



# Big in Japan



Group Investment Strategy

## Monthly Outlook

Luglio 2023



# Indice

SOMMARIO	3
LA LETTERA DEI CIO	4
IN EVIDENZA	6
MACRO & MARKETS	9
ASSET ALLOCATION DEI NOSTRI PORTAFOGLI IN GESTIONE	13
RUBRICHE	17



# Sommario

Big in Japan



## AGGIORNAMENTO MACROECONOMICO

Negli USA l'economia si conferma solida, anche se i consumi privati e le eccedenze di risparmio delle famiglie si stanno riducendo. Il mercato del lavoro ha registrato a maggio il record degli ultimi 4 mesi per quanto riguarda i nuovi posti di lavoro creati. La crescita salariale resta ancora al di sopra del livello target della Federal Reserve (Fed) del 3%- 3,5%.

Nei mesi invernali, l'economia dell'Eurozona è scivolata in una recessione tecnica: i dati rivisti sul prodotto interno lordo (PIL) indicano un calo della crescita dello 0,1% sia nel quarto trimestre del 2022 sia nel primo trimestre del 2023. La crescita dell'occupazione, a sua volta, ha accelerato dallo 0,3% nel quarto trimestre 2022 allo 0,6% nel primo trimestre 2023. Dopo essere crollata a marzo, ad aprile la produzione industriale (escluse le costruzioni) è aumentata dell'1,0% m/m.

A maggio, l'attività economica cinese ha continuato a perdere slancio: la produzione industriale è rallentata, la crescita degli investimenti non rurali è diminuita, così come le vendite al dettaglio.

## INFLAZIONE E POLITICA MONETARIA



Il tasso d'inflazione generale statunitense si è significativamente indebolito, toccando il livello più basso da marzo 2021 (4,0% a/a). Il calo è dovuto in gran parte alla riduzione significativa dei prezzi dell'energia, mentre i prezzi dei prodotti alimentari sono leggermente aumentati. Importanti fattori di disinflazione nei prossimi mesi saranno probabilmente rappresentati dagli affitti e dai prezzi alla produzione, entrambi in notevole rallentamento a maggio. In occasione della sua ultima riunione la Fed ha lasciato invariato al 5,00%-5,25% il target range per il tasso di interesse di riferimento, come ampiamente previsto. A nostro avviso, è probabile un altro rialzo dei tassi a luglio, mentre un ulteriore intervento di 25 pb più avanti nell'anno è più incerto, soprattutto perché ci aspettiamo che la crescita economica e l'inflazione saranno più deboli di quanto previsto dalla Fed.

L'inflazione nell'area dell'euro è scesa significativamente nel mese di maggio, evidenziando i primi risultati tangibili della politica di inasprimento monetario attuata della Banca Centrale Europea (BCE). L'energia è scesa dell'1,7% a/a, mentre i prodotti alimentari hanno registrato una crescita del 12,5% a maggio. Quindi, anche se in Europa l'inflazione persiste, cresce la fiducia che il tasso di inflazione possa aver raggiunto il picco. La BCE si mostra determinata a riportare tempestivamente l'inflazione entro l'obiettivo di medio termine del 2% e a metà giugno ha nuovamente alzato i tassi di 25 pb, portando il tasso sui depositi al 3,50%. Dalle dichiarazioni della presidente della BCE Christine Lagarde, emergono pochi segnali che possano far prevedere una conclusione del ciclo di rialzo dei tassi della BCE a luglio. Di conseguenza, abbiamo alzato la nostra previsione sul picco del tasso di deposito al 4,00% dal 3,75%.

## MERCATI FINANZIARI



Nel mese di giugno i mercati azionari hanno mostrato una buona tenuta. Lo S&P 500 ha chiuso la seconda settimana di giugno oltre il 20% sopra il minimo dell'ottobre 2022. Lo Stoxx Europe 600 è salito di oltre il 3% tra inizio e metà giugno. Oltre alla soluzione della controversia sul debito negli Stati Uniti, un fattore chiave della buona performance è stata l'attenzione dei mercati all'intelligenza artificiale, tema che ha guadagnato slancio. Tuttavia, vediamo il rischio di potenziali battute d'arresto entro la fine dell'anno. Noto è stata l'evoluzione del mercato azionario giapponese. L'indice di riferimento giapponese Nikkei 225 ha addirittura superato l'S&P 500 e ha recentemente toccato i massimi dal 1990. Le azioni giapponesi sono tornate a essere richieste e l'ottimismo si sta diffondendo, poiché il Paese del Sol Levante sembra aver finalmente superato decenni di stagnazione e deflazione. In ambito obbligazionario, le decisioni della Fed e della BCE sui tassi di interesse e le previsioni di aumenti hanno causato solo lievi cali dei prezzi, in quanto entrambe ampiamente attese dai mercati. Tra inizio e metà giugno i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a 10 anni sono leggermente aumentati di circa 15 pb, mentre quelli dei Bund a 10 anni sono aumentati di ben 20 pb.



# La lettera dei CIO

Big in Japan

Dopo un 2022 segnato da una policrisi, la prima metà del 2023 ha portato con sé l'aumento dei corsi azionari, ulteriori aumenti dei tassi di interesse da parte delle principali banche centrali occidentali, un indebolimento dell'economia in Europa (con una recessione tecnica, seppur non grave) e diverse vicende che hanno conquistato le prime pagine in tutto il mondo. In particolare, basti pensare alla crisi di alcune banche regionali statunitensi con problemi interni (derivanti dall'aumento dei rendimenti e da quella che si è rivelata un'inadeguata gestione del rischio di tasso di interesse) e all'acquisizione di Credit Suisse da parte di UBS in Svizzera. In questo contesto il settore bancario europeo si è rivelato sostanzialmente uno dei vincitori di questa prima metà dell'anno. Anche l'ormai risolta disputa sul debito negli Stati Uniti (che nel frattempo ha causato una certa volatilità sui mercati azionari statunitensi) ha tenuto gli investitori sul filo del rasoio per settimane. Il clamore intorno all'intelligenza artificiale (IA), che sta guadagnando slancio, ha a sua volta sostenuto un rally molto particolare sui mercati azionari statunitensi, trainato per gran parte della prima metà dell'anno da una manciata di singoli titoli (primi fra tutti i **«Magnifici Sette»<sup>1)</sup>**) che sono stati e sono associati al successo di questa innovativa tecnologia. Osserviamo quest'evoluzione, che è basata su pochissimi titoli, con un certo scetticismo. Pur concordando sul fatto che i progressi nella ricerca sull'intelligenza artificiale possano portare a significativi cambiamenti dirimpenti e trasformativi nell'economia e nella società, riteniamo che le implicazioni a breve termine per le imprese e la società non siano ancora chiare e riteniamo possano essere probabilmente sovrastimate dai mercati, mentre gli effetti a lungo termine sono sottostimati.

<sup>1)</sup> I «Magnifici Sette» comprendono Apple, Microsoft, Nvidia, Amazon, Meta, Tesla e Alphabet.

L'indice di riferimento giapponese Nikkei 225 ha addirittura superato l'S&P 500, che è fortemente trainato dagli sviluppi dell'IA, negli ultimi tre mesi e ha recentemente raggiunto i massimi dal 1990. Le azioni giapponesi sono tornate a essere richieste e l'ottimismo si sta diffondendo, poiché il Paese del Sol Levante sembra aver finalmente superato decenni di stagnazione e deflazione. In questo contesto, abbiamo aumentato il posizionamento sulle azioni giapponesi da "neutrale" a "sovrappeso".

Nel frattempo, l'economia sia negli Stati Uniti sia in Europa appare sorprendentemente robusta nonostante i massicci aumenti dei tassi di interesse degli ultimi trimestri. Dall'inizio del 2023 la produzione economica e gli utili societari si sono mossi lateralmente, ma visti i solidi dati dello scorso anno (in Europa, nel 2022 gli utili societari dell'MSCI Europe sono cresciuti di quasi il 20%), questo sviluppo sembra più un consolidamento che una crisi. Soprattutto perché si prevede che l'anno prossimo gli utili societari aumenteranno nuovamente e le aspettative sono per una crescita dell'economia. Sebbene la crescita economica in Europa rimarrà probabilmente piuttosto contenuta, le revisioni degli utili, ossia le variazioni nelle stime degli utili per l'anno solare in corso, sono passate da una tendenza negativa (ossia una riduzione delle aspettative sugli utili) all'inizio dell'anno a un andamento positivo (crescita degli utili).

Le ultime decisioni adottate dalle principali banche centrali, ossia la Federal Reserve (Fed) e la Banca centrale europea (BCE), che hanno indotto i mercati a incorporare nei prezzi ulteriori aumenti dei tassi di interesse, non hanno ancora lasciato un'impressione negativa duratura sui mercati. Le ulteriori prospettive per l'economia e i mercati dipendono fortemente dalle dinamiche inflazionistiche. Se queste ultime, contrariamente alle aspettative (comprese le nostre), non dovessero rallentare, le banche centrali potrebbero considerare inevitabili ulteriori aumenti dei tassi di interesse, attualmente non in previsione. Di conseguenza, non si può escludere che l'economia si raffreddi più del previsto, fino al punto di scivolare in una significativa recessione.

Tale evoluzione (che tuttavia non è il nostro scenario di base) attualmente non si riflette nei prezzi di mercato e potrebbe tradursi in ribassi significativi degli indici azionari. D'altro lato, vi sono segnali che indicano un effettivo indebolimento della dinamica inflazionistica, anche se non così rapido come auspicato. Pertanto, se si farà strada una qualche certezza che non sono necessari ulteriori aumenti dei tassi di interesse oltre il livello attualmente previsto, e se allo stesso tempo l'economia si dimostrerà stabile e resiliente, questo potrebbe offrire una buona base per lo sviluppo dei mercati azionari nel corso del prossimo anno.

Nel contesto della gestione del portafoglio, occorre soppesare due questioni contrapposte: i rendimenti potenziali delle azioni rispetto alle obbligazioni da un lato, e il rischio di significative riduzioni dei prezzi dall'altro. Dopo lo straordinario anno 2022, che ha comportato forti discese dei prezzi soprattutto per le obbligazioni, i titoli di Stato a più lunga scadenza mostrano ancora una volta rendimenti ragionevoli. Ad esempio, i rendimenti dei Bund tedeschi a 10 anni sono attualmente intorno al 2,5% e quelli dei titoli del Tesoro USA a 10 anni sono al 3,75%. I rendimenti dei titoli di Stato a breve scadenza sono persino leggermente superiori. Inoltre, il rischio di un ulteriore calo massiccio dei prezzi di tali titoli di Stato sembra piuttosto limitato, dato che le banche centrali sono probabilmente vicine al picco del ciclo di rialzi dei tassi. Se i tassi di interesse dovessero scendere nuovamente nei prossimi trimestri (ma non prevediamo per quest'anno tagli importanti), le obbligazioni potrebbero beneficiare di aumenti dei prezzi in aggiunta al rendimento delle cedole. Il potenziale di performance risultante deve essere valutato rispetto al potenziale di rendimento e di rischio delle azioni. In una prospettiva di lungo termine, è probabile che gli investimenti in portafogli azionari ampiamente diversificati otterranno risultati migliori rispetto agli investimenti obbligazionari, ma anche il rischio di fluttuazione dei prezzi delle azioni è significativamente più elevato di quello delle obbligazioni. A causa del significativo aumento dei rendimenti nell'ultimo anno, la differenza di rendimento prevista tra azioni e obbligazioni è attualmente notevolmente inferiore rispetto a prima della crisi inflazionistica, quando prevaleva un contesto di rendimenti parzialmente negativi. E ciò soprattutto perché il rischio di un rallentamento economico è aumentato in modo significativo a causa del marcato aumento dei costi di finanziamento per le imprese, le famiglie e i governi. Come già detto, un simile rallentamento potrebbe comportare perdite di prezzo per le azioni e aumenti di prezzo per le obbligazioni.

A nostro avviso, una ponderazione neutrale di azioni e obbligazioni (ossia prossima al peso del benchmark per entrambe le asset class) ha senso nell'attuale contesto economico. Se dovesse verificarsi un cosiddetto scenario di «soft landing» per quanto riguarda la dinamica dell'inflazione (ossia un raffreddamento della dinamica inflazionistica verso i livelli obiettivo delle banche centrali senza che i necessari aumenti dei tassi di interesse facciano precipitare l'economia in recessione), un aumento della quota azionaria fino a raggiungere un sovrappeso rispetto alle obbligazioni sarebbe senz'altro opportuno. Una situazione del genere potrebbe verificarsi in prospettiva verso la fine dell'anno. Nel breve termine, tuttavia, altri eventuali significativi aumenti dei prezzi delle azioni nonostante la persistente inflazione potrebbero offrire opportunità per una riduzione tattica dell'allocazione azionaria a favore delle obbligazioni, tenendo d'occhio le dinamiche inflazionistiche, gli ulteriori interventi delle banche centrali e il contesto economico. Nel medio-lungo termine, un'allocazione azionaria più elevata di quella attualmente attuata appare sostanzialmente giustificata.

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

**PHILIP GISDAKIS**, *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

## La transizione energetica come fattore determinante per rilanciare la produzione industriale nell'UE

Il 2022 è stato un anno impegnativo per molte aziende europee, anche se il crollo economico previsto da molti esperti per l'inizio dell'anno non si è materializzato. Benché in tempi recenti la crescita sia stata debole e l'Eurozona – secondo i dati ufficiali (rivisti) di Eurostat per il quarto trimestre del 2022 e il primo trimestre del 2023 – sia scivolata in una recessione tecnica, l'economia europea sta dimostrando buona tenuta in un contesto globale difficile. E con l'avvento della stagione più calda è aumentata anche la fiducia sui mercati dei capitali.

### I PREZZI DELL'ENERGIA RIMANGONO UN FATTORE SIGNIFICATIVO

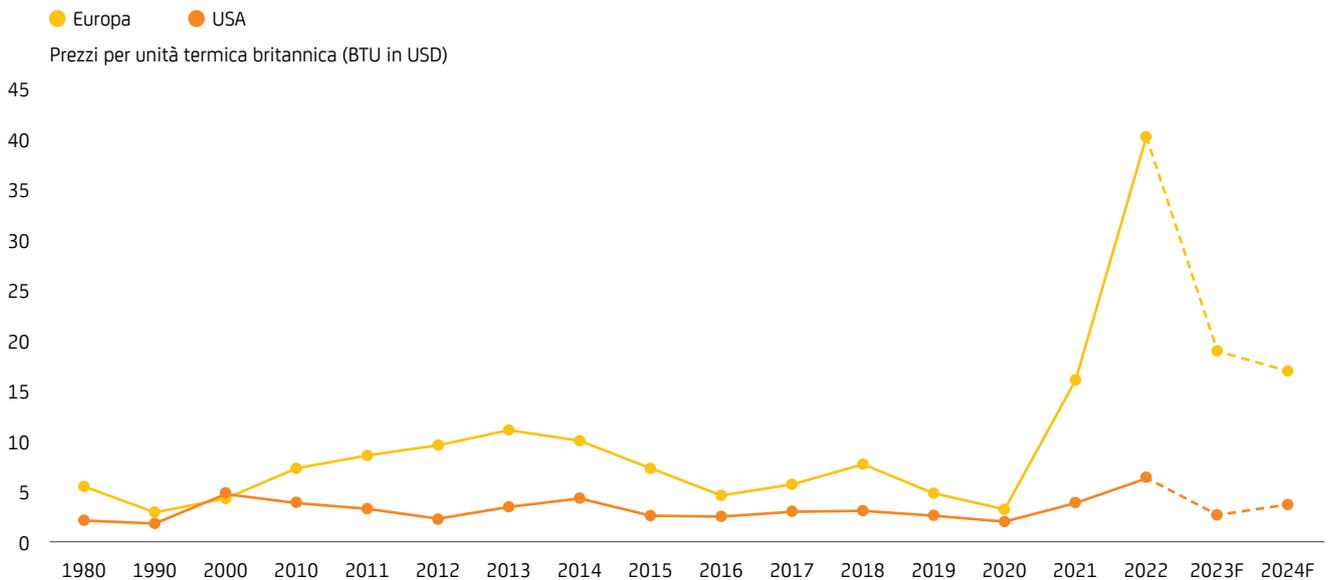
Dopo l'allontanamento dell'UE dalla dipendenza dalle forniture russe, che l'anno scorso aveva fatto schizzare alle stelle il prezzo del gas, con i costi dell'energia nell'UE a livelli record, l'economia europea è apparentemente riuscita a contenere gli effetti negativi della guerra di aggressione russa contro l'Ucraina e a superare la crisi energetica. Ciò è dovuto principalmente all'inverno mite, ma certamente anche al fatto che l'UE è stata in grado di diversificare l'approvvigionamento energetico in modo sorprendentemente rapido e di ridurre significativamente il consumo di gas. Il notevole calo dei prezzi dell'energia registrato quest'anno non solo dà respiro alle aziende in termini di costi di produzione, ma ha anche un effetto positivo sui consumatori.

Tuttavia, l'estrema volatilità dei prezzi dell'energia nell'ultimo anno evidenzia le sfide strutturali che l'UE deve affrontare per attuare la transizione del proprio sistema energetico abbandonando i combustibili fossili. Il passaggio dalle forniture di gas proveniente dai gasdotti russi, storicamente a buon mercato, alle importazioni del più costoso gas naturale liquefatto (GNL) può fornire un sollievo temporaneo. Le autorità politiche, soprattutto nell'UE, si trovano ad affrontare la sfida posta dalla necessità di raggiungere un equilibrio tra le esigenze di decarbonizzazione, sicurezza dell'approvvigionamento e accessibilità economica, soprattutto perché i prezzi dell'energia rimangono un fattore rilevante per la competitività del settore industriale. In particolare, essi hanno un ruolo decisivo nelle scelte di localizzazione delle imprese, soprattutto di quelle ad alta intensità energetica.

I prezzi dei combustibili fossili sono storicamente più elevati nell'UE che in altre parti del mondo, come gli Stati Uniti. Questa differenza è stata esacerbata dalla guerra di aggressione della Russia contro l'Ucraina lo scorso anno, soprattutto per quanto riguarda il gas naturale (si vedano i **dati della Banca Mondiale**<sup>2</sup> nel grafico 1), ed è per il momento destinata a permanere.

<sup>2</sup>Il Commodity Markets Outlook della Banca Mondiale viene pubblicato due volte l'anno (ad aprile e a ottobre) e fornisce un'analisi di mercato dettagliata per i principali gruppi di materie prime, compresa l'energia. La relazione e i dati sono disponibili all'indirizzo: [www.worldbank.org/commodities](http://www.worldbank.org/commodities).

## 1. PREZZI STORICI DEL GAS NATURALE IN EUROPA E NEGLI USA E RELATIVE PREVISIONI



Nota: Le performance passate, le simulazioni e le previsioni non sono indicatori affidabili delle performance future. Gli indici non possono essere acquistati e, quindi, non includono costi. Nel caso di un investimento in materie prime, i costi di acquisizione e di custodia sostenuti non sono presi in considerazione. Nel caso di un investimento in valuta estera, il rendimento può aumentare o diminuire a causa delle oscillazioni valutarie.

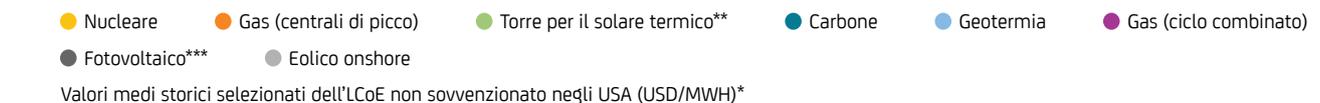
Fonte: World Bank Commodity Markets Outlook, Statista, UniCredit Group Investment Strategy

## I COSTI PER LA GENERAZIONE DI ENERGIE RINNOVABILI SONO DIMINUITI IN MODO COSTANTE

In questo contesto, diventa chiaro il ruolo della decarbonizzazione del sistema energetico ed elettrico non solo dal punto di vista della protezione del clima, ma anche in termini economici. Nel caso della generazione di energia elettrica da fonti rinnovabili, si può osservare un trend di diminuzione dei costi costante e di lungo termine, grazie a prezzi più favorevoli degli impianti, maggiori efficienze, economie di scala e migliori condizioni di finanziamento dei progetti. Una recente analisi di **Lazard Asset Management**<sup>3</sup> del costo livellato (non sovvenzionato) dell'elettricità o dell'energia (LCOE) negli Stati Uniti mostra che il costo delle tecnologie per le energie rinnovabili è diminuito significativamente negli ultimi anni (vedi grafico 2). Tale analisi mostra che in determinate circostanze alcune tecnologie di generazione di energie rinnovabili sono competitive dal punto di vista dei costi rispetto alle tecnologie di generazione convenzionali.

<sup>3</sup>Ogni anno, Lazard svolge un'analisi dettagliata dei costi energetici per le diverse tecnologie di generazione, di stoccaggio dell'energia e di produzione dell'idrogeno. Per la metodologia di base, si rimanda alla relazione attuale (si veda anche 2023 Levelised Cost Of Energy+, link: <https://www.lazard.com/media/20200vyg/lazards-lcoeplus-april-2023.pdf>).

## 2. I COSTI DELLE TECNOLOGIE DI GENERAZIONE DI ENERGIA RINNOVABILE SONO DIMINUITI IN MODO COSTANTE



Note: \*Fornisce la media dei LCOE massimi e minimi per ogni tecnologia con riferimento a ogni anno. \*\*Il LCOE di Lazard non analizza più il costo del solare termico. \*\*\*Le versioni precedenti dei LCOE di Lazard suddividevano il solare utility-scale nelle sottocategorie a film sottile e cristallino.

Fonte: Lazard Asset Management, Roland Berger, UniCredit Group Investment Strategy

Questa evoluzione, dovuta tra l'altro alla diminuzione dei costi in conto capitale, all'ottimizzazione delle tecnologie e all'aumento della concorrenza, sembra procedere più rapidamente di quanto molti modelli di calcolo avessero previsto anni fa. Si tratta di una tendenza destinata a continuare a livello mondiale, poiché il miglioramento delle tecnologie relative alle rinnovabili dovrebbe ridurre ulteriormente i costi in futuro. Negli Stati Uniti, gli incentivi fiscali a lungo termine previsti dall'Inflation Reduction Act (IRA) dovrebbero dare un ulteriore impulso ai progetti fotovoltaici ed eolici, che dovrebbe diventare particolarmente evidente a partire dal 2025, date le scadenze per la costruzione di impianti di grandi dimensioni.

Anche l'Agenzia Internazionale dell'Energia (AIE), **nelle sue ultime previsioni per i mercati delle energie rinnovabili**<sup>4</sup>, prevede che i costi di generazione dell'elettricità per i nuovi impianti eolici e solari onshore scenderanno nuovamente entro il 2024, dopo un recente aumento. Nella maggior parte dei mercati al di fuori della Cina, tuttavia, saranno probabilmente ancora del 10-15% superiori ai livelli pre-pandemia. Secondo i calcoli dell'AIE, i consumatori di energia elettrica nell'UE risparmieranno circa 100 miliardi di euro tra il 2021 e il 2023, grazie alla generazione di elettricità supplementare da impianti fotovoltaici ed eolici di nuova installazione. Secondo l'AIE, dall'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, i nuovi impianti eolici e fotovoltaici a basso costo hanno sostituito circa 230 TWh di produzione da combustibili fossili, contribuendo a ridurre i prezzi all'ingrosso dell'elettricità in tutti i mercati europei.

<sup>4</sup>Si veda anche IEA, Renewable Energy Market Update Outlook for 2023 and 2024 (Link: Energy Market Update – Giugno 2023 (windows.net) [https://iea.blob.core.windows.net/assets/67ff3040-dc78-4255-a3d4-b1e5b2be41c8/RenewableEnergyMarketUpdate\\_June2023.pdf](https://iea.blob.core.windows.net/assets/67ff3040-dc78-4255-a3d4-b1e5b2be41c8/RenewableEnergyMarketUpdate_June2023.pdf))

## CONSEGUENZE PER GLI INVESTIMENTI

A livello globale, l'AIE prevede un incremento della capacità di produzione di energia rinnovabile pari a 440 gigawatt (GW) nel 2023, con un aumento di 107 GW rispetto al 2022, dopo due anni consecutivi di calo. Ciò è dovuto ai crescenti timori per la sicurezza energetica, al sempre maggior sostegno politico e alla maggior competitività delle fonti energetiche alternative rispetto ai combustibili fossili. Oltre ad accelerare l'espansione delle energie rinnovabili, l'aumento dell'efficienza energetica dovrebbe essere una delle chiavi per ridurre i prezzi dell'energia, migliorare il contesto produttivo e garantire l'indipendenza energetica dell'UE. A lungo termine, la trasformazione in un sistema energetico indipendente dalle importazioni di energia fossile dovrebbe anche rafforzare la sovranità energetica europea e l'UE nel suo complesso come area di localizzazione industriale. Tuttavia, questo comporterà investimenti significativi nella produzione di energia, nelle reti e nella capacità industriale di numerosi settori dell'economia. A loro volta, le aziende che promuovono soluzioni tecnologiche innovative per la transizione energetica dovrebbero trarne particolare beneficio. Alla luce di una strategia d'investimento sostenibile e della corrispondente composizione del portafoglio, questi settori presentano quindi un grande potenziale d'investimento a lungo termine.

# Macro & Markets

La FED si ferma, la BCE aumenta nuovamente i tassi e segnala ulteriori rialzi

## USA: UN RAFFREDDAMENTO SIGNIFICATIVO DELL'ECONOMIA DEVE ANCORA ARRIVARE, MA L'ONDATA INFLAZIONISTICA SEMBRA ATTENUARSI

L'economia statunitense continua a essere sorprendentemente solida, anche se i consumi privati stanno perdendo slancio e le eccedenze di risparmio delle famiglie accumulate durante la pandemia si stanno riducendo e recentemente si sono ridotte a un terzo. Inoltre, a maggio è stato creato un numero eccezionale di nuovi posti di lavoro: 339 mila, ossia il massimo degli ultimi 4 mesi. Se lo si considera insieme alla forte revisione al rialzo dei dati sull'occupazione a marzo e aprile, questo sviluppo non indica alcun significativo raffreddamento né un'imminente recessione dell'economia statunitense. Il tasso di disoccupazione è leggermente salito al 3,7% e la crescita salariale, pur essendo scesa dal 4,4% al 4,3% a/a, resta ancora al di sopra dell'obiettivo della Federal Reserve (Fed) del 3%- 3,5%, che è in linea con il suo obiettivo di inflazione del 2%. Tuttavia, la tendenza in corso va nella giusta direzione.

L'ultima pubblicazione dei prezzi al consumo relativi al mese di maggio ha offerto nuovi spunti di riflessione sia ai **falchi**<sup>5</sup> sia alle **colombe**<sup>6</sup> nell'ambito del consiglio di politica monetaria della Fed. Il tasso d'inflazione statunitense si è significativamente indebolito, scendendo al 4,0% a/a (dal 4,9% di aprile, vedi grafico 3) – il livello più basso da marzo 2021. Il calo è dovuto in gran parte alla riduzione significativa dei prezzi dell'energia, mentre i prezzi dei prodotti alimentari sono leggermente aumentati – anche se il trend di quest'ultima componente a livello mondiale dovrebbe proseguire su un sentiero discendente grazie a una migliore situazione dell'offerta. Anche **l'inflazione core statunitense**<sup>7</sup>, che esclude le componenti volatili (energia e prodotti alimentari), è scesa a maggio al 5,3% a/a (dopo il 5,5% di aprile). Estrapolando per l'intero anno, tuttavia, il dato si situa ancora intorno al 5% e quindi nettamente al di sopra del livello accettabile per la Fed. Un importante fattore di disinflazione nei prossimi mesi sarà probabilmente rappresentato dagli affitti, che sono aumentati dello 0,5% m/m a maggio, con un ritmo leggermente più moderato rispetto ad aprile. L'inflazione core nel settore dei servizi, escluse le abitazioni – un indicatore a cui il presidente della Fed Jerome Powell è noto prestare particolare attenzione – è leggermente salita allo 0,2% rispetto al mese precedente, approssimativamente in linea con la media pre-pandemia. Un ulteriore abbattimento dell'ondata inflazionistica negli Stati Uniti è segnalato anche dai prezzi alla produzione, che a maggio hanno subito un notevole rallentamento, attestandosi all'1,1% a/a, dopo aver toccato punte del 2,3% ad aprile e dell'11,7% a marzo.

Alla luce dei dati più recenti, in occasione della sua ultima riunione la Fed ha lasciato invariato al 5,00%-5,25% il target range per il tasso di interesse di riferimento, come ampiamente previsto, pur assumendo un deciso tono da "falco" nella sua comunicazione sulle prospettive dei tassi di interesse. Powell ha giustificato la decisione di sospendere i rialzi dei tassi affermando che un rallentamento nel ritmo della stretta avrebbe dato alla banca centrale più tempo per valutare l'impatto di una politica monetaria più rigorosa sui dati di futura pubblicazione. In vista della prossima riunione di luglio, da questa dichiarazione si potrebbe dedurre che non sia ancora stata presa nessuna decisione riguardo a un altro rialzo dei tassi. Tuttavia, sembra che i pochi dati ancora da pubblicare prima della riunione di luglio (sull'inflazione e sul mercato del lavoro) dovrebbero sorprendere in modo piuttosto negativo e dissuadere la Fed da un altro rialzo dei tassi. La posizione mediana tra i membri della Fed esprime attualmente un'aspettativa di rialzo di altri 50 punti base (pb), che porterebbe la fascia alta del tasso di riferimento al 5,75% entro la fine dell'anno (cfr. il "Dot Plot" della Fed nel grafico 3). Solo due dei 18 membri della Fed non prevedono ulteriori

<sup>5</sup>I sostenitori di una politica monetaria restrittiva sono chiamati falchi.

<sup>6</sup>I sostenitori di una politica monetaria espansiva sono chiamati colombe.

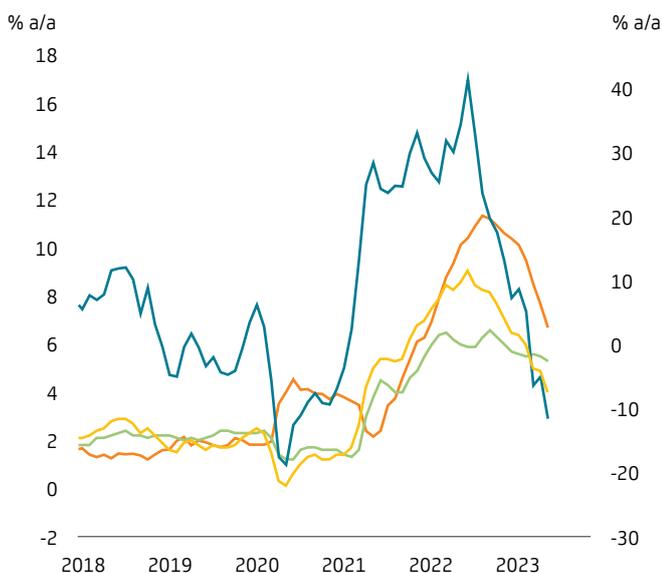
<sup>7</sup>L'inflazione core di solito dipinge un quadro più imparziale del trend d'inflazione sottostante rispetto al tasso headline.

aumenti dei tassi quest'anno e nessuno si aspetta tagli dei tassi. I tassi mediani di fine 2024 e fine 2025 sono saliti di circa 30 pb rispetto a tre mesi fa, rispettivamente al 4,6% e al 3,4%. La Fed, pur osservando segnali di progresso sia nel calo dell'inflazione sia nella situazione del mercato del lavoro, ritiene che le relative evoluzioni siano ancora troppo lente. A nostro avviso, è probabile un altro rialzo dei tassi a luglio, mentre un ulteriore intervento di 25 pb più avanti nell'anno è più incerto, soprattutto perché ci aspettiamo che la crescita economica e l'inflazione saranno più deboli di quanto previsto dalla Fed. Tuttavia, i rischi per il prossimo futuro risiedono soprattutto in un ulteriore inasprimento.

### 3. LA DISINFLAZIONE PROSEGUE, LA FED SI FERMA MA SEGNALE ULTERIORI RIALZI DEI TASSI

#### INFLAZIONE USA

- Indice statunitense dei prezzi al consumo
- Alimentare
- Indice Core
- Energia (scala dx)

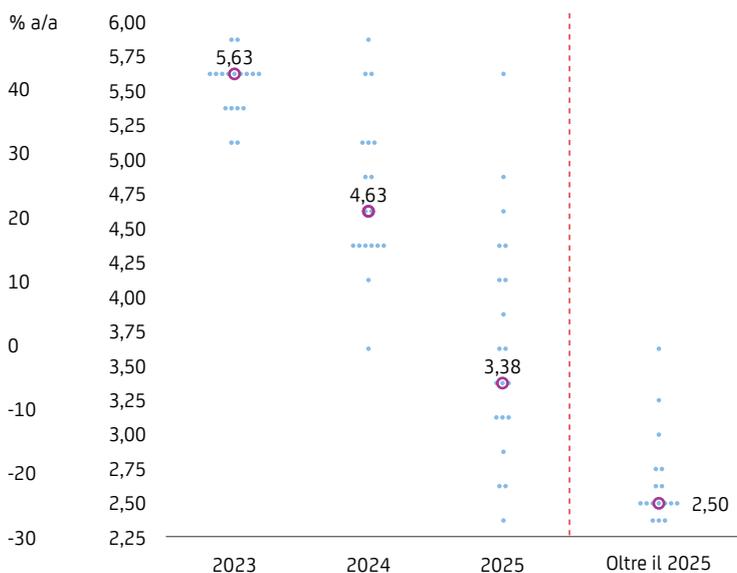


Fonte: Federal Reserve, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

#### FED "DOT PLOT" (GIUGNO 2023)

- Membro votante del FOMC
- Valore mediano delle valutazioni espresse

Valutazioni espresse dai membri del FOMC in merito alla futura politica monetaria. I valori mediani riflettono il valore intermedio del target range del tasso di riferimento della Fed (in %)



### EUROZONA: LA BCE ALZA IL TASSO DI INTERESSE DI RIFERIMENTO AL LIVELLO PIÙ ALTO DEGLI ULTIMI 15 ANNI E NON PREVEDE DI FERMARSI

Nei mesi invernali, l'economia dell'Eurozona è scivolata in una **recessione tecnica**<sup>8</sup>: i dati rivisti sul prodotto interno lordo (PIL) indicano un **calo della crescita dello 0,1% sia nel quarto trimestre del 2022 sia nel primo trimestre del 2023**<sup>9</sup> (vedi grafico 4). Il rallentamento è dovuto principalmente a un calo sensibile della spesa pubblica e all'indebolimento dei consumi. I prezzi elevati e l'aumento dei tassi di interesse sembrano pesare in particolar modo sulle famiglie. La crescita dell'occupazione, a sua volta, ha accelerato dallo 0,3% nel quarto trimestre 2022 allo 0,6% nel primo trimestre 2023, superando la crescita del PIL per il secondo trimestre consecutivo. Dopo essere crollata a marzo con un calo rivisto del 3,8%, ad aprile la produzione industriale (escluse le costruzioni) è aumentata dell'1,0% m/m (leggermente al di sopra della stima di consenso dello 0,8%).

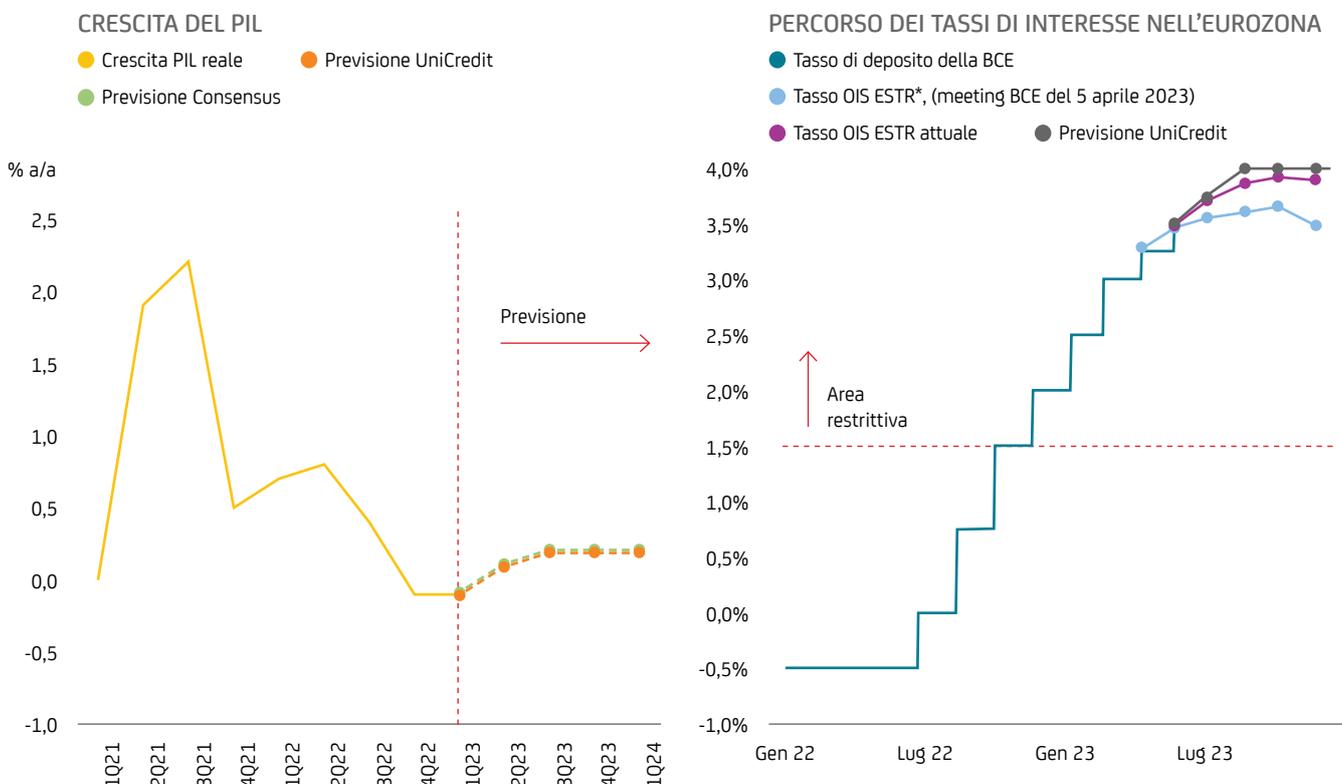
Come previsto, l'inflazione nell'area dell'euro è scesa significativamente nel mese di maggio, al 6,1% a/a (rispetto al 7,0% di aprile), evidenziando i primi risultati tangibili della politica di inasprimento monetario attuata dalla Banca Centrale Europea (BCE). L'energia è scesa dell'1,7% a/a, mentre i prodotti alimentari e altre derrate sono rimasti i driver dei prezzi, registrando una crescita del 12,5% a maggio e costituendo il maggior contributo all'inflazione dal mese di dicembre. Si prevede un ulteriore indebolimento dell'inflazione complessiva ("headline inflation"), ma l'attenzione rimane concentrata sulla persistenza dell'indice core, che esclude le componenti volatili (energia e prodotti alimentari). La prima è scesa anche a maggio, passando dal 5,6% al 5,3% a/a. Quindi, anche se in Europa l'inflazione persiste, cresce la fiducia che il tasso di inflazione core possa aver raggiunto il picco. Di certo, l'inflazione dei servizi continuerà a presentare qualche rischio al rialzo nei prossimi mesi. Tuttavia, la tendenza generale alla disinflazione dovrebbe accelerare a partire dal terzo trimestre grazie al calo dei prezzi dei beni.

<sup>8</sup>Si parla di recessione tecnica quando si registrano due trimestri consecutivi di crescita negativa.

<sup>9</sup>Tuttavia, l'economia dell'UE nel suo complesso è riuscita a evitare la recessione: a livello UE, il PIL è aumentato dello 0,1% nel primo trimestre, dopo essere sceso dello 0,2% nel quarto trimestre del 2022.

La BCE continua a mostrarsi determinata a riportare tempestivamente l'inflazione entro l'obiettivo di medio termine del 2%. Come ampiamente previsto, a metà giugno Francoforte ha nuovamente alzato i tassi di interesse di riferimento di 25 pb, l'ottavo rialzo consecutivo. Il rialzo complessivo di questo ciclo è di 400 pb, il che ha portato il tasso sui depositi al 3,50%, il livello più alto degli ultimi 22 anni. Pur riconoscendo che l'inflazione è in calo, la BCE ha corretto in modo sorprendentemente netto le sue previsioni di inflazione per l'intero orizzonte di previsione triennale: la banca centrale prevede attualmente un livello di inflazione pari al 5,1% per quest'anno, livello che raggiungerà il 3,0% nel 2024, scendendo poi al 2,2% nel 2025. Allo stesso tempo, la BCE ha abbassato le sue aspettative di crescita economica per quest'anno e per il prossimo, ancorché solo marginalmente. Rispetto alle ultime previsioni di marzo, secondo la BCE l'inflazione sta quindi calando a un ritmo più lento e, a nostro avviso, le previsioni aggiornate – soprattutto per l'ulteriore andamento dell'inflazione core – danno chiare indicazioni che la BCE potrebbe proseguire nel ciclo di rialzo dei tassi oltre luglio. Dalle dichiarazioni della presidente della BCE, Christine Lagarde, alla conferenza stampa emergono pochi segnali che possano far prevedere una conclusione del ciclo di rialzo dei tassi della BCE a luglio. Pur ribadendo l'intenzione di continuare a basare le future decisioni sui tassi di interesse su un approccio "guidato dai dati", Lagarde ha ripetuto la frase della riunione di maggio, affermando che la banca centrale "ha ancora da fare", aggiungendo che al momento "non sta pensando di prendersi una pausa". Di conseguenza, abbiamo alzato la nostra previsione sul picco del tasso di deposito al 4,00% dal 3,75%.

#### 4. EUROZONA IN RECESSIONE TECNICA, LA BCE ALZA I TASSI E ACCENNA A ULTERIORI INASPRIMENTI



Nota: OIS è l'acronimo di Overnight Index Swap ed è uno swap su tassi di interesse che consente agli istituti finanziari di scambiare i tassi di interesse che corrispondono senza dover rifinanziare o modificare le condizioni dei prestiti che sottoscrivono con altri istituti finanziari.  
 Fonte: Eurostat, Bloomberg, UniCredit Research, UniCredit Group Investment Strategy

Nel frattempo, il rallentamento della crescita delle obbligazioni corporate non finanziarie nell'area dell'euro al 3,8% a/a rispetto al picco dell'8,1% dell'ottobre 2022 suggerisce che il ciclo di rialzi dei tassi d'interesse sta volgendo al termine nell'Eurozona, ancorché tale fine non sia necessariamente imminente. In calo anche la crescita del credito al consumo, al 2,5% a/a rispetto al picco del 4,5% di giugno 2022. Questi sviluppi sono in linea con i risultati dell'ultima indagine sui prestiti bancari condotta dalla BCE all'inizio di maggio.

## CINA: LA BANCA CENTRALE SI PREPARA AL RALLENTAMENTO DELLA RIPRESA ECONOMICA

A maggio, l'attività economica cinese ha continuato a perdere slancio: la produzione industriale è rallentata dal 5,6% al 3,5% a/a e la crescita degli investimenti in immobilizzazioni è diminuita dal 4,7% al 4,0% a/a. Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio sono diminuite dal 18,4% al 12,7% a/a. La crescita della massa monetaria e del volume del credito, entrambi al di sotto delle aspettative del mercato a maggio, si è aggiunta ai recenti dati cinesi, piuttosto deludenti, che indicano una ripresa dell'economia meno dinamica di quanto previsto qualche mese fa.

A metà giugno, la People's Bank of China (PBoC) ha sorpreso i mercati tagliando il tasso di riferimento a breve termine (il tasso reverse repo a sette giorni) di 10 pb all'1,9%. Questo provvedimento mira a rilanciare l'attività economica a fronte di deboli pressioni inflazionistiche e a non compromettere il raggiungimento del già poco ambizioso obiettivo di crescita fissato dal governo cinese per il 2023 (pari a circa il 5%), in quanto la ripresa della domanda interna cinese sta ovviamente perdendo slancio. Si è trattato del primo taglio dei tassi dall'agosto 2022. La PBoC ha anche ridotto il tasso di interesse sui prestiti a 1 anno, la cosiddetta linea di credito a medio termine, di 10 pb al 2,65%. Nelle prossime settimane il governo di Pechino annuncerà probabilmente ulteriori misure di politica monetaria e fiscale a sostegno dell'economia, nonostante il recente miglioramento dei dati di maggio (rispetto ad aprile) relativi alle vendite al dettaglio, alla produzione industriale, agli investimenti in immobilizzazioni e all'indice dei servizi. Tuttavia, prevediamo interventi mirati piuttosto che un pacchetto di stimoli complessivo.

## IL BOOM DELL'INTELLIGENZA ARTIFICIALE SOSTIENE I MERCATI AZIONARI

Nel mese di giugno i mercati azionari hanno mostrato una buona tenuta. Lo S&P 500 ha guadagnato circa il 4,5% tra inizio e metà giugno, mentre lo Stoxx Europe 600 è salito di oltre il 3% nello stesso periodo. Oltre alla soluzione della controversia sul debito negli Stati Uniti (che prevede una sospensione del tetto del debito fino alla fine del 2024), un fattore chiave della buona performance è stata l'attenzione dei mercati all'**intelligenza artificiale**<sup>10</sup>. Questo tema ha guadagnato slancio, soprattutto dopo la pubblicazione dei dati trimestrali della società tecnologica statunitense Nvidia, significativamente migliori rispetto alle attese degli analisti. Neppure la prospettiva di ulteriori rialzi dei tassi di interesse da parte delle banche centrali è stata in grado di arginare il trend di rialzo, soprattutto perché gli investitori continuano a ipotizzare uno scenario di "atterraggio morbido" per l'economia statunitense e quindi nessuna grave recessione. Lo S&P 500 ha chiuso la seconda settimana di giugno oltre il 20% sopra il minimo dell'ottobre 2022, soddisfacendo così il criterio puramente tecnico per l'avvio di un mercato rialzista. Tuttavia, a causa delle numerose incertezze sull'inflazione, sullo sviluppo economico e sull'orientamento della politica monetaria, vediamo il rischio di potenziali battute d'arresto entro la fine dell'anno.

In ambito obbligazionario, le decisioni della Fed e della BCE sui tassi di interesse e le previsioni di aumenti hanno causato solo lievi cali dei prezzi, in quanto entrambe erano state ampiamente attese dai mercati nel periodo precedente le riunioni. Tra inizio e metà giugno i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a 10 anni sono leggermente aumentati di circa 15 pb, mentre quelli dei Bund a 10 anni sono aumentati di ben 20 pb. I rialzi dei tassi della BCE e il conseguente ulteriore restringimento del differenziale di tasso con la Fed hanno sostenuto il tasso di cambio EUR-USD, che si è apprezzato di circa l'1,5% e, più di recente, ha nuovamente testato il livello di 1,10. Sui mercati delle materie prime, il prezzo dell'oro si è mosso per lo più lateralmente dall'inizio di giugno. Al contrario, la quotazione del greggio Brent ha di nuovo guadagnato un po' di terreno (circa il 3%) dopo il forte calo del mese precedente (circa l'8%). Il mercato è stato sostenuto soprattutto dalla prospettiva di ulteriori tagli alla produzione da parte dell'OPEC+. All'inizio di giugno, i membri dell'OPEC+ hanno infatti annunciato l'intenzione di ridurre ulteriormente il proprio obiettivo di produzione per il 2024 di circa 1,4 milioni di barili al giorno. L'Arabia Saudita ha inoltre annunciato un taglio unilaterale della sua produzione di 1 milione di barili al giorno, a partire da luglio. La quotazione più recente del prezzo del Brent si situa intorno a USD76 al barile, in aumento di circa il 3% m/m (al 18 giugno 2023).

<sup>10</sup>L'intelligenza artificiale (IA) si riferisce al pensiero o alle azioni simili a quelle umane di un computer, robot o macchina. Il sistema impara dai propri errori e può reagire in modo diverso rispetto allo stesso compito o problema senza necessità di essere riprogrammato. Al momento, tuttavia, molte delle applicazioni sono ancora in fase di sviluppo. Grandi aziende come Google, Facebook e Microsoft hanno dichiarato che l'area di ricerca dell'intelligenza artificiale rappresenta uno degli orientamenti strategicamente più importanti del proprio sviluppo aziendale.

# Asset Allocation dei nostri portafogli in gestione

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

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

Prevediamo che la crescita globale rallenterà in modo significativo nel 2H-23 / 1H-24, una volta che l'aumento dei tassi estenderà i suoi effetti e i consumatori avranno gradualmente esaurito il loro eccesso di risparmio legato alla pandemia. I dati macroeconomici si stanno deteriorando nel 2° trimestre a livello globale, in particolare nell'Eurozona, dove la crescita è anemica e la Germania è entrata in recessione tecnica, e in Cina, dove la ripresa è deludente, mentre negli Stati Uniti il mercato del lavoro è sorprendentemente resiliente e probabilmente dilazionerà un rallentamento più pronunciato al 4° trimestre 2023 o al 1° trimestre 2024. Inoltre, ci aspettiamo che l'inflazione sia generale che core si raffreddi nel secondo semestre del 2023 nei Paesi Sviluppati.

Di conseguenza, confermiamo la nostra preferenza per le obbligazioni di alta qualità, come i titoli corporate investment grade e i titoli di Stato. Infatti, il rialzo dei rendimenti delle obbligazioni statunitensi dovuto alla fine della situazione di stallo sul tetto del debito pubblico e il conseguente atteso drenaggio di liquidità per la ripresa della restrizione dei bilanci delle banche centrali (QT) e le aste di T-bills del Tesoro USA, offrono interessanti opportunità di acquisto a medio-lungo termine sia in termini di carry (obbligazioni societarie investment grade) che di copertura macro in caso di forte rallentamento / recessione (titoli di Stato a lunga durata).

Rimaniamo cauti sulle obbligazioni societarie High Yield, i cui spread non scontano ancora pienamente il rallentamento delle economie, considerando inoltre la loro scarsa liquidità.

Nonostante l'interessante carry, declassiamo le obbligazioni dei Mercati Emergenti in valuta forte a neutrali da positive, in quanto preferiamo le obbligazioni di alta qualità. Rimaniamo difensivi e selettivi, evitando i Paesi con un elevato debito estero e deficit delle partite correnti.

I titoli azionari sono stati sostenuti dalla positiva stagione degli utili del secondo trimestre, dalla risoluzione della situazione di stallo sul tetto del debito pubblico USA e dalla riduzione dei timori di stress bancario. Inoltre, gli investitori scontano positivamente una svolta espansiva a medio termine delle banche centrali e ritengono che il rallentamento economico non sfocerà in una pesante recessione (hard landing). In altre parole, non stanno ancora scontando appieno il rischio concreto di delusione degli utili nei prossimi mesi, considerando l'effetto ritardato dell'aumento dei tassi di interesse.

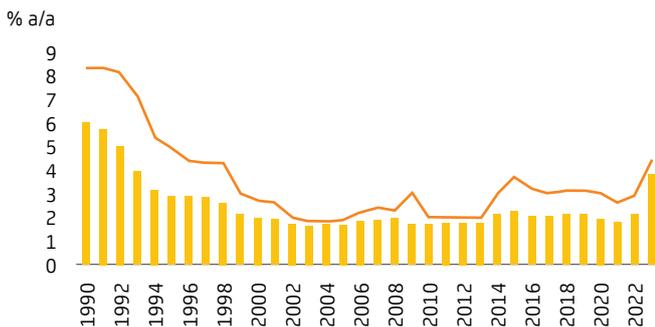
Rimaniamo costruttivi sulle azioni e gestiamo attivamente la nostra allocazione regionale, settoriale e di stile.

In quest'ottica, iniziamo ad affinare il nostro focus sull'allocazione azionaria regionale, portando il Giappone da neutrale a positivo. Infatti, la crescita dei salari e l'aumento dell'inflazione – senza il rischio rilevante nel breve termine di una BoJ più restrittiva e di un apprezzamento dello yen – sono fattori positivi per il Giappone, che sta uscendo da una lunga fase di deflazione. Inoltre, l'aumento degli utili societari e la riforma della Borsa di Tokyo stanno incoraggiando un'intensa attività di riacquisto di azioni.

## 5. GIAPPONE: SALARI AL RIALZO

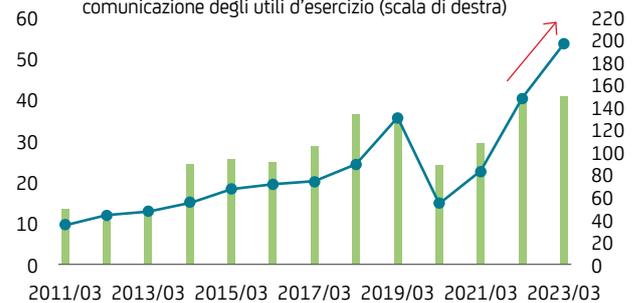
LE TRATTATIVE SALARIALI DELLO SHUNTO HANNO PORTATO AL PIÙ ELEVATO INCREMENTO IN 30 ANNI

- Aumento salariale concordato (retribuzione complessiva)
- Richiesta Rengo



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

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



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

Fonte: Rengo, World Gold Council, BoFA Global Research, QUICK, UniCredit Group Investment Strategy

Rimaniamo neutrali sulle altre macroaree, con le azioni statunitensi sostenute dai titoli growth (crescita), in particolare le cd "Big Tech / Magnificent Seven", e più in dettaglio dalle prospettive dell'IA, ma anche dal rimbalzo delle small cap.

## 6. PREOCCUPANTE LIVELLO DI CONCENTRAZIONE DELLO S&P 500

Capitalizzazione di mercato delle "Magnificent Seven" (in % dello S&P 500)



Fonte: BoFA Global Investment Strategy, Bloomberg, Unicredit Group Investment Strategy

La sovraperformance relativa delle azioni europee non è più giustificata, considerato l'indebolimento del quadro macroeconomico, testimoniato dal calo dei PMI e dalla stretta creditizia, la fine della spinta derivante dal calo dei prezzi del gas, la politica restrittiva della BCE e il minore peso dei titoli tecnologici. I mercati emergenti hanno risentito dell'indebolimento della ripresa cinese, ma ora stanno rimbalzando grazie alle aspettative di un allentamento monetario e fiscale che tuttavia prevediamo mirato e di dimensioni limitate per evitare gli eccessi raggiunti nel contrastare la Grande Crisi Finanziaria.

In termini di stile e di allocazione settoriale siamo più flessibili, in quanto ci aspettiamo che la ripresa dei settori ad alta crescita continui grazie alle aspettative di una Fed espansiva nel medio termine. Tuttavia, date le incertezze macro, preferiamo concentrarci sulla "crescita di qualità". Più in generale, ribadiamo la nostra attenzione per le società con un elevato potere di determinazione dei prezzi e una superiore generazione di flussi di cassa.

Per quanto riguarda l'USD, dovrebbe rimanere in trading range rispetto all'euro, in quanto le aspettative di un differimento dei tempi relativi ai tagli dei tassi della Fed e l'indebolimento del quadro macro dell'Eurozona sono bilanciate dall'ultima riunione della BCE, che si è espressa con toni particolarmente restrittivi.

Per quanto riguarda le materie prime, i prezzi del petrolio sono penalizzati dai timori di un rallentamento della crescita globale nonostante i recenti tagli dell'Opec+.

L'oro dovrebbe continuare a beneficiare del suo ruolo di bene rifugio e delle aspettative di medio termine di un taglio dei tassi della Fed.

# UniCredit Group Investment Strategy – Asset Allocation

## NEUTRALI SULLE AZIONI GLOBALI

Le azioni sono supportate dalle aspettative degli investitori sul cambio di rotta della Fed e dalla fiducia che una profonda recessione sarà evitata. Il rischio di una decelerazione degli utili nei prossimi mesi è rilevante, considerando l'effetto ritardato dell'aumento dei tassi di interesse.

## NEUTRALI AZIONI EUROPA

Il momentum macroeconomico si sta indebolendo, mentre la BCE rimane restrittiva. Tuttavia, le azioni europee offrono buone opportunità per gli investitori orientati al valore e alla qualità.

## NEUTRALI AZIONI USA

Mercato del lavoro robusto anche se in fase di moderazione, tenuta degli utili, ma incertezza sull'entità del rallentamento economico nel secondo semestre. Fed in pausa nella riunione di giugno ma pronta a rialzare i tassi se necessario. Eccessiva concentrazione dell'indice S&P500.

## NEUTRALI AZIONI DEI MERCATI EMERGENTI

La ripresa cinese sta perdendo vigore, ci aspettiamo un mirato supporto monetario e fiscale. Nel complesso, le valutazioni sono a buon mercato per le azioni EM. Si raccomanda una attenta selezione dei Paesi e settori.

## POSITIVI DA NEUTRALI SULLE AZIONI DEL PACIFICO (GIAPPONE)

La crescita dei salari e l'aumento dell'inflazione – senza il rischio concreto, nel breve termine, di una Bank of Japan più restrittiva e di un apprezzamento dello yen – sono fattori positivi per il Giappone, che sta uscendo da una lunga fase di deflazione. Inoltre, l'aumento degli utili societari e la riforma della Borsa di Tokyo incoraggiano un'intensa attività di riacquisto di azioni.

## NEUTRALI OBBLIGAZIONI GLOBALI

L'indebolimento della crescita e il raffreddamento dell'inflazione nella seconda parte dell'anno ci spingono a preferire le "obbligazioni di alta qualità".

## POSITIVI SULLE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE INVESTMENT GRADE IN EURO

I rendimenti sono interessanti ma, dati gli spread relativamente ristretti, aumentiamo la nostra inclinazione selettiva e difensiva per i timori di forte indebolimento del quadro macro.

## NEGATIVI SULLE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE HIGH YIELD

I loro spread non scontano pienamente il possibile rallentamento delle economie a causa di condizioni di prestito più restrittive. Inoltre, non sono sufficientemente liquidi.

## NEUTRALI TITOLI DI STATO UEM

Il peggioramento del quadro macro e il calo dell'inflazione ci mantengono costruttivi su questa asset class, nonostante una BCE ancora restrittiva.

## NEUTRALI TITOLI DI STATO NON UEM

Sostenuti dalle aspettative di un allentamento della Fed a medio termine e dal calo dell'inflazione.

## NEUTRALI DA POSITIVI SULLE OBBLIGAZIONI DEI MERCATI EMERGENTI IN VALUTA FORTE

Carry interessante, ma il focus sulle obbligazioni di alta qualità ci porta a declassare le obbligazioni EM in valuta forte. Rimaniamo difensivi e selettivi, evitando i Paesi con elevato debito estero e deficit delle partite correnti.

## POSITIVI SULLE OBBLIGAZIONI DEI MERCATI EMERGENTI IN VALUTA LOCALE

Beneficiano delle aspettative di allentamento della Fed nella prima parte del 2024 / indebolimento del dollaro.

## NEUTRALI SUGLI ALTERNATIVI

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

## NEUTRALI MATERIE PRIME

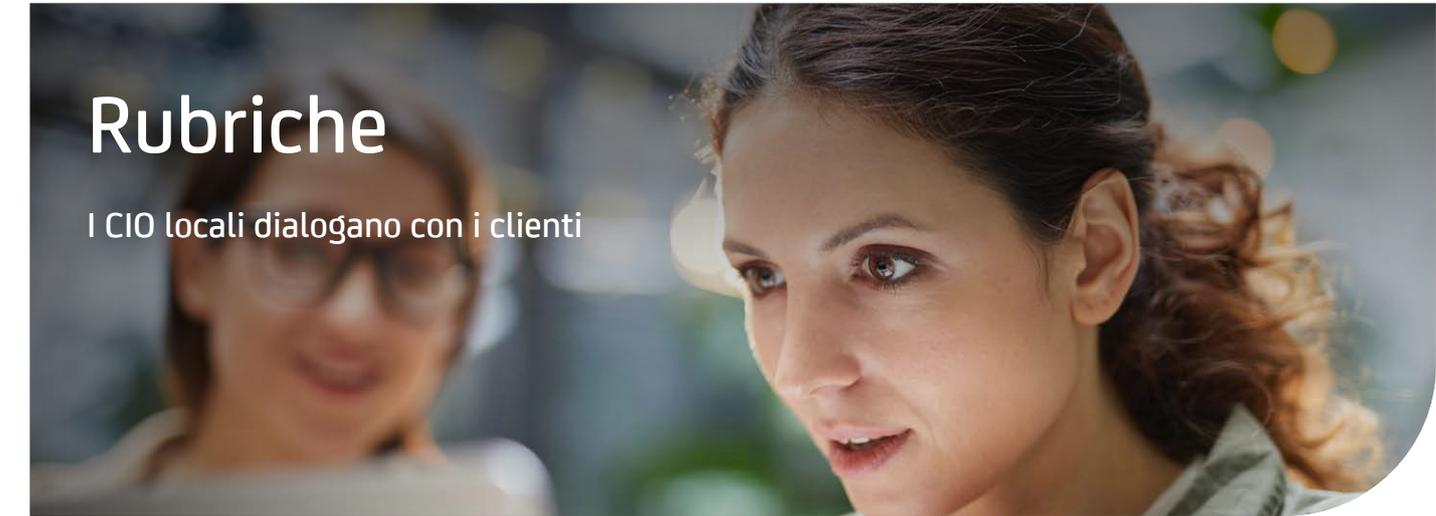
Penalizzate dai timori di un rallentamento globale, potenziale recupero nel caso di un allentamento monetario e fiscale della Cina più aggressivo del previsto.

## POSITIVI SULL'ORO

Sostenuto dalle aspettative a medio termine di un calo dei tassi d'interesse USA.

## VALUTE

Il dollaro USA dovrebbe rimanere in fase laterale rispetto all'euro. La BCE si è mostrata più restrittiva a breve termine rispetto alla Fed, ma il quadro macro dell'Eurozona sembra ora più preoccupante di quello degli Stati Uniti.



# Rubriche

I CIO locali dialogano con i clienti

## Risposte dall'Italia

### **LA BANCA CENTRALE EUROPEA CONTINUA AD AUMENTARE I TASSI: QUALI RISCHI PER I TITOLI DI STATO AREA EURO?**

Nella riunione del 15 giugno la Banca Centrale Europea ha aumentato i tre tassi di riferimento di 25 punti base. I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono stati quindi innalzati rispettivamente al 4,00%, al 4,25% e al 3,50%, con effetto dal 21 giugno 2023. La motivazione principale di tale decisione risiede nella dinamica dell'inflazione. Questa mostra segni di raffreddamento e riduzione, ma la banca centrale teme che tale dinamica sia ancora troppo lenta e graduale e potrebbe innescare effetti collaterali nel mercato del lavoro con aumenti salariali. Questi a loro volta potrebbero alimentare poi ulteriori aumenti nei prezzi dei beni. Insomma, l'obiettivo dichiarato è stroncare un possibile circolo vizioso.

Tale rialzo era ampiamente atteso dal mercato. Hanno invece sorpreso le successive dichiarazioni nella conferenza stampa. Infatti, prima della riunione di giugno era convinzione diffusa che la BCE avrebbe concluso il ciclo di rialzi nelle due successive riunioni: giugno e luglio. Adesso sembra invece che possano esserci ulteriori rialzi anche dopo l'estate. Contrariamente a quanto potevamo aspettarci tale sorpresa negativa non ha avuto effetti particolari né sul livello dei rendimenti a lunga scadenza né tantomeno sugli spread dei paesi a più alto debito, come l'Italia, rispetto ai paesi tripla A come la Germania.

Le motivazioni sono varie. È convinzione degli investitori che l'economia dell'area euro stia rallentando: lo dimostrano alcuni dati macro-reali e anche le indagini sulle condizioni del credito, che mostrano tassi sui prestiti ai massimi dell'ultimo decennio e un deciso calo nella domanda di credito da parte di imprese e consumatori. Quindi maggiori rialzi a breve è probabile possano tramutarsi in maggiori tagli nel corso del 2024 e quindi l'effetto netto è quasi nullo sui rendimenti delle scadenze più lunghe. Gli spread dei paesi periferici e in particolare dei titoli di stato italiani rimangono stabili perché la credibilità della BCE nel voler contrastare la frammentazione nell'area euro (condizioni di finanziamento molto diverse da parte dei governi dell'area) rimane elevata, perché la riduzione degli acquisti è proporzionale rispetto ai vari stock di debito e quindi impatta anche su Germania e Francia. Infine, la domanda degli investitori domestici sta aumentando come dimostra il recente successo dell'emissione di BTP Valore in Italia, dove il Tesoro ha collocato l'ammontare record di 18bln.

Questo insieme di fattori rende più interessante quindi l'investimento in titoli di stato che rappresentano oggi una efficace combinazione di buon ritorno potenziale, dati i rendimenti nominali ai massimi degli ultimi dieci anni, e protezione da eventuali fasi di instabilità.

## Risposte dall’Austria

### PERCHÉ LE AZIONI GIAPPONESI SONO TORNATE AL CENTRO DELL’ATTENZIONE DEGLI INVESTITORI?

Nelle conversazioni con i nostri clienti raramente si parla di azioni giapponesi. Quando ciò succede, si accenna subito a fattori come la crisi bancaria degli anni ‘90, decenni di deflazione, l’invecchiamento della popolazione e l’elevato debito nazionale, e ogni discussione viene stroncata sul nascere. Si tratta certamente di argomenti validi che scoraggiano l’investimento in azioni giapponesi e rappresentano un rischio. Tuttavia, è anche importante esaminare più da vicino le opportunità perché forse la reputazione di questa asset class è peggiore di come sia in realtà il mercato. Già nel 2022, il mercato azionario giapponese ha superato sia quello statunitense sia quello europeo (escludendo gli effetti dell’andamento valutario). Questo trend è proseguito nel 2023. Lo stesso Warren Buffet lo ha riconosciuto, incrementando gradualmente la propria esposizione alle azioni giapponesi nel corso dell’anno. Ma da cosa dipende il rinnovato interesse degli investitori per le azioni giapponesi?

La valutazione delle azioni giapponesi è stata estremamente conveniente per anni, se non decenni. Tuttavia, ciò non è mai stato sufficiente a risollevare il mercato verso nuove, inimmaginabili vette. Eppure, ci sono altri argomenti a favore dell’investimento in Giappone:

- Con l’aumento dei tassi d’inflazione in tutto il mondo, anche la deflazione in Giappone è ormai storia, almeno per il momento. Tuttavia, il Paese non è alle prese con aumenti percentuali a due cifre, come in parte è avvenuto in Europa, ma ha livelli di inflazioni che potremmo definire “sani”. Negli ultimi mesi il tasso d’inflazione core (escludendo energia e alimentari) si è aggirato intorno al 4%. Per questo motivo, la banca centrale giapponese non ha finora ritenuto necessario attuare alcun giro di vite sui tassi d’interesse, a differenza degli Stati Uniti o dell’Europa, dove l’aumento dei tassi di interesse rappresenta un rischio per l’economia.
- Il Giappone ha mantenuto a lungo misure restrittive per contenere la pandemia. Questo ha anche messo a dura prova il turismo. Gli ospiti stranieri sono stati ammessi solo in minima parte nel Paese, facendo così venir meno un importante sostegno per molti settori. La riapertura sta adesso ridando slancio anche al settore del turismo. La debolezza dello yen giapponese, rispetto a molte altre valute, sostiene non solo il settore delle esportazioni, ma anche il turismo, rendendo nuovamente il Giappone una meta turistica a buon mercato.
- Le aziende giapponesi dispongono di elevate riserve di liquidità. Da qualche anno a questa parte, questi maggiori dividendi vengono utilizzati sempre più spesso anche per riacquistare azioni proprie a beneficio degli azionisti. Questo può essere fatto senza aumentare sensibilmente il payout ratio (in relazione agli utili generati).
- Il primo ministro Fumio Kishida ha attuato le riforme annunciate al fine di rendere gli investimenti nuovamente appetibili per i cittadini giapponesi. La tassazione dei dividendi e delle plusvalenze al 20% sarà abolita se si soddisfano determinati criteri. Con queste misure, il governo si aspetta che gli investitori nazionali, che dispongono di risparmi per circa 2.000.000 di miliardi di yen (circa 13.000 miliardi di euro), investiranno maggiormente in azioni. Soprattutto in un contesto di maggiore inflazione, che rende necessario generare rendimenti aggiuntivi per finalità pensionistiche.

Quando si investe in azioni giapponesi, occorre adottare un approccio selettivo e prestare attenzione alla diversificazione. È importante tenere conto non solo dei rischi sopra menzionati, ma anche dei potenziali effetti negativi derivanti da un cambiamento della politica della banca centrale. Inoltre, l’andamento dello yen rispetto ad altre valute può influenzare significativamente il rendimento degli investitori stranieri. Nel complesso, riteniamo che le opportunità siano superiori ai rischi. In questo contesto, abbiamo aumentato il posizionamento sulle azioni giapponesi da “neutrale” a “sovrappeso”. Se negli ultimi anni la maggior parte degli investitori internazionali si sono tenuti a distanza dal Giappone, riteniamo che ora ci siano invece buone possibilità che anche loro salgano sul carro.

## Risposte dalla Germania

### **LE IMPRESE DELL'EUROZONA VENGONO ACCUSATE DI ALIMENTARE L'INFLAZIONE PER AUMENTARE I PROPRI MARGINI DI PROFITTO. C'È QUALCHE PROVA DI QUESTA COSIDDETTA "GREEDFLATION" (INFLAZIONE DA AVIDITÀ)?**

L'inflazione nell'Eurozona, già in crescita nel 2021, ha registrato una notevole accelerazione lo scorso anno, in particolare a causa delle strozzature dell'offerta, con conseguenti incrementi dei costi in molti settori (inflazione da costi). In effetti, si può osservare che, a seguito dello scoppio dell'epidemia di COVID due anni fa, gli utili societari nell'Eurozona sono inizialmente diminuiti più marcatamente dei salari dei dipendenti. Tuttavia, dopo l'accumulo di elevati risparmi delle famiglie legato alla pandemia, gli utili delle imprese hanno recuperato in modo più significativo rispetto ai salari e al PIL nominale nella fase post-pandemia, soprattutto l'anno scorso. Dato che i margini di profitto sono un fattore determinante per stabilire quando e quanto velocemente l'inflazione core si raffredda nell'Eurozona, diversi membri del Comitato Esecutivo della BCE, tra cui la Presidente Christine Lagarde, hanno anche recentemente sottolineato che molte imprese nell'UE non solo sono state in grado di trasferire integralmente sulla clientela i maggiori costi, ma hanno effettivamente aumentato i propri prezzi in misura maggiore rispetto agli aumenti dei costi.

Tuttavia, diversi sondaggi indicano che la crescita dei margini ha ora raggiunto il picco e che potrebbe esserci spazio per una certa compressione in alcuni settori. Da parte loro, i sindacati spingono al fine di negoziare salari più alti a fronte dei maggiori profitti aziendali, e le condizioni di tensione del mercato del lavoro dovrebbero favorirli su questo fronte. Storicamente, salari più elevati hanno frenato la crescita dei margini, poiché l'aumento del costo del lavoro generalmente riduce i profitti aziendali. Guardando all'andamento dei dati sull'inflazione nei prossimi mesi, è quindi probabile che l'attenzione si concentrerà non solo sulla crescita dei margini di profitto, ma anche sulla crescita dei salari.

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

**ANDAMENTO DEI PRINCIPALI INDICATORI FINANZIARI**

Da	19.06.22	19.06.18	19.06.19	19.06.20	19.06.21	19.06.22	19.06.18	01.01.23
A	19.06.23	19.06.19	19.06.20	19.06.21	19.06.22	19.06.23	19.06.23	19.06.23
<b>Indici azionari (andamento, in %)</b>								
MSCI Globale (in USD)	21,6	5,0	3,5	35,9	-15,4	21,6	55,0	14,9
MSCI Mercati Emergenti (in USD)	5,4	-1,4	-2,2	40,0	-24,3	5,4	6,7	8,3
MSCI USA (in USD)	22,0	7,9	7,8	37,6	-13,7	22,0	72,4	16,0
MSCI Europa (in EUR)	18,8	4,3	-4,0	27,4	-8,3	18,8	39,8	11,6
MSCI AC Asia Pacifico (in USD)	10,7	-3,6	2,3	33,5	-22,8	10,7	12,3	9,4
STOXX Europe 600 (in EUR)	18,4	4,0	-2,8	27,8	-9,4	18,4	39,5	11,4
DAX 40 (Germania, in EUR)	23,4	-2,9	-0,2	25,8	-16,5	23,4	26,2	16,4
MSCI Italia (in EUR)	34,3	0,7	-9,1	30,4	-11,4	34,3	44,3	20,1
ATX (Austria, in EUR)	9,7	-6,0	-21,1	53,4	-9,8	9,7	14,0	5,3
SMI (Svizzera, in CHF)	11,6	21,6	6,4	20,7	-10,5	11,6	54,9	8,6
S&P 500 (USA, in USD)	22,1	8,1	7,0	35,9	-11,7	22,1	73,5	15,8
Nikkei (Giappone, in JPY)	31,5	-2,2	7,1	31,6	-8,8	31,5	62,8	29,2
CSI 300 (Cina, in Yuan)	-6,6	5,1	9,4	28,6	-13,9	-6,6	16,5	2,3
<b>Indici Obbligazionari (andamento, in %)</b>								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	-1,3	11,0	16,2	-4,3	-12,9	-1,3	5,7	2,1
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA, in USD)	-0,6	7,5	10,4	-3,0	-10,2	-0,6	2,8	1,9
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	2,3	9,6	9,8	4,0	-14,3	2,3	9,7	3,0
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	-4,4	7,9	1,5	-1,4	-15,8	-4,4	-12,7	1,9
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-3,5	6,2	2,4	0,3	-14,3	-3,5	-9,5	1,8
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	0,7	4,1	-0,2	3,4	-13,7	0,7	-6,3	1,9
<b>Rendimenti Obbligazionari (espressi in punti base = 0,01%)</b>								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	58	-87	-131	74	173	58	90	-1
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA, in USD)	95	-79	-136	41	234	95	150	9
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	74	-71	-103	-19	271	74	149	4
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	86	-66	-13	19	190	86	212	-4
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	88	-55	-22	3	198	88	209	-3
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	71	-46	19	-43	310	71	306	2
<b>Spread sulle Obbligazioni governative (credit spread, espresso in punti base)</b>								
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA US Corporate Master)	-15	6	29	-71	63	-15	13	-3
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA US High Yield)	-100	76	199	-283	200	-100	81	-64
Obbligazioni Governative area Euro (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-27	1	20	-39	90	-27	44	0
Obbligazioni Governative area Euro (ICE BofA Euro High Yield)	-117	30	140	-212	250	-117	79	-69
<b>Tassi di interesse del mercato monetario (espressi in punti base)</b>								
Libor (USD, 3 mesi)	342	6	-204	-17	196	342	319	75
Euribor (EUR, 3 mesi)	372	-1	-7	-16	37	372	387	142
<b>Tasso di Cambio con Euro (variazione in %)</b>								
Dollaro USA (EUR-USD)	4,2	-2,8	-0,9	6,0	-12,2	4,2	-6,0	2,4
Sterlina Inglese (EUR-GBP)	-0,3	1,5	1,5	-4,7	0,0	-0,3	-2,7	-3,9
Franco Svizzero (EUR-SFR)	-3,3	-2,8	-4,4	2,6	-7,5	-3,3	-15,4	-0,8
Yen Giapponese (EUR-JPY)	9,7	-4,2	-1,6	9,3	6,9	9,7	20,8	10,2
<b>Materie Prime (variazione in %)</b>								
Commodity Index (GSCI, in USD)	6,4	4,9	23,9	-0,2	2,9	6,4	45,6	7,4
Metalli Industriali (GSCI, in USD)	-8,7	-16,3	-6,4	48,4	4,8	-8,7	11,1	-5,2
Oro (in USD per oncia fine)	6,1	5,5	25,7	3,0	3,8	6,1	52,7	7,5
Petrolio (Brent, in USD al barile)	-32,7	-17,1	-34,2	77,1	54,7	-32,7	1,9	-10,3

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 19.06.2023.

# 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)