



L'elefante nella stanza

Gestire l'incertezza
nella corsa alle elezioni USA

Group Investment Strategy

Monthly Outlook

Marzo 2024

Indice

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

Sommario

L'elefante nella stanza



AGGIORNAMENTO MACROECONOMICO

I dati economici più recenti indicano una crescita stabile dell'economia degli Stati Uniti nel primo trimestre del 2024. Indicatori chiave, come l'indice ISM per il settore dei servizi, mostrano un'espansione. Il mercato del lavoro rimane robusto, con cifre solide per il mese di febbraio, anche se il tasso di disoccupazione è aumentato più del previsto. Nonostante il rallentamento economico atteso fino a metà anno, prevediamo un tasso di crescita complessivo di circa il 2% per il 2024.

D'altra parte, l'economia della zona euro potrebbe aver toccato il fondo, con indicatori deboli ma in fase di stabilizzazione. Nonostante l'aumento dei tassi di interesse, la regione ha evitato una recessione, grazie in parte alla politica fiscale espansiva e a un mercato del lavoro resistente.

Infine, l'economia cinese ha proseguito la sua ripresa a febbraio, soprattutto nel settore dei servizi, trainato dall'aumento del turismo interno durante il Capodanno cinese. Il governo mira a mantenere una crescita del PIL di circa il 5% nel 2024, concentrando gli sforzi sull'abbandono di un modello di crescita basato sulla dipendenza eccessiva dalle esportazioni e dal settore immobiliare. Le aree chiave di attenzione includono auto elettriche, motori a idrogeno, nuovi materiali, farmaci innovativi, aviazione civile e stabilizzazione del settore immobiliare. Il supporto fiscale svolgerà probabilmente un ruolo predominante, mentre la politica monetaria potrebbe prevedere tagli simbolici ai tassi d'interesse.



INFLAZIONE E POLITICA MONETARIA

Il presidente della Federal Reserve, Powell, durante due audizioni davanti alla Commissione Finanze del Congresso degli Stati Uniti, ha confermato il piano di taglio dei tassi d'interesse della Fed per quest'anno. Tuttavia, ha sottolineato un approccio cauto, citando la possibilità di un'inversione della tendenza inflazionistica se le redini monetarie fossero allentate troppo presto o troppo drasticamente. Un primo taglio dei tassi d'interesse è più probabile intorno a metà anno.

La Banca Centrale Europea (BCE) ha lasciato invariata la sua politica monetaria a marzo, ma ha rivisto al ribasso le previsioni sull'inflazione, compiendo così un passo importante verso la riduzione dei tassi di interesse. L'impressione è che la BCE punti ad un andamento moderato del ciclo di tagli, considerando la resistenza del mercato del lavoro e l'incertezza sul tasso di interesse naturale. Continuiamo a ritenere che giugno sia il periodo più probabile per un primo taglio dei tassi, seguito da una riduzione graduale di 25 punti base per trimestre.



MERCATI FINANZIARI

I mercati finanziari hanno registrato performance contrastanti. Le azioni, inclusi importanti indici come S&P 500, Euro Stoxx 50, Dax e Nikkei 225, hanno raggiunto nuovi massimi storici, supportati da dati economici positivi che hanno dissipato i timori di una recessione. D'altra parte, i titoli di Stato hanno sofferto a causa del differimento dei tagli attesi ai tassi di interesse. L'oro ha registrato un rally verso nuovi massimi, influenzato dai dati sul mercato del lavoro negli Stati Uniti e dalle indicazioni del presidente della Fed Powell riguardo a potenziali tagli dei tassi d'interesse. I prezzi del petrolio hanno mostrato una maggiore volatilità a causa delle incertezze geopolitiche e della probabilità che un significativo numero di membri minori dell'OPEC non rispetti gli accordi sui tagli della produzione. In tale contesto l'euro è rimasto relativamente stabile rispetto al dollaro statunitense.



La lettera dei CIO

Il contesto per un 2024 positivo sembra ancora intatto

I mercati azionari dei paesi industrializzati hanno iniziato il 2024 in modo relativamente positivo. Nei primi due mesi le azioni europee, misurate dal corrispondente indice MSCI, sono aumentate del 3,3%, quelle nordamericane addirittura del 6,3% e le azioni dei paesi industrializzati della regione del Pacifico del 4% circa; solo l'indice dei mercati emergenti è ancora in territorio negativo, a -0,3% (si veda la tabella dei principali indicatori finanziari a pagina 24).

All'interno dell'Europa ci sono anche notevoli differenze tra singoli paesi. Tra i paesi principali, a guidare sono le azioni britanniche e italiane, mentre quelle spagnole (con performance negativa) fanno da fanalino di coda. A gennaio e febbraio le azioni francesi e tedesche sono state leggermente al di sopra della media europea. I clienti tedeschi, in particolare, sono talvolta sorpresi dalla forte performance delle azioni tedesche, considerando l'umore piuttosto cupo che regna nel paese. Di recente, il governo tedesco ha abbassato significativamente le proprie stime economiche e ora prevede una crescita appena positiva per il 2024. Tuttavia, la consistente performance azionaria segnata a inizio anno risulta comprensibile: le stime di consenso prevedono una moderata crescita degli utili e un'accelerazione moderata dell'attività economica, nonché un **andamento economico globale**¹ stabile. Ciò significa che un moderato aumento dei rapporti prezzo/utili, che l'anno scorso erano a livelli di recessione, può certamente essere giustificato.

Guardando all'anno scorso, quando un avvio baldanzoso ha portato a una performance consistente per l'intero anno, molti clienti ci chiedono se, alla luce di un inizio d'anno altrettanto positivo, ci si possa aspettare una solida performance per l'intero 2024. In effetti, si possono individuare alcune interessanti correlazioni statistiche per gli ultimi 25 anni. Confrontiamo la performance cumulativa degli indici azionari di Europa e Stati Uniti a gennaio e febbraio con le corrispondenti performance annuali a partire dal 1999. Per l'Europa contiamo 14 anni (su 25) con una performance positiva a gennaio-febbraio. In 12 di questi 14 anni si è registrata una performance positiva anche a livello dell'intero anno. Al contrario, ciò significa che la performance dell'intero anno è stata negativa solo **in 2 anni sui 14**² che avevano registrato un avvio positivo nei primi due mesi. Il valore medio della crescita annuale nei 12 anni con un avvio d'anno positivo seguito da una performance annua complessiva positiva è stato del 15,5%. La crescita di gennaio-febbraio ha rappresentato poco più della metà della performance annuale. Nei casi di avvio d'anno negativo (11 su 25), la performance annuale media è stata pari a -7%. L'analisi risulta analoga per gli Stati Uniti. In 13 anni su 25 si è registrato un inizio d'anno positivo, in 10 dei quali anche la performance annuale complessiva è stata positiva, in media pari a quasi il 20%. Solo il contributo della crescita di gennaio-febbraio alla performance dell'intero anno è risultato notevolmente inferiore a quello dell'Europa, attestandosi al 25% circa. E la performance annua media negli anni con avvio negativo è stata solo del -1%. È importante osservare che si tratta di un'analisi puramente statistica con limitato potere predittivo per un anno specifico.

Il brillante inizio d'anno delle azioni nordamericane pone un'altra questione a livello statistico, in quanto è fortemente guidato da alcune società molto grandi, al pari della solida performance complessiva nel 2023. Prendendo come esempio le 500 maggiori società per azioni statunitensi, nei primi due mesi dell'anno i dieci maggiori titoli azionari hanno contribuito per metà della performance complessiva. In altre parole, l'(ipotetico) indice S&P 490 avrebbe registrato una crescita pari mediamente solo alla metà di quella messa a segno dallo S&P 500, dove i dieci maggiori titoli pesano per circa un terzo (misurato in termini di capitalizzazione di mercato). È interessante osservare che la distribuzione della performance è stata molto simile l'anno scorso: l'indice complessivo ha segnato circa il doppio dell'incremento dell'indice ipotetico privo dei dieci

¹Le grandi società per azioni tedesche sono per lo più gruppi multinazionali con forte orientamento all'esportazione, e per le loro prospettive economiche l'economia globale è più rilevante della situazione economica interna.

²I due anni negativi, ovvero con avvio positivo ma performance annuale negativa, sono stati il 2000, quando è scoppiata la bolla delle dotcom, e il 2011, quando l'inizio della crisi del debito sovrano europeo ha pesato sugli indici europei.

titoli a maggiore capitalizzazione. C'è, però, una differenza notevole: mentre l'anno scorso tutti e dieci i maggiori titoli hanno registrato una performance positiva, singolarmente considerati, all'inizio del 2024 due titoli hanno segnato una performance negativa. In Europa le differenze di performance in base alle dimensioni delle società sono meno marcate. Per quanto riguarda gli investimenti in azioni statunitensi, tuttavia, ci si chiede se, alla luce della solida economia generale negli Stati Uniti, i contributi alla performance di società più piccole dei dieci maggiori titoli non potrebbero aumentare e se i portafogli che hanno ampiamente beneficiato della performance dei titoli principali non dovrebbero essere leggermente ampliati.

Alla luce di possibili divergenze transatlantiche, sia l'economia statunitense che le opportunità di crescita degli utili appaiono più favorevoli per gli Stati Uniti che per l'Europa nel medio termine, vale a dire includendo il 2025. Inoltre, un eventuale secondo mandato di Donald Trump alla presidenza degli Stati Uniti (si veda la sezione In evidenza) potrebbe avere conseguenze potenzialmente negative per le società europee. Anche se gli investitori europei non dovrebbero trascurare gli investimenti statunitensi, sembra opportuno un certo grado di cautela: attualmente, l'economia statunitense è ancora in un trend di raffreddamento. Ciò significa che probabilmente i tassi di crescita trimestrali negli Stati Uniti continueranno a diminuire almeno fino a metà anno. Tuttavia, è improbabile che si arrivi a una vera e propria recessione con tassi di crescita negativi. Anche i tassi di crescita degli Stati Uniti potrebbero tornare ad accelerare nel secondo semestre. Gli investitori dovrebbero sempre considerare i possibili effetti del tasso di cambio quando investono negli Stati Uniti. Il previsto ciclo di tagli dei tassi d'interesse potrebbe, infatti, ridurre il differenziale di tasso d'interesse tra dollaro USA ed euro, il ciò potrebbe portare a un indebolimento del dollaro USA rispetto all'euro. Inoltre, le misure politiche dell'eventuale presidenza Trump potrebbero puntare a indebolire il dollaro USA con l'obiettivo di sostenere le esportazioni statunitensi. Per questi motivi pare opportuno adottare una politica d'investimento cauta.

Riguardo alla questione del peso dei settori ciclici e difensivi nel portafoglio, abbiamo rilevato che l'anno scorso i titoli ciclici tendevano a collocarsi nella fascia media e inferiore della "tabella delle performance", nonostante il forte aumento dei corsi azionari, mentre i modelli di business meno ciclici sono stati in grado di sovraperformare. Questo andamento potrebbe modificarsi nell'anno in corso? Ovvero, i settori ciclici potrebbero riscuotere maggiore interesse da parte degli investitori? È sicuramente una possibilità. Tuttavia, a nostro avviso, una ripresa dell'economia globale sarebbe un prerequisito importante per una sovraperformance durevole dei settori ciclici. Al momento, tuttavia, gli Stati Uniti, l'attuale motore della crescita mondiale, sono ancora in modalità di raffreddamento. Riteniamo, pertanto, che la conferma che l'economia statunitense ha toccato il fondo sarebbe un prerequisito auspicabile per rendere i portafogli d'investimento significativamente più ciclici. Questo potrebbe eventualmente succedere nella seconda metà dell'anno.

Da ultimo, diamo un'occhiata ai mercati obbligazionari, che all'inizio dell'anno si sono mossi in direzione opposta rispetto ai mercati azionari. Mentre le azioni sono partite bene, i prezzi delle obbligazioni hanno ingranato la retromarcia. Il motivo va rintracciato nell'eccessiva euforia alla fine dello scorso anno, quando i mercati hanno messo in conto tagli dei tassi d'interesse troppo rapidi e troppo forti. Questo necessario adeguamento alla realtà di un'economia ancora sorprendentemente robusta, in particolare negli Stati Uniti, sembra ora a buon punto. E le banche centrali segnalano che l'inizio dell'atteso ciclo di tagli dei tassi d'interesse si sta avvicinando. Di regola, tagli dei tassi d'interesse, sommati a una robusta crescita economica e a un'ulteriore normalizzazione dell'inflazione, dovrebbero fornire una spinta positiva sia alle obbligazioni che alle azioni. Non si può, tuttavia, escludere una certa volatilità delle azioni in prossimità dell'atteso inizio del ciclo di tagli dei tassi, soprattutto dopo il buon avvio d'anno. Il contesto per un anno favorevole per i portafogli bilanciati sembra, ad ogni modo, ancora intatto.

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

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

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

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



In evidenza

Elezioni presidenziali statunitensi: all'orizzonte si profilano le ombre del duello del 2020

Nell'anno in cui oltre quattro miliardi di persone in tutto il mondo sono chiamate alle urne in oltre 70 Paesi, che rappresentano buona parte del prodotto interno lordo globale, secondo i calcoli dell'Economist (si veda anche il Monthly Outlook di febbraio), all'orizzonte incombono le prossime elezioni presidenziali americane del 5 novembre, che stanno diventando sempre più centrali per i mercati finanziari globali. Desideriamo, dunque, esaminare questo storico voto in questa prima parte dell'anno per discutere le possibili implicazioni per i mercati finanziari globali e la strategia di investimento.

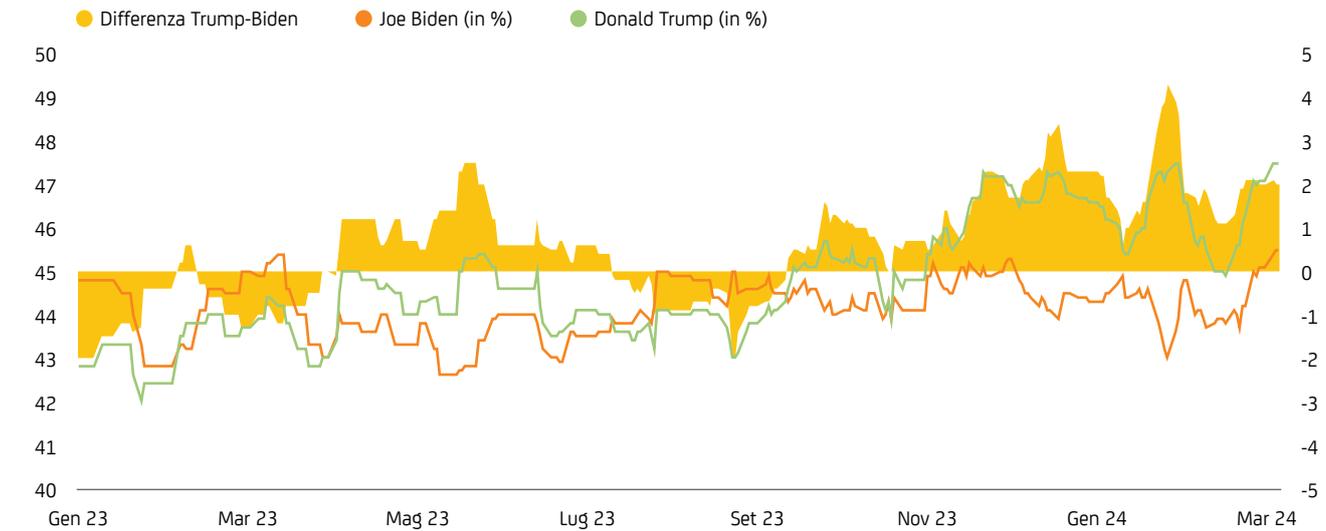
IN ARRIVO UNA NUOVA RESA DEI CONTI TRA JOE BIDEN E DONALD TRUMP

Quattro anni fa Biden si assicurò la vittoria con 306 voti contro 232 nel Collegio Elettorale e una percentuale di consensi popolari del 51,3% contro il 46,9% di Trump. Nei **sette Stati in bilico**³, i cosiddetti "swing States", tuttavia, il vantaggio di Biden fu solo marginale. La corsa alle primarie repubblicane non è ancora ufficialmente conclusa e le convention ufficiali per le nomine repubblicane e democratiche, in cui ogni partito presenta ufficialmente il proprio candidato alla presidenza, non si svolgeranno fino a luglio e agosto rispettivamente. Anche Nikki Haley, l'ultima rivale interna Donald Trump nella corsa alla candidatura del partito repubblicano, si è ritirata dalla competizione dopo essere stata ampiamente sconfitta dall'ex presidente in 14 dei 15 Stati in cui si sono svolte le primarie del "Super Tuesday" all'inizio di marzo. All'orizzonte appare sempre più evidente una nuova prova di forza tra il presidente in carica Joe Biden e il suo immediato predecessore. A dar retta ai sondaggi, c'è da aspettarsi un testa a testa tra i due candidati. La maggior parte dei sondaggi vede attualmente Trump in leggero vantaggio (Grafico 1). In una fase così iniziale, però, i sondaggi spesso si rivelano poco significativi. Inoltre, è vero che i sondaggi d'opinione nazionali riflettono lo stato d'animo generale, ma, tenuto conto del **sistema elettorale statunitense**⁴, la maggioranza dei voti non è affatto garanzia di vittoria. Anche se a recarsi alle urne saranno tutti i cittadini americani, è probabile che ancora una volta saranno solo pochi Stati a far pendere la bilancia tra vittoria e sconfitta.

³La maggior parte degli Stati americani sono saldamente in mano ai democratici o ai repubblicani. I cosiddetti "swing States", quelli cioè che potrebbero pendere in un campo o nell'altro, includono Wisconsin, Pennsylvania e Michigan nella cosiddetta "Rust Belt", oltre ad Arizona e Georgia, che nel 2020 Biden si aggiudicò per i democratici. Anche il Nevada potrebbe essere conteso, ma ha un'importanza minore per via del ridotto numero di abitanti.

⁴Il presidente degli Stati Uniti non è eletto direttamente dal popolo, ma indirettamente dal Collegio elettorale, cioè un candidato può diventare presidente anche se non ha la maggioranza dei voti popolari. Il fattore decisivo è chi ottiene la maggioranza dei 270 voti elettorali.

1. TUTTO LASCIA PREVEDERE UN TESTA A TESTA TRA I DUE CANDIDATI



Fonte: BCE, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy
Periodo di osservazione: 28.02.2023-29.02.2024

Da qui al giorno delle elezioni, il 5 novembre, possono peraltro ancora succedere molte cose. Entrambe le candidature si caratterizzano per una notevole incertezza. Secondo un **rapporto del consigliere speciale del Dipartimento di Giustizia**⁵ degli Stati Uniti, Biden è oggetto di intense discussioni riguardo alla sua idoneità a un nuovo mandato data la sua età avanzata. Di conseguenza, i suoi indici di gradimento rimangono a livelli preoccupanti per un presidente in carica nell'anno elettorale. Le possibilità di Trump, per contro, potrebbero essere intaccate dalle numerose vertenze legali che lo coinvolgono. Tuttavia, all'inizio di marzo la Corte Suprema ha deciso all'unanimità di negare al Colorado il diritto di escludere Trump dalle primarie del partito repubblicano nella disputa legale sulla sua partecipazione. Ha dichiarato che una tale decisione è prerogativa solo del Congresso. Nel contempo, anche la percezione pubblica di Trump è negativa.

⁵Il rapporto contiene una serie di dichiarazioni che potrebbero diventare un problema per Biden durante la campagna elettorale. Secondo il rapporto, ci sono indicazioni che la conservazione impropria di documenti riservati in locali privati e aziendali di Biden sia avvenuta "per errore". Biden risulta un "uomo anziano e ben intenzionato con una cattiva memoria".

“È L'ECONOMIA, STUPIDO” – MA NON SOLO

È la prima volta dal 1892 che un ex presidente sconfitto sfida il presidente in carica che lo ha battuto quattro anni prima. Ci sono molti elementi che suggeriscono che la situazione economica del Paese giocherà un ruolo di rilievo, se non il più importante, nell'esito delle elezioni. Gli indicatori economici negli Stati Uniti sono perlopiù positivi: l'economia statunitense si è ripresa dalla pandemia di Covid in modo sorprendentemente rapido. Nonostante la politica monetaria restrittiva, resta saldamente su una rotta di crescita e il tasso di disoccupazione rimane ai minimi storici. Ancora una volta, l'economia statunitense sta dimostrando la sua resilienza e flessibilità, soprattutto rispetto all'Europa (si veda anche la sezione Economia e mercati). Eppure il livello di incertezza economica percepito da molti elettori americani è chiaramente elevato. Biden non sembra (ancora) essere riuscito a far capire ai suoi connazionali che la loro situazione quotidiana è migliorata. La ripresa sembra arrivare a stento alla fascia più bassa della società, a fronte di un lento raffreddamento dell'inflazione. I democratici si concentreranno sul cambiamento di questa percezione durante la campagna elettorale.

È anche probabile che cerchino di rendere la questione dell'aborto una tematica centrale, dopo che la Corte Suprema degli Stati Uniti, con l'aiuto di tre giudici nominati da Trump, ha ribaltato un precedente vecchio di 50 anni, che tutela costituzionalmente il diritto all'aborto. I repubblicani, d'altra parte, si comporteranno probabilmente allo stesso modo con la questione dell'immigrazione, che è molto importante per gran parte della base di Trump. Anche altre questioni, quali il tasso di criminalità negli Stati Uniti, il cambiamento climatico e la politica estera, potrebbero svolgere un ruolo. Per quanto riguarda quest'ultima, la guerra in corso a Gaza potrebbe costituire un problema per Biden, in quanto il sostegno del governo americano a Israele è visto con scetticismo da una percentuale non trascurabile di giovani elettori che tradizionalmente tendono a propendere per i democratici e la cui affluenza alle urne potrebbe avere un impatto significativo sul risultato elettorale.

GLI EFFETTI SUL CONGRESSO

Anche se la corsa alla Casa Bianca tende a mettere in ombra il resto, il **controllo del Congresso**⁶ gioca un ruolo altrettanto importante nel plasmare il panorama della politica economica negli Stati Uniti. I repubblicani alla Camera dei Rappresentanti hanno attualmente una maggioranza risicata di 219 voti, contro i 213 dei Democratici. I sondaggi elettorali mostrano attualmente un leggero vantaggio per i repubblicani. Tuttavia, in virtù di questa ridotta maggioranza, ai Democratici basterebbero solo pochi seggi per riprendere il controllo della Camera dei Rappresentanti. Un cambio di maggioranza alla Camera dei Rappresentanti sembra quindi possibile. Guardando al passato, tuttavia, colpisce il fatto che dal 1952 il controllo della maggioranza alla Camera dei Rappresentanti non è mai cambiato nell'anno delle elezioni presidenziali.

Al Senato, che è attualmente composto da 49 repubblicani, 48 democratici e 3 indipendenti alleati dei democratici, i democratici hanno attualmente una maggioranza risicata. In palio a novembre ci sono 34 seggi del Senato, di cui 23 in mano ai Democratici (compresi i tre indipendenti) e 11 ai Repubblicani. Di conseguenza, i democratici hanno più seggi da perdere rispetto ai repubblicani. Non appare quindi impossibile che i repubblicani possano ottenere i 51 seggi necessari per ottenere la maggioranza.

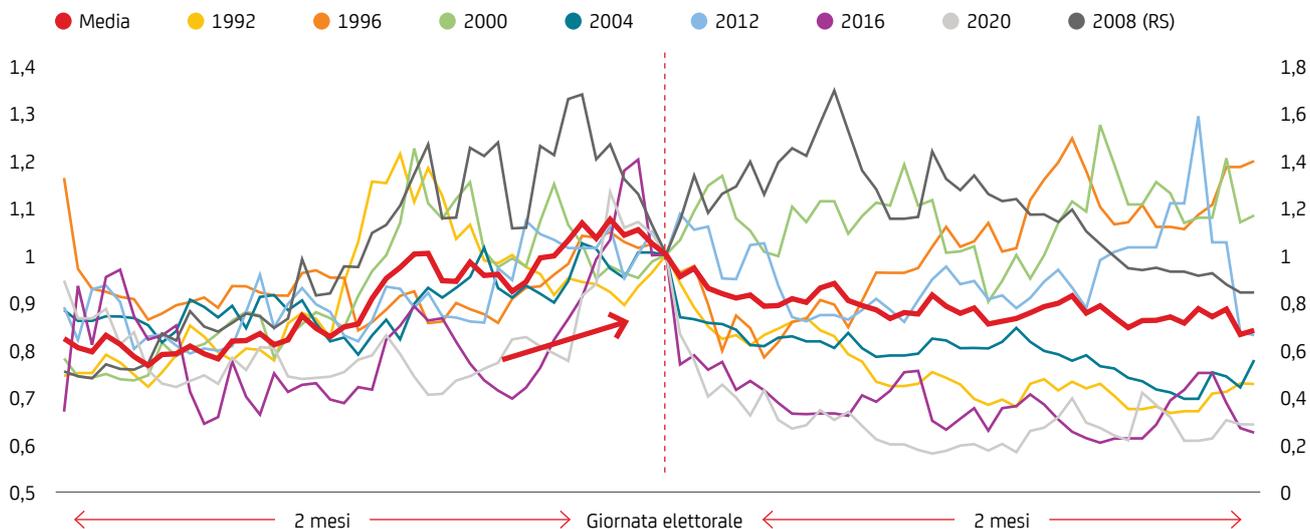
⁶Tutti i 435 seggi della Camera dei Rappresentanti sono eletti ogni due anni e conquistare 218 seggi è fondamentale per mantenere la maggioranza. Al momento ci sono tre seggi vacanti.

POSSIBILI RIPERCUSSIONI SUI MERCATI FINANZIARI GLOBALI

Anche se lasciamo agli esperti di politica le previsioni sull'esito delle presidenziali statunitensi, è indubbio che questo voto – soprattutto se Biden dovesse riconsegnare il testimone a Trump – avrà probabilmente un impatto significativo sulla politica e sulla legislazione del governo degli Stati Uniti sotto molti aspetti e punti di vista. Ciò che è meno chiaro sono le implicazioni per i mercati finanziari globali. Guardando a quanto avvenuto in passato, le elezioni presidenziali statunitensi potrebbero provocare turbolenze e volatilità di un certo rilievo nel breve periodo: **l'indice VIX**⁷ tende a salire in vista delle elezioni statunitensi (si veda il Grafico 2). Questo effetto si può spiegare essenzialmente con la maggiore incertezza politica: gli investitori cercano di adeguarsi a un possibile riallineamento dell'azione governativa.

⁷Spesso definito come "indicatore della paura" dagli stessi trader, l'indice VIX riflette le previsioni di volatilità del mercato azionario nei prossimi 30 giorni. L'intervallo di oscillazione previsto del mercato è teoricamente legato al livello generale di incertezza percepita, che di solito aumenta in concomitanza ad eventi con maggiore potenziale di rischio.

2. IL VIX TENDE GENERALMENTE A SALIRE PRIMA DELLE ELEZIONI PRESIDENZIALI STATUNITENSIS



Nota: Il grafico riporta l'indice VIX normalizzato al giorno delle elezioni degli ultimi 8 anni elettorali. Le performance passate, le simulazioni e le previsioni non sono indicatori affidabili delle performance future. Gli indici non possono essere acquistati e, quindi, non includono costi. Quando si investe in titoli, si sostengono costi che ne riducono la performance. Quando si investe in valute estere, il rendimento può aumentare o diminuire anche a causa delle fluttuazioni valutarie.

Fonte: Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

Allo stesso tempo, tuttavia, in passato i mercati finanziari non si sono lasciati granché impressionare dalle elezioni presidenziali statunitensi nel medio e lungo termine. In generale, gli studi accademici arrivano alla conclusione che non sussistono evidenze statistiche di una significativa influenza a lungo termine dei risultati elettorali sul potenziale di rendimento del mercato azionario in generale. Nonostante l'elevato livello di attenzione rivolta alle elezioni da parte degli investitori e l'osservazione che gli eventi politici possono occasionalmente provocare turbolenze a breve termine sui mercati finanziari, i fondamentali micro e macroeconomici e monetari negli Stati Uniti, inclusi utili societari, andamento dell'inflazione, tassi di interesse e sviluppo economico, dovrebbero avere un ruolo maggiore nell'andamento a medio-lungo termine dei mercati e nei rendimenti di azioni, obbligazioni e altri investimenti. In ogni caso, basare la propria strategia

di investimento sulla speranza di beneficiare nel breve termine di una potenziale inversione di tendenza dei mercati nel contesto delle elezioni americane non sembra molto promettente.

È probabile che megatrend quali la lotta al cambiamento climatico, la digitalizzazione e le questioni demografiche in molti Paesi industrializzati occidentali proseguiranno la loro evoluzione senza essere influenzati dai risultati elettorali. Tuttavia, è anche vero che l'esito delle elezioni avrà probabilmente un ruolo maggiore per alcuni settori rispetto ad altri, ad esempio per quelli fortemente regolamentati o sovvenzionati. Un esempio sono le energie rinnovabili: mentre l'amministrazione Biden ha inaugurato un'era di leadership climatica negli Stati Uniti, qualora Trump fosse rieletto alla presidenza, potrebbe tagliare i sussidi climatici a favore di una maggiore produzione petrolifera.

Riteniamo che, in linea di massima, gli investitori farebbero bene a non lasciarsi turbare da scossoni a breve termine in questo storico anno elettorale e a rimanere aderenti ai propri piani a medio e lungo termine. In tale contesto, riteniamo che un'analisi ad ampio raggio dei fondamentali di mercato sia essenziale per prendere decisioni fondate e promettenti nel lungo termine. Un'adeguata diversificazione del portafoglio rimane una componente centrale della nostra strategia d'investimento.

Macro & Markets

Le banche centrali confermano il ciclo di riduzione dei tassi di interesse nel 2024

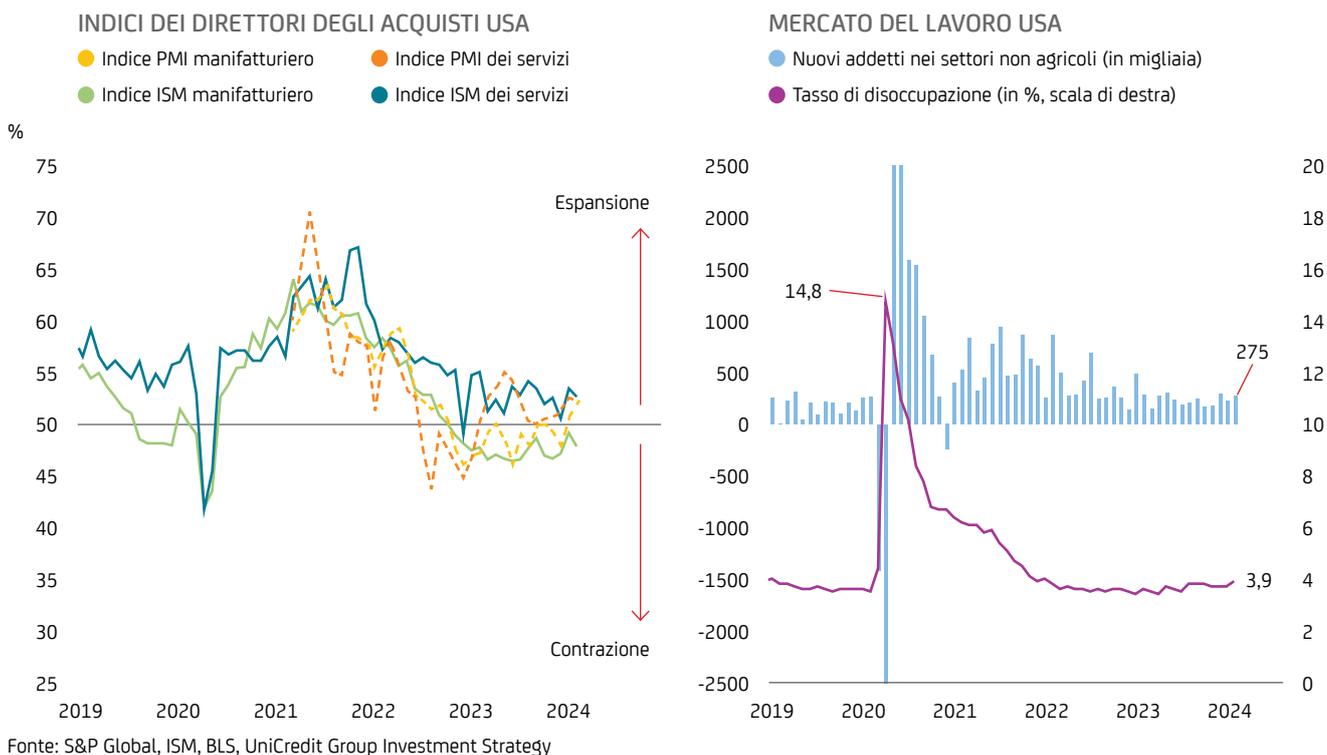
STATI UNITI: SERVIZI E MERCATO DEL LAVORO RESTANO SOLIDI, POWELL CONFERMA AL CONGRESSO LE PROSPETTIVE PER I TASSI DI INTERESSE

Gli ultimi dati economici indicano una crescita stabile dell'economia statunitense nel primo trimestre 2024. Gli indicatori anticipatori, come l'indice ISM per il settore dei servizi, rimangono in territorio di espansione, mentre l'indice ISM per l'industria è ancora sotto quota 50 (contrazione) ma da diversi mesi mostra un trend al rialzo (si veda il Grafico 3). Dopo i dati robusti di gennaio, il mercato del lavoro si è dimostrato solido anche a febbraio. La crescita delle nuove assunzioni, però, si è concentrata in alcuni settori e, soprattutto, il tasso di disoccupazione è aumentato più del previsto (si veda il Grafico 3). Quest'ultimo dato è in linea con altri indicatori del mercato del lavoro, che suggeriscono che la situazione è significativamente meno tesa e si allenterà ulteriormente nei prossimi mesi. Nonostante il rallentamento dello slancio economico previsto fino a metà anno e lo scenario di **soft landing**⁹ dell'economia statunitense, stimiamo un tasso di crescita economica complessiva attorno al 2% per il 2024.

Nel corso di due audizioni alla Commissione Finanze del Congresso statunitense, il presidente della Fed Powell ha confermato il piano di riduzione dei tassi di interesse della banca centrale per quest'anno, ma nel contempo ha ribadito che non c'è alcuna fretta di abbassare i tassi troppo presto. Questa dichiarazione rimarca ancora una volta l'opinione della Fed secondo cui il continuo progresso verso l'obiettivo di inflazione del 2% non è assicurato, in quanto allentare le redini della politica monetaria troppo presto o troppo rapidamente potrebbe tradursi in un'inversione del trend dell'inflazione e finire per richiedere una politica ancora più restrittiva. Allo stesso tempo, abbassare i tassi d'interesse troppo tardi o troppo poco potrebbe indebolire inutilmente l'economia e l'occupazione. Powell ha nuovamente sottolineato che la riduzione del corridoio obiettivo sarà appropriata solo quando ci sarà maggiore fiducia nella sostenibilità del trend di discesa dell'inflazione verso il 2%. Riguardo alla tempistica esatta per un primo taglio dei tassi di interesse, Powell ha indicato come momento più probabile "metà dell'anno", che continuiamo a considerare come scenario di base.

⁹In economia per "soft landing (atterraggio morbido)" si intende solitamente un rallentamento economico ciclico che non sfocia in recessione.

3. GLI INDICATORI ANTICIPATORI E IL SOLIDO MERCATO DEL LAVORO SUPPORTANO UNO SCENARIO DI ATTERRAGGIO MORBIDO

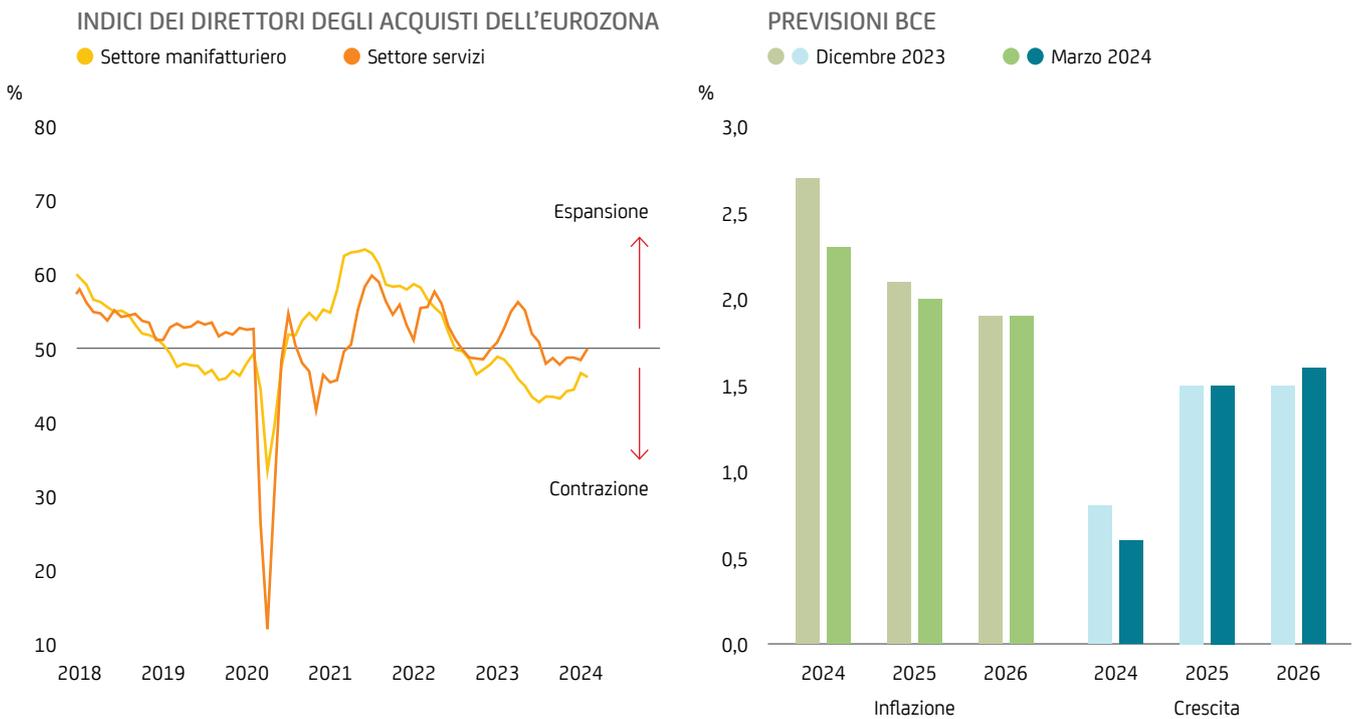


EUROZONA: LE PROSPETTIVE CONGIUNTURALI SI RISCHIARANO, LA BCE CONSIDERA TAGLI DEI TASSI D'INTERESSE

Gli ultimi dati dei sondaggi indicano che l'economia dell'Eurozona potrebbe aver toccato il fondo, anche se gli indicatori sono ancora deboli (si veda il Grafico 4). Nonostante il rialzo dei tassi di interesse, la regione è riuscita a evitare la recessione. Probabilmente ciò può essere attribuito in parte agli ampi sgravi fiscali, ma anche il mercato del lavoro si è dimostrato solido finora. Tuttavia, oltre alla debolezza della domanda estera e al perdurare delle tensioni geopolitiche, anche la politica monetaria restrittiva sta pesando sull'attuale situazione economica dell'Eurozona. D'altro canto, l'aumento dei redditi reali (dovuto al calo dell'inflazione) e la continua solidità del mercato del lavoro dovrebbero garantire una graduale spinta all'economia. Stiamo inoltre rilevando primi segnali di stabilizzazione dell'indebolimento dell'economia globale, e di conseguenza ci aspettiamo un graduale miglioramento della situazione economica nel corso dell'anno. Per il 2024 prevediamo un moderato aumento dello 0,5% dell'attività economica complessiva nell'Eurozona.

Come previsto, a marzo la BCE ha lasciato invariata la propria politica monetaria. La banca centrale ha rivisto ulteriormente al ribasso le previsioni per l'inflazione, sia generale che core, una mossa importante nel cammino verso la riduzione dei tassi di interesse (si veda il Grafico 4). La Presidente della BCE Lagarde ha sottolineato che il Consiglio di politica monetaria della banca centrale ha bisogno di più dati, soprattutto riguardo alle retribuzioni, per avere maggiore fiducia nella sostenibilità del processo di disinflazione. Ha fatto riferimento, in particolare, alla riunione di giugno, quando saranno disponibili la maggior parte di tali informazioni. Continuiamo, quindi, a ritenere che giugno sarà il momento più probabile per un primo taglio dei tassi, seguito da una riduzione graduale di 25 punti base al trimestre. Questa nostra conclusione si fonda sui commenti della signora Lagarde nella conferenza stampa post-riunione. Anche se il ciclo di tagli dei tassi dipenderà dai dati, la Presidente della BCE ha indicato che "la fase restrittiva della BCE andrà avanti per qualche tempo", seguita da una "fase di normalizzazione". Pur essendo impossibile interpretare con precisione queste dichiarazioni, l'impressione è che la BCE punti a un ritmo più lento di riduzione dei tassi di interesse. Questa convinzione è supportata da diversi fattori: la tenuta del mercato del lavoro, che riduce il rischio di un atterraggio duro per l'economia, oltre all'elevato grado di incertezza riguardo al livello del tasso di interesse di riferimento neutrale, ovvero il tasso che mantiene in equilibrio l'economia dell'Eurozona. Anche il fatto che la BCE intenda ridurre i tassi di interesse in un momento in cui l'economia dovrebbe riprendersi è un elemento a favore di tale attesa.

4. L'ECONOMIA EUROPEA HA RALLENTATO, LA BCE ABBASSA LE STIME PER IL 2024



Fonte: S&P Global, ECB, UniCredit Group Investment Strategy

CINA: LA RIPRESA ECONOMICA PROSEGUE, IL CONGRESSO DEL POPOLO CONFERMA L'OBIETTIVO DI CRESCITA

Gli indicatori anticipatori mostrano che l'economia cinese ha continuato la ripresa a febbraio. Gli indici dei responsabili degli acquisti per il settore dei servizi, in particolare, indicano un'accelerazione dello sviluppo economico, che non sorprende visto il forte aumento del turismo interno durante il Capodanno cinese. Resta da vedere se la ripresa del settore dei servizi sia sostenibile. Riteniamo che questo sia improbabile, almeno senza un ulteriore sostegno da parte del governo, poiché i consumi privati di solito diminuiscono dopo le festività, quindi non consideriamo l'aumento dei consumi come un segnale di sostegno duraturo alla crescita. Lo slancio economico dell'industria non ha registrato un'accelerazione significativa, ma le condizioni non sono nemmeno peggiorate in misura rilevante. I dati contrastanti sottolineano la necessità di ulteriori misure governative, come è stato segnalato anche al Congresso Nazionale del Popolo.

All'avvio dei lavori del 14° Congresso Nazionale del Popolo, il premier cinese Li Qiang ha annunciato che l'obiettivo di crescita del PIL cinese per il 2024 rimane invariato al "5% circa". Il governo deve affrontare la doppia sfida di promuovere crescita e occupazione nel breve periodo, da un lato, e dall'altro l'obiettivo a lungo termine di trasformazione del modello di crescita cinese dall'eccessiva dipendenza da esportazioni e immobili verso produzione industriale e servizi con un valore aggiunto più elevato. Nel settore industriale l'attenzione è puntata su auto elettriche, motori a idrogeno, nuovi materiali, prodotti farmaceutici innovativi e aviazione civile. Particolare attenzione continuerà a essere riservata al settore immobiliare. Il governo intende stabilizzare il finanziamento degli sviluppatori immobiliari introducendo circa 300 meccanismi di finanziamento immobiliare urbano. Il premier Li ha invitato a promuovere uno sviluppo stabile e sano del mercato immobiliare, ma non ha accennato a ulteriori misure specifiche di sostegno alla domanda di nuove abitazioni. Andrebbe inoltre incentivata la sostituzione di beni di consumo vecchi con altri nuovi, così come la domanda di auto. La Cina si affiderà probabilmente al sostegno fiscale per mantenere la crescita a un livello accettabile, mentre la politica monetaria dovrebbe svolgere un ruolo accomodante e i tassi di interesse saranno probabilmente abbassati solo in misura simbolica. È quindi lecito attendersi ulteriori misure governative, mentre il sostegno ai consumi e la fiducia dei consumatori saranno probabilmente più bassi, motivo per cui continuiamo a prevedere una crescita del PIL del 4,5% nel 2024.

NUOVI MASSIMI SUI MERCATI FINANZIARI

Come a gennaio, nelle ultime settimane l'andamento delle varie asset class è stato contrastato. Mentre le azioni hanno registrato una solida performance, i titoli di Stato hanno perso terreno. Oro, petrolio e dollaro USA hanno registrato una performance positiva.

Il trend al rialzo dei titoli azionari da inizio anno è proseguito quasi ininterrottamente nelle ultime settimane, sostenuto dalla pubblicazione di trimestrali ampiamente positive per il quarto trimestre e da solidi dati e indicatori economici, che hanno allontanato i timori di recessione e posticipato le aspettative di tagli dei tassi di interesse. Molti importanti indici azionari – S&P 500, Euro Stoxx 50, Dax e Nikkei 225 – hanno di recente raggiunto nuovi massimi storici. Ora che si è conclusa la stagione dei bilanci del quarto trimestre, in cui il settore tecnologico ancora una volta ha messo in ombra tutti gli altri settori, soprattutto per effetto dell'entusiasmo suscitato dall'intelligenza artificiale, nelle prossime settimane gli investitori si concentreranno probabilmente sui risultati del primo trimestre. L'indice S&P 500 è salito del 5% circa dalla fine di gennaio all'inizio di marzo, mentre l'Euro Stoxx 50 è salito di oltre il 7% nello stesso periodo (all'8 marzo, si veda la tabella dei principali indicatori finanziari a pagina 24).

Sul versante obbligazionario, i titoli di Stato hanno risentito dell'ulteriore incorporazione nei prezzi dei tagli dei tassi di interesse previsti per il 2024, sia in termini di tempistiche che di entità. In particolare, i dati di gennaio sull'inflazione statunitense, superiori al previsto, hanno portato a un significativo aumento dei rendimenti dei titoli di Stato. Mentre a inizio anno si prevedevano tagli dei tassi di interesse per oltre 145 punti base da parte della Federal Reserve statunitense, questa cifra è scesa di recente a 100 punti base circa (all'8 marzo). Il rendimento dei titoli di Stato decennali statunitensi è aumentato di 20 punti base tra fine gennaio e inizio marzo, mentre quello dei titoli di Stato decennali tedeschi è salito di ben 15 punti base (vedi tabella). Questo andamento è stato sostenuto dalle dichiarazioni di diversi banchieri centrali, secondo i quali al momento non è necessario affrettare i tagli dei tassi d'interesse fino a quando l'inflazione non si avvicinerà in modo sostenibile all'obiettivo del 2%.

L'oro, dopo aver registrato un andamento laterale nelle prime settimane del 2024, di recente ha innescato il turbo, segnando un nuovo massimo di oltre 2.180 dollari USA per oncia troy, con un aumento di oltre il 6% rispetto a fine gennaio (dati aggiornati all'8 marzo, si veda la tabella). Dato che i mercati non si aspettano una svolta nei tassi di interesse prima di giugno, l'attuale forza del prezzo del metallo prezioso appare a prima vista sorprendente. È probabile che questa accelerazione sia stata favorita soprattutto dagli ultimi dati sul mercato del lavoro statunitense e dai commenti del presidente della Fed Powell, secondo cui la Federal Reserve statunitense probabilmente taglierà i tassi di interesse entro la fine dell'anno.

Il prezzo del petrolio ha continuato a mostrare maggiore volatilità nelle ultime settimane, riflettendo il livello di incertezza persistentemente alto sul mercato. Le speranze di progressi a livello diplomatico tra Israele e Hamas in Medio Oriente sono venute meno, mentre diventava sempre più chiaro che gran parte degli Stati membri più piccoli dell'OPEC non avrebbe rispettato i tagli alla produzione concordati, aumentando così l'offerta di petrolio sul mercato. Il prezzo del greggio Brent è aumentato di oltre il 4% rispetto a fine gennaio e si è attestato di recente a poco più di 80 dollari al barile (all'8 marzo, si veda la tabella).

In questo contesto l'euro si è mosso poco, ma di recente è riuscito ad apprezzarsi appena sotto 1,10 rispetto al dollaro americano (si veda la tabella).

Asset Allocation dei nostri portafogli in gestione

Il leggero miglioramento delle prospettive di crescita globale e il calo dell'inflazione ci spingono a confermare l'asset allocation

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

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

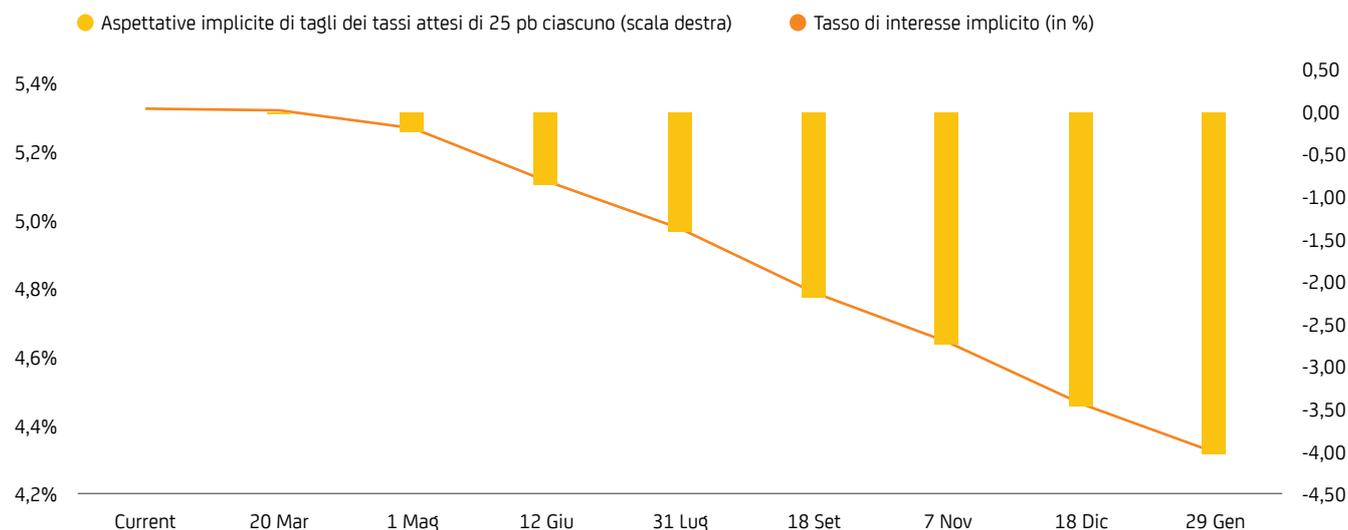
La crescita globale è stata rivista leggermente al rialzo, ma con una notevole divergenza geografica: resilienza negli Stati Uniti, stagnazione in Eurozona, recessione tecnica nel Regno Unito. La Cina è cresciuta a un ritmo costante, ma deve affrontare difficili sfide strutturali. Per quanto riguarda l'inflazione, la traiettoria discendente è nel complesso confermata, ma con rischi di vischiosità nel settore dei servizi.

In un simile contesto, il Comitato Investimenti di UniCredit Group ha confermato l'asset allocation del portafoglio globale.

Nel dettaglio, ribadiamo la nostra preferenza strategica per le "obbligazioni di alta qualità", come i titoli corporate investment grade e governativi euro.

Dopo i dati USA del mercato del lavoro e di inflazione più forti del consenso, abbiamo ora un riprezzamento più realistico delle aspettative di taglio dei tassi della Fed, più vicino alle proiezioni del FOMC di dicembre 2023. Infatti, le aspettative implicite di taglio dei tassi della curva forward per il 2024 sono ora scese a circa 3,5, rispetto ai 6 di inizio anno e più in linea con i 3 tagli del FOMC. Dopo la correzione, e considerando che ci atteniamo al nostro scenario macro di base di atterraggio morbido, i titoli di Stato offrono una combinazione di interessanti prospettive di rendimento nel breve termine e di apprezzamento in conto capitale nel medio termine.

5. ASPETTATIVE PIÙ REALISTICHE DI TAGLIO DEI TASSI DELLA FED



Fonte: Bloomberg

Per quanto riguarda le obbligazioni corporate, gli spread sono storicamente ristretti, in particolare per gli High Yield, ma continuano a offrire un rendimento attraente. Gli High Yield ci appaiono più vulnerabili in caso di rallentamento dell'economia. Manteniamo la nostra preferenza per le obbligazioni societarie Investment Grade.

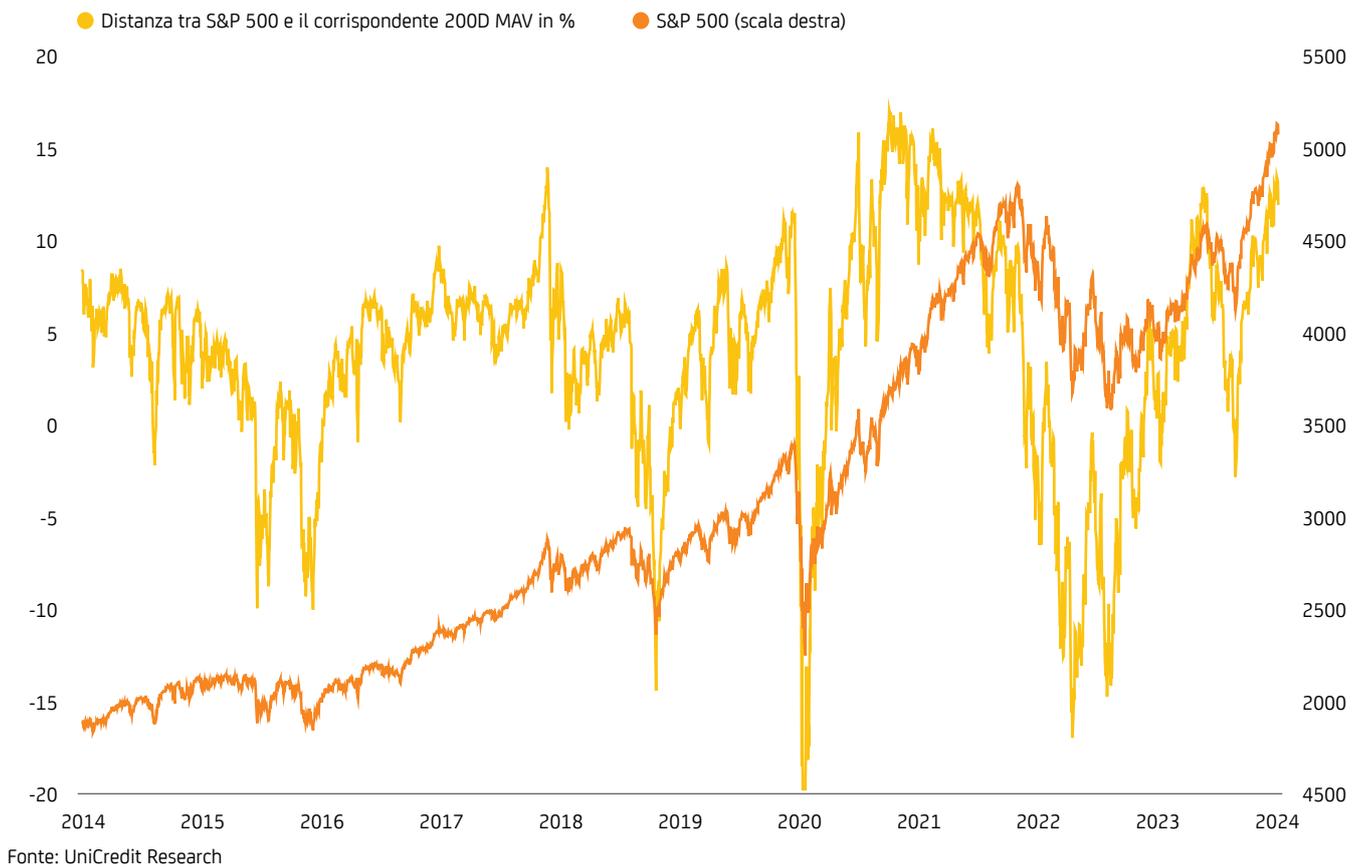
Nel complesso, i fondamentali delle società IG dovrebbero rimanere solidi grazie a bilanci sani, utili migliori del previsto, solidi saldi di cassa e bassi livelli di leva finanziaria rispetto alle medie di lungo periodo.

Rimaniamo positivi, su base selettiva, sulle obbligazioni dei Mercati Emergenti in valuta locale, in quanto vi è un consistente margine di riduzione dei tassi, in particolare in America Latina. Inoltre, le loro valute sono complessivamente sottovalutate e destinate a recuperare terreno quando la Fed allenterà i tassi. Confermiamo la nostra posizione neutrale sulle obbligazioni dei Mercati Emergenti in valuta forte.

Per quanto riguarda le azioni, beneficiano della forza dell'economia statunitense e delle aspettative che le principali banche centrali inizino il loro ciclo di allentamento entro la metà del 2024. Inoltre, la stagione degli utili del quarto trimestre 2023 è stata nel complesso incoraggiante.

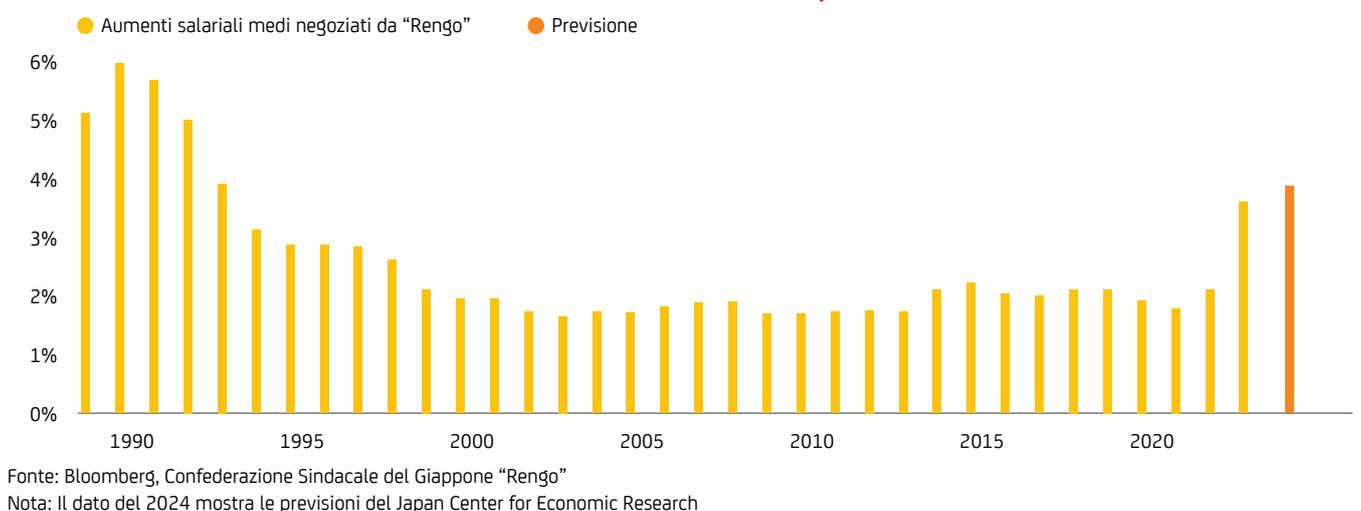
Dopo la forte performance degli ultimi mesi, i titoli azionari sembrano vulnerabili a qualche presa di profitto. Tuttavia, in un contesto macro di "rallentamento moderato" o addirittura di "non rallentamento" degli Stati Uniti se consideriamo il trend di crescita degli Stati Uniti nel quarto trimestre 2023 e probabilmente anche nel primo trimestre 2024, ci aspettiamo che la correzione possa rivelarsi moderata.

6. AZIONI USA SOSTENUTE DAI RISULTATI DEL QUARTO TRIMESTRE 2023, MA VULNERABILI A QUALCHE PRESA DI PROFITTO



Manteniamo la nostra raccomandazione positiva sulle azioni del Pacifico. In Giappone le indagini indicano un aumento degli investimenti e la tornata di negoziati salariali di primavera (Shunto) dovrebbe confermare aumenti sostanziali che sosterranno la domanda interna (Grafico 7). Inoltre, le riforme societarie stanno stimolando l'attività di buyback e, nonostante le recenti performance, le valutazioni dei titoli azionari non sono costose. Se la Banca Centrale del Giappone inizierà la normalizzazione dei tassi d'interesse a breve, gli investitori stranieri dovranno probabilmente prendere in considerazione la possibilità di investire nel mercato azionario giapponese senza copertura valutaria e, su base settoriale, concentrarsi maggiormente sui titoli domestici come quelli delle banche piuttosto che sugli esportatori.

7. GLI ECONOMISTI SI ATTENDONO AUMENTI SALARIALI PIÙ CONSISTENTI QUEST'ANNO



I titoli azionari statunitensi sono sostenuti da uno scenario macro favorevole, caratterizzato da una crescita superiore al trend, da un calo dell'inflazione e da una stagione degli utili positiva nel quarto trimestre 2023, particolarmente nel settore tecnologico. Tuttavia, le valutazioni sono elevate e la concentrazione dello S&P500 è estrema per il livello di capitalizzazione raggiunto da alcune società tech. Le prospettive di allentamento dei tassi d'interesse della Fed limitano il ribasso.

Nell'area dell'euro, l'economia ristagna ma finora ha evitato la recessione. L'economia tedesca è penalizzata dalla crisi del settore manifatturiero e dall'austerità fiscale, mentre i Paesi periferici mostrano segnali di tenuta. Il mercato del lavoro è solido, mentre il calo dell'inflazione aumenta il reddito reale e sostiene i consumi dell'area. Le azioni europee offrono buone opportunità agli investitori orientate al valore e alla qualità.

Per quanto riguarda i mercati emergenti, siamo strategicamente cauti sulle azioni cinesi, viste le sfide strutturali dell'economia, i rischi di un'ulteriore guerra commerciale con gli Stati Uniti in caso di presidenza Trump e l'assenza di segnali di inversione di tendenza nel settore immobiliare. La reiterazione da parte del Congresso Nazionale del Popolo dell'obiettivo di crescita del PIL al 5% non ha impressionato gli investitori esteri, per la mancanza di misure sostanziali per raggiungerlo. Tuttavia, le valutazioni sono a buon mercato e potrebbe verificarsi un limitato recupero grazie a stimoli monetari e fiscali mirati. In America Latina, il Brasile è supportato dalle aspettative di taglio dei tassi, dato che l'inflazione sta scendendo, e il Messico dalla rilocalizzazione degli investimenti USA che hanno abbandonato la Cina.

UniCredit Group Investment Strategy – Asset Allocation

NEUTRALI SULLE AZIONI GLOBALI

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

NEUTRALI SULLE AZIONI EUROPA

L'economia ristagna, ma finora ha evitato la recessione. Tuttavia, il mercato del lavoro è solido, mentre il calo dell'inflazione aumenterà il reddito reale. Le azioni europee offrono tuttavia buone opportunità per gli investitori orientati al valore e alla qualità.

NEUTRALI SULLE AZIONI USA

Sostenute da uno scenario macroeconomico "Goldilocks" di crescita superiore al trend e inflazione in calo, ma le valutazioni sono elevate e il peso delle megacaps nell'indice S&P500 è estremo.

NEUTRALI SULLE AZIONI DEI MERCATI EMERGENTI

Restiamo cauti sulle azioni cinesi, visto il rallentamento strutturale dell'economia e l'assenza di segnali di inversione di tendenza nel settore immobiliare. Tuttavia, le valutazioni sono a buon mercato e potrebbe verificarsi un limitato recupero in caso di rafforzamento delle misure di sostegno fiscale e monetario. In America Latina, siamo positivi sul Brasile grazie alle aspettative di taglio dei tassi. Nel complesso, le valutazioni sono a buon mercato per le azioni ME. Si raccomanda una attenta selezione dei paesi e settori.

SOVRAPPESO SULLE AZIONI DEL PACIFICO (GIAPPONE)

La crescita dei salari è un fattore positivo per il Giappone, che sta uscendo da una lunga fase di deflazione. Inoltre, l'aumento degli utili societari e la riforma della Borsa di Tokyo incoraggiano un'intensa attività di riacquisto di azioni. Nonostante le recenti performance, le valutazioni dei titoli azionari non sono costose.

SOVRAPPESO SULLE OBBLIGAZIONI GLOBALI

Presentano un interessante profilo rischio-rendimento, dati i loro rendimenti attuali. Il raffreddamento dell'inflazione e l'attesa di riduzione dei tassi delle banche centrali entro la metà del 2024 ci spingono a preferire le "obbligazioni di alta qualità", come le obbligazioni corporate Investment Grade e quelle governative.

SOVRAPPESO SULLE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE INVESTMENT GRADE IN EURO

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

SOTTOPESO SULLE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE HIGH YIELD

I loro spread, specialmente quelli delle obbligazioni di qualità inferiore, non scontano pienamente un eventuale rallentamento delle economie. Inoltre, queste ultime non sono sufficientemente liquide.

NEUTRALI SUI TITOLI DI STATO UEM

La debolezza dell'economia dell'Eurozona, il raffreddamento dell'inflazione e l'aspettativa di un taglio dei tassi da parte della BCE entro la metà del 2024 ci inducono a mantenere una view costruttiva su questa asset class. Consideriamo anche un graduale aumento della duration, dato che l'inflazione, a parte qualche effetto base sfavorevole nel breve termine, è in un percorso discendente.

NEUTRALI SUI TITOLI DI STATO NON UEM

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

NEUTRALI SULLE OBBLIGAZIONI DEI MERCATI EMERGENTI IN VALUTA FORTE

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

SOVRAPPESO SULLE OBBLIGAZIONI DEI MERCATI EMERGENTI IN VALUTA LOCALE

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

SOTTOPESO SUI MERCATI MONETARI

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

NEUTRALI SUGLI ALTERNATIVI

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

NEUTRALI SULLE MATERIE PRIME

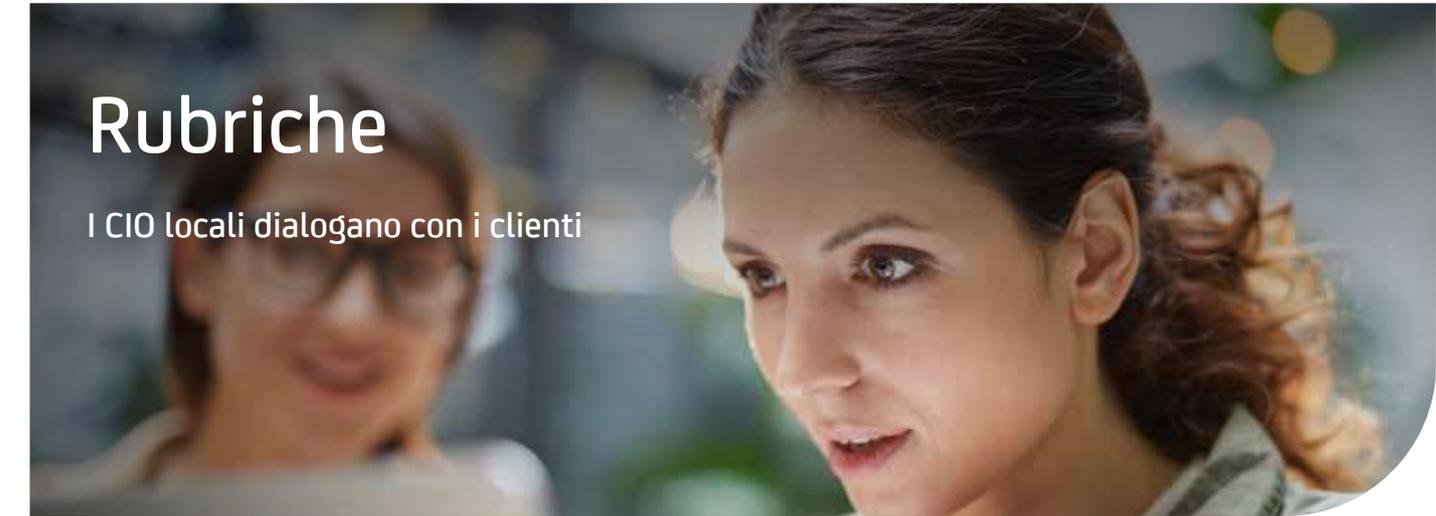
Le migliori condizioni di offerta, grazie al boom produttivo del Nord America, e la debolezza della domanda stanno pesando sui prezzi del petrolio. Questi ultimi beneficiano però nel breve delle tensioni geopolitiche nel Medio Oriente.

NEUTRALI SULL'ORO

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

VALUTE

La crescita superiore degli Stati Uniti e una Fed paziente che non vuole fare passi indietro dovrebbero continuare a sostenere il dollaro nel secondo trimestre. Tuttavia, prevediamo un indebolimento del dollaro nel secondo semestre, poiché l'economia statunitense rallenterà a causa dell'affievolirsi dei risparmi delle famiglie e della stretta creditizia.



Rubriche

I CIO locali dialogano con i clienti

Risposte dall'Italia

QUALI FORZE STANNO GUIDANDO OGGI IL PREZZO DEL PETROLIO E DEL GAS?

L'andamento dei prezzi delle materie prime energetiche è determinante per i futuri sviluppi dell'inflazione. E quest'ultima è la variabile chiave che le banche centrali stanno monitorando per avviare la progressiva riduzione dei tassi ufficiali verso il livello di neutralità. In maniera per certi versi sorprendenti, nonostante il contesto geopolitico rimanga complesso e il conflitto in Medio Oriente prosegua e presenti rischi di escalation, i prezzi delle principali materie prime energetiche sembrano non incorporare alcun premio al rischio per tali eventi. Anzi il petrolio, da una parte, mostra ormai da mesi un andamento laterale, mentre il gas naturale, dall'altra, si muove al ribasso. Proviamo a comprendere quali altre forze stiano agendo sui mercati.

Innanzitutto, sappiamo lo stretto di Hormuz è la porta del Medio Oriente verso l'Asia, e che lo stretto di Bab El Mandeb prima e il canale di Suez poi sono i passaggi fondamentali che invece collegano il Golfo Persico all'Europa. Oggi è soprattutto quest'ultima rotta a essere in pericolo a causa degli attacchi dei ribelli Houthi dallo Yemen. D'altra parte da ottobre dell'anno scorso, dopo lo scoppio delle ostilità, nessun giacimento o infrastruttura di produzione o distribuzione di materie prime energetiche dell'area è stata coinvolta o colpita. Quindi il prezzo del petrolio o del gas non ne hanno risentito direttamente. I maggiori costi di assicurazione e dei noli o dell'allungamento della rotta per l'Europa attraverso il Capo di Buona Speranza (circa 10 giorni di navigazione in più) di fatto potrebbero impattare solo le fasi successive della lavorazione ed eventualmente i prodotti finiti.

Analizzando l'offerta di petrolio nello specifico, nonostante l'OPEC+ cerchi di limitare la produzione per sostenere i prezzi, in realtà i tagli avvengono su base volontaria. Di fatto solo l'Arabia Saudita sta dando seguito a quanto dichiarato, mentre ad esempio ci sono evidenze che la Russia abbia mantenuto i precedenti livelli.

Gli Stati Uniti poi, già da tempo primo produttore mondiale di petrolio, hanno raggiunto la quota record di oltre 13 milioni di barili prodotti al giorno. E questo nonostante un leggero calo degli impianti di estrazione, grazie a importanti miglioramenti di produttività delle tecnologie esistenti.

Un elemento di spinta del prezzo del petrolio al rialzo potrebbe arrivare da un aumento improvviso della domanda globale. Tuttavia dato che la Cina, il maggior paese importatore, attraversa una fase di ciclo reale non brillante, riteniamo che a breve non ci siano condizioni affinché tale scenario si manifesti.

Passiamo adesso ad analizzare l'andamento del prezzo del gas naturale in particolare in Europa. Prendendo a riferimento la borsa di Amsterdam e il cosiddetto TTF (title transfer facility), i prezzi hanno mostrato addirittura un andamento decrescente nei mesi recenti.

I motivi sono da ricercare essenzialmente nell'inverno mite e nei livelli storicamente elevati delle scorte. Da considerare anche che il contributo delle energie rinnovabili, in particolare eolico e idroelettrico, ha ripreso un sentiero espansivo. In termini di volumi di consumo di gas naturale nel 2023, in media le grandi economie europee mostrano una contrazione del 10% rispetto ai livelli del 2022 e addirittura del 20% rispetto al 2021.

Inoltre la strategia dell'Unione Europea di diversificare le fonti di approvvigionamento per ridurre la dipendenza dalla Russia è stata efficace e oggi solo il 10% dei consumi è coperto dal gas russo.

Importanti partnership in tal senso sono state sviluppate con gli Stati Uniti, la Norvegia, paesi del Nord Africa e appunto del Golfo Persico ed è aumentata notevolmente la quota di gas naturale liquido rispetto a quello trasportato tramite gasdotto.

Tale combinazione, elemento chiave della strategia di risposta all'attacco della Russia in Ucraina, nel medio periodo potrebbe però portare ad elementi di instabilità nei prezzi. Da una parte gli approvvigionamenti arrivano comunque da "zone calde" del pianeta. Dall'altra, è diminuita l'incidenza dei contratti a lunghissima scadenza con prezzi prefissati, tipici del commercio via gasdotto. Ad esempio, oggi gli Stati Uniti pesano per il 50% del gas naturale liquido che l'Europa importa. Se, per mutate condizioni di domanda, l'Asia fosse in grado di esprimere prezzi più elevati, i produttori statunitensi ridurrebbero il flusso verso l'Europa, causando degli aumenti dei prezzi e una riduzione di disponibilità. Anche tale scenario tuttavia non sembra avere alte probabilità di realizzo nei prossimi mesi.

In conclusione, non ravvediamo elementi che possano nel breve mutare significativamente le dinamiche di prezzo delle principali materie prime energetiche. L'inflazione proseguirà quindi il suo percorso verso gli obiettivi delle banche centrali e queste inaugureranno a breve la tanto attesa stagione di tagli dei tassi.

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

Risposte dall’Austria

TITOLI VALUE O GROWTH? CONFRONTO TRA APPROCCI DI INVESTIMENTO

Nell’attuale difficile contesto economico, caratterizzato da sfide geopolitiche e nuove tecnologie dirompenti, gli investitori si domandano se sia meglio puntare su titoli Value (valore) o Growth (crescita) quando investono in azioni. La maggior parte dei titoli può essere classificata in queste due categorie, da cui derivano diverse filosofie di investimento. Ma cosa si nasconde esattamente dietro queste terminologie?

Azioni Growth (crescita)

Grazie ai loro tassi di crescita superiori alla media, queste azioni sono particolarmente apprezzate da investitori con buona propensione al rischio e orientati all’apprezzamento. Gli esempi più eclatanti, quali Apple e Alphabet, giungono dal settore tecnologico. I titoli Growth di solito attirano l’attenzione soprattutto durante le fasi di ripresa economica. Società come Apple, Amazon o Tesla sono sovente guidate da imprenditori visionari e carismatici, quali Steve Jobs, Jeff Bezos o Elon Musk, le cui visioni sono spesso al centro dell’attenzione dei media.

Gli utili sono perlopiù investiti in ulteriore espansione delle attività aziendali e in ulteriore crescita, mentre è raro che i dividendi vengano distribuiti agli investitori. Con le loro innovazioni queste società possono cambiare interi settori, cosa che di solito porta a prevedere un boom di utili. L’investimento in titoli Growth è una scommessa sul futuro e i rapporti prezzo/utili (P/E) relativamente elevati sono di solito una caratteristica fondamentale di questa asset class.

Azioni Value

I titoli Value sono azioni di società con elevato valore intrinseco. Rispetto ai titoli Growth, si può prevedere un contenuto incremento dei flussi di cassa futuri e, quindi, del valore della società o del prezzo delle azioni. Questi titoli rientrano solitamente in settori tradizionali come energia o beni di consumo, ma si possono trovare anche in altre aree, come l’information technology. Tra i nomi più noti figurano Unilever, Exxon e Cisco.

Queste aziende hanno in genere un modello di business solido e collaudato, con profitti relativamente costanti. Questa regolarità fa sì che siano meno soggette a fluttuazioni di valore, motivo per cui ad alcuni investitori sembrano un po’ monotone. Il mantenimento delle attività aziendali richiede solitamente minori investimenti in immobilizzazioni. Grazie ai minori requisiti di capitale per gli investimenti futuri, gli utili possono quindi essere regolarmente distribuiti agli investitori sotto forma di dividendi. A differenza dei titoli Growth, queste società sono solitamente più stabili e meno dinamiche. A causa delle minori aspettative di crescita, le società “Value” sono per lo più valutate meno rispetto ai titoli “Growth”. Sull’altro fronte, però, è probabile che venga corrisposto un elevato rendimento da dividendo.

Sia che puntino su titoli Growth o Value, gli investitori vogliono ottenere i maggiori profitti possibili con il minor rischio possibile. Quale strategia sia quella giusta è oggetto di analisi da diversi anni. Pur essendo una scelta piuttosto conservativa, i titoli Value hanno ottenuto performance costanti nel lungo periodo. I titoli Growth sono stati spesso convincenti nel breve periodo, ma si possono sempre riscontrare eccessi e relative correzioni.

Credo che l’opinione di Warren Buffett secondo cui “non esistono azioni Value e Growth” sia molto appropriata, in quanto evidenzia che è molto più importante trovare buoni modelli di business con un buon management e acquistare tali società a prezzi scontati. L’analisi dettagliata e approfondita delle società è pertanto un requisito essenziale per il successo degli investimenti azionari nel lungo termine.

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

Risposte dalla Germania

QUALI SONO LE CAUSE DEL BOOM DEL MERCATO AZIONARIO GIAPPONESE?

Dopo 34 anni, il 22 febbraio il Nikkei 225, il più importante indice borsistico giapponese, ha superato il massimo storico segnato a fine dicembre 1989, terminando la seduta sopra quota 39.000 punti per la prima volta in assoluto. Dopo la solida performance dello scorso anno, l'indice è salito di un ulteriore 17% dall'inizio del 2024 (a fine febbraio), non solo grazie alla debolezza dello yen, che ha spinto gli utili delle società giapponesi orientate all'esportazione, che hanno un grosso peso tra i titoli azionari di Tokyo, ma anche al fatto che gli investitori sembrano allontanarsi sempre più dai mercati cinesi a causa del recente deludente sviluppo economico della Cina e delle tensioni geopolitiche del Paese con l'Occidente.

La ripresa del mercato azionario nipponico è comunque dovuta in primo luogo anche ai cambiamenti strutturali del Giappone stesso: le riforme dell'ex primo ministro Shinzo Abe, misure volte a migliorare la governance aziendale, strategie di riacquisto e distribuzione di azioni agevolate dal punto di vista fiscale e il sostegno diretto della Banca del Giappone (BoJ), sotto forma di acquisti di fondi negoziati in borsa, stanno sostenendo la competitività internazionale delle società giapponesi e le valutazioni delle azioni giapponesi. Dopo decenni di lotta alla deflazione, che ha comportato scarsità di investimenti, calo delle vendite e diminuzione dei salari, l'economia giapponese si è stabilizzata. Negli ultimi due anni l'inflazione è aumentata notevolmente (anche se in modo meno drastico rispetto a Eurozona o Stati Uniti). Tuttavia, secondo le ultime previsioni della banca centrale giapponese, quest'anno dovrebbe ridiscendere al 2,4%.

La possibile imminente normalizzazione della politica monetaria potrebbe avere un impatto negativo sul mercato azionario. Ad oggi, la BoJ è l'unica grande banca centrale occidentale a tenere ancora il proprio tasso di interesse di riferimento in territorio negativo. Un apprezzamento dello yen per effetto del rialzo dei tassi di interesse potrebbe penalizzare le aziende giapponesi orientate all'esportazione. Tuttavia, i recenti dati di crescita più deboli del previsto che suggeriscono che l'inflazione stia frenando i consumi interni nonostante la prospettiva di aumenti salariali, forniscono validi argomenti ai sostenitori di una politica monetaria accomodante prolungata. Gli investitori farebbero bene a tenere d'occhio le azioni giapponesi come possibile (contenuta) integrazione dei loro portafogli, poiché le loro valutazioni non sembrano ancora care, nonostante la robusta performance degli ultimi mesi.

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

ANDAMENTO DEI PRINCIPALI INDICATORI FINANZIARI

Da	08.03.23	08.03.19	06.03.20	08.03.21	08.03.22	08.03.23	08.03.19	01.01.24
A	08.03.24	08.03.20	08.03.21	08.03.22	08.03.23	08.03.24	08.03.24	08.03.24
Indici azionari (andamento, in %)								
MSCI Globale (in USD)	28,3	6,9	29,3	4,6	-0,5	28,3	83,2	7,0
MSCI Mercati Emergenti (in USD)	10,4	-0,2	32,5	-14,2	-7,7	10,4	16,0	1,5
MSCI USA (in USD)	33,3	10,4	32,8	9,1	-3,2	33,3	102,9	7,6
MSCI Europa (in EUR)	13,2	0,8	15,6	3,2	15,0	13,2	57,8	5,6
MSCI AC Asia Pacifico (in USD)	14,2	1,6	32,7	-14,1	-3,0	14,2	30,1	5,2
STOXX Europe 600 (in EUR)	13,1	1,6	16,7	2,1	14,6	13,1	58,0	5,5
DAX 40 (Germania, in EUR)	14,0	0,2	24,6	-10,8	21,8	14,0	55,5	6,3
MSCI Italia (in EUR)	28,8	2,7	13,0	-3,3	30,0	28,8	88,6	11,1
ATX (Austria, in EUR)	1,3	-8,7	22,5	-1,8	24,2	1,3	37,8	-1,6
SMI (Svizzera, in CHF)	9,7	7,4	15,2	5,1	1,9	9,7	45,9	5,2
S&P 500 (USA, in USD)	32,9	10,3	30,8	10,7	-2,7	32,9	103,2	7,7
Nikkei (Giappone, in JPY)	41,6	-1,2	41,2	-12,3	17,3	41,6	108,6	18,7
CSI 300 (Cina, in Yuan)	-9,6	11,1	25,3	-14,6	-3,2	-9,6	8,0	3,3
Indici Obbligazionari (andamento, in %)								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	2,3	21,2	-4,9	-0,2	-14,3	2,3	1,2	-1,0
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA, in USD)	3,2	15,3	-4,2	-1,5	-10,3	3,2	1,1	-0,5
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	7,6	17,2	-0,4	-3,6	-8,5	7,6	11,1	0,0
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	6,0	8,4	-4,1	-3,1	-18,7	6,0	-13,1	-1,4
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	6,7	8,9	-1,2	-3,2	-16,5	6,7	-7,4	-0,4
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	7,7	4,7	1,2	-4,7	-9,8	7,7	-1,7	0,1
Rendimenti Obbligazionari (espressi in punti base = 0,01%)								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	17	-193	89	28	211	17	146	22
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA, in USD)	-11	-186	25	88	267	-11	173	20
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	-32	-164	-3	113	230	-32	138	14
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	-39	-79	41	38	258	-39	217	25
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-45	-89	18	43	263	-45	192	15
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-76	-66	-5	108	280	-76	237	15
Spread sulle Obbligazioni governative (credit spread, espresso in punti base)								
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA US Corporate Master)	-31	20	-47	47	-22	-31	-30	-5
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA US High Yield)	-101	154	-207	46	6	-101	-92	-8
Obbligazioni Governative area Euro (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-18	8	-33	62	-15	-18	4	-15
Obbligazioni Governative area Euro (ICE BofA Euro High Yield)	-59	41	-120	167	-89	-59	-65	-46
Tassi di interesse del mercato monetario (espressi in punti base)								
Libor (USD, 3 mesi)	43	-170	-71	52	442	43	299	-1
Euribor (EUR, 3 mesi)	99	-17	-6	4	344	99	425	3
Tasso di Cambio con Euro (variazione in %)								
Dollaro USA (EUR-USD)	3,6	0,6	4,7	-8,2	-3,2	3,6	-2,6	-1,1
Sterlina Inglese (EUR-GBP)	-4,1	1,5	-1,6	-3,0	7,1	-4,1	-0,9	-2,0
Franco Svizzero (EUR-SFR)	-3,3	-6,7	4,7	-8,8	-1,8	-3,3	-15,3	3,5
Yen Giapponese (EUR-JPY)	11,9	-5,5	8,3	-2,2	14,8	11,9	29,1	3,0
Materie Prime (variazione in %)								
Commodity Index (GSCI, in USD)	18,5	29,0	-2,6	21,0	-11,5	18,5	59,4	5,5
Metalli Industriali (GSCI, in USD)	-6,3	-12,5	41,5	45,8	-27,1	-6,3	22,5	-1,8
Oro (in USD per oncia fine)	18,9	29,7	0,8	22,3	-11,4	18,9	67,4	5,2
Petrolio (Brent, in USD al barile)	0,6	-31,0	50,0	87,5	-35,4	0,6	24,9	5,8

Nota: i valori passati e le previsioni non sono un indicatore affidabile delle performance future. Gli indici non possono essere acquistati e quindi i rendimenti non includono i costi degli strumenti. Quando si investe in titoli, vengono sostenuti costi che riducono la performance. Il rendimento degli investimenti in valute estere può anche aumentare o diminuire a causa delle fluttuazioni valutarie. Fonte: Refinitiv Datastream. Dati al 08.03.2024.

Disclaimer

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

Il Gruppo UniCredit e le altre società del Gruppo UniCredit possono avere uno specifico interesse riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari indicati all'interno della pubblicazione. Si prega di fare riferimento a <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer>. Eventuali stime e/o valutazioni contenute nella presente pubblicazione rappresentano l'opinione autonoma e indipendente del Gruppo UniCredit e, al pari di tutte le informazioni in essa riportate, sono date in buona fede sulla base dei dati disponibili alla data della pubblicazione, tratte da fonti attendibili, ma aventi valore puramente indicativo e suscettibili di variazioni in qualsiasi momento dopo la pubblicazione, sulla cui completezza, correttezza e veridicità il Gruppo UniCredit non rilascia alcuna garanzia e non assume alcuna responsabilità. Gli interessati dovranno pertanto effettuare le proprie valutazioni di investimento in modo del tutto autonomo e indipendente, facendo affidamento esclusivamente sulle proprie considerazioni delle condizioni di mercato e delle informazioni complessivamente disponibili, anche in coerenza con il proprio profilo di rischio e la propria situazione economica. Investire comporta dei rischi. Prima di qualunque investimento, prendere attenta visione della documentazione d'offerta relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.

Si evidenzia inoltre che:

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

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

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

Le informazioni e i dati contenuti in questo documento sono aggiornati al 8 marzo 2024.



UniCredit SpA
Client Solutions



Indirizzo
Piazza Gae Aulenti, 3
20124 Milano



Online
unicreditgroup.eu/clientsolutions