso gli Stati Uniti attraverso Paesi terzi. Questa volta sarà probabilmente più difficile trovare delle alternative a causa dell'applicazione di dazi su tutti i Paesi; quindi, sospettiamo che l'elasticità delle importazioni

[1] See Amiti, Redding and Weinstein (2020), *Who's Paying for the US Tariffs? A Longer-Term Perspective*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 26610, January 2020.

ai dazi sarà inferiore. Può darsi che un aumento della tariffa media statunitense di 20 punti percentuali potrebbe ridurre le importazioni statunitensi fino al 20% nel tempo. Se così fosse, le entrate tariffarie aggiuntive scenderebbero a 5,3 trilioni di dollari in dieci anni, ossia in misura leggermente superiore al costo dell'estensione dei singoli tagli fiscali.

3. Deviazione degli scambi commerciali da Paesi ad alta tariffazione a Paesi a bassa tariffazione

L'aumento delle tariffe non è uniforme tra i Paesi e questo riguarda, in particolare, le tariffe "individualizzate" e in vigore dal 9 aprile sui principali partner commerciali. In generale, dall'inizio dell'anno sono stati applicati dei dazi più elevati alle economie asiatiche, ovvero Cina (54%), Vietnam (46%), Taiwan (36%), Thailandia (36%) e Indonesia (32%). L'UE deve far fronte a una tariffa aggiuntiva del 20%, mentre il Messico e il Canada hanno ricevuto un trattamento preferenziale (le merci conformi all'accordo USMCA devono rimanere esenti da dazi). È probabile che questo trattamento differenziato crei una certa diversione degli scambi, con le importazioni statunitensi che verranno dirottate dai Paesi con tariffe più elevate ai Paesi con tariffe più basse. Ciò implicherà una riduzione delle entrate tariffarie, tuttavia è molto difficile stimarne l'entità. Per questo motivo, potremmo considerare la stima per l'aumento delle entrate tariffarie, fornita nella sezione precedente, come una stima massima.

4. I dazi peseranno sulla crescita del PIL e, quindi, sul gettito fiscale

L'aumento dei dazi rallenterà l'economia statunitense. L'entità di questo rallentamento dipenderà dalle ritorsioni dei partner commerciali. La nostra nuova previsione vede il PIL, alla fine del 2026, in calo dell'1,0% rispetto alla nostra previsione precedente, ovvero di circa 300 miliardi di dollari. Parte della riduzione della crescita deriva dall'incertezza politica e dal calo della fiducia che ritarda i consumi, le assunzioni e gli investimenti, alcuni dei quali saranno probabilmente temporanei. Tuttavia, molti studi hanno rilevato che, nel lungo periodo, una minore apertura commerciale si tradurrà in una riduzione della crescita della produttività (dovuta alla minore concorrenza da parte delle imprese straniere, ad una più bassa specializzazione, ad economie di scala ridotte e ad un minore trasferimento di competenze e tecnologie incorporato e annesso ai flussi commerciali). Uno studio ampiamente citato[2] ha calcolato che l'elasticità del reddito pro-capite al commercio era di circa 1/2. Quindi, a una riduzione del 10% del volume degli scambi corrisponderà un reddito pro-capite del 5% nel lungo periodo. Supponendo che le importazioni statunitensi caleranno fino al 20%, i redditi statunitensi diminuirebbero fino al 10% rispetto allo scenario attuale. Utilizzando una tabella interattiva pubblicata dal Congressional Budget Office (CBO) lo scorso anno[3], a un calo dell'1% della crescita della produttività ogni anno rispetto alla linea di base del CBO, corrisponderebbe una riduzione delle entrate federali di oltre 4 trilioni di dollari in dieci anni. Parzialmente compensativo, questo è effetto al rialzo sul gettito fiscale derivante dall'aumento del livello dei prezzi e, di conseguenza, della base imponibile nominale. Nel complesso, e dopo aver tenuto conto degli effetti indiretti, dall'imposizione di queste tariffe ci aspettiamo un piccolo miglioramento del bilancio federale.

---

[2] Feyrer, James (2009), *Trade and Income: Exploiting Time Series in Geography*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 14910.
[3] See Congressional Budget Office (2023), *Workbook for How Changes in Economic Conditions Might Affect the Federal Budget: 2023 to 2033*.

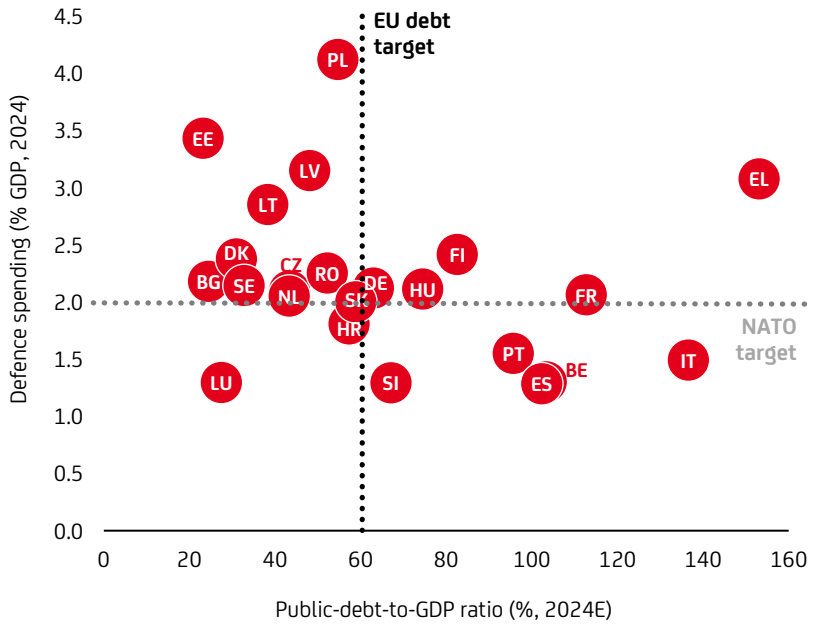
Il pacchetto difesa dell'UE e il ruolo guida della Germania

Prima che i dazi reciproci finissero al centro del dibattito politico, gli investitori si sono concentrati sulle notizie legate alle intenzioni dell'Europa di aumentare la spesa per la difesa a seguito della minaccia di Trump di ritirarsi dalla NATO. Il pacchetto di difesa dell'UE, ReArm Europe plan/Readiness 2030, mira a mobilitare quasi 800 miliardi di euro (si veda la nostra The Short View). Il piano prevede: **1.** una clausola di salvaguardia nazionale del patto di stabilità e crescita (NEC); e **2.** uno strumento di prestito da 150 miliardi di euro – Security Action for Europe (SAFE) – per progetti transnazionali legati alla difesa. Sebbene ReArm Europe sia un passo nella giusta direzione e abbia attratto l'interesse degli investitori azionari verso l'Europa, il piano potrebbe non essere all'altezza delle aspettative. Nonostante il nome, si tratta di un programma a livello di singoli stati membri non di un programma a livello europeo. In altre parole, l'UE sta allentando le regole fiscali e fornendo linee di credito, ma spetta poi ai governi nazionali agire.

Grazie alla NEC, la Germania avrà un margine sufficiente per aumentare ulteriormente la spesa per la difesa (dall'attuale 2% circa) e ci aspettiamo che sia uno dei principali finanziatori del piano. Anche i piccoli Paesi dell'UE, che hanno posizioni debitorie più solide, sono probabilmente desiderosi di aumentare la spesa per la difesa, anche se già spendono più del 2% del PIL per la difesa. Tuttavia, tali Paesi potrebbero finire per mobilitare una quantità relativamente limitata di risorse nell'ambito del piano. Belgio, Francia, Italia e Spagna, invece, adotteranno probabilmente un approccio più cauto, cercando di trovare il giusto equilibrio tra la necessità di aumentare la spesa per la difesa (che è relativamente bassa) e la prospettiva che questa farà crescere ulteriormente il debito pubblico (già relativamente elevato) nel medio termine. Senza impegni vincolanti, la tentazione di fare *free ride* su coloro che aumentano la spesa per la difesa sarà alta.

Inoltre, una volta che non ci saranno più le condizioni che consentono di derogare alle regole di bilancio dell'UE e garantiscono un aumento strutturale della spesa per la difesa, i governi saranno invitati a ridefinire le priorità di spesa. Questa potrebbe rivelarsi una scelta politica difficile. Per questi motivi gli Stati membri farebbero bene a sfruttare la flessibilità verso le regole di bilancio e l'attrattiva dei prestiti dell'UE per stimolare gli investimenti congiunti nel settore della difesa e colmare le lacune critiche esistenti in termini di priorità dell'UE e della NATO, anche se i governi potrebbero avere difficoltà a trovare un accordo su dove spendere i fondi per gli investimenti transfrontalieri, poiché ognuno vorrà massimizzare i benefici economici per i propri elettori. Questi investimenti, a sua volta, promuoveranno l'innovazione, la competitività e la crescita di medio termine, aprendo, al tempo stesso, la strada ad una vera e propria unione europea della difesa.

GRAFICO 1.5: MAPPATURA DELLA SPESA PER LA DIFESA E DEL DEBITO PUBBLICO
% DEL PIL



Fonte: CE, Eurostat, NATO, The Investment Institute by UniCredit

FUOCUS 1

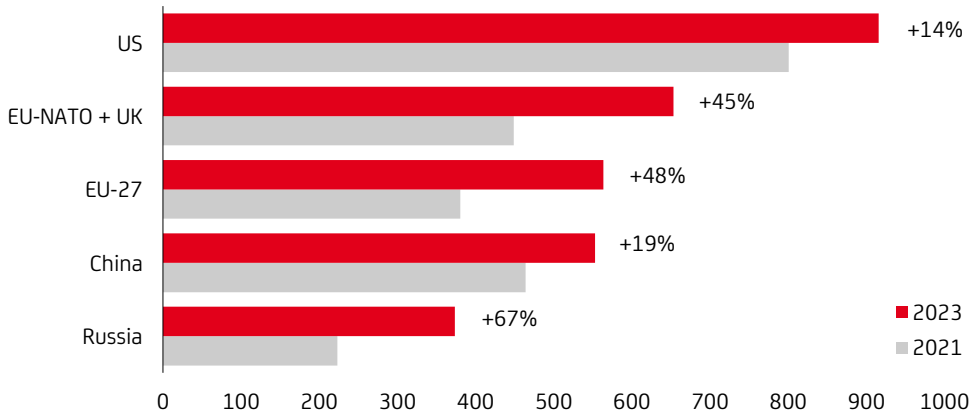
Colmare le lacune per difendere il futuro dell'Europa

Autore: Andreas Rees

Nelle ultime settimane, il panorama politico internazionale è cambiato molto rapidamente. Il consenso post-Guerra Fredda, in cui gli Stati Uniti hanno sostenuto un ordine internazionale basato su regole e che garantiva la sicurezza dell'Europa, è andato in frantumi. Di conseguenza, l'UE è stata costretta a elaborare nuovi piani per rafforzare le proprie capacità di difesa, un passo che potrebbe rappresentare un salto di qualità verso un'ulteriore integrazione europea. Di seguito, ci occuperemo di un aspetto importante che potrebbe decidere il successo o il fallimento di questa unione: il nesso tra i piani di spesa militare dell'UE e la capacità dell'industria europea della difesa di produrre in termini di produzione aggiuntiva.

Il punto di partenza della nostra breve analisi è il lato della domanda. Nel grafico 1.6, abbiamo confrontato i dati sulla spesa militare dell'UE, degli Stati Uniti, della Cina e della Russia. Di conseguenza, gli Stati Uniti hanno registrato di gran lunga la spesa militare più elevata nel 2023, con oltre 900 miliardi di dollari (si veda il grafico seguente). Il gruppo di Paesi che sono sia Stati membri dell'UE che della NATO, più il Regno Unito, è al secondo posto con circa 650 miliardi di dollari, seguito dalla Cina (550 miliardi di dollari) e dalla Russia (370 miliardi di dollari). Si noti che queste cifre si basano sui tassi di cambio a parità di potere d'acquisto militare per riflettere le differenze di prezzo relative per i soldati (salari), le operazioni e l'equipaggiamento.

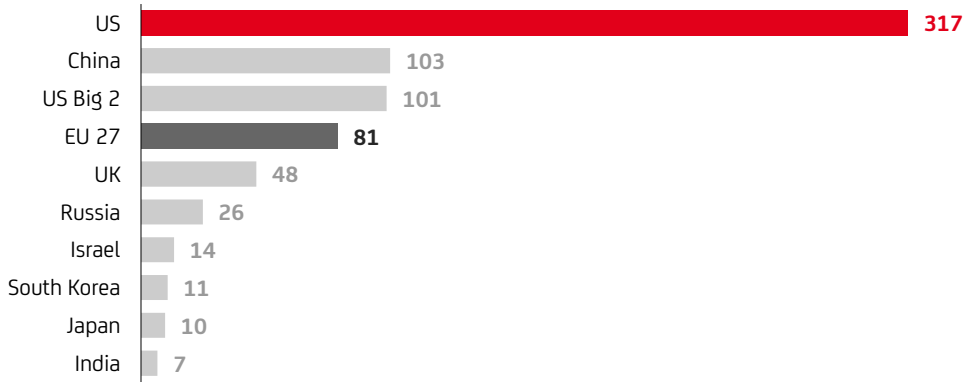
GRAFICO 1.6: L'EUROPA DAVANTI ALLA CINA E ALLA RUSSIA?
SPESE MILITARI NEL 2023, IN MILIARDI DI USD (PPP MILITARI)



Fonte: Peter Robertson, The Investment Institute by UniCredit

Se questo paragone può sembrare rassicurante per gli europei, le apparenze ingannano. Ovviamente, i dati devono essere messi in prospettiva. Soprattutto, la spesa per la difesa degli Stati membri dell'UE non equivale alla forza militare effettiva. Data la limitata capacità delle aziende dell'industria degli armamenti in tutto il mondo, l'aumento della domanda non avrebbe potuto essere accompagnato da una maggiore produzione di attrezzature militari negli ultimi anni. Inoltre, l'industria della difesa dell'UE non può competere con gli Stati Uniti o la Cina (cfr. grafico 1.7). Le cifre che seguono si riferiscono ai volumi di vendita delle prime 100 aziende a livello mondiale, per le quali sono disponibili dati per il confronto. Di conseguenza, nel 2023 le imprese dell'UE-27 hanno generato ricavi per circa 80 miliardi di dollari (130 miliardi di euro includendo il Regno Unito), rispetto ai 320 miliardi di dollari delle imprese statunitensi e agli oltre 100 miliardi di dollari delle imprese cinesi. Significativamente, i ricavi delle due maggiori società statunitensi da sole hanno superato le vendite totali di tutte le aziende dell'UE27 nella top 100. Data la scarsa capacità dell'UE, negli ultimi anni, una quota ancora maggiore dei bilanci europei destinata agli appalti per la difesa è stata spesa per le importazioni militari dagli Stati Uniti.

GRAFICO 1.7: LE SOCIETÀ STATUNITENSI DOMINANTI
VENDITE 2023 DELLE PRIME 100 AZIENDE PRODUTTRICI DI ARMI E SERVIZI MILITARI PER PAESE/REGIONE, IN MILIARDI DI DOLLARI



Fonte: SIPRI, The Investment Institute by UniCredit

Con le linee di produzione già in funzione a pieno regime, i responsabili politici europei devono affrontare la questione di come aumentare rapidamente la produzione nell'industria della difesa. Soprattutto, è necessario un vero mercato europeo della difesa, che superi l'attuale frammentazione. Ad esempio, nell'UE vengono utilizzati più di 150 tipi diversi di armi, rispetto ai soli 24 degli Stati Uniti. L'eliminazione di tali ostacoli non solo aumenterebbe la concorrenza, ma porterebbe anche a maggiori volumi di ordini e fornirebbe certezza di pianificazione a lungo termine per i produttori di armi. Inoltre, lo status tecnologico dell'Europa rischia non solo di compromettere l'innovazione militare, ma anche di mettere in pericolo la sua sicurezza informatica. Oltre l'80% delle tecnologie digitali critiche in Europa, come il cloud computing, il software, l'intelligenza artificiale, ecc., proviene dall'estero, principalmente dagli Stati Uniti.

Le richieste all'Europa di diventare più autosufficiente nella difesa del suo territorio sono certamente impegnative. Tuttavia, questo non significa che sia impossibile. L'UE, insieme al Regno Unito e ad alcuni altri Paesi europei, potrebbe attivare il suo potenziale per ottenere risultati. Dopo tutto, l'Europa ha una solida base industriale e ha prodotto più degli Stati Uniti in settori strategici, come l'aviazione civile, i veicoli a motore e l'acciaio. È probabile che questa forza dia i suoi frutti ora, poiché la capacità industriale inutilizzata in Europa potrebbe essere riutilizzata per produrre attrezzature militari. L'utilizzo di impianti esistenti invece di crearne di nuovi consentirebbe di risparmiare tempo prezioso e di aumentare la produzione più rapidamente. L'UE potrebbe inoltre collaborare ancora più strettamente con l'Ucraina integrando le loro catene di approvvigionamento nel settore della difesa e condividendo l'esperienza sul campo di battaglia. L'Ucraina ha sviluppato nuove tecnologie, come i droni dotati di capacità di navigazione autonoma abilitate all'intelligenza artificiale, che hanno dimostrato la loro efficacia nella guerra Russia-Ucraina.

E' vero che per raggiungere la piena autonomia militare dagli Stati Uniti ci vorrebbero molti anni. Tuttavia, non si dovrebbe confondere l'indipendenza militare con la costruzione di un deterrente credibile contro la Russia. Sebbene sia improbabile che il primo obiettivo venga raggiunto entro il 2030, gli esperti militari ritengono che il secondo possa essere raggiunto nei prossimi cinque anni. Tuttavia, avrebbe bisogno che l'Europa garantisse che le sue dichiarazioni siano seguite da azioni. Sebbene di recente vi sia stata una massiccia iniezione di denaro pubblico, questa deve ancora essere sostenuta dalla firma di contratti con le società della difesa. Ridurre la burocrazia negli appalti e armonizzare le norme nazionali accelererebbe questo processo. L'UE deve far seguire alle sue parole i fatti adesso.

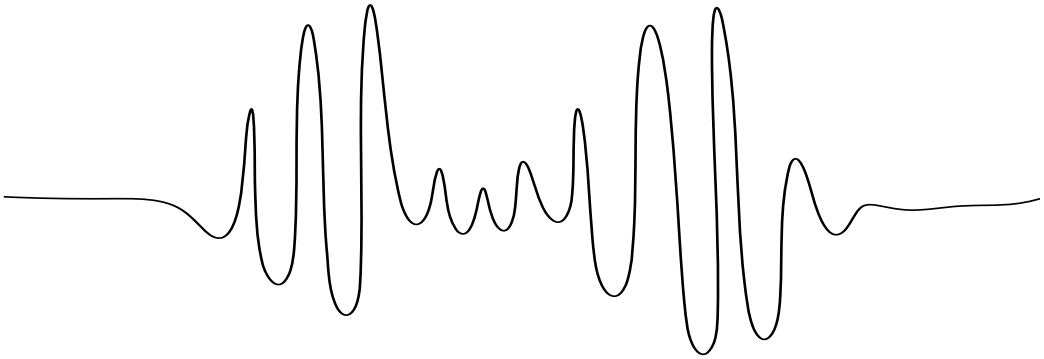
Storie di mercato

Autori: Luca Cazzulani, Tobias Keller, Stefan Kolek, Roberto Mialich, Christian Stocker, Thomas Strobel, Michael Teig

Cosa sta succedendo nel mercato?

IL "RUMORE"

Trump ha creato tensione sui mercati annunciando una nuova ondata di tariffe e la sua politica commerciale. Nel "Giorno della Liberazione", il suo annuncio sui dazi reciproci contro i principali partner commerciali, che contribuiscono al disavanzo commerciale degli Stati Uniti, ha creato una notevole incertezza. L'amministrazione statunitense prevede una tariffa di base del 10% su tutte le importazioni, con ulteriori tariffe specifiche per Paese, ma ha sottolineato che queste tariffe potrebbero essere ridotte attraverso dei negoziati. Nel frattempo, le notizie positive dall'Europa, tra cui un dialogo più costruttivo tra Ucraina e Stati Uniti e un cessate il fuoco parziale tra Russia e Ucraina, hanno avuto un impatto limitato sui mercati.



IL SEGNALE

La narrativa del mercato si è allontanata dall'eccezionalismo degli Stati Uniti a causa dell'elevata volatilità e dell'accresciuta incertezza causata dagli annunci erratici di Trump, che hanno smorzato le aspettative di crescita negli Stati Uniti e alimentato i timori di una recessione. Questo ha impattato negativamente sulle azioni statunitensi e stimolato la domanda di obbligazioni. In Europa è emersa una risposta fiscale più forte del previsto. La Germania ha aperto la strada con un significativo pacchetto di stimoli per aumentare la spesa per la difesa e le infrastrutture. Inoltre, la Commissione europea prevede di rafforzare le capacità militari dell'Europa, il che ha migliorato la fiducia dei mercati azionari europei e ha spinto al rialzo i rendimenti dei titoli di Stato tedeschi. Tuttavia, le recenti notizie sui dazi applicati dagli Stati Uniti e le potenziali ritorsioni da parte dell'Europa stanno innescando, nei mercati europei, un sentimento di avversione al rischio.

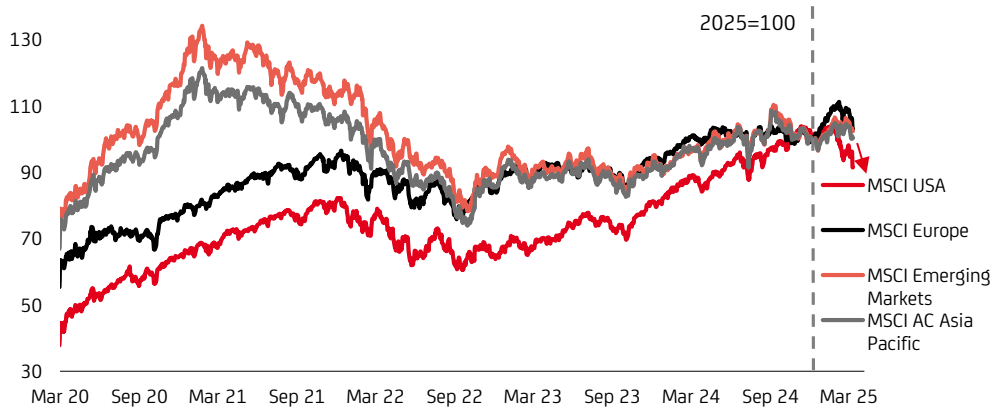
Azioni

INCERTEZZA TARIFFARIA E CORAGGIOSO CAMBIAMENTO DELLE POLITICHE EUROPEE A SOSTEGNO DEI SETTORI VALUE

I prezzi delle azioni sono crollati a livello globale in seguito a quello che Trump ha definito il "Giorno della Liberazione" americana. Gli annunci sui dazi statunitensi portano ad una maggiore incertezza economica e quindi all'incertezza sugli utili delle società. Di conseguenza, la volatilità del mercato azionario (in entrambe le direzioni) rimarrà elevata nei prossimi mesi. I recenti sviluppi stanno mettendo in discussione uno scenario che ha prevalso a lungo sui mercati azionari, quello dell'eccezionalismo statunitense, e hanno portato a una significativa rivalutazione delle **azioni statunitensi** (si veda il grafico 2.1). Le revisioni negative degli utili per l'anno fiscale 2025 dovrebbero continuare, con il mercato azionario statunitense che finora è stato quello più impattato negativamente. Anche le altre regioni non potranno sfuggire a questa tendenza.

Sebbene **le azioni europee** dovranno affrontare i venti contrari legati alle tariffe di Trump, hanno un cuscinetto sicuro grazie al recente e innovativo cambiamento di politica in Europa annunciato per i prossimi anni e che prevede una spesa fiscale espansiva (su infrastrutture e difesa), soprattutto in Germania. Prima che il "Giorno della Liberazione" cogliesse impeparati i mercati, l'andamento di quest ultimi era il riflesso di un'Europa in ripresa che riesce a tenere duro mentre cerca di affrontare il problema di essere stata piantata in asso dagli Stati Uniti, e ha scontato un miglioramento delle prospettive a medio termine per l'eurozona. In futuro, in vista di potenziali negoziati e accordi tra gli Stati Uniti e i suoi partner commerciali, l'onere per il mercato azionario, in un orizzonte temporale di medio termine, dovrebbe essere gestibile. Sebbene sia aumentato il rischio di un rallentamento dell'economia globale piuttosto marcato, ci aspettiamo una stabilizzazione del mercato azionario in futuro, mentre i cambiamenti del panorama degli investimenti potrebbero creare il potenziale per rendimenti più equilibrati rispetto agli ultimi anni.

GRAFICO 2.1: FIN QUI E QUEST'ANNO I MERCATI EMERGENTI E L'EUROPA SONO STATI I LEADER



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit (periodo contemplato: 3 aprile 2020-3 aprile 2025)

Per anni, **i titoli growth,** in particolare quelli del settore tecnologico statunitense, hanno spesso guidato la performance positiva del mercato azionario. Tuttavia, in relazione alla rotazione dei fondi al di fuori degli Stati Uniti, gli investitori sono sempre più interessati a società con fondamentali solidi che vengono scambiate a prezzi inferiori al loro valore intrinseco, con utili sostanzialmente stabili e attività tangibili, ossia caratteristiche dell'**investimento value** che sono state a lungo impopolari nell'era dell'IA (si veda il grafico 2.2). La continua ed elevata incertezza legata alla politica commerciale statunitense, l'indebolimento degli indicatori economici statunitensi, l'aumento dei rendimenti obbligazionari in Europa e l'aumento della volatilità del mercato hanno reso i titoli growth più vulnerabili, mentre l'annuncio degli stimoli fiscali in Europa, in particolare in Germania, ha creato un contesto più favorevole per i titoli value. Sul lungo periodo, l'ipotesi di tassi d'interesse a lungo termine potenzialmente più elevati e l'irripidimento della curva dei rendimenti derivante dal recente cambiamento di politica monetaria in Europa dovrebbero favorire i titoli value rispetto ai loro omologhi growth. In questo contesto, abbiamo deciso di ridurre l'obiettivo che era stato inizialmente fissato per la fine del 2025 a 5700 punti per lo S&P 500 e a 5350 per l'Euro STOXX 50 (per gli altri obiettivi dell'indice, si veda la tabella di previsione delle attività rischiose a pagina 24).

GRAFICO 2.2: RENDIMENTO DELLE AZIONI VALUE

Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit (periodo di osservazione: 3 aprile 2000-3 aprile 2025)

In Cina, il governo sta cercando di rilanciare l'economia stimolando i consumi e abbassando i costi di finanziamento, e stabilizzando, nello stesso tempo i mercati azionari e immobiliari. Gli investitori hanno mostrato un atteggiamento più positivo verso **le azioni cinesi**, perché i titoli tecnologici cinesi hanno beneficiato della presenza di DeepSeek e del tema dell'intelligenza artificiale più in generale. Di conseguenza, il mercato azionario cinese si è ripreso dal punto di minimo osservato a metà gennaio. Tuttavia, questa tendenza è stata interrotta dall'annuncio di un drastico aumento dei dazi statunitensi sulle importazioni globali e cinesi, e questo infliggerà un duro colpo alla Cina a meno che gli Stati Uniti non decidano di farle delle concessioni importanti.

Nel frattempo, **le azioni giapponesi** hanno chiuso il primo trimestre debolmente a causa delle preoccupazioni legate all'economia globale, del calo dell'USD-JPY e, soprattutto, dei timori che il regime tariffario aggressivo degli Stati Uniti venga ulteriormente esteso. Effettivamente la battaglia sui dazi da parte di Trump nel "Giorno della Liberazione" sta alimentando tutte queste preoccupazioni. Ciononostante, le riforme significative della governance societaria, i due anni di forte crescita dei salari che indicherebbero una normalizzazione economica e il crescente divario tra gli utili previsti e i prezzi delle azioni dovrebbero essere di supporto rispettivamente da un punto di vista fondamentale e tecnico.

Reddito fisso

È IMPROBABILE CHE I RENDIMENTI DEGLI EGB A LUNGA SCADENZA DIMINUIRANNO ULTERIORMENTE

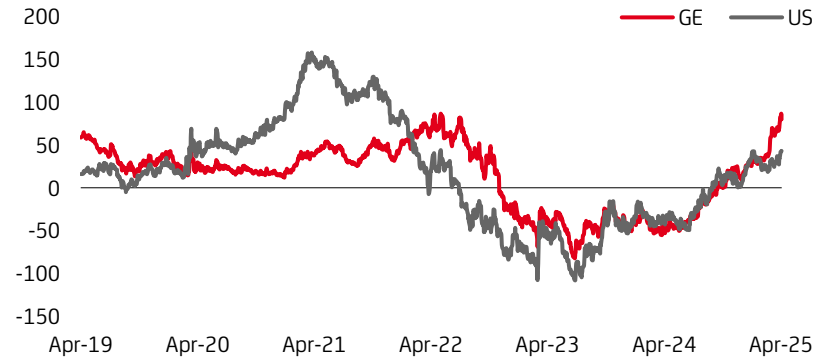
TITOLI

Il mese di marzo è stato un periodo molto intenso per il mercato dei titoli di Stato. L'annuncio, da parte della Germania, di un aumento della spesa fiscale e il lancio di un piano di difesa dell'UE hanno portato a un forte irripidimento delle curve EGB, poichè gli investitori hanno rivalutato il premio a termine per tenere conto degli effetti dell'aumento dell'offerta. Nel complesso, gli spread EGB sono rimasti stabili, riflettendo probabilmente un miglioramento delle prospettive di crescita dovuto a un orientamento fiscale più proattivo. Nel corso del mese, tuttavia, i rendimenti sono scesi, a causa del deterioramento delle aspettative di crescita degli Stati Uniti e dell'avversione per il rischio. Gli annunci dei dazi del 2 aprile hanno mandato in tilt i mercati. I rendimenti dell'eurozona hanno completamente ritracciato l'effetto dell'annuncio di Merz, i mercati azionari sono scesi di oltre il 20% rispetto ai picchi di febbraio e le aspettative di un taglio dei tassi sono salite, sia nell'eurozona che negli Stati Uniti. Gli spread tra i Paesi si sono un po' ampliati. L'annuncio di ritardare i dazi di 90 giorni ha portato ad un'altra inversione a U nei mercati.

Dato il quadro, è difficile prevedere con certezza come si evolverà la situazione in futuro. Le tariffe medie statunitensi annunciate il 2 aprile hanno raggiunto il livello più alto degli ultimi decenni. Sarà probabilmente questo il livello massimo al quale le tariffe verranno stabilite. La decisione di ritardare la loro applicazione di 90 giorni supporta questa idea, ma è molto difficile stabilire fino di quanto le tariffe potrebbero scendere. La situazione attuale per la Fed è delicata, poiché si trova ad affrontare una sfida complessa: la necessità di contrastare l'inflazione, che è aumentata a causa dei dazi, e allo stesso tempo di gestire una crescita economica che si è indebolita. La possibilità che gli investitori internazionali diventino progressivamente insoddisfatti degli asset statunitensi aggiunge un ulteriore livello di complessità alle prospettive dei mercati. Riteniamo che le aspettative di un allentamento della politica monetaria da parte della Fed siano eccessive. In futuro ci aspettiamo rendimenti UST più elevati nella parte breve della curva, mentre il rendimento a 10 anni potrebbe stabilizzarsi intorno al 4.50%.

La diminuzione dei rendimenti degli EGB è dovuta all'aspettativa degli investitori di una BCE più accomodante. Tuttavia, l'irripidimento della curva che si è verificato in seguito all'annuncio fiscale della Germania non è stato messo in discussione. Semmai, la curva si è irripidita ancora di più dopo l'annuncio dei dazi nel "giorno della liberazione" del 2 aprile. I rendimenti degli EGB saranno influenzati dalle aspettative sui tassi della BCE nei prossimi mesi, tuttavia rimaniamo dell'idea che il riprezzamento dei premi a termine è destinato a rimanere e che la curva resterà più ripida rispetto al passato. A fronte di un obiettivo previsto per i tassi della BCE dell'1,75% entro il 3T25, prevediamo che i rendimenti dei Bund a 10 anni si attesteranno intorno al 2,70% nei prossimi mesi. Rimaniamo ottimisti sui BTP; l'impatto negativo del rallentamento della crescita dovrebbe essere compensato dalle attese di tassi BCE più bassi, che dovrebbero mantenere contenuti i costi di finanziamento, soprattutto sulle scadenze più brevi.

GRAFICO 2.3: LE CURVE DI BUND E UST SI MUOVONO IN DIREZIONI DIVERSE
SPREAD 2/10 A (PB)



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

CREDITO CORPORATE

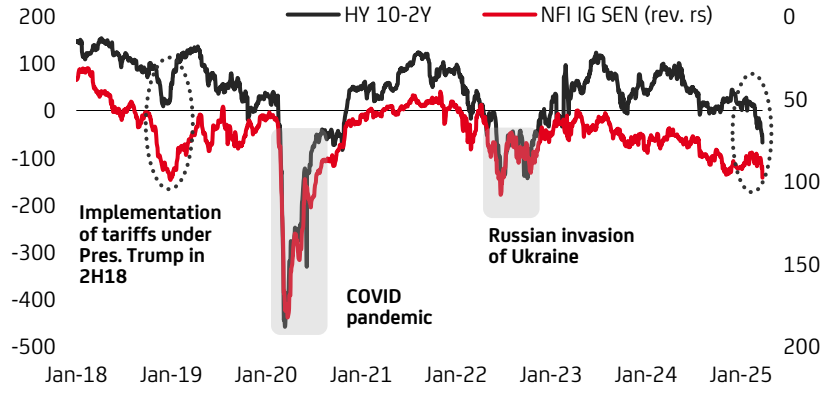
Riteniamo che i nuovi dazi annunciati dall'amministrazione statunitense avranno degli effetti negativi per il credito, in quanto implicherebbero una minore crescita economica sia negli Stati Uniti che nell'eurozona, il che indebolisce anche le prospettive per i fondamentali del credito societario europeo. La situazione attuale del commercio internazionale, con le risposte incerte dell'UE e della Cina, genera un'elevata incertezza. Le tariffe annunciate sono più elevate di quelle del primo mandato di Trump. In risposta a tali dazi, i premi per il rischio di credito dell'indice iBoxx High Yield Non-Financials – che all'epoca erano molto più stretti di quanto non lo siano ora – sono cresciuti di 80 pb mentre quelli dei senior investment grade sono aumentati di 30 pb nel secondo semestre del 2018.

Inoltre, come mostra il grafico qui sotto, la curva del credito europea sta iniziando a mostrare una leggera inversione, poiché gli investitori hanno iniziato a scontare la probabilità che ci sarà una recessione, a differenza del secondo semestre del 2018, quando la curva si è semplicemente appiattita in risposta ai dazi. Anche se, in questa fase, la recessione non fa parte del nostro scenario di base (e non ci aspettiamo nemmeno una grande ondata di default), la portata dei dazi comporterà un'evidente decelerazione della crescita dell'eurozona, compromettendo così la capacità delle imprese di generare EBITDA e causando un deterioramento dei parametri di credito.

Questo ci ha portato a rivedere le nostre previsioni sugli spread tra le imprese e il credito: prevediamo ora un ampliamento del credito non finanziario investment grade a 125 pb (15 pb in più rispetto ai livelli attuali) e un ampliamento del credito non finanziario high yield a 450 pb (45 pb in più rispetto ai livelli attuali) nel primo semestre del 2025, con la possibilità di una modesta contrazione degli spread (rispettivamente a 110 pb e 420 pb) entro la fine dell'anno. Prevediamo che gli spread sui rendimenti degli ibridi non finanziari si allargheranno a 290 pb (40 pb in più rispetto ai livelli attuali) entro la fine dell'anno. Il credito societario europeo offre ancora un carry decente. Raccomandiamo di sovrappesare il credito investment grade e sottopesare il credito high yield.

Una crescita economica più bassa impatterà negativamente anche sul credito bancario europeo. Sebbene restiamo fiduciosi in merito ai solidi fondamentali creditizi delle banche, il credito bancario è anche influenzato da fattori macro e tende a sottoperformare quando l'avversione al rischio aumenta. Sembra inoltre che i mercati stiano attribuendo una probabilità maggiore a scenari di recessione rispetto a quanto previsto dal nostro scenario base, e tale scenario avrebbe un impatto sul credito bancario sotto due forme: 1. sotto forma di minori ricavi dovuti ai tagli dei tassi di interesse da parte delle banche centrali, 2. sotto forma di una minore crescita dei prestiti e un aumento degli accantonamenti per le perdite su crediti. Abbiamo rivisto al rialzo la nostra previsione sugli spread delle obbligazioni senior bancarie per il primo semestre del 2025 da 90 pb a 130 pb (lo spread attuale è di 114 pb) e ci aspettiamo una moderazione a 115 pb fino alla fine del 2025, riflettendo la speranza di progressi nelle negoziazioni e di una possibile riduzione delle tariffe. La pressione sugli spread sarà più pronunciata per il debito subordinato. Ci aspettiamo di vedere una decompressione della struttura del capitale bancario che era in essere prima dell'annuncio dei dazi, quando gli spread erano ai minimi storici. Abbiamo rivisto al rialzo le nostre previsioni di spread Tier-2 di fine anno da 140 pb a 180 pb (lo spread attuale è di 194 pb) e le nostre previsioni di spread AT1 da 350 pb a 450 pb.

GRAFICO 2.4: SPREAD INVESTMENT GRADE NON FINANZIARI IBOXX VS. PENDENZA DELLA CURVA HIGH YIELD, BP



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

Materie prime

L'ORO GUIDA LE MATERIE PRIME AI VERTICI DELLA PERFORMANCE

PETROLIO GREGGIO

La domanda cinese di petrolio è recentemente diventata un fattore trainante per la materia prima, come dimostrano le importazioni del Paese a marzo, mentre l'OPEC+ ha invertito i tagli alla produzione a partire da aprile a causa delle interruzioni dell'offerta legate alle nuove sanzioni statunitensi contro Russia e Iran. Nonostante il recente calo dei prezzi del petrolio innescato dall'aggressivo annuncio dei dazi da parte di Trump, il cartello ha accettato di espandere ulteriormente la produzione a maggio. Le elevate tensioni commerciali stanno sollevando preoccupazioni per la domanda globale e aumentando l'incertezza, poiché i mercati attendono di vedere come reagiranno i partner commerciali, mentre l'aumento dei dazi reciproci potrebbe anche rallentare l'adozione di energia pulita a livello globale. Alla luce dei probabili danni economici causati dai dazi di Trump e dei timori di una vera e propria guerra commerciale globale, ci aspettiamo ora che i prezzi del petrolio siano compresi tra 65 e 70 dollari al barile per la maggior parte del 2025. Tali timori manterranno alta anche la volatilità del prezzo del petrolio.

GAS NATURALE

I prezzi del TTF hanno continuato a essere volatili per tutto il 1T25, spinti dalle forze politiche e di mercato. Dopo aver raggiunto il picco di 58 EUR/MWh a febbraio, i prezzi sono poi scesi al di sotto di 40 EUR/MWh, poiché i piani per allentare i requisiti di stoccaggio dell'UE per la prossima stagione invernale hanno contribuito a far scendere i prezzi dal picco. Nel 2025 la domanda di GNL sul mercato globale dovrebbe essere più forte rispetto agli anni precedenti, dopo un inverno particolarmente freddo in Europa e l'annullamento della maggior parte dei flussi commerciali rimanenti dalla Russia che hanno lasciato i livelli di stoccaggio del gas ben al di sotto di quelli dell'anno precedente. Tuttavia, le prospettive economiche globali più deboli e l'allentamento degli obiettivi di stoccaggio europei dovrebbero impedire alla crescita dei prezzi di superare i massimi più recenti. Ci aspettiamo quindi solo una modesta pressione al rialzo sui prezzi del TTF nei prossimi mesi e stiamo abbassando il nostro obiettivo di prezzo a un intervallo di trading di 40-45 euro dai precedenti 45-50 euro/MWh.

ORO

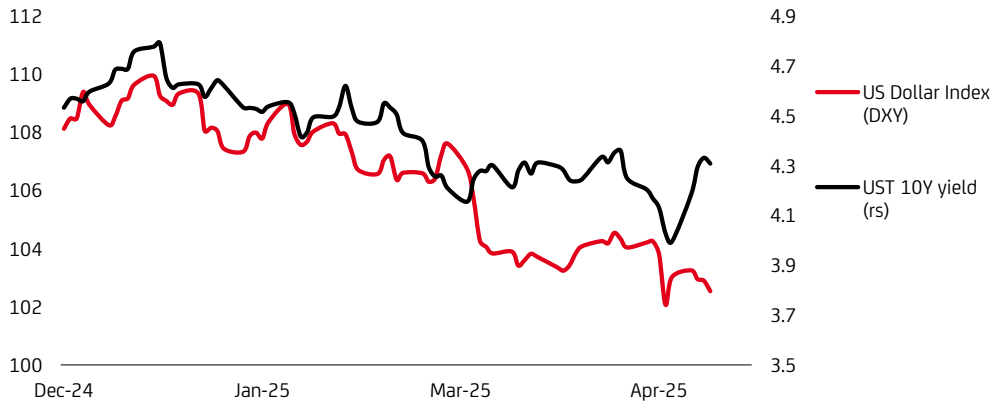
Il metallo prezioso ha continuato a salire nelle ultime settimane e si mantiene stabile sopra i 3.000 USD/oncia a causa dell'elevato livello di incertezza nei mercati sul futuro andamento dei dazi e della politica commerciale degli Stati Uniti. È stata una delle materie prime con le migliori performance quest'anno, con un aumento di circa il 20% nei primi tre mesi e il miglior trimestre dalla metà degli anni '80. Prevediamo che i prezzi dell'oro rimarranno alti per tutto il corso dell'anno, data la continua incertezza politica derivante dall'amministrazione Trump e la conseguente crescente ondata di domanda di beni rifugio. Inoltre, i continui acquisti da parte delle banche centrali e la crescita della domanda di ETF garantiti da lingotti dovrebbero creare un ambiente costruttivo per il metallo, anche se sono probabili battute d'arresto tecniche. Ci aspettiamo quindi che l'oro verrà scambiato intorno ai 3.000 USD/oncia quest'anno, con ulteriori rischi al rialzo.

Cambi

UN RIALZO DI EUR-USD PIÙ SOSTENUTO RIMANE TUTT'ALTRO CHE A PORTATA DI MANO

Sul forex, l'EUR/USD ha toccato nuovi massimi da inizio anno sopra 1,10, poiché l'annuncio dei dazi del Presidente Trump ha sollevato preoccupazioni per una recessione economica negli Stati Uniti. Ciò ha danneggiato il biglietto verde su tutta la linea, nonostante il sell-off sui mercati azionari di tutto il mondo, che ha rafforzato maggiormente lo JPY e il CHF come valute rifugio. Anche il calo dei rendimenti statunitensi a lungo termine ha pesato sul dollaro su tutta la linea (si veda il grafico sottostante). L'EUR-USD rimarrà probabilmente su livelli elevati, riflettendo anche una lieve disaffezione per il dollaro prevalente nel mercato e l'intenzione dell'amministrazione statunitense di avere una valuta competitiva. Tuttavia, l'asticella per un rialzo più sostenuto della valuta comune con la stessa intensità osservata finora rimane alta, anche alla luce della nostra previsione meno aggressiva sulla Fed. Inoltre, i dati sul posizionamento mostrano anche che i gestori patrimoniali sono già sufficientemente lunghi sull'EUR-USD dopo la vendita del biglietto verde a marzo e il "Trump trade" che ha seguito le elezioni statunitensi è stato completamente invertito. Nel frattempo, gli investitori probabilmente si concentreranno anche su come i nuovi piani di spesa per le infrastrutture e le spese militari saranno attuati in modo efficace in tutta l'eurozona e sul loro impatto sui disavanzi e sui debiti nazionali. Anche l'incertezza su possibili ritorsioni ai dazi statunitensi e ai negoziati di pace per l'Ucraina potrebbe aggiungere volatilità.

GRAFICO 2.5: DOLLARO IN CALO DIFFUSO SULLA SCIA DEL CALO DEI RENDIMENTI A LUNGA NEGLI STATI UNITI



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

MESSA A FUOCO 2

Spesa per la difesa più alta, rendimenti più alti? Non necessariamente

Autore: Francesco Maria Di Bella

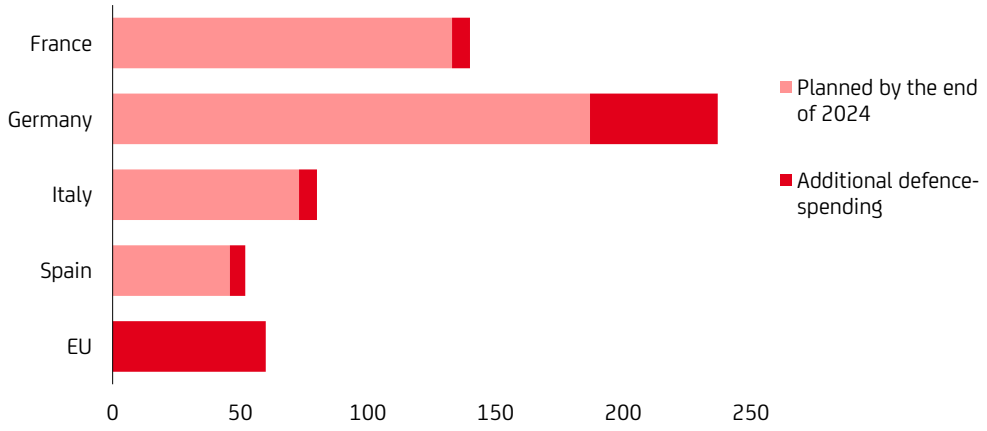
La politica estera sotto l'amministrazione Trump ha portato gli alleati degli Stati Uniti a ripensare alle loro strategie di difesa. I Paesi europei hanno tre diversi canali attraverso i quali potrebbero aumentare la spesa per la difesa: i finanziamenti nazionali, i prestiti dell'UE e i capitali privati.

Prima di discutere le possibili implicazioni per i mercati del reddito fisso, è necessario fare due precisazioni. Salvo differenze tra i Paesi e dovute alle diverse posizioni fiscali, i Paesi dell'UE hanno già aumentato la spesa per la difesa negli ultimi anni, soprattutto a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina. Anche prima del risultato delle elezioni presidenziali statunitensi, la maggior parte dei Paesi aveva pianificato di aumentare questo importo in futuro. Il secondo punto è che i tempi di attuazione di questi aumenti previsti sono incerti.

Il grafico qui sotto mostra come la spesa per la difesa dovrebbe aumentare nel 2025-26 rispetto a quanto annunciato entro la fine dello scorso anno. Con l'eccezione della Germania, i principali Paesi dell'UE probabilmente aumenteranno la spesa per la difesa solo marginalmente e potrebbero fare affidamento sui prestiti dell'UE (attraverso lo strumento SAFE).

GRAFICO 2.6: LA NUOVA POLITICA ESTERA DEGLI STATI UNITI SI TRADURRÀ IN UN AUMENTO DELLA SPESA PER LA DIFESA IN EUROPA

SPESE PER LA DIFESA NEL PERIODO 2025-26 (MILIARDI DI EUR)



Fonte: Agenzie per il debito dell'eurozona, Commissione Europea, The Investment Institute by UniCredit

I Bund e gli altri EGB sono stati messi sotto pressione in seguito all'annuncio del "bazooka fiscale" in Germania. Il fondo infrastrutturale tedesco ha probabilmente avuto un impatto maggiore sui rendimenti degli EGB, in quanto era meno atteso e a causa delle sue dimensioni maggiori. Poiché è probabile che l'aumento della spesa per la difesa sia contenuto e distribuito nell'arco di molti anni, non ci aspettiamo movimenti significativi dei rendimenti o degli spread EGB rispetto ai livelli attuali.

L'impatto sulle obbligazioni dell'UE è più difficile da prevedere, in quanto l'UE potrebbe coprire i prestiti SAFE con strumenti diversi dalle obbligazioni e l'entità effettiva dello strumento è ancora sconosciuta, poichè i Paesi non hanno ancora presentato domanda per questo nuovo strumento. In ogni caso, l'aumento dell'offerta di obbligazioni dell'UE non sarebbe del tutto negativo per l'asset class, in quanto potrebbe aumentarne la liquidità, soprattutto perché l'attività di finanziamento legata a Next Generation EU è destinata a essere gradualmente eliminata.

MESSA A FUOCO 3

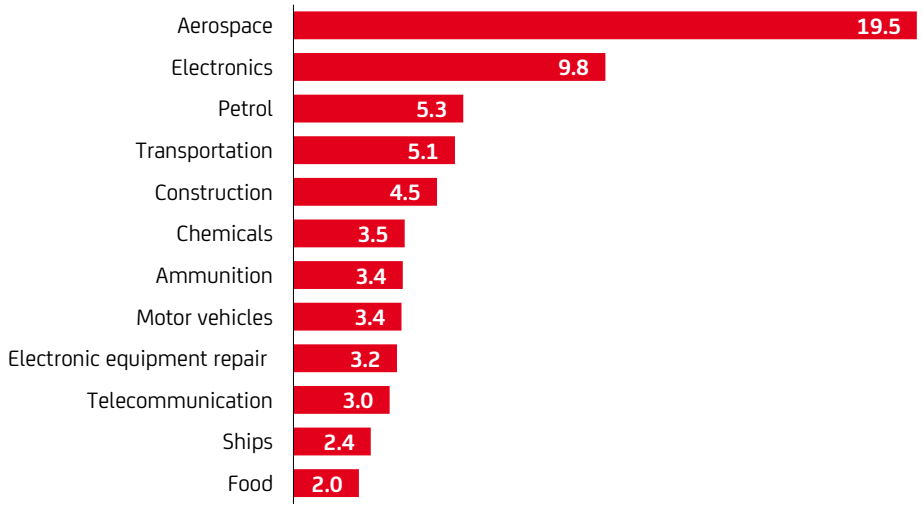
Quali settori beneficeranno di una maggiore spesa per la difesa dell'UE?

Autori: Andreas Rees, Christian Stocker

Nel cercare di prevedere le implicazioni settoriali derivanti dall'aumento della spesa per la difesa dell'UE, è necessario distinguere tra effetti diretti ed effetti indiretti sui settori. L'impatto diretto include gli acquisti governativi di attrezzature militari, come aerei, navi, carri armati e veicoli militari, di cui beneficia l'industria degli armamenti. Inoltre, i governi spenderanno anche più soldi per l'espansione delle infrastrutture militari. Ne sono esempi le basi militari, le caserme e le strutture di formazione, da cui trarranno profitto soprattutto le aziende del settore delle costruzioni. Tuttavia, e soprattutto, vi sono anche gli effetti indiretti dell'aumento della spesa per la difesa dell'UE. Questi sono meno ovvi e analiticamente più difficili da districare. Ad esempio, la produzione di serbatoi richiede l'input di altri settori industriali che producono parti metalliche, elettronica, ingredienti chimici, ecc.

Per quantificare gli effetti diretti e indiretti, gli economisti utilizzano spesso lo strumento dell'analisi input-output (I-O). I dati I-O consentono di comprendere le interdipendenze economiche tra i diversi settori e come l'aumento della spesa per la difesa si ripercuota su un'economia, sia attraverso la produzione nazionale che le importazioni. Purtroppo, tali dati dell'UE sulle spese militari non sono disponibili, né a livello paneuropeo né a livello nazionale. Come proxy approssimativo, abbiamo quindi utilizzato i dati I-O per l'economia statunitense e abbiamo esaminato i beni e i servizi di input intermedi necessari per la spesa per la difesa degli Stati Uniti. Di conseguenza, se da un lato gli effetti diretti svolgono un ruolo importante, dall'altro le maggiori spese militari hanno un impatto piuttosto diffuso su tutti i settori. Circa il 20% degli input intermedi necessari proviene dall'industria aerospaziale, seguita dal settore elettronico, con circa il 10% (cfr. grafico 2.7). Ne beneficiano anche i settori della logistica, sotto forma di trasporto e magazzinaggio (5%), edilizia (4%) e prodotti chimici e veicoli a motore (3% ciascuno).

GRAFICO 2.7: UTILIZZO DI INPUT INTERMEDI DA PARTE DEL GOVERNO DEGLI STATI UNITI (DIFESA), IN %*



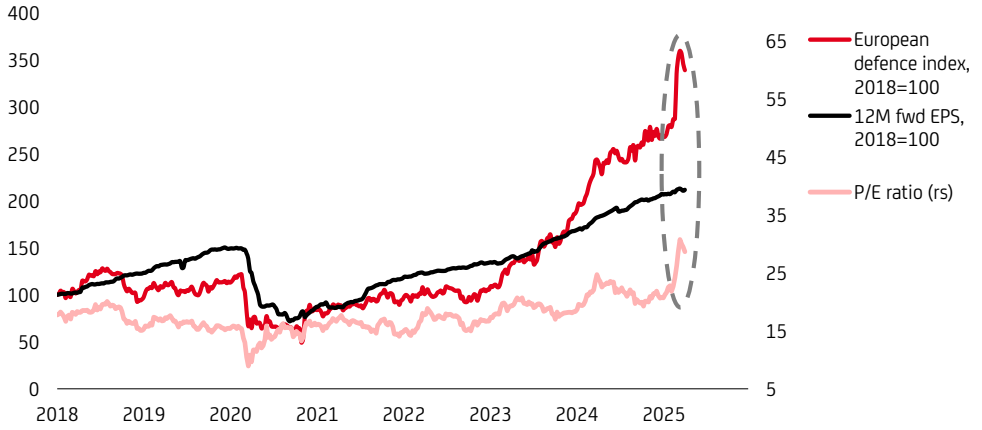
Fonte: Bureau of Economic Analysis, The Investment Institute by UniCredit*
in % del totale degli input intermedi per la difesa; nel 2017 (ultimi dati disponibili)

Nel caso dell'UE, sarebbero necessari degli sforzi sostanziali anche per espandere e proteggere le infrastrutture critiche dalle minacce alla sicurezza e dai sabotaggi di natura militare, ibrida o informatica. Per quanto riguarda le risorse fisiche, ne sono un esempio le fonti di energia resilienti, tra cui l'elettricità e il carburante, e i sistemi di trasporto affidabili, necessari per il rapido dispiegamento di forze e attrezzature militari. La modernizzazione e l'aumento della resilienza di aeroporti, porti, strade e ferrovie andranno a vantaggio dell'industria delle costruzioni, ma anche del settore manifatturiero e dei servizi di mobilità.

Inoltre, la salvaguardia della sicurezza nazionale dell'UE richiede anche la protezione dei suoi beni informatici. La sovranità tecnologica dell'Europa è fragile. Finora le tecnologie digitali essenziali, come quelle utilizzate per elaborare e archiviare i dati, l'intelligenza artificiale, il software, i servizi cloud, ecc., sono state reperite al di fuori dell'UE, in particolare dagli Stati Uniti. Ridurre tale dipendenza andrebbe a vantaggio delle società europee di software, dei centri dati e dei fornitori di telecomunicazioni.

GRAFICO 2.8: INDICE DELLE AZIENDE EUROPEE DELLA DIFESA

STIME DELL'EPS E RAPPORTO P/E



Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Le imprese dell'industria degli armamenti beneficeranno direttamente dell'aumento della spesa per la difesa in Europa. Tuttavia, ciò si riflette già in larga misura negli attuali corsi azionari delle società europee della difesa, come mostrato nel grafico 2.8. L'indice della difesa che abbiamo compilato contiene le 12 maggiori aziende europee della difesa (con tre aziende provenienti da Germania, Francia, Regno Unito e una società da Italia, Svezia e Norvegia). Il grafico non solo illustra il forte aumento del valore delle aziende dall'inizio della guerra tra Russia e Ucraina, ma mostra anche il costante aumento degli utili aziendali che si è verificato durante questo periodo, mentre i rapporti P/E sono rimasti sostanzialmente vicini alla loro media di lungo periodo di poco inferiore a 19, che è ampiamente in linea con il P/E medio delle società della difesa statunitensi (con un P/E medio di 18).

Tuttavia, dall'inizio di quest'anno il quadro è cambiato, con un forte aumento della necessità di sforzi europei in materia di difesa. Il rapporto P/E (basato su EPS a 12 mesi di p/a) delle società europee della difesa è balzato a 30, mentre le loro controparti statunitensi mostrano attualmente uno sconto di valutazione di oltre il 35%. È probabile che questa grande differenza limiti l'ulteriore potenziale delle società europee della difesa sui mercati azionari, soprattutto perché le elevate aspettative di profitto possono essere soddisfatte solo attraverso un'espansione della capacità a lungo termine e ad alta intensità di investimenti. In questo contesto, gli investimenti mirati nei settori menzionati sopra e che beneficiano degli effetti indiretti dell'aumento della spesa per la difesa appaiono più interessanti.

Allocazione del portafoglio

GESTIRE LA VOLATILITÀ DEL MERCATO OTTIMIZZANDO AL CONTEMPO I RENDIMENTI POTENZIALI

Date le incertezze prevalenti, attualmente sosteniamo un approccio cauto che eviti grandi operazioni che vadano in una certa direzione. La nostra strategia evidenzia una prospettiva globale sui portafogli azionari, sfruttando i punti di forza di vari Paesi e regioni, combinando al contempo stili di investimento value e growth. Questo approccio promuove una strategia d'investimento diversificata e completa, progettata per aiutare a superare la volatilità del mercato ottimizzando al contempo i rendimenti potenziali nei mercati in difficoltà.

LA NOSTRA VISIONE D'INVESTIMENTO SULLE ASSET CLASS

	SOTTOPESO	NEUTRALE	SOVRAPPESO
AZIONI GLOBALI		●	
AZIONI USA		●	
AZIONI EUROPA	●		
AZIONI PACIFICO (MERCATI SVILUPPATI)			●
AZIONI PAESI EMERGENTI		●	
OBBLIGAZIONI GLOBALI			●
TITOLI DI STATO IN EURO		●	
TITOLI DI STATO NON IN EURO		●	
OBBLIGAZIONI CORPORATE INVESTMENT GRADE IN EURO			●
OBBLIGAZIONI CORPORATE HIGH YIELD	●		
OBBLIGAZIONI MERCATI EMERGENTI (VALUTA FORTE)			●
OBBLIGAZIONI MERCATI EMERGENTI (VALUTA LOCALE)			●
MERCATI MONETARI	●		
ALTERNATIVI		●	
MATERIE PRIME		●	
PETROLIO		●	
ORO		●	

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

Tabelle di previsione

Le previsioni di UniCredit

STIME DI PIL, INFLAZIONE E SALDO DI BILANCIO GOVERNATIVO

	PIL reale (% a/a)			Prezzi al consumo (% a/a)			Saldo di bilancio governativo (in % del PIL)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Globale	**3.2**	**2.7**	**2.9**						
Stati Uniti	**2.8**	**1.7**	**1.9**	**2.9**	**3.2**	**3.2**	**-7.6**	**-8.0**	**-8.6**
Eurozona	**0,8**	**0,8**	**1.0**	**2.4**	**2.1**	**1.9**	**-3.7**	**-3.4**	**-3.2**
Germania	-0.2*	0.1*	1.3*	2.2	1.7	1.7	-2.8	-2.2	-3.0
Francia	1.1	0.6	1.1	2.0	0.9	1.4	-5.8	-5.6	-4.5
Italia	0.5	0.5	0.8	1.0	1.8	1.7	-3.4	-3.4	-3.0
Spagna	3.2	2.4	18	2.9	2.5	2.0	-3.2	-3.0	-2.5
Regno Unito	0.9	0.8	1.1	2.5	3.2	1.9	-4.3	-4.0	-3.8
Cina	**5.0**	**4.0**	**3.8**	**0.6**	**0.9**	**1.8**	**-7.4**	**-7.6**	**-7.7**
Giappone	0.1	0.9	0.7	2.7	2.3	1.9	-3.5	-3.5	-3.0
India	**8.2**	**6.5**	**6.5**	**4.4**	**4.1**	**4.1**	**-2.4**	**-2.1**	**-2.2**

Fonte: The Investment Institute by UniCredit
*Dati Non-WDA. Al netto dei giorni lavorativi: 0,4% (2024), 0,2% (2025) e 1,0% (2026)

BANCHE CENTRALI

	Corrente	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
Fed	4.50	4.50	4.50	4.50	4.25	4.25	4.00	4.00	4.00
BCE	2.50	2.50	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
BOE	4.50	4.50	4.25	4.00	3.50	3.25	3.00	2.75	2.75
BoJ	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	1.00	1.00
Riksbank	2.25	2.25	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
Norges Bank	4.50	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50	3.50	3.50	3.50

Fonte: The Investment Institute by UniCredit
Nota: I dati sono a fine periodo

TASSI D'INTERESSE

	10.04.25	2Q25	3Q25	4Q25
Eurozona				
Depo rate	2.50	2.00	1.75	1.75
3M Euribor	2.30	1.95	1.75	1.75
2Y Schatz	1.87	1.90	1.90	1.80
10Y Bund	2.69	2.70	2.70	2.70
2Y EUR swap	2.05	2.05	2.05	1.95
10Y EUR swap	2.63	2.70	2.70	2.75
10Y Bund-swap spread	-6	0	0	5
2Y BTP	2.18	2.30	2.30	2.20
10Y BTP	3.87	3.90	3.90	3.90
10Y BTP-Bund spread	119	120	120	120
Stati Uniti				
Fed fund rate				
3M OIS SOFR	4.50	4.50	4.50	4.25
2Y UST	4.28	4.40	4.23	4.15
10Y UST	3.86	4.15	4.15	4.00
10Y UST-Bund spread	4.31	4.50	4.50	4.50
Spread 10 anni UST-Bund	163	180	180	180

TASSI DI CAMBIO

	10.04.25	2Q25	3Q25	4Q25
EUR-USD	1.10	1.10	1.11	1.12
USD-JPY	146	146	145	143
EUR-JPY	161	162	162	162
GBP-USD	1.29	1.28	1.27	1.26
EUR-GBP	0.86	0.86	0.87	0.89
USD-CNY	7.34	7.32	7.30	7.28
EUR-CNY	8.06	8.05	8.10	8.15

Fonte: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

ATTIVITA' RISCHIOSE

	10.04.25	Metà 2025	Fine 2025
Petrolio			
Brent USD/barile	64	65	68
Azionario			
Euro STOXX 50	4,986	5,000	5,350
STOXX Europe 600	504	500	540
DAX	21,279	21,500	23,000
MSCI Italy	86	92	98
S&P 500	5,457	5,400	5,700
Nasdaq 100	19,145	19,000	20,000
Obbligazionario corporate spread			
iBoxx Non-Financials Senior	110	125	110
iBoxx Banks Senior	114	90	85
iBoxx High Yield NFI	404	450	420

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

Per le tabelle di previsione dettagliate clicca sui seguenti link: Economia | FI | FX | Attività rischiose

Indici selezionati dei mercati finanziari

Da	**10.04.24**	10.04.20	10.04.21	10.04.22	10.04.23	10.04.24	10.04.20	**1.01.25**
a	**10.04.25**	10.04.21	10.04.22	10.04.23	10.04.24	10.04.25	10.04.25	**10.04.25**
INDICI AZIONARI (ritorni, in %)								
MSCI Globale (in USD)	**4.4**	50.6	6.0	-5.4	23.3	4.4	94.1	**-6.1**
MSCI Mercati Emergenti (in USD)	**-3.3**	53.5	-13.9	-9.3	9.5	-3.3	29.0	**-7.0**
MSCI USA (in USD)	**7.1**	53.4	9.3	-7.6	28.1	7.1	111.0	**-7.1**
MSCI Europa (in EUR)	**-4.1**	33.8	9.6	3.5	13.0	-4.1	65.3	**-6.5**
MSCI AC Asia Pacifico (in USD)	**-4.9**	49.8	-13.1	-5.8	12.2	-4.9	32.3	**-9.1**
STOXX Europe 600 (in EUR)	**-4.2**	35.2	8.5	2.7	13.3	-4.2	64.5	**-6.7**
DAX 40 (Germania, in EUR)	**8.7**	44.2	-6.1	9.2	15.6	8.7	86.2	**-1.2**
MSCI Italia (in EUR)	**2.5**	38.7	4.3	14.1	32.5	2.5	128.3	**-3.0**
ATX (Austria, in EUR)	**6.3**	49.6	5.0	3.1	16.5	6.3	103.1	**-0.1**
SMI (Svizzera, in CHF)	**-2.4**	22.6	15.1	-7.8	5.2	-2.4	33.4	**-5.0**
S&P 500 (USA, in USD)	**7.2**	50.5	11.1	-6.9	27.6	7.2	111.2	**-6.9**
Nikkei (Giappone, in JPY)	**-18.3**	56.3	-7.4	4.8	44.4	-18.3	80.3	**-19.8**
CSI 300 (Cina, in Yuan)	**8.7**	35.6	-15.8	-0.8	-12.4	8.7	9.5	**-6.1**
INDICI OBBLIGAZIONARI (ritorni, in %)								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	**6.3**	-6.6	-7.4	-3.2	-5.3	6.3	-15.6	**3.1**
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA , in USD)	**5.9**	-4.5	-6.1	-2.3	-2.5	5.9	-9.4	**2.3**
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	**5.1**	7.9	-7.5	-2.5	2.6	5.1	5.3	**0.2**
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	**1.4**	-0.2	-8.9	-10.3	1.5	1.4	-16.5	**-1.0**
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	**2.5**	2.7	-8.2	-9.4	3.3	2.5	-10.1	**-0.7**
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	**4.1**	7.7	-6.8	-6.2	6.2	4.1	3.6	**-0.3**
RENDIMENTI OBBIGAZIONARI (espressi in punti base = 0.01%)								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	**-24**	94	108	71	112	-24	358	**-26**
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA , in USD)	**-61**	42	171	110	99	-61	360	**-29**
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	**-19**	-112	170	131	44	-19	212	**11**
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	**14**	1	106	150	11	14	289	**18**
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	**9**	-27	106	161	0	9	259	**20**
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	**-8**	-123	150	204	-45	-8	187	**28**
SPREAD SULLE OBBLIGAZIONI GOVERNATIVE (credit spread,espresso in punti base)								
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA US Corporate Master)	**32**	-167	25	25	-55	32	-140	**39**
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA US High Yield)	**127**	-472	36	113	-153	127	-359	**145**
Obbligazioni Governative area Euro (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	**17**	-92	34	32	-44	17	-54	**21**
Obbligazioni Governative area Euro (ICE BofA Euro High Yield)	**77**	-357	97	90	-125	77	-229	**118**
TASSO DI CAMBIO CON EURO (in %)								
Dollaro USA (EUR-USD)	**1.7**	9.4	-8.5	0.5	-0.4	1.7	1.6	**6.3**
Sterlina Inglese (EUR-GBP)	**1.1**	-1.0	-3.4	5.0	-2.5	1.1	-1.3	**4.2**
Franco Svizzero (EUR-SFR)	**-5.4**	4.3	-7.9	-2.7	-0.6	-5.4	-12.1	**-1.4**
Yen Giapponese (EUR-JPY)	**-3.2**	10.2	4.0	6.4	13.5	-3.2	34.9	**-2.1**
MATERIE PRIME (in %)								
Commodity Index (GSCI, in USD)	**29.8**	-3.3	9.9	2.1	15.7	29.8	65.5	**15.7**
Metalli Industriali (GSCI, in USD)	**-8.6**	59.8	35.4	-24.5	2.6	-8.6	54.5	**-6.0**
Oro (in USD per fine ounce)	**31.9**	3.6	10.6	2.4	16.4	31.9	82.9	**17.1**
Petrolio (Brent, in USD per barrel)	**-26.4**	98.7	62.2	-17.1	4.5	-26.4	107.7	**-11.8**

Fonte: Refinitiv Datastream, The Investment Institute by UniCredit (10 aprile 2025)
Nota: i valori passati e le previsioni non sono un indicatore affidabile delle performance future. Gli indici non possono essere acquistati e quindi i rendimenti non includono i costi degli strumenti. Quando si investe in titoli, vengono sostenuti costi che riducono la performance. Il rendimento degli investimenti in valute estere può anche aumentare o diminuire a causa delle fluttuazioni valutarie. (opportunità di rendimento più elevata = valutazione del rischio più elevata). Le obbligazioni sintetiche non possono essere acquistate e quindi non includono alcun costo. Nel caso di valute e materie prime, i costi di acquisizione e/o custodia sostenuti non sono inclusi.

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

Indirizzo
Piazza Gae Aulenti, 4
20154 Milano

E-mail
the-investment-institute@unicredit.eu

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

IDEA GENERATORS

Manuela D'Onofrio
Head of GIS

Fabio Petti
Deputy Head of GIS

Alessandro Caviglia
CIO, Italy

Philip Gisdakis
CIO, Germany

Oliver Prinz
CIO, Austria

Marco Valli
Head of Macroeconomic Analysis

Tullia Bucco

Luca Cazzulani

Gokce Celik

Francesco Maria Di Bella

Loredana Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Tobias Keller

Stefan Kolek

Elia Lattuga

Roberto Mialich

Emilio Orecchia

Michael Rottmann

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Leonardo Segato

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Daniel Vernazza

Carolina Wiskemann

REDATTORE CAPO

Edoardo Campanella

GESTIONE DEGLI EDITORI

Tullia Bucco

Thomas Strobel

DISEGNO

Isla Morgan

MARKETING

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Laura Cabrera Gálvez

Maik Dornheim

Ivana Milojevic

Kim Steinsberger

PRODUZIONE

Frank Blaser

Ingo Heiming

Charles Bradford Miller

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

Matthew Stevenson

Till Welzel

Avvisi Legali

Glossario

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

Marketing Communication

La presente pubblicazione costituisce una comunicazione di marketing di UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG e UniCredit Bank GmbH (di seguito congiuntamente "Gruppo UniCredit") è indirizzata ad un pubblico indistinto e viene fornita gratuitamente a titolo meramente informativo. Essa non costituisce raccomandazione personalizzata all'investimento o attività di consulenza da parte del Gruppo UniCredit né, tantomeno, offerta al pubblico di alcun genere né un invito ad acquistare o vendere strumenti finanziari. Le informazioni fornite non sono da intendere come ricerca in materia di investimenti o come analisi finanziaria dal momento che, oltre a non avere i contenuti, non sono state preparate conformemente ai requisiti giuridici volti a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e non sono soggette ad alcun divieto che proibisca le negoziazioni prima della diffusione della ricerca in materia di investimenti.

Le informative rilevanti sugli interessi e sulle posizioni ricoperte dal Gruppo UniCredit sono disponibili al seguente indirizzo: https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/en/conflictsofinterest-positiondisclosures. Eventuali stime e/o valutazioni contenute nella presente pubblicazione rappresentano l'opinione autonoma e indipendente del Gruppo UniCredit e, al pari di tutte le informazioni in essa riportate, sono date in buona fede sulla base dei dati disponibili alla data della pubblicazione, tratte da fonti attendibili, ma aventi valore puramente indicativo e suscettibili di variazioni in qualsiasi momento dopo la pubblicazione, sulla cui completezza, correttezza e veridicità il Gruppo UniCredit non rilascia alcuna garanzia e non assume alcuna responsabilità. Gli interessati dovranno pertanto effettuare le proprie valutazioni di investimento in modo del tutto autonomo e indipendente, facendo affidamento esclusivamente sulle proprie considerazioni delle condizioni di mercato e delle informazioni complessivamente disponibili, anche in coerenza con il proprio profilo di rischio e la propria situazione economica. Investire comporta dei rischi. Prima di qualunque investimento, prendere attenta visione della documentazione d'offerta relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione. Si evidenzia inoltre che:

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

I contenuti della pubblicazione – comprensivi di dati, notizie, informazioni, immagini, grafici, disegni, marchi e nomi a dominio – sono di proprietà del Gruppo UniCredit se non diversamente indicato, coperti da copyright e dalla normativa in materia di proprietà industriale. Non è concessa alcuna licenza né diritto d'uso e pertanto non è consentito riprodurne i contenuti, in tutto o in parte, su alcun supporto, copiarli, pubblicarli e utilizzarli a scopo commerciale senza

E 25/1

Le informazioni e i dati contenuti nel presente documento sono aggiornati al 10 aprile 2025.